



<b>İçindekiler</b>	<b>Sayfa</b>
• Kısaltmalar	3
• Raporun Amacı & Etik İlkeler	4
• Yönetici Özeti	6
• Temel Yatırım Unsurları	9
• Riskler	11
• Şirket Profili	12
• Satışlar	18
• Finansal Analiz	20
• Değerleme Yöntemleri	34
• İndirgenmiş Nakit Akışı	35
• Piyasa Çarpanları	52
• Nihai Değer	56
• Sektör	57

## KISALTMALAR

## Kısaltma

A.Ş.	Anonim Şirket
AB	Avrupa Birliği
A.B.D.	Amerika Birleşik Devletleri
ABD Doları, USD	Amerika Birleşik Devletleri'nin resmi para birimi
AOSM	Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti
AR-GE	Araştırma ve geliştirme
ÖBDR	Özel Bağımsız Denetim Raporu
BİST	Borsa İstanbul
CEO	İcra Komitesi Başkanı
CRR	Sermaye Yeterlilik Oranı (Toplam Yatırım/Satış)
EBITDA	FAVÖK-Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar
EBIT	Esas Faaliyet Karı
EV	Firma Değeri
FVFM	Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli
GSYH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
İNA	İndirgenmiş nakim akımları
Info Yatırım	Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Kurul, SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
KDV	Katma değer vergisi
KKO	Kapasite Kullanım Oranı
M.D.	Mevcut Değil
M.D.V	Maddi Duran Varlık
MWh	Megawatt-Hour / Megavat - Saat
ROA	Aktif Karlılık
ROE	Özkaynak Getirisi
SGK	Sosyal Güvenlik Kurumu
SMM	Satılan Malın Maliyeti
TL	Türk Lirası
TMO	Toprak Mahsülleri Ofisi
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

## RAPOR ÖZETİ

### Raporun Amacı

Bu rapor, Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Info Yatırım) ile Balsu Gıda Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi (Şirket) arasında 23 Aralık 2024'te imzalanan halka arza aracılık sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerler Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

### Etik İlkeler

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i uyarınca Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütüldüğünü, tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğunu ve aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket pay sahiplerine zarar vermeyecek bir şekilde yürütülmüştür.

Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.

Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamıştır.

Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görev kabul edilmemiştir. Değerleme projesi gizlilik içerisinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.

Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.

Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız ve objektif tavsiyelere bağlı değildir.

Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

### Sınırlayıcı Şartlar

Değerlememizde kullanılan veriler, Şirket adına Eren Bağımsız Denetim A.Ş. (2021-2022-2023-2024/09) tarafından hazırlanan bağımsız denetim raporuna, aynı dönemleri içeren TFRS29 hariç mali tablolara, kamuya açık olan kaynaklardan elde edilen bilgilere, Bloomberg-Finnet-Rasyonet veri tabanına, talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilere ve diğer verilere dayanmaktadır.

Info Yatırım değerlendirme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapılmamıştır.

Tarafımıza sunulan bilgi ve belgelerin doğru ve eksiksiz olduğu konusunda makul dikkat ve özen gösterilmiş ve bunun sonucunda, sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu çerçevede bilgi ve belgelerin doğruluğu ayrıca denetlenmemiştir.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği ve Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır. Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup, güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Farklı tarihlerdeki finansal verilerle değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırılmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir. Tarafımızca Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki, vergisel ve finansal durum tespit çalışması yapılmamıştır.

### Değerlemesi Yapılacak Varlık

Yapılan değerlendirme kapsamında Şirket paylarının tamamının değeri bulunarak 1 TL nominal değeri payın değeri hesaplanmıştır.

## Değerleme Tarihi & Rapor Tarihi

Değerleme tarihi 02 Ocak 2025 olup rapor tarihi 09 Ocak 2025'tir.

## Değerleme Para Birimi

Yapılan değerlendirme çalışmasında para birimi olarak USD kullanılmıştır.

## Değer Esası

Değerleme görevinin koşulları ve amacına uygun şekilde değer esası olarak Pazar Değeri dikkate alınmıştır.

Uluslararası değerlendirme standartları uyarınca Pazar Değeri, bir varlık ya da yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda, istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında, tarafların bilgili ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri muvazaasız bir işlem ile değerlendirme tarihi itibarıyla el değiştirmesinde kullanılması gerekli görülen tahmini tutardır.

## Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar Başlığının F Maddesinin 9. Maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

## Fiyat Tespit Raporunun Hazırlanışı

İşbu fiyat tespit raporu Geniş Yetkili Aracı Kurum yetki belgesine sahip Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. Ayrı bir kurumsal finansman bölümüne sahip olan, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinde bulunma izinlerinin her ikisine birlikte sahip olan Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Sermaye Piyasası Kurulu'nun ilgili kararına istinaden gayrimenkul dışındaki varlıklara ilişkin değerlendirme hizmeti verebilmektedir. Sermaye Piyasası Kurulu'nun 06/10/2022 tarih ve 58/1477 sayılı kararında açıklandığı üzere Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar listesinde yer almaktadır. İşbu değerlendirme raporu Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği üyelerinin birbirleri ve müşterileri ile olan iş ve diğer ilişkilerinde uyacakları meslek kuralları ve etik ilkeleri belirleyen Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları'nda belirtilen etik ilkelere uygun olarak hazırlanmıştır. Fiyat tespit raporunu hazırlayan Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. değerlemeyi tarafsız, yansız ve profesyonelce gerçekleştirebilmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahip personeli istihdam etmektedir. İşbu fiyat tespit raporunu hazırlayan ekip 15 yılın üzerinde kurumsal finansman ve danışmanlık tecrübesine ve Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 ve türev lisansına sahibi Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. kurumsal finansman yöneticisi Hüseyin Güler tarafından yönetilmiştir. Ekip liderleri değerlendirme tarafsız, yansız ve profesyonelce gerçekleştirmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahiptir.

## BALSU FİYAT TESPİT RAPORU

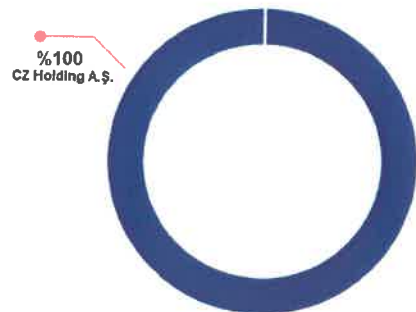
## Yüksek İhracat Oranı ve Katma Değerli Yatırımlar

- 1 Kökleri 1979 yılına uzanmakta. **Balsu Gıda, 1979 yılında Hasan Cuneid Zapsu ve ailesi tarafından Almanya'da fındık ithalatıyla sektöre giriş yapmıştır.** 1980'lerin başında İstanbul'da tesis kurarak **çok uluslu çikolata üreticilerine fındık tedarik** etmeye başlamıştır. Şirket, 28 Haziran 1985 tarihinde "Balsu Gıda Sanayi Anonim Şirketi" unvanıyla resmi olarak kurulmuş ve **kabuklu fındığın işlenmesi, temizlenmesi ve çeşitli şekillerde ambalajlanarak müşterilere sunulması** alanlarında faaliyetlerini genişletmiştir. 2001 yılında "Balsu Çikolata Gıda Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi" unvanını alarak kurumsallaşma sürecinde yeni bir aşamaya geçmiştir. **2005 yılında ise "Balsu Gıda Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi" ünvanına kavuşmuş** olan Şirket, günümüzde **Türkiye'deki modern tesisleri ve uluslararası satış ofisleriyle fındık işleme ve ticaretinde önemli bir rol üstlenmektedir.**
- 2 **Uluslararası operasyonlar ve yüksek kapasite.** **Balsu Gıda, Türkiye'de Sakarya Hendek ve Ordu OSB'deki modern tesisleriyle** faaliyet göstermektedir. Tesislerinde bölgesel üreticilerden temin edilen fındıkları işleyen Şirket, Hendek'te **yaklaşık 700 ton, Ordu'da ise yaklaşık 200 ton günlük kırma kapasitesine sahiptir.** **Natürel iç fındık, kavrulmuş iç fındık, fındık unu, granül fındık ve fındık ezmesi gibi geniş bir ürün yelpazesi** sunmaktadır. Ayrıca, **ABD, Avrupa ve Uzak Doğu'da kurduğu bağlı ortaklıklarla** uluslararası pazarda güçlü bir konuma sahiptir. **TİM'in 2023 verilerine göre, Türkiye'nin en büyük ikinci fındık ihracatçısı ve %100 Türk sermayeli en büyük fındık işleme firmasıdır.** 2023 yılı itibarıyla yıllık toplam 45.150 ton satış hacmiyle Türkiye'nin iç fındık üretiminin %14'ünü gerçekleştirmiştir.
- 3 **Aktif karbon ve Şili yatırımları.** **Şirket, Türkiye'nin büyük oranda ithalata bağımlı olduğu aktif karbon üretimi için** 2023 yılında toplam **3,06 milyar TL teşvik almıştır.** Fındık kabuğundan üretilen **aktif karbon, arıtma, filtreleme ve temizleme gibi kritik alanlarda yaygın olarak kullanılmakta** olup 2025 itibarıyla yıllık 16 bin ton üretim kapasitesine ulaşılması hedeflenmektedir. **Yatırım kapsamında enerji üretimine de odaklanan tesis, yılda 65.000 MWh enerji sağlayacak şekilde tasarlanmıştır.** Şirket'in bu kapsamda yürüttüğü çalışmaları, TÜBİTAK tarafından onaylanmış ve stratejik öncelikli proje ödülüne layık görülmüştür. Ayrıca 2017 yılında kurulan **Balsu Agro Chile SpA, Şili'de sürdürülebilir tarım ve fındık üretimi için ilk uluslararası yatırımı** gerçekleştirmiştir. Bugün 70.000 fındık ağacına sahip olan bahçelerde yenilikçi sulama ve gübreleme teknikleri uygulanmaktadır. Ayrıca, 2023 yılında **Şili'nin Retiro şehrinde modern bir fındık işleme tesisi kurulması amacıyla arsa alımı** gerçekleştirilmiştir. Bu tesisin **2026 yılında tamamlanarak yıllık 23 bin ton işleme kapasitesine ulaşması planlanmaktadır.** Şili'nin fındık hasat sezonunun Türkiye iklimi ile ters zamana denk gelmesi sayesinde yıl boyunca taze fındık tedariki sağlanması hedeflenmektedir.
- 4 **Değerleme.** Şirket değerlemesi için İNA ve piyasa çarpanları yaklaşımları kullanılmış ve **17.567 mn TL (497,8 mn\$) halka arz değeri** tespit edilmiştir. Belirlenen değer 2024/09 gerçekleşen EBITDA rakamına göre **10,5x EV/EBITDA** çarpanına karşılık gelmektedir. **2025-2027 arasında Şili ve aktif karbon yatırımları kaynaklı beklenen büyüme, AB ve ABD pazarlarına ek olarak 2025 yılında Asya pazarına giriş, yüksek oranda ihracat, 2031 yılına kadar vergiden büyük oranda muaf olunması, güçlü ortaklık yapısı ve müşteri profili ve gelir portföyünde ham fındıktan işlenmiş fındığa geçişin yarattığı katma değer Şirket'i yatırım hikayesi olarak öne çıkarmaktadır.**

Gelir Tablosu (m\$)	2021	2022	2023	2024T	2025T
Net Satışlar	303	274	328	372	438
EBITDA	51	31	43	40	47
EBITDA Marjı	17%	11%	13%	11%	11%
Net Kar	4	3	12	m.d.	m.d.

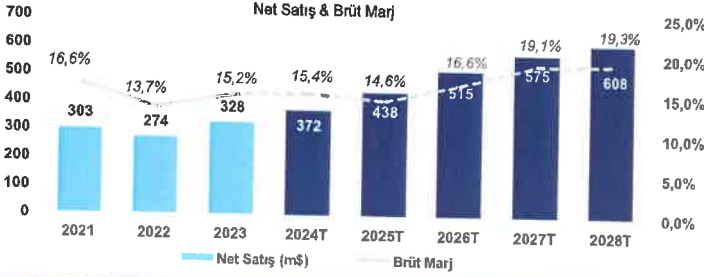
Değer	mUSD
Piyasa Değeri	497,8
Net Borç	143,0
Firma Değeri	640,8
<b>Bilanço (m\$)</b>	<b>2024/09</b>
Dönen Varlıklar	220,1
Duran Varlıklar	77,4
Aktifler	297,5
Kısa Vadeli Borçlar	136,1
Uzun Vadeli Borçlar	11,3
Özkaynak	51,3
Finansal Borç	147,4
<b>Değer Çarpanları</b>	<b>EV/EBITDA</b>
EV/EBITDA-2024/09	10,5x
EV/EBITDA-2027T	6,9x
F/K-2024/09	55,3x
PD/DD 2024/09	21,9x
EV/Satış-2024/09	1,4x
Net Borç/EBITDA 2024/09	2,3x
<b>Piyasa Çarpanları</b>	<b>EV/EBITDA</b>
Yurtdışı Çarpanlar	12,5x
BİST Gıda	9,9x
Mondelez	15,3x
Nestle	15,4x

Ortaklık Yapısı



## Yatırım Tezi

**Grafik:1** 2025'te işlenmiş ürünlere yükseliş, fındıkta talebin yılın ilk çeyreğine sarkması, karbon tesisinin kısmi devrede olması, Asya'da ticaretin başlaması satış büyümesinin temel değişkenleri olurken 2026'da Şili ve aktif karbon temel parametreler...



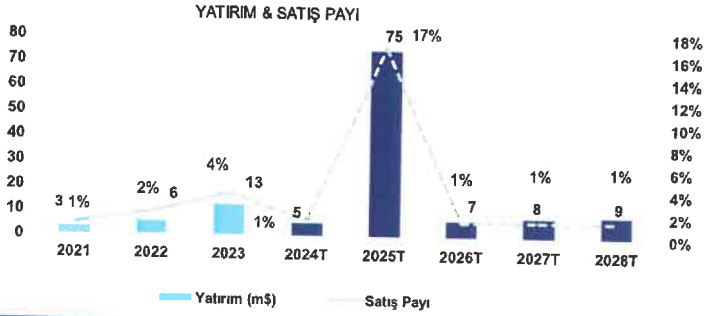
Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri

**Grafik:2** 2026 ve 2027 yıllarındaki büyüme Şili ve Aktif Karbon yatırım kaynaklı yaşanırken EBITDA marjında beklenen artış bu 2 yatırımın katma değeri ve Balsu Gıda'da işlenmiş ürünlere daha fazla odaklanma kaynaklıdır...



Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri

**Grafik:3** 2025 yılında yatırımı başlamış Şili ve Hendex tesisleri için 75 mn dolar yatırım planlanırken sonraki yıllarda idame yatırımı öngörülmüştür..



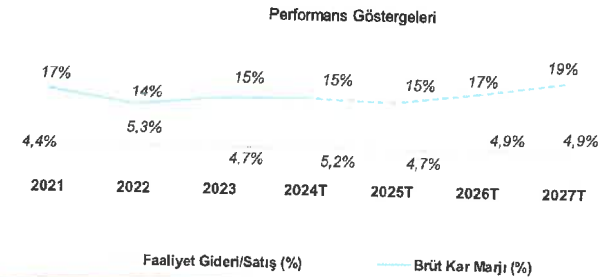
Kaynak: Şirket & Info Tahminleri

**Grafik:4** İhracat oranının artması kar marjını yükseltirken işletme sermayesini ihtiyacı azaltmıştır...



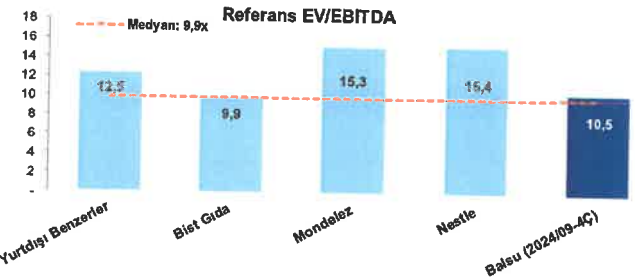
Kaynak: Şirket

**Grafik:5** Faaliyet giderleri satış payı geçmiş ortalamasının üzerinde alınırken brüt kar marjının Balsu Gıda'da işlenmiş ürünlere daha fazla odaklanılması, Şili ve Hendex yatırımları ile katma değerli ürün portföyü sonrası yükselmesi beklenmektedir



Kaynak: Şirket Tahminleri

**Grafik:6** Ulaşılan halka arz değeri 2 önemli yatırım hikayesi nedeniyle kısmen referans değerlerin üzerindedir...



Kaynak: Bloomberg & Finnet

## Değerleme

**Halka arz iskontosunu öncesi 622 mn USD adil piyasa değeri elde edilirken halka arz iskontosunu sonrası 497,8 mn USD değere ulaşılmış ve pay başı fiyat 2 Ocak 2025 tarihli kura göre 17,57 TL olarak belirlenmiştir.**

**INA'dan hesaplanan değere %50; yurtdışı ve yurtiçi benzerlere %25'er ağırlık verilmiştir.**

**Halka arz fiyatı ile belirlenen Şirket değeri, 2024/09'da gerçekleşen EBITDA verisine göre 10,5x EV/EBITDA çarpanına işaret etmektedir.**

## Değerleme Özeti

**%20 halka arz iskontosunu.** Nihai değerde şirket dinamiklerini daha iyi yansıttığını düşündüğümüz INA'ya %50 ağırlık verilirken piyasa davranış modelini değerlendirmeye dikkate almak adına piyasa çarpanlarına %50 ağırlık verilmiştir. Şirket'in ana faaliyeti gereği BİST Gıda şirketleri yurtiçi benzer grup olarak belirlenirken borsada Şirket ile tam benzer faaliyette bulunan bir firma bulunmamaktadır. Yurtdışında ise firma ile daha benzer alanda faaliyet gösteren şirket bulmak daha kolay olduğu için yurtdışı benzerlere de yurtiçi kadar ağırlık verilmiştir. **Geleneksel değerlendirme metodolojilerine göre pay değerini belirlerken elde edilen değere %20 halka arz iskontosunu uygulanmıştır. Şirket için halka arz iskontosunu sonrası 17.567 mn TL piyasa değeri ve pay başı 17,57 TL değer tespit edilmiştir.** Bulunan değer cari 10,5x EV/EBITDA çarpanına işaret etmektedir. Bununla birlikte **Şirket'in 2025 yılında Şili ve aktif karbon tesisleri için 75 mn dolar yatırım yaparak katma değerli ürün portföyünü büyütecek olması cari verilerden ziyade gelecek yıllardaki beklenen çarpanları öne çıkarmaktadır. Şili'nin fındık hasat sezonunun Türkiye iklimi ile ters zamana denk gelmesi sayesinde yıl boyunca taze fındık tedariki sağlanması hedeflemektedir. Şirket bu alanda sektörün en güçlü firmaları arasında yer alırken büyük oranda ihracat geliri ile ülkeye döviz kazandırmaktadır. Aktif karbon yatırımı stratejik ve önceliklendirilen yatırım grubuna alınırken 2031 yılına kadar Şirket'in büyük oranda vergi muafiyeti bulunmaktadır. AB ve ABD pazarlarına ek olarak 2025 yılında Asya pazarına giriş, güçlü ortaklık yapısı ve müşteri profili ve gelir portföyünde ham fındıktan işlenmiş fındığa geçişin yarattığı katma değer Şirket'i yatırım hikayesi olarak öne çıkarmaktadır.**

Değerleme Özeti	Değer (m\$)	Ağırlık	Pay Başı Değer (\$)
<b>Metodolojiler</b>			
INA	700,9	50,0%	0,70
Çarpanlar	543,5	50,0%	0,54
<b>Halka Arz Piyasa Değeri</b>	<b>622</b>	<b>100%</b>	<b>0,62</b>
Halka Arz İskontosu	-20%		
<b>Nihai Değer (mUSD)</b>	<b>497,8</b>		<b>0,50</b>
USD/TL-02.01.2025	35,2900		
<b>Nihai Değer (mTL)</b>	<b>17.567</b>		<b>17,57</b>

Değer Çarpanları	2024/09
EV/EBITDA	10,5
F/K	55,3
EV/Net Satış	1,4
PD/DD	9,7

## Referans Değerler

**Bulunan değer cari 10,5x EV/EBITDA çarpanına işaret ederken yurtdışı ve yurtdışı örneklemin ortalama verilerinin hafif üzerindedir. Yurtiçi örneklem cari durumda 9,9x EV/EBITDA çarpanından işlem görürken yurtdışı benzerler ise 12,5x EV/EBITDA seviyesindedir.**



## Temel Yatırım Unsurları

**Türkiye'nin fındık üretiminde lider bir oyuncu olması, sektörü teşvik etmesi ve üreticiyi desteklemesi; Balsu'nun ise toplam üretimin yaklaşık %50'sinin gerçekleştiği bölgelerde stratejik tesis ve deposuyla faaliyet göstermesi önemli avantajlardandır.**

**Çikolata sektöründeki büyüme imesinden, Balsu'nun premium ürün gamıyla güçlü markalara tedarikçi konumunda olması sebebiyle pozitif etkilenmesi beklenmektedir.**

**Fındık tüketiminde henüz doygunluğa ulaşmamış Güney Amerika ve Asya pazarları, Balsu'nun yurtdışında büyüme stratejilerindeki temel odak noktalarından biridir.**



**Değerleme görüşü.** Türkiye'nin fındık üretiminde lider konumu ve Balsu'nun bu üretimin %50'sinin gerçekleştiği bölgelerde stratejik tesisleriyle faaliyet göstermesi, geniş üretici ağı ve fındık işleme alanındaki bilgi birikimi, premium ürünleriyle küresel çikolata ve şekerleme markalarına tedarik sağlaması, fındık tüketiminde doygunluğa ulaşmamış Güney Amerika ve Asya pazarlarında büyüme fırsatları, ithal ikame ve karbon zengin ürün üretimine yönelik teşvikli aktif karbon yatırımı, bu yatırım ile elektrik üretim ve satış imkanı, Şili'deki ilk entegre fındık işleme tesisi ile dünya pazarına Şili fındığının tanıtımı, Şili'de ters mevsimsel döngü ile yıl boyunca üretim ve kar marjı dalgalanmalarını azaltma potansiyeli, yenilikçi teknolojilerle desteklenen katma değerli ürün çeşitliliği, 2031 yılına kadar vergiden büyük oranda muaf olması, döviz bazlı gelirlerle kur riskine karşı direnç sağlama kapasitesi ve uluslararası büyüme stratejileriyle desteklenen güçlü finansal yapısı, güçlü müşteri profili ve ortaklık yapısı Şirket'i yatırım için ön plana çıkarmaktadır.

**Fındık üretiminde lider ülke.** Türkiye, ideal iklim koşulları ve coğrafi avantajıyla fındık pazarındaki en büyük oyuncu konumundadır. Avrupa ve Asya arasında yer alan stratejik konumu sayesinde dünya çapında hem ithalatçılara hem de müşterilere kolay erişim sağlama konusunda kritik bir rol üstlenmektedir. Türkiye'den 100'den fazla ülkeye fındık ihraç edilmekte olup başlıca ithalatçıları arasında Almanya, İtalya, Fransa, Polonya ve İsviçre gibi gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomiler bulunmaktadır. Fındık üretiminde Türkiye'nin liderliği, uygun iklim koşulları ve geniş ekim alanlarıyla desteklenmektedir. Türkiye'de yaklaşık 750.000 hektar alanda fındık yetiştiriciliği yapılmakta, hasat mevsimi Ağustos ayında başlayıp Ekim ayı sonunda tamamlanmaktadır. Öngörülebilir yağış ve doğal sulama imkanları, çevre dostu ve yüksek kaliteli fındık üretimini mümkün kılmaktadır. Fındık üretiminin yoğunlaştığı bölgelerde; 2023 verilerine göre Batı'da Sakarya (%15), Düzce (%12), Doğu Karadeniz'de ise Ordu (%28), Giresun (%15) ve Trabzon (%9) illeri öne çıkmaktadır. Balsu, bu üretim bölgelerindeki stratejik tesisleriyle (Hendek/Sakarya Fabrikası ve Ordu Fabrika ve Depo) Türkiye'nin toplam üretiminin yaklaşık %50'sini oluşturan bu şehirlerdeki kaynaklardan etkin bir şekilde faydalanabilmektedir.

**Sektörün güçlü oyuncusu.** Balsu, geniş üretici ağı, fındık işleme alanındaki bilgi birikimi, güçlü yönetim kabiliyeti ve küresel ölçekte büyük müşterilerle uzun yıllara dayanan ilişkileri sayesinde dünya fındık sektöründe güçlü bir konuma sahiptir. Sürdürülebilirlik ve sosyal sorumluluk alanlarında yürüttüğü projelerle çevresel ve toplumsal sorumluluklarını yerine getiren Şirket, Türkiye'nin önde gelen fındık üretim bölgelerinde 10.000'den fazla üreticiyle yakın temasta bulunarak hasat ve rekolte süreçlerini yakından takip etmektedir. Modern işleme teknolojileri ve depolama altyapısı ile müşterilerine her türlü konuda esneklik sunarken, öncü çikolata ve şekerleme üreticileriyle uzun yıllara dayanan iş birlikleriyle sektördeki gücünü pekiştirmektedir.

**Büyüyen pazar.** Fındık, küresel ölçekte özellikle çikolata sektörü başta olmak üzere, unlu mamuller, dondurma ve kuruyemiş endüstrilerinde önemli bir hammadde olarak kullanılmaktadır. Çikolata sektörü fındığın en yaygın kullanıldığı alanlardan biridir. Balsu'nun ürün gamında ağırlıklı olarak premium fındık ürünleri bulunmaktadır. Premium fındık ise lezzet, görünüm ve işlenebilirlik açısından üstün özelliklere sahip olması nedeniyle çikolata ve şekerleme sektöründe tercih edilmektedir; bu bağlamda Balsu, yüksek kalite standartlarına sahip hammaddeleri işleyerek sektörün lider markalarına hammadde sağlamaktadır. Dünya çikolata pazarının 2021-2028 yılları arasında %4,78'lik bir bileşik büyüme oranı ile genişlemesi beklenmektedir. Bu büyüme trendinin, premium fındık işleyen ve global markalara tedarik sağlayan Balsu'yu doğrudan pozitif etkilemesi öngörülmektedir.

**Yeni pazarlara nüfuz.** Balsu'nun, özellikle Güney Amerika ve Asya gibi büyüme potansiyeli yüksek pazarlara nüfuz etmeyi hedeflemesi, Şirket'in küreselde genişleme stratejisinin önemli bir parçasını oluşturmaktadır. Bu pazarlar, fındık üretimi ve tüketimi açısından henüz doygunluğa ulaşmamış olmaları nedeniyle, küresel fındık talebine katkı sağlayabilecek önemli fırsatlar sunmaktadır. Bu bölgede harcanabilir gelir seviyesinin artmasıyla fındık tüketimi de hızla artmakta, bu bağlamda özellikle son 10 yılda anlamlı seviyelere geldiği gözlemlenmektedir. Sağlık odaklı yaşam tarzlarının yaygınlaşmasıyla birlikte vegan, keto gibi diyetlere uygun ürünlerde fındığın kullanımı giderek yaygınlaşmaktadır. Balsu bu yeni tüketim trendlerini takip edebilecek yüksek kaliteli ürün gamıyla gelişmekte olan bu pazarlarda konumunu güçlendirmeyi hedeflemektedir.



**Riskler**

*Müşteri kalite standartlarına uyum, fındık rekoltesindeki dalgalanmalar, yatırım projelerinde olası gecikmeler, ABD ve Şili gibi pazarlarda yeni işleyicilerin ortaya çıkma potansiyeli ve değişen tüketici tercihleri temel riskler arasındadır.*

**Müşteri standartlarına uyulması.** Balsu'nun, dünyaca ünlü çikolata üreticisi bir firma hariç tutulduğunda küresel çapta en büyük hacimde fındık işleyen firma olmasına karşın bu pozisyonun getirdiği risklerin başında yüksek profilli müşterilerin yüksek kalite standartları ve denetimleri gelmektedir. Örneğin, büyük çikolata ve şekerleme üreticileri spesifikasyonlarına tam uymayan ürünler söz konusu olduğunda sözleşmeler kapsamında satın almaktan vazgeçebilmekte veya tedarikçiyi standarda uyulması konusunda zorlayarak operasyonel döngüyü verimsiz hale getirebilecek şartlar altında bırakabilmektedir.

**Hammadde tedarigi riski.** Fındık rekoltesi, iklim, hava koşulları ve tarımsal uygulamalara bağlı olarak yıllık dalgalanmalar gösterebilmektedir. Bu durum Türkiye'de ve Şili gibi diğer üretim bölgelerinde rekoltenin düşük gerçekleşebileceği dönemlerde maliyet artışları ve işlem hacimlerinin baskılanmasına sebep olabilir. Türkiye'de sağlanmış olan mevcudiyetin yanı sıra Şili'deki penetrasyonda büyük ölçüde yerel çiftçiler ve tüccarlarla sürdürülebilir iş ilişkileri kurma süreçlerine bağlı gelişeceği için Şili operasyonunda fındık tedariginin sürekliliği kritik öneme sahiptir.

**Yatırım riskleri.** Şili'deki tesis yatırımının zamanında tamamlanamaması, ilk etapta ters mevsimsel döngü avantajının tam olarak kullanılamamasına ve bu nedenle yıl boyunca tedarik hedeflerinin aksamasına yol açabilir. Benzer şekilde aktif karbon üretiminde kullanılan ileri teknoloji ekipmanlar ve karmaşık üretim süreçleri, kalite standartlarının sağlanamaması riskini beraberinde getirebilir. Bu durum endüstriyel müşterilerin talep ettiği belirli teknik özelliklerdeki ürünlerin temin edilememesi gibi sonuçlara yol açabilir. Özetle Şirket için yeni bir ürün olan aktif karbon üretiminde ortaya çıkabilecek teknik problemler veya üretim hataları, Şili'de beklenen verimin çeşitli sebeplerle istenen seviyeye beklenen takvimde ulaşamaması hem operasyonel hem de finansal projeksiyonda sapmalara sebebiyet verebilir.

**Yeni oyuncular.** Fındık işleme sektörü, yüksek giriş bariyerlerine sahip olmakla birlikte ABD ve Şili gibi ülkelerde tarımsal üretimin artışı, işleme tarafında da yeni oyuncuların ortaya çıkma potansiyeli yaratmaktadır. Son 10 yılda bu ülkelerdeki ekim alanlarının genişlemesi, tarımsal üretimden elde edilen değerler daha ileri işleme süreçleriyle artırılacağı bir fırsat yaratmıştır. Ayrıca devlet teşvikleri ve altyapı yatırımlarıyla desteklenmesi halinde bu tür girişimler uzun vadede bu ülkelerde yeni işleme tesislerinin kurulmasına zemin hazırlayabilir. Bu durum küresel pazarda arzın genişlemesine, fiyat rekabetinin artmasına ve mevcut oyuncuların pazar paylarının olumsuz anlamda etkilenmesine neden olabilir.

**Değişen tüketici tercihleri.** Küresel tüketici trendleri, özellikle sosyal medya gibi dijital platformlarda hızla şekillenebilmektedir. Zaman zaman popülerleşen bölgesel tatlar (dubai çikolatası vb.) veya yenilikçi ürünler, fındık bazlı ürünlere olan talebi kısa vadede etkileyebilir. Doğal olarak vegan ve glütensiz bir ürün olan fındık, sağlıklı beslenme trendlerine uyum sağlasa da, tüketicilerin alışkanlıklarının farklı kuruyemişlere (örneğin badem veya kaju) kayması, talepte dönemsel dalgalanmalara neden olabilir. Ayrıca, Şirket'in doğrudan fındık bazlı atıştırmalık üretme planı da bu riskler kapsamına alınabilir. Pazarda daha önce bulunmayan bir ürün formatının sunulacak olması sebebiyle tüketicilerin fındık bazlı atıştırmalık tüketme alışkanlıklarının henüz bulunmaması veya fındık bazlı farklı formatlarda (krema, gofret vb. şekerlemeler) ürünlere yatkınlık geliştirmiş olmaları sebebiyle yeni ürünlerin rağbet görmemesi olası sonuçlar arasında yer almaktadır.

## Şirket Profili

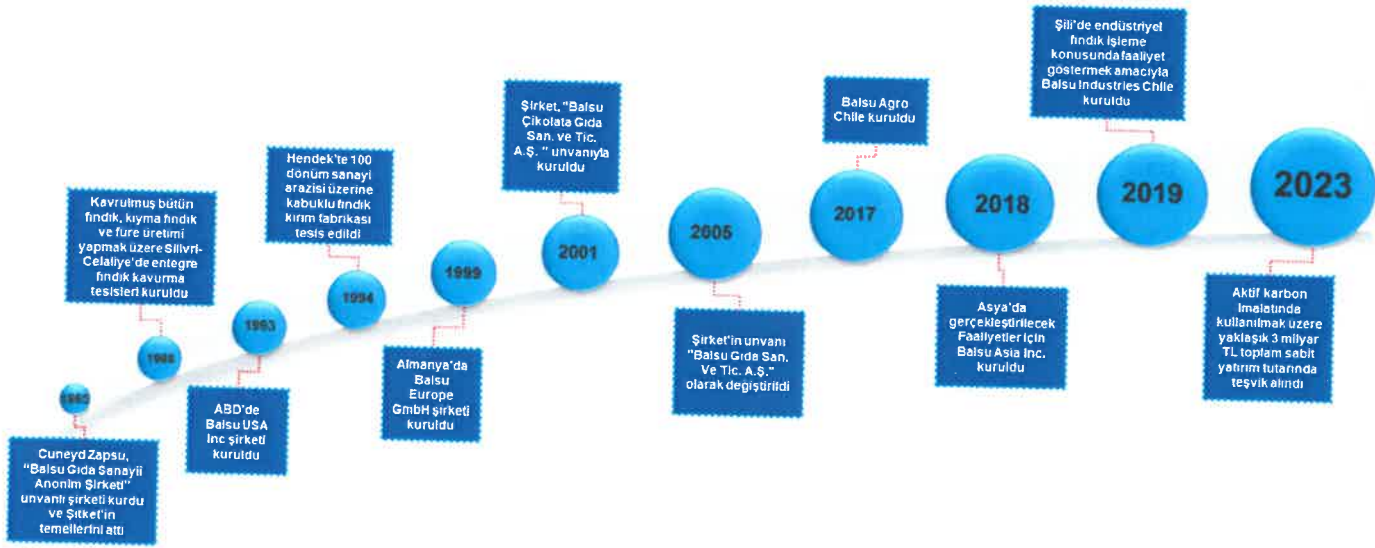
**Şirket, üretim faaliyetlerini aktif karbon tesisi de dahil olmak üzere, Ordu ve Sakarya'da toplamda 155.585 m<sup>2</sup>'lik alanda gerçekleştirmektedir.**

**Şirket, 2023 yılı ISO 500 sıralamasında, gıda ürünlerinin imalatı alanında net üretimden satış tutarına göre 218. Sırada bulunmaktadır.**

**Ortakların sektörel tecrübesi 45 yıla dayanmaktadır.**

**2001 yılında kuruldu.** Şirket'in kurucusu Hasan Cuneyd ZAPSU, 1979 senesinde Batı Almanya'da ithalatçı olarak sektöre girmiş olup 80'li yılların ilk yarısında İstanbul'da kurduğu tesis Şirket'in temellerini atmıştır. Şirket 22.02.2001 yılında faaliyetlerine çok uluslu çikolata üreticilerine tedarikçi olarak başlamış, üretiminde fındık ürünlerini yarı mamul olarak kullanan her nevi gıda üreticisine tedarikçi olmak üzere konumlanmıştır. Balsu Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Balsu Gıda" veya "Şirket"), 22 Ocak 2001 tarihinde Balsu Çikolata Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. adıyla ve 27 Şubat 2001 tarihli 5245 sayılı Ticaret Sicil Gazetesi'ndeki ilanla İstanbul Silivri'de kurulmuştur. 29 Eylül 2005 tarihli 6400 sayılı ticaret sicil gazetesindeki yayımla Şirket unvanı Balsu Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. olarak değiştirilmiştir. Şirket'in merkezi Beykoz / İstanbul'dadır. Şirket'in ana faaliyet konusu, fındık, fındık mamulleri ve aktif karbon üretimi ve ticareti olup söz konusu ürünlerin dünya standartlarına uygun modern teknoloji çerçevesinde üretim ve ticaretini yapmaktadır. Şirket'in yönetim merkezi İstanbul'da olup Hendek Tesisi'nde bulunan fındık kırım ve işleme tesislerinde kavrulmuş ve beyazlatılmış fındık, fındık ezme, granül fındık ve fındık unu üretimi yapılmaktadır. Ayrıca Ordu Tesisi'nde fındık kırım, depo ve lojistik hatları bulunmaktadır. Şirket'in İşbu Fiyat Tespit Raporu tarihi itibarıyla Ordu (Altınordu ve Ünye), Sakarya (Hendek), Düzce ve Samsun'da 5 tane şubesi (satın alma birimi) bulunmaktadır. Şirket, üretim faaliyetlerini aktif karbon tesisi de dahil olmak üzere, Ordu ve Sakarya'da toplamda 155.585 m<sup>2</sup>'lik alanda gerçekleştirmektedir.

**Ortaklık yapısı.** İşbu Fiyat Tespit Raporu tarihi itibarıyla Şirket'in sermayesi 1.000.000.000 TL olup tek pay sahibi CZ Holding A.Ş.'dir. Şirket payları gruplara ayrılmış olup; toplam 1.000.000.000 adet payın 200.000.000 adedi nama yazılı A Grubu, 800.000.000 adedi nama yazılı B Grubu paylardır.



### Ortaklık Yapısı

Ortaklar	Pay Grubu	Sermaye Tutarı, TL	Oran
CZ Holding A.Ş.	A	200.000.000	100,0%
	B	800.000.000	
<b>Toplam</b>	<b>A + B</b>	<b>1.000.000.000</b>	<b>100%</b>

**CZ Holding A.Ş.**  
Ortaklık Yapısı  
CZD Holding A.Ş. %90  
Ahmet Bilge Anbarlılar %10

**Balsu Gıda San. ve Tic. A.Ş.**  
Ortaklık Yapısı  
CZ Holding A.Ş. %100



## Şirket Profili

**Şirket, üretim faaliyetlerini aktif karbon tesisi de dahil olmak üzere Ordu ve Sakarya'da toplamda 155.585 m<sup>2</sup>'lik alanda gerçekleştirmektedir.**

**Şirket'in üretim tesislerimim toplam kırım kapasitesi 900 tondur.**

**Üreticiden başlayan ve dünyanın farklı noktalarındaki nihai fındık tüketicilerine ulaşan bu tedarik zincirinin her safhasında yer alan Şirket, tedarik ve değer zincirinde geniş bir alana sahiptir.**

**Üretim faaliyetleri ve fabrikalar.** Şirket, üretim faaliyetlerini Hendek ve Ordu Tesislerinde sürdürmektedir. Şirket, üretim faaliyetlerini aktif karbon tesisi (49.130 m<sup>2</sup>) de dahil olmak üzere, Ordu (6.090 m<sup>2</sup>) ve Sakarya'da (100.365 m<sup>2</sup>) toplamda 155.585 m<sup>2</sup>'lik alanda gerçekleştirmektedir. Bu tesislerin günlük toplam kapasitesi yaklaşık 900 tondur. Modern üretim teknolojileriyle donatılmış olan bu tesisler, üretim süreçlerinde yüksek etkinlik ve verimlilik sağlamaktadır. Ordu Tesisi Fındık Kırma Fabrikası, Şirket'in Ordu Organize Sanayi Bölgesi'nde kurulu olan fındık kırma fabrikası, toplam 6.090 m<sup>2</sup> alana kuruludur ve 3.550 m<sup>2</sup> kapalı üretim alanına sahiptir ve uzun süreli bir kira sözleşmesi ile kullanılmaktadır. Kira sözleşmesi kira bitiş tarihi 01.01.2035 olmak üzere 10 senelik olmakta birlikte 2021 yılından beri kullanılmakta olup yenileme hükmüne dayanılarak süre sonlarında sözleşme yenilenmektedir. Fabrika, Ordu, Giresun, Trabzon ve Samsun bölgelerindeki üreticilerden ve fındık esnaflarından temin edilen hammaddeleri depolamakta, sonrasında ise iç fındık olarak işleyip sevk etmektedir. Ordu Tesisi Fındık Kırma Fabrikası, Doğu Karadeniz Bölgesi'nin merkezinde stratejik bir konumda yer almaktadır. 6 adet kırma taşı ile günlük yaklaşık 200 ton kabuklu fındık kırma kapasitesinde sahiptir. Şirket'in Sakarya'nın Hendek ilçesinde kurulu olan Hendek Tesisi Fındık Kırma, Natürel İşleme ve Kavurma Fabrikası, toplam 149.495 m<sup>2</sup> alana kuruludur ve 25.974 m<sup>2</sup> kapalı üretim alanına sahiptir. Fabrika'nın mülkiyeti Şirket'e aittir. Fındık Kırma ve Natürel İşleme Fabrikası, 17 adet kırma taşı ile günlük yaklaşık 700 ton kabuklu fındık kırma kapasitesine sahiptir. Bu tesiste, kabuklu fındıklar boyutlarına göre elenerek kırılır ve iç fındık ile kabuk birbirinden ayrılır. Kabuğundan ayrılan iç fındıklar, 450 ton kapasiteli natürel iç fındık seçim hattında boyutlarına göre boylanır. Yüksek teknolojiye sahip görsel ve şekil algılayıcı lazer seçici ayıklama cihazları kullanılarak iç fındıkların içerisindeki yabancı maddeler ile standart dışı fındıklar tespit edilip ayrıştırılır. Son aşamada ürünler, manuel kontrol ile son bir incelemeye tabi tutulur ve paketlenme işlemi gerçekleştirilir. Fındık Kırma ve Natürel İşleme Fabrikası'nda yürütülen süreçler, ileri teknoloji ve yenilikçi yöntemlerle sürekli olarak geliştirilmektedir. Kavurma Fabrikası, 3 adet yüksek kapasiteli kavurma fırını ile saatlik yaklaşık 7 ton fındık kavurma kapasitesine sahiptir. Tesiste 3 adet üretim hattı vardır. Kavrulmuş bütün iç fındık üretim hattı, 2,5 ton/saat kapasiteli bu hatta, kavrulmuş iç fındık ve beyazlatılmış iç fındık üretimi gerçekleştirilir. Kırılmış iç fındık üretim hattı, 2,5 ton/saat kapasiteli bu hatta, 0-12 mm aralığında kırılmış fındık üretimi gerçekleştirilir. Fındık furesi üretim hattında 2 ton/saat kapasiteli fındık furesi üretimi gerçekleştirilir. Ürünler, müşteri taleplerine göre tanker, IBC, plastik fiç ve plastik kovalar gibi çeşitli ambalaj seçenekleriyle paketlenmektedir. Paketleme Hattı, 2021 yılında devreye alınan bu hat, müşteri talepleri doğrultusunda 50g ile 2000g arasında çeşitli paketleme seçenekleri sunmaktadır. Bu hattın paketleme kapasitesi, ambalaj büyüklüğüne bağlı olarak saatte 500 kg ile 2000 kg arasında değişiklik göstermektedir. Doypack ambalajları, ürünlerin çevresel etkenlerden korunarak taze ve şık bir şekilde sunulmasını sağlar. Ambalajın dik duruşu, ürün görünümlerini artırırken depolama kolaylığı sağlar. Kilitli ağız mekanizmaları, ürünün tazeliğini uzun süre korur ve ek bir muhafaza kabına ihtiyaç duyulmadan tasarruf sağlar. Şirket, dört adet deposu ile toplamda 29.000 ton kabuklu ve iç fındık depolama kapasitesine sahiptir.

### Şirket'in Doğrudan ve Dolaylı Kontrolündeki Bağlı Ortaklıkları

Ticaret Ünvanı	Kuruluş Tarihi	Faaliyet Konusu	Sermaye Tutarı	Ortaklık Yapısı	Kurulduğu Ülke
Balsu Nuts Kuruyemiş A.Ş.	13.11.2019	Başta kuruyemiş, kurutulmuş meyveler ve kahve olmak üzere her türlü gıda maddelerinin ticaretini yapmak.	4.370.000 TL	Balsu Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. (%100)	Türkiye
Balsu Europe GMBH	10.02.1999	Zirai ürünler pazarlama ve satış faaliyetlerinde bulunmaktadır.	75.000 EUR	Balsu Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. (%100)	Almanya
Balsu USA INC	15.08.1994	Zirai ürünler pazarlama ve satış faaliyetlerinde bulunmaktadır.	794.000 USD	Balsu Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. (%100)	ABD
Balsu Agro USA INC	13.10.2015	Zirai ürünler pazarlama ve satış faaliyetlerinde bulunmaktadır.	100.000 USD	Balsu Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. (%100)	ABD
Balsu Asia LTD***	18.05.2018	Fındık ve işlenmiş fındık ürünlerinin pazarlama ve satış faaliyetlerinde bulunmaktadır.	1 HKD	Balsu Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. (%100)	Hong Kong
Balsu Industries Chile**	20.03.2019	Fındık ve fındık mamulleri imalatı ve ticareti faaliyetlerinde bulunmaktadır.	1.020.940 USD	Balsu Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. (%100)	Şili Cumhuriyeti
Balsu Agro Chile SpA*	11.10.2017	Tarımsal faaliyetlerin ve işlerin yürütülmesi ve zirai ürünler pazarlama ve satış faaliyetlerinde bulunmaktadır.	7.294.408 USD	Balsu Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. (%100)	Şili Cumhuriyeti

(\* ) 30.09.2023 ve 31.12.2023 tarihleri itibarıyla söz konusu şirketin %100 sahibi Balsu Tarım A.Ş. olduğundan doğrudan bağlı ortaklık olarak gösterilmiştir. 22.08.2024 tarihli ve 11149 sayılı Ticaret Sicil Gazete'sinde tescil olunduğu üzere Balsu Tarım A.Ş., Balsu Gıda'ya devredilmesinden dolayı Balsu Agro Chile de Balsu Gıda'ya devredilmiştir.

(\*\* ) 30.09.2023 tarihi itibarıyla söz konusu şirketin %100 sahibi Balsu Tarım A.Ş. olup 01.09.2023 tarihinde Balsu Gıda tarafından satın alınmıştır.

(\*\*\*) Balsu Asia henüz faaliyete başlamamış olup, etkisi önemlilik düzeyinin altında kaldığı için konsolidasyona tabi tutulmamıştır.

## Ürünler

### Kabuklu Fındık



Hammadde spesifikasyonlarına ve yasal standartlara uygun olarak fındık alımı gerçekleştirilir. Fındıklar ön temizleme sonrası silolarda depolanır. Kırma işlemi öncesi eleklerle boylara ayrılır. Boylanmış fındıklar kırılır, iç fındık ve kabuk olarak ayrılır.

### Doğal (Natürel) İç Fındık



İç fındığa dönüşen fındık ön temizleme sisteminden geçirilir. Elekler vasıtası ile uygun boylara ayrılarak silolara alınır. Dışındaki kahverengi yapısı ile birlikte iç fındığın lazerler ile ve manuel ayıklanması ile hazırlanarak uygun ambalajlara doldurulur.

### Kavrulmuş İç Fındık



Natürel iç fındık kavurma fırınlarında sıcak hava kullanılarak %2 nem değerinin altında kavrulur. Üzerindeki zar soyulduktan sonra lazerler ve manuel ayıklama yöntemleriyle titizlikle seçilip hazırlanarak uygun ambalajlara doldurulur.

### Beyazlatılmış İç Fındık



Natürel iç fındık kavurma fırınlarında sıcak hava kullanılarak %2,5 nem değerinin üzerinde kavrulur. Bu işlem sonucu fındık belirgin bir şekilde beyazlaşır. Üzerindeki zar soyulduktan sonra lazerler ve manuel ayıklama yöntemleriyle titizlikle seçilip hazırlanarak uygun ambalajlara doldurulur.

### Kıyılmış İç Fındık



Natürel iç fındığın kavurma fırınlarında sıcak hava ile istenilen rutubet seviyesinde kavrularak kısmen zararını attırarak lazerler ve manuel ayıklanması ve tekniğine uygun olarak milimetrik boylarda kıyılması ile kıyılmış iç fındık olarak uygun ambalajlara doldurulur.

### Fındık Unu



Natürel iç fındığın kavurma fırınlarında sıcak hava ile istenilen rutubet seviyesinde kavrularak kısmen zararını attırarak lazerler ve manuel ayıklanması ve tekniğine uygun olarak milimetrik boylarda kıyılması ile kıyılmış iç fındık halini alarak uygun ambalajlara doldurulur.

### Fındık Püresi



Natürel iç fındığın kavurma fırınlarında sıcak hava ile istenilen rutubet seviyesinde kavrularak tekniğine ve sürecine uygun olarak iyice ezilip püre haline getirilmesi ile uygun ambalajlara doldurulur.

## Yönetim Kurulu

Hasan Cuneyd Zapsu  
YK Başkanı

► Hasan Cuneyd ZAPSU, liseyi İstanbul Alman Lisesi'nde, üniversiteyi I.Ö. İşletme ve Münih Ludwig Maximilian Üniversitesi'nde İktisat okuyarak tamamladı. İş hayatına 1977 yılında aile şirketi Azizler Holding'in çeşitli firmalarında yönetici olarak ve yönetim kurullarında görev alarak başlayan Zapsu, Cuneyd Zapsu Danışmanlık A.Ş. ile Uluslararası Yatırım ve Yönetim Danışmanlığı hizmeti vermeye başlamıştır. Ayrıca Balsu Gıda Sanayi A.Ş. gibi birkaç sanayi şirketinin de sahibi veya büyük ortağıdır. 1987-2001 yıllarında İstanbul Fındık ve Mamulleri İhracatçılar Birliği Başkanı, 1989-2006 YASED Üyeliği, 2000-2015 TESEV Yüksek Danışma Kurulu Üyeliği yapan Zapsu, 1997 yılında FTG'nin de Kurucu Eş Başkanlığını yapmış, 1997-2001 yılları arasında ise merkezi New Jersey'de bulunan Dünya Fındık Konseyi'nin Kurucu Eş Başkanlığını üstlenmiştir. 1996-2001 yılları arasında YK Üyesi olarak görev aldığı İspanya merkezli uluslararası Kabuklu Yemiş ve Kuru Meyve Konseyi (INC)'nin 2002-2007 yıllarında Başkanlığını yapmış olup halen İcra Kurulu Üyesidir. Bunlara ek olarak bazı dernek ve Sivil Toplum Kuruluşlarında da görevlidir.

Muzaffer Taviloğlu  
YK Başkan Vekili

► Muzaffer TAVİLOĞLU lisans eğitimini Sabancı Üniversitesi, İşletme Lisansı olarak tamamlamıştır. Balsu Gıda şirketine Yönetim Kurulu Başkan Yardımcısı ve Pazarlama & Satış Direktörlüğü ve çeşitli firmalarda yönetim kurulu üyeliği görevlerini yürütmektedir. Taviloğlu 2013-2019 yılları arasında INC Türkiye Elçiliği'nde görev yapmıştır. İstanbul Fındık Mamulleri İhracatçılar Birliği başkanlık görevini yürütmekte olup, Ulusal Fındık Konseyi Yönetim Kurulu Üyeliği ve DEİK Güney Doğu Avrupa İş Konseyi Yürütme Kurulu Üyesi'dir.

Ahmet Bilge Anbarlılar  
YK Üyesi

► Ahmet Bilge ANBARLILAR lisans eğitimini İstanbul Teknik Üniversitesi Endüstri Mühendisliği bölümünde tamamlamış, Michigan State Üniversitesi'nde Tedarik Zinciri Yönetimi ve Pazarlama alanında yüksek lisans derecesi almıştır. TPG Growth firmasında Operasyonlardan Sorumlu Direktör ve FedEx-USA'da Kıdemli Ürün Müdürlüğü görevlerini yürütmüştür. Balsu Gıda'da yönetim kurulu üyesi ve CEO olarak görev yapan Anbarlılar aynı zamanda INC Fındık İstatistik Komitesi Üyesi, DEİK Şili İş Konseyi Başkanı ve Türkiye Eskrim Federasyonu Onur Kurulu Üyesidir. 2005-2017 yılları arasında İstanbul Fındık İhracatçılar Birliği Yönetim Kurulu Üyeliği ve Başkan Yardımcılığı görevlerinde bulunmuştur.

Vincenzo Morelli  
YK Üyesi

► Stanford Üniversitesi'nden MBA derecesine ve Oxford Üniversitesi Corpus Christi College'dan Felsefe, Politika ve Ekonomi yüksek lisans derecesine sahiptir. 1975-1978 yılları arasında Boston Consulting Group'da (A.B.D) danışmanlık, aynı grupta 1980-1983 yıllarında başkan yardımcılığı, 1984-1985 yıllarında General Electric Company'de (A.B.D) iş geliştirme ve planlama yöneticiliği, 1985-1990 yılları arasında GE Medical Systems-Europe (İngiltere), Compagnie Générale de Radiologie (Fransa) ve General Electric Inc. (A.B.D) Başkan yardımcılığı; 1994-1998 yıllarında Kontron Instruments Group (Hollanda) firmasında CEO olarak görev almıştır. 1999-2001 yıllarında Clayton, Dubilier and Rice (A.B.D) kıdemli danışmanlık, 2002-2004 yıllarında Alvarez & Marsal Europe Ltd'de (İngiltere) genel müdürlük, 2004-2012 yılları arasında TPG Capital Europe LP'de (İngiltere) Avrupa operasyonlarından sorumlu şirket ortaklığı yapmıştır. 2012 yılından itibaren TPG Capital'de (A.B.D) Onursal Ortak, 2018 yılından itibaren Musaed El Seif & Sons Co. Ltd'de (Suudi Arabistan) YK üyeliği, 2013 yılından itibaren TeamSystem Holding S n A'de (İtalya) YK başkanlığı görevini sürdürmektedir Vincenzo MORFELI 2023 yılından itibaren Balsu Gıda YK üyesidir

Ali Cemil Taner  
Bağımsız YK Üyesi

► 1954 doğumlu Ali Cemil Taner, üst düzey yönetimde geniş deneyime sahip bir iş insanıdır. İstanbul Alman Lisesi'nden mezun olduktan sonra İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi'ni bitiren Taner, profesyonel kariyerine 1978 yılında Koç Holding'in dış ticaret şirketi Ram Dış Ticaret AŞ'de başlamıştır. Kariyeri boyunca çeşitli sektörlerde yöneticilik rollerinde bulunmuş ve stratejik yönetim ile operasyonel liderlik alanındaki uzmanlığını ortaya koymuştur. 2012 yılında, BPN Ödeme ve E-Para Hizmetleri AŞ'de CEO ve İcra Sorumlu Yönetim Kurulu Üyesi olarak görev başlatan Taner, şirketin ödeme hizmetleri sektöründe önemli büyüme ve yenilikler gerçekleştirilmesinde rol oynamıştır. 2022 yılı sonunda CEO'luk görevinden ayrılmış ancak Yönetim Kurulu Üyeliği görevini sürdürmektedir. İngilizce ve Almanca bilen Taner, küresel bakış açısıyla yöneticilik yapmış, liderlik ettiği şirketlere önemli katkılarda bulunmuştur.

Ayşin Akman  
Bağımsız YK Üyesi

► Ayşin Akman Kadıköy Maarif Koleji'ni müteakiben Lisans Eğitimini İstanbul Teknik Üniversitesi Mimarlık bölümünde tamamlamıştır. Akman 1985-2004 yılları arasında çeşitli kademelerde çalıştığı Kamera Reklam AŞ de Satış Müdürü, GMY ve Genel Müdür, sonrasında 2008- 2012 yılları arasında Arçelik AŞ de Satış Pazarlama Gurup Direktörü görevlerinde bulunmuştur. İş hayatı boyunca çeşitli mesleki eğitim ve seminer çalışmalarına katılan Akman daha sonra Maliye Bakanlığı nezdinde Türkiye'deki alkol ve tütün mamullerinin bandrol, takip ve kontrolü ile Kültür ve Turizm Bakanlığı müze işletmeleri biletleme ve kontrol hizmetlerini yürüten %100 yabancı sermayeli İsviçre firması Sıcpa AŞ de 2016-2021 yılları arasında Kurumsal İlişkiler Direktörlüğü ve CEO görevlerinde bulunmuştur.

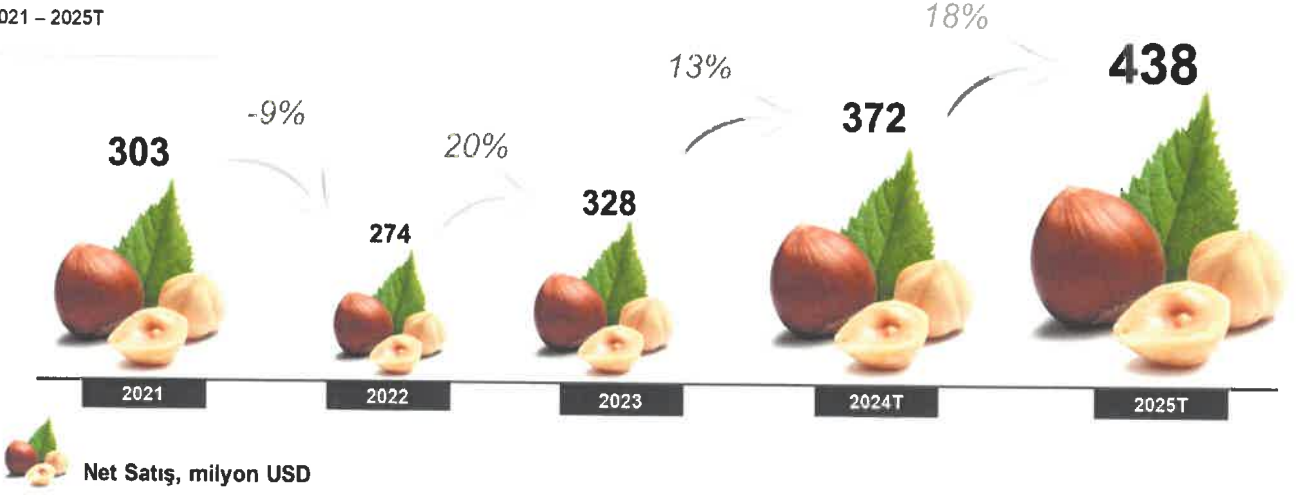
## FAALİYET ÖZETİ

Ortaklık Yapısı & Künye	Ana Ürün Kategorileri & Mali Veriler	Sektör																		
<p><b>Ortaklar</b> 100,0% CZ Holding A.Ş.</p> <p><b>Künye</b> Kuruluş: 2001 Faaliyet Alanı: Fındık, Fındık Mamulleri ve Aktif Karbon Üretimi ve Ticareti Merkez: Beykoz / İstanbul Çalışan Sayısı: 455</p>	<p><b>Şirket'in Ana Ürün Kategorileri</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Naturel çiğ fındık satışları</li> <li>- Fındık furesi satışları</li> <li>- Kavulmuş iç fındık satışları</li> <li>- Kabuklu fındık satışları</li> <li>- Granül iç fındık satışları</li> <li>- Fındık unu satışları</li> </ul> <p><b>Mali Veriler</b></p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>2024/09 4Ç</th> <th>2024T</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Net Satışlar</td> <td>437,5 m\$</td> <td>372,1 m\$</td> </tr> <tr> <td>EBITDA</td> <td>61,1 m\$</td> <td>39,8 m\$</td> </tr> <tr> <td>Net Kar</td> <td>9,0 m\$</td> <td>m.d.</td> </tr> <tr> <td>Özkaynak</td> <td>23,0 m\$</td> <td>m.d.</td> </tr> <tr> <td>Aktifler</td> <td>269,2 m\$</td> <td>m.d.</td> </tr> </tbody> </table>		2024/09 4Ç	2024T	Net Satışlar	437,5 m\$	372,1 m\$	EBITDA	61,1 m\$	39,8 m\$	Net Kar	9,0 m\$	m.d.	Özkaynak	23,0 m\$	m.d.	Aktifler	269,2 m\$	m.d.	<p><b>Sektör</b></p> <p>Şirket'in ana faaliyet konusu kabuklu ve iç fındık alımı, iç ve kabuklu olarak satılması, kabuklu fındık kırılması, temizlenmesi, büyüklüklerine göre boylanması, değişik ihtiyaçlara göre ambalajlanması ya da işlemeyle daha da ileri götürülmesi ve farklı fiziksel işlemlerle yarı mamul olarak fındık kullanan gıda sanayiine satışları. Dünyadaki kabuklu yemişli ürünler pazarındaki ürünleri badem, ceviz, Antep fıstığı, kaju, fındık, pekan cevizi, makademya, çam fıstığı ve Brezilya fıstığı olarak sıralayabiliriz. Toplam dünya kabuklu yemiş üretimi iç bazında 6 milyon ton olarak gerçekleşirken fındığın payı %9 olarak gerçekleşmiştir. 2023-2024 sezonu itibarıyla dünya fındık üretimi toplamı 523.200 ton iç fındık olarak gerçekleşmiştir. Türkiye 325.000 ton iç fındık üretimi ile dünya fındık üretiminde %62'lik pay almış ve uzun yıllardır sürmekte olan açık ara liderliğini sürdürmüştür. Türkiye'nin ardından 37.700 ton iç fındık üretimi ve %8 pazar payı ile İtalya yer almıştır. Bu ülkeleri, 37.200 ton ile A.B.D. (%7), 28.100 ton ile Şili (%5) takip etmiştir. Son 5 yıllık ortalama fındık (iç fındık) üretimi analiz edildiğinde ise Türkiye %69 pazar payı ile birinci sırada bulunmaktadır. Sırasıyla baktığımızda İtalya %8, ABD %5, Azerbaycan %4 Gürcistan, Şili %4 ve diğer dünya ülkeleri %11 pay almaktadır.</p>
	2024/09 4Ç	2024T																		
Net Satışlar	437,5 m\$	372,1 m\$																		
EBITDA	61,1 m\$	39,8 m\$																		
Net Kar	9,0 m\$	m.d.																		
Özkaynak	23,0 m\$	m.d.																		
Aktifler	269,2 m\$	m.d.																		



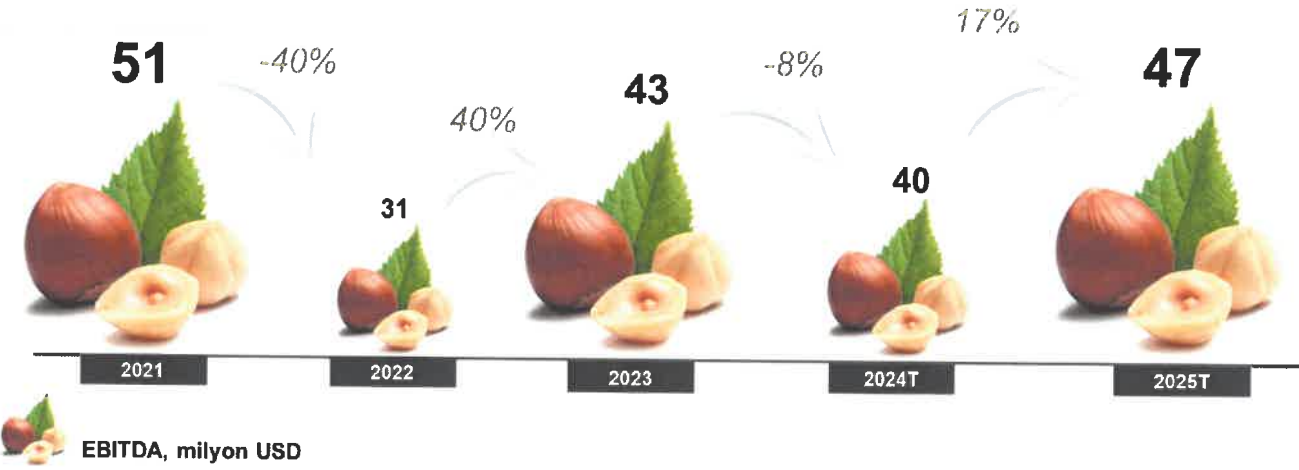
10% YBBO

2021 – 2025T



-2% YBBO

2021 – 2025T



Not: Veriler, TMS 29 etkisi hariç verilerdir.

## Satışlar

**Finansal tablo dönemleri itibarıyla Şirket'in net satışlarının yıllık bileşik büyüme oranı, reel olarak %9,8 oranındadır.**

**Şirket satışlarının büyük bölümü 1. ve 4. çeyrekte gerçekleşmektedir.**

**Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.**  
Barbaros Mah. İbrahim Paşa Bulvarı No:100  
İç Kapı No:188 A Blok Kat:1003  
Boğaziçi Kurumlar V. No:472.003.787  
Merkezi No:0478200367870001

**Şirket'in net satışlarının esasını teşkil eden yurtdışı satışlarını, başta İtalya, Almanya, Avusturya, Fransa ve İsviçre olmak üzere toplam 24 ülke ve 5 farklı kıtaya yapmaktadır.**

**Genel görünüm.** Şirket'in başlıca ürünleri kabuklu fındık, natürel iç fındık, kavrulmuş iç fındık, beyazlatılmış iç fındık, kıyılmış iç fındık, fındık unu ve fındık füresidir. Bu ürünler müşterilerin belirlediği spesifikasyonlara uygun şekilde boylanır, ayıklanır, kavrulur, doğranır veya ezilir. İstenilen ambalajlara doldurulur ve sevk edilir. Şirket'in hammadde olan kabuklu fındık ve iç fındığın gerekli yasal standartlar ve Şirket hammadde spesifikasyonlarına göre, çeşitli numune kontrolleri ile alımı gerçekleştirilir. Ürünler, teknoloji, otomasyon alt yapısı ve bilgi birikimi ile kurulan yüksek sanayi standartları içeren Şirket tesislerinde üretim süreçlerine uygun üretilmektedir. Şirket'in üretimleri uluslararası gıda standartları gerekliliklerine uygun ve her bir müşterinin kendi ürün spesifikasyonunu sağlayacak şekilde gerçekleştirilmektedir. Kabuklu fındıklar, üretici ve esnaftan satın alınır. Satın alınan kabuklu fındıklar, mal kabul sürecinden sonra uygun depolarda saklanmaktadır. Müşterilerin talebine göre de nihai ürün olarak satışı yapılmaktadır. Şirket, üretim ve satışlarını, müşterileriyle yapmış olduğu sözleşmeler doğrultusunda planlamakta ve gerçekleştirmektedir. Şirket yurt içinde Natürel İç Fındık, Kavrulmuş İç Fındık, Kıyılmış İç Fındık ve Fındık Füresi ürünlerinin satışını coğrafi olarak tüm Türkiye geneline yaygın şekilde gerçekleştirmektedir. Yapılan ticaret sözleşmeleri doğrultusunda yurtdışı müşteri portföyüne yeni müşteri edinimleri gerçekleşmiş gerek ürün gerek coğrafi farklılaşma sağlanmıştır. Şirket, 31.12.2021 döneminde, TMS 29 etkisi dahil 13 milyar TL net satış geliri elde etmiş olup 31.12.2022'de yıllık %15,4 gerilemeyle 11 milyar satış geliri elde etmiştir. 2022'deki ana gerilemenin nedeni, 2021'in son çeyreğinde yaşanan kur sıçramasıdır. 31.12.2023 döneminde ise net satışlar, müşteri portföyüne yeni giren müşterilerin de etkisiyle yıllık reel olarak %10,8 büyüyerek 12,2 milyar TL'ye yükselmiştir. Müşteri portföyündeki artışa ek olarak 2023 yılında Şirket, rekoltenin piyasanın altında gerçekleşeceğini öngörmüş ve beklentisine paralel bir rekolte gerçekleştirmiştir. Rekolte tahminindeki isabet, doğru fiyatlamaya neden olmuş ve satış gelirlerini artırmıştır. 2023 yılından sarı kur rekoltenin 30.09.2024 dönemine de sirayet etmesiyle bu dönem net satışlar reel olarak %91 artışla 9,8 milyar TL'ye yükselmiştir.

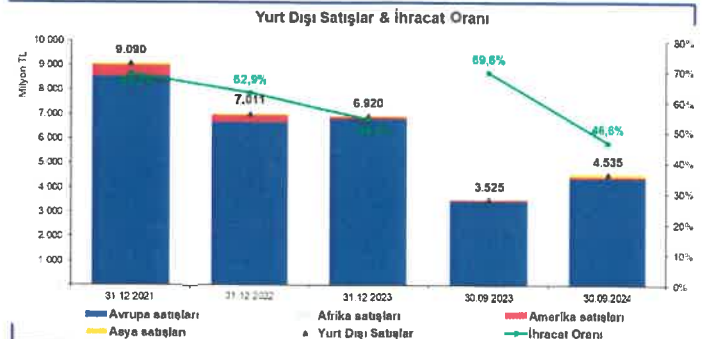
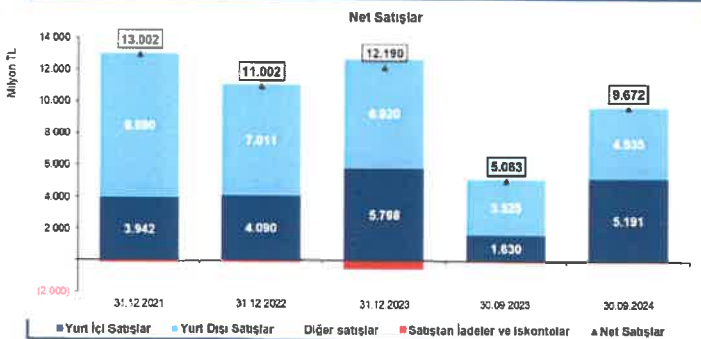
**Genel görünüm.** Finansal tablo dönemleri boyunca Şirket satışlarının ortalama %58'i yurt dışı satışlardan oluşmaktadır. Yurt dışı satışların ortalama %96'sı Avrupa'ya gerçekleşmektedir. İhracat pazarlarında Şirket ürünlerini dünyanın önde gelen şekerleme markaları ve süpermarketlerine doğrudan veya 100% iştiraki olan Balsu Europe, Balsu USA şirketleri vasıtasıyla satmaktadır. Şirketin en büyük pazarı batı Avrupa bölgesidir. Almanya, İtalya, Fransa, Belçika, İsviçre, İspanya, Polonya, Avusturya, A.B.D ve Kanada şirketin en güçlü olduğu ülkeler olarak sıralanabilir. Ülke sıralamaları global müşterilerin hangi ülkelere üretim tesisleri açtıkları ile ilintilidir. Satış şartları vesaik mukabili veya mal mukabili olarak yapılmaktadır.

### Net Satışlar, TL

	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2023	30.09.2024	YBBO
Yurt İçi Satışlar	3.941.605.799	4.090.248.486	5.798.055.371	1.630.399.783	5.191.491.005	37,0%
Yurt Dışı Satışlar	9.089.696.722	7.011.466.105	6.919.511.315	3.524.847.301	4.534.977.024	(4,8%)
Avrupa satışları	8.530.617.191	6.650.612.749	6.797.205.812	3.467.003.827	4.374.381.485	(3,6%)
Amerika satışları	458.098.970	297.007.451	75.785.464	37.446.726	90.856.740	(36,9%)
Asya satışları	100.980.561	58.451.156	42.752.073	20.396.748	69.738.799	(3,3%)
Afrika satışları	—	5.394.749	3.767.966	—	—	a.d.
Diğer satışlar	88.464.781	37.641.190	70.213	1.434.904	4.471.261	(70,4%)
Satıştan İskontolar ve İskontolar	(118.063.977)	(137.608.233)	(527.311.957)	(93.601.213)	(58.747.616)	68,1%
<b>Net Satışlar</b>	<b>13.001.703.325</b>	<b>11.001.747.548</b>	<b>12.190.324.942</b>	<b>5.063.080.775</b>	<b>9.672.191.674</b>	<b>9,8%</b>
Değişim		-15,4%	10,8%		91,0%	

Kaynak: Şirket, Finansal Tablolar, Bağımsız Denetim Raporu

Not: Tablodaki tutarlar, TMS 29 etkisi dahil verilerdir.





**Finansal Analiz****Mali tablolara TMS-29 uygulanmıştır**

**TMS-29.** Finansal tabloların hazırlanmış olduğu tarih itibarıyla 30.09.2024 tarihli finansal tablolar hazırlanırken TMS-29'a göre enflasyon düzeltmesi yapılmıştır. Bilanço tarihi itibarıyla cari satın alma gücü ile gösterilenler dışındaki tüm kalemler ilgili tüketici fiyat endeksi katsayıları kullanılarak endekslenmiştir. Önceki yıllara ait tutarlar da yine aynı şekilde endekslenmiştir. Önceki raporlama dönemlerine ait finansal tablolar paranın en son bilanço tarihindeki cari satın alma gücü esas alınarak düzeltilmiştir. Cari dönem düzeltme katsayısı önceki dönem finansal tablolarına uygulanmıştır. Parasal aktif ve pasif kalemler, bilanço tarihinde cari satın alma gücü para ve nakit olarak alınacak veya ödenecek kalemlerdir. Parasal kalemler nakit ve pasifler satın alma veya ilk kayda alınma tarihinden bilanço tarihine kadar olan süre içerisinde genel fiyat endeksinde meydana gelen değişikliklerin alım maliyetlerine ve birikmiş amortisman tutarlarına yansıtılması suretiyle yeniden ifade edilmiştir. Böylece maddi duran varlıklar, maddi olmayan duran varlıklar, kullanım hakkı varlıkları ve benzeri aktifler piyasa değerlerini geçmeyecek şekilde alım değerleri üzerinden endekslenmiştir. Amortismanlar da benzeri şekilde yeniden düzeltilmişlerdir. Özkaynakların içerisinde yer alan tutarlar, bu tutarların şirkete katıldığı veya şirket içerisinde olduğu dönemlerdeki tüketici fiyat endekslerinin uygulanması neticesinde yeniden düzeltilmiştir. Finansal durum tablosundaki parasal olmayan kalemlerin kar veya zarar ve diğer kapsamlı gelir tablosuna etkisi olanlar dışında kar veya zarar ve diğer kapsamlı gelir tablosunda yer alan tüm kalemler, gelir ve gider hesaplarının finansal tablolara ilk olarak yansıtıldıkları dönemler üzerinden hesaplanan katsayılar ile endekslenmişlerdir.

**2024/09'da toplam aktifler 8,9 milyar TL**

**Genel görünüm.** Şirket'in dönen varlıkları ağırlıklı olarak ticari alacaklar ve stoklardan oluşmaktadır. Dönen varlıkların toplam varlıklar içerisindeki payı 2021, 2022, 2023 yıl sonları ile 30.09.2024 tarihi itibarıyla sırasıyla %81,4, %79,9, %71,7, %69,2'dir. Şirket'in duran varlıkları; ağırlıklı olarak maddi olmayan duran varlıklar ve ertelenmiş vergi varlığından oluşmaktadır. Duran varlıkların toplam varlıklar içerisindeki payı 2021, 2022, 2023 yıl sonları ile 30.09.2024 tarihi itibarıyla sırasıyla %18,6, %20,1, %28,3, %30,8'dir. Şirket'in kısa vadeli yükümlülükleri ağırlıklı olarak kısa vadeli borçlanmalar, uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları ve ticari borçlardan oluşmaktadır. Kısa vadeli yükümlülüklerin toplam kaynaklar içerisindeki payı 2021, 2022, 2023 yıl sonları ile 30.09.2024 tarihi itibarıyla sırasıyla %74,9, %83,0, %69,3, %68,0'dır. Şirket'in uzun vadeli yükümlülükleri ağırlıklı olarak uzun vadeli borçlanmalar ve ertelenmiş vergi yükümlülüğünden oluşmaktadır. Uzun vadeli yükümlülüklerin toplam kaynaklar içerisindeki payı 2021, 2022, 2023 yıl sonları ile 30.09.2024 tarihi itibarıyla sırasıyla %13,4, %5,8, %12,0, %9,9'dur.

**2024/09'da aktif toplamın %69,2'si Dönen Varlıklar'dan oluşmakta**

**Nakit ve benzerleri.** Şirket'in nakit ve nakit benzerleri 31.12.2021 itibarıyla 762.114.447 TL, 31.12.2022 itibarıyla 363.386.134 TL, 31.12.2023 itibarıyla 304.001.483 TL ve 30.09.2024 itibarıyla 144.692.168 TL olarak gerçekleşmiştir. İlgili kalem 31.12.2022 tarihinde bir önceki yıla göre %52,3 oranında azalış, 31.12.2023 tarihinde de bir önceki yıla göre %16,3 oranında azalış, 30.09.2024 tarihinde bir önceki yıl sonuna göre %52,4 oranında azalış göstermiştir. 31.12.2021 ile 30.09.2024 tarihleri arasında meydana gelen azalışlarda Şirket'in yapmış olduğu dövizli satışlardan doğan tahsilatları dönem sonunda banka hesaplarında tutmak yerine TCMB'ye satarak "Döviz Dönüşüm Desteği" programından yararlanması etkili olmuştur.



## Finansal Analiz

*Şirketin uzun vadeli finansal yatırımları Balsu Agro USA Inc., Balsu Agro S.R.L ve Balsu Asia Limited şirketlerinden oluşmaktadır.*

*Şirketin Maddi duran varlıklarının büyük kısmı Arsa, Bina, Makine ve Ekipmanlardan oluşmaktadır.*

*Şirketin gayrimenkul kira sözleşmelerinden doğan varlıkları TFRS16 kapsamında kullanım hakkı varlıkları altında takip edilirken kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler ise Kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler altında sınıflandırılmaktadır.*

**Diğer dönen varlıklar.** Şirket'in diğer dönen varlıkları 31.12.2021 itibarıyla 36.768.581 TL, 31.12.2022 itibarıyla 23.330.409 TL, 31.12.2023 itibarıyla 33.217.863 TL ve 30.09.2024 tarihi itibarıyla 42.550.888 TL'dir. Diğer dönen varlıklar; devreden KDV, verilen iş-personel avansları, peşin ödenen vergi-fonlar, diğer KDV alacaklarından oluşmaktadır.

**Finansal yatırımlar.** Şirket'in Uzun vadeli finansal yatırımları; henüz faaliyetine başlamamış olup, etkisi önemlilik düzeyinin altında kaldığı için konsolidasyona tabi tutulmayan bağlı ortaklıklarından oluşmaktadır. Balsu Agro USA Inc. ABD'nin Oregon eyaleti, Balsu Agro S.R.L ise Romanya'nın Bükreş şehrinde fındık ve fındık ürünlerinin imalat, pazarlama ve satış faaliyetlerinde bulunmaları için kurulmuştur. Balsu Asia Limited şirketi ise Çin Halk Cumhuriyeti'ne bağlı idari bölge olan Hong Kong'da fındık ve fındık ürünlerinin pazarlama ve satış faaliyetinde bulunması için kurulmuştur.

**Maddi duran varlıklar.** Şirket'in maddi duran varlıkları 31.12.2021 itibarıyla 888.770.862 TL, 31.12.2022 itibarıyla 1.106.274.979 TL, 31.12.2023 itibarıyla 2.066.179.724 TL ve 30.09.2024 itibarıyla 2.180.370.076 TL olarak gerçekleşmiştir. 31.12.2022 tarihinde bir önceki yıla göre %24,5 oranında, 31.12.2023 tarihinde bir önceki yıla göre %86,8 oranında, 2024 yılının ilk 9 aylık döneminde de 2023 yıl sonuna göre %5,5 oranında artış göstermiştir. 31.12.2023 tarihinde bir önceki yıla göre %86,6 oranında meydana gelen artış Şirket'in TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş.'den tarafından yapılan değerlendirme ile maddi duran varlıklarını değerlemesi ve Aktif Karbon ile Güneş Enerji Santralleri için yapmış olduğu yatırımlardan kaynaklanmaktadır. Taşıyıcı bitkiler kalemi içinde Şirket'in Şili'deki bağlı ortaklığı bünyesinde bulunan ve ürün vermeye başlayan fındık ağaçları yer almaktadır. Şirket'in sahibi olduğu arsa ile binalar, 31 Aralık 2023 TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından yapılan değerlendirme raporları doğrultusunda, ertelenmiş vergi etkisi düşüldükten sonra gerçeğe uygun değeri ile finansal tablolarda gösterilmiştir. 30.09.2024 tarihi itibarıyla ilgili gerçeğe uygun değerler endekslenmiş olup değerlendirme tarihinden sonraki girişler ise endekslenmiş maliyet bedelleri ile muhasebeleştirilmiştir. 30.09.2024 tarihi itibarıyla, sabit kıymetler üzerinde yangın, deprem, sel ve diğer risklere karşı 37.454.861 EUR, 5.000.000 USD ve 20.850.000 TL sigorta teminatı bulunmaktadır (31.12.2023: 50.864.614 EUR, 634.935 USD ve 25.813.465 TL, 31.12.2022: 37.859.438 EUR ve 75.146.342 TL, 31.12.2021: 17.540.000 EUR).

**Kullanım hakkı varlıkları.** Şirket'in kullanım hakkı varlıkları 31.12.2021 tarihi itibarıyla bulunmamaktadır, 31.12.2022 tarihinde 4.471.226 TL, 31.12.2023 tarihinde 28.155.674 TL, 30.09.2024 tarihinde ise 28.680.006 TL'dir. Kullanım hakkı varlıkları Şirket'in üçüncü kişilerden operasyonel ihtiyaçları doğrultusunda kiraladığı bina ve taşıtlardan oluşmaktadır. 31.12.2023 tarihinde şirket ihtiyaç duyduğu bina ve taşıtları kiralama yöntemine geçmiştir. Kiralanan binalar; Düzce, Samsun, Ordu ve Kocaeli illerinde bulunan fındık alım merkezleri ve üretim binalarından oluşmaktadır.

**Maddi olmayan duran varlıklar.** Şirket'in maddi olmayan duran varlıkları 31.12.2021 itibarıyla 5.437.647 TL, 31.12.2022 itibarıyla 4.899.475 TL, 31.12.2023 itibarıyla 32.079.838 TL ve 30.09.2024 itibarıyla 24.191.684 TL olarak gerçekleşmiştir. 31.12.2022 tarihinde bir önceki yıla göre %9,9 azalış, 31.12.2023 tarihinde bir önceki yıla göre %554,8 oranında artış, 30.09.2024 tarihinde bir önceki yıl sonuna göre %24,6 oranında azalış göstermiştir. 2023 yılında bir önceki yıla göre meydana gelen %554,8 oranında artış; Şirket'in SAP entegrasyon projesi kapsamında yazılım hakkı satın almasından kaynaklanmıştır.

**Ertelenmiş vergi varlığı.** Şirket'in ertelenmiş vergi varlığı/(yükümlülüğü), 31.12.2021 tarihi itibarıyla (180.711.362) TL, 31.12.2022 tarihi itibarıyla (40.622.602) TL, 31.12.2023 tarihi itibarıyla (3.641.959) TL ve 30.09.2024 tarihi itibarıyla 50.016.376 TL'dir. Ertelenmiş verginin yıllar itibarıyla varlık yönünde pozisyon değiştirmesinin temel sebebi; Şirket'in enflasyon endekslemesine konu varlıklarının yükümlülüklerinden daha fazla olmasıdır.

## Finansal Analiz

2024'ün ilk 9 ayında, sezon satışlarının tahsilatıyla kısa vadeli borçlar %10,5 azalmıştır.

**Kısa vadeli borçlanmalar.** Şirket'in kısa vadeli borçlanmaları 31.12.2021 itibarıyla 3.264.584.391 TL, 31.12.2022 itibarıyla 4.251.939.124 TL, 31.12.2023 itibarıyla 3.845.237.930 TL ve 30.09.2024 itibarıyla 3.440.652.811 TL olarak gerçekleşmiştir. Kısa vadeli borçlanmalarda 31.12.2022 tarihinde bir önceki yıla göre %30,2 oranında artış yaşanırken, 31.12.2023 tarihinde bir önceki yıla göre %9,6 oranında azalış, 2024 yılının ilk 9 aylık döneminde de 2023 yıl sonuna göre %10,5 oranında azalış yaşanmıştır. 2022 yılında bir önceki yıla göre %30,2 oranında gerçekleşen artışın temel sebebi tahsili bekleyen alacakların artması ve dönemin mevcut ekonomik koşulları nedeniyle Şirket'in, kısa vadeli finansman kaynaklarına yönelmesidir. 31.12.2023 yılında bir önceki yıla göre gerçekleşen %9,6 oranında azalışın temel sebebi, Şirket'in başarılı operasyonları sayesinde uzun vadeli borçlanma imkânı sağlamasıdır. 2024 yılının ilk 9 ayında, yüksek tonajlı ve yüksek tutarlı sezon satışlarının tahsil edilmesiyle kısa vadeli borçlanmalar %10,5 oranında azaltılmıştır. Kısa vadeli TL banka kredilerinin toplam kısa vadeli banka kredilerine oranı 31.12.2021 tarihinde %62,9, 31.12.2022 tarihinde %98,9, 31.12.2023 tarihinde %96,7, 30.09.2024 tarihinde ise %14,7'dir. 2022 yılında ağırlıklı olarak kaynak ihtiyaçlarını TL borçlanarak gideren firma, 2024 yılından itibaren piyasa beklentilerine uyum sağlayarak döviz kredilerine yönelmiştir. Kısa vadeli kiralama yükümlülükleri varlığın mülkiyetinin Şirket'e geçtiği finansal kiralamalardan oluşmaktadır. Şirket 2021 yılı itibarıyla almış olduğu karar ile operasyonel kiralama opsiyonunu tercih etmiş ve 2023 yılı itibarıyla herhangi bir finansal kiralaması kalmamıştır.

**Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları.** Şirket'in uzun vadeli borçlanmalarının kısa vadeli kısımları 31.12.2021 itibarıyla 272.927.661 TL, 31.12.2022 itibarıyla 146.572.751 TL, 31.12.2023 itibarıyla 684.710.382 TL ve 30.09.2024 itibarıyla 1.213.259.538 TL olarak gerçekleşmiştir. 31.12.2022 tarihinde bir önceki yıla göre %46,3 oranında azalış, 31.12.2023 tarihinde bir önceki yıla göre %367,1 oranında artış göstermiştir. 2024 yılının ilk 9 aylık döneminde de 2023 yıl sonuna göre artış oranı %77,2 düzeyinde gerçekleşmiştir. 31.12.2023 tarihinde bir önceki yıla göre gerçekleşen büyük oranda artışın sebebi şirketin uzun vadeli kredi kullanımı sonucu oluşmuştur.

**Kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler.** Şirket'in kiralama işlemlerinden kaynaklanan kısa vadeli yükümlülükleri 31.12.2022 tarihinde 648.176 TL, 31.12.2023 tarihi itibarıyla 9.305.480 TL ve 30.09.2024 tarihinde 8.171.288 TL'dir. Kiralama işlemlerinden kaynaklanan kısa vadeli yükümlülükler; Şirket'in üçüncü kişilerden operasyonel ihtiyaçları doğrultusunda kiralamış olduğu bina ve taşıtlardan oluşmaktadır. 31.12.2022 yıl sonunda şirket ihtiyaç duyduğu bina ve taşıtları kiralama yöntemine geçmiştir. Kiralanan binalar; Düzce, Samsun, Ordu ve Kocaeli illerinde bulunan fındık alım merkezleri ve üretim binalarından oluşmaktadır. Kısa vadeli kiralama yükümlülükleri ile kiralama işlemlerinden kaynaklanan kısa vadeli yükümlülükler mahiyeti bakımından fark göstermektedir, kısa vadeli kiralama yükümlülükleri finansal kiralamalardan oluşup kira sözleşmesi sona erince kiralanan varlığın mülkiyete Şirket'e geçerken operasyonel kiralama da mülkiyet kiracıda kalmaktadır. Şirket'in kiralama işlemlerinden kaynaklanan uzun vadeli yükümlülükleri 31.12.2022 tarihinde 6.513.525 TL, 31.12.2023 tarihi itibarıyla 18.267.152 TL ve 30.09.2024 tarihinde 12.747.784 TL'dir. Kiralama işlemlerinden kaynaklanan uzun vadeli yükümlülükler; Şirket'in üçüncü kişilerden operasyonel ihtiyaçları doğrultusunda kiralamış olduğu bina ve taşıtlardan oluşmaktadır. 31.12.2022 yıl sonu itibarıyla şirket ihtiyaç duyduğu bina ve taşıtları kiralama yöntemine geçmiştir.

**Ticari borçlar.** Şirket'in ticari borçları 31.12.2021 itibarıyla 1.042.879.628 TL, 31.12.2022 itibarıyla 850.679.322 TL, 31.12.2023 itibarıyla 1.470.320.610 TL ve 30.09.2024 itibarıyla 1.246.580.678 olarak gerçekleşmiştir. 31.12.2022 tarihinde bir önceki yıla göre %18,4 oranında azalış, 31.12.2023 tarihinde de bir önceki yıla göre %72,8 oranında artış göstermiştir. 2024 yılının ilk 9 aylık döneminde 2023 yıl sonuna göre %15,2 oranında bir azalış söz konusudur. Satıcılar kaleminde 30.09.2024 tarihi itibarıyla söz konusu bakiyenin 861.421.458 TL'si emanet olarak alınan fakat faturası henüz kesilmeyen fındık alımlarıyla ilgili işlemlerden oluşmaktadır (31.12.2023: 853.969.105 TL, 31.12.2022: 270.851.147 TL, 31.12.2021: 115.731.440 TL). Söz konusu emanet fındıklar Şirket tarafından kullanılmakta olup; bedelleri ise ödeme günündeki fiyattan ilgili satıcılara yapılmaktadır. 30.09.2024 tarihi itibarıyla ticari borçların ortalama ödeme süresi 43 gündür (31.12.2023: 38, 31.12.2022: 34, 31.12.2021: 46)

Kiralanan binalar; Düzce, Samsun, Ordu ve Kocaeli illerinde bulunan fındık alım merkezleri ve üretim binalarından oluşmaktadır.

## Finansal Analiz

*Personel ücretlerinde ve personel sayısında gerçekleşen artışlar çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçların artmasına sebep olmuştur.*

*Şirket yatırımlarından kaynaklı olarak vergi teşvikine sahiptir bu sebeple şirketin cari dönemde dönem vergi yükümlülüğü bulunmamaktadır.*

**Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar.** Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar, 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 ve 30.09.2024 tarihleri itibarıyla sırasıyla 4.143.476 TL, 4.167.872 TL, 15.772.300 TL ve 18.473.715 TL olarak gerçekleşmiştir. 31.12.2022 tarihinde bir önceki yıla göre %0,6 oranında artış, 31.12.2023 tarihinde bir önceki yıla göre %278,4 oranında artış göstermiştir. 2024 yılının ilk 9 ayında da 2023 yıl sonuna göre artış oranı %17,1 olarak gerçekleşmiştir. Personele borçlar kalemi raporlama dönemleri itibarıyla personel ücretlerine ilişkin tahakkuk tutarlarından oluşmaktadır, 31.12.2021 ve 31.12.2022 tarihlerinde düşük tutarların olmasının temel sebebi personel ücretlerinin raporlama tarihinde ödenmiş olması, 31.12.2023 ve 30.09.2024 tarihlerinde yüksek tutarların olmasının temel sebebi ise personel ücretlerinin raporlama dönemini takip eden bir sonraki ayın ilk günü ödenmesidir.

**Diğer borçlar.** Diğer borçlar, 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 ve 30.09.2024 tarihleri itibarıyla sırasıyla 186.759.761 TL, 9.501.384 TL, 595.378.696 TL ve 8.230.943 TL'dir. 31.12.2022 tarihinde bir önceki yıla göre %94,9 oranında azalış, 31.12.2023 tarihinde bir önceki yıla göre %6166,2 oranında artış göstermiştir. 2024 yılının ilk 9 ayında da 2023 yıl sonuna göre azalış oranı %98,6 olarak gerçekleşmiştir. Diğer borçlar kaleminde meydana gelen artış ve azalışların temel sebebi ilişki taraflara borçlardır.

**Ertelenmiş gelirler.** Ertelenmiş gelirler; alınan avanslar ve faturası kesilmiş ancak intaç tarihinden dolayı henüz depodan çıkışı yapılmamış ürünlerden oluşmaktadır. 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 ve 30.09.2024 tarihleri itibarıyla sırasıyla 14.587.886 TL, 31.627.008 TL, 25.864.405 TL ve 115.914.430 TL olarak gerçekleşmiştir. 31.12.2022 tarihinde bir önceki yıla göre %116,8 oranında artış, 31.12.2023 tarihinde bir önceki yıla göre %18,2 oranında azalış göstermiştir. 2024 yılının ilk 9 ayında da 2023 yıl sonuna göre %348,1 oranında bir artış söz konusudur.

**Dönem karı vergi yükümlülüğü.** Şirket'in dönem karı vergi yükümlülüğü 31.12.2021 tarihinde 67.026.819 TL'dir, takip eden yıllarda ise vergi yükümlülüğü bulunmamaktadır. Şirket'in yapmış olduğu yatırımlar sonucu teşvik belgelerine hak kazanmış ve bu teşvik belgeleri sayesinde kurumlar vergisi matrahından mahsup edebileceği yatırım teşvik istisnaları elde etmiştir. Şirket'in yararlandığı devlet teşviklerinin detayı İzahname'nin 6.2.4 numaralı maddesinde yer almaktadır bu sebeple fiyat tespit raporu içerisinde teşviklerin detayından bahsedilmemiştir.

**Kısa vadeli karşılıklar.** Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin kısa vadeli karşılıklar ve diğer karşılıklardan oluşmaktadır. 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 ve 30.09.2024 tarihleri itibarıyla sırasıyla 4.064.110 TL, 3.982.629 TL, 4.961.147 TL ve 8.767.415 TL olarak gerçekleşmiştir.

**Uzun vadeli borçlanmalar.** Şirket'in uzun vadeli borçlanmalar, 31.12.2021 itibarıyla 358.610.143 TL, 31.12.2022 itibarıyla 128.410.106 TL, 31.12.2023 itibarıyla 532.601.709 TL ve 30.09.2024 itibarıyla 386.237.880 TL olarak gerçekleşmiştir. 31.12.2022 tarihinde bir önceki yıla göre %64,2 oranında azalış, 31.12.2023 tarihinde bir önceki yıla göre %314,8 oranında artış göstermiştir. 2024 yılının ilk 9 ayında ise 2023 yıl sonuna göre %27,5 oranında azalış yaşanmıştır. Uzun vadeli finansal yükümlülükler 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 ve 30.09.2024 tarihleri itibarıyla sırasıyla 358.610.143 TL, 128.410.106 TL, 532.601.709 TL ve 359.415.658 TL olarak gerçekleşmiştir. 31.12.2022 tarihinde bir önceki yıla göre %64,2 oranında azalış, 31.12.2023 tarihinde bir önceki yıla göre %314,8 oranında artış göstermiştir. 2024 yılının ilk 9 ayında ise 2023 yıl sonuna göre %32,5 oranında azalış yaşanmıştır. 2022 yılında bir önceki yıla göre %64,2 oranında azalış gerçekleşmesinin temel sebebi; 2021 yılında kullanılan uzun vadeli kredilerin dönemsel gereği kısa vadeliye sınıflanması ve yeni uzun vadeli kredi kullanımı yapılmamasıdır. 2023 yılında bir önceki yıla göre %314,8 oranında artış gerçekleşmesinin temel sebebi; Şirket'in uzun vadeli dövizli finansman kaynağı bulmasıdır.



## Finansal Analiz

**Enflasyon endekslemesine konu olan varlıkların yükümlülüklerden fazla olması sebebiyle ertelenmiş vergi yükümlülükleri varlık yönünde pozisyon değiştirmiştir.**

**Uzun vadeli karşılıklar.** Uzun vadeli karşılıklar, çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklardan oluşmaktadır. 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 ve 30.09.2024 tarihleri için sırasıyla 19.021.112 TL, 26.082.188 TL, 12.396.745 TL ve 27.415.877 TL olarak gerçekleşmiştir.

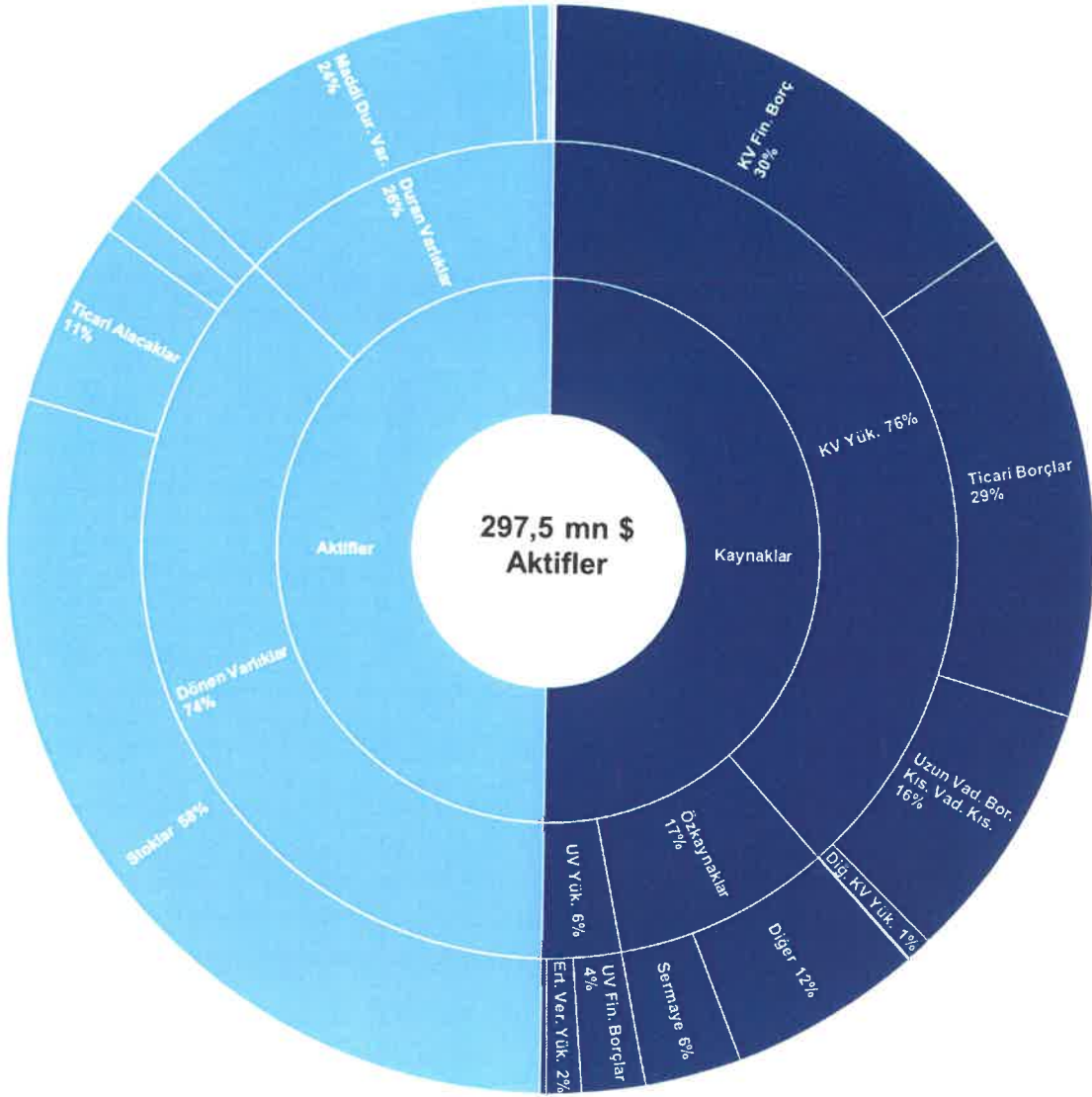
**Ertelenmiş vergi yükümlülüğü.** Şirket'in ertelenmiş vergi varlığı/(yükümlülüğü), 31.12.2021 tarihi itibarıyla (180.711.362) TL, 31.12.2022 tarihi itibarıyla (40.622.602) TL, 31.12.2023 tarihi itibarıyla (3.641.959) TL ve 30.09.2024 tarihi itibarıyla 50.016.376 TL'dir. Ertelenmiş verginin yıllar itibarıyla varlık yönünde pozisyon değiştiğinin temel sebebi; Şirket'in enflasyon endekslemesine konu varlıklarının yükümlülüklerinden daha fazla olmasıdır.

**Özkaynaklar.** Şirket'in özkaynakları; ödenmiş sermaye, sermaye düzeltme farkları, ortak kontrole tabi işletmelerin birleşme etkisi, pay sahiplerinin ilave sermaye katkıları, kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak diğer kapsamlı gelirler veya giderler, kar veya zararda yeniden sınıflandırılacak diğer kapsamlı gelirler veya giderler, kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler, geçmiş yıllar kar veya zararları, dönem karı veya zararından oluşmaktadır. Özkaynaklar sırasıyla 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 ve 30.09.2024 tarihlerinde sırasıyla 756.855.466 TL, 715.392.234 TL, 1.795.512.539 TL ve 1.967.332.039 TL olarak gerçekleşmiş, özkaynakların toplam kaynaklar içindeki oranı ise sırasıyla %11,7 , %11,2, %18,7 ve %22,1 seviyelerindedir.

Bilanço				
30 Aralık, TL Balsu	2021 Gerçekleşmiş ÖBDR	2022 Gerçekleşmiş ÖBDR	2023 Gerçekleşmiş ÖBDR	2024/09 Gerçekleşmiş ÖBDR
<b>Aktifler</b>	<b>6.481.859.916</b>	<b>6.383.285.646</b>	<b>9.595.459.476</b>	<b>8.910.731.064</b>
Nakit ve Benzerleri	762.114.447	363.386.134	304.001.483	144.692.168
Finansal Yatırım	0	0	35.641.806	26.773.964
Ticari Alacaklar	873.433.203	1.272.282.720	1.100.620.315	1.114.488.611
Diğer Alacaklar	268.705.806	488.784.883	87.251.030	228.327.318
Stoklar	3.268.043.665	2.833.424.628	5.280.897.442	4.574.098.786
Peşin Ödenmiş Gid.	68.082.165	118.954.277	37.768.934	30.845.536
Diğ. Dön. Var.	36.768.581	23.330.409	33.217.863	42.550.888
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>5.277.147.867</b>	<b>5.100.163.051</b>	<b>6.879.398.873</b>	<b>6.161.777.271</b>
Diğer Alacaklar	175.899	66.972	5.767.594	5.312.362
Finansal Yatırım	4	4	2.144.990	2.144.990
Kullanım Hakkı Var.	0	4.471.226	28.155.674	28.680.006
Maddi Duran Varlıklar	888.770.862	1.106.274.979	2.066.179.724	2.180.370.076
Maddi Olmayan Duran Var.	5.437.647	4.899.475	32.079.838	24.191.684
Ertelenmiş Vergi Varlığı	309.688.101	167.146.725	581.488.422	506.963.042
Peşin Ödenmiş Gid.	639.536	263.214	244.361	1.291.633
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>1.204.712.049</b>	<b>1.283.122.595</b>	<b>2.716.060.603</b>	<b>2.748.953.793</b>
<b>Özkaynak ve Yükümlülükler</b>	<b>6.481.859.916</b>	<b>6.383.285.646</b>	<b>9.595.459.476</b>	<b>8.910.731.064</b>
Kısa Vad. Borç.	3.264.584.391	4.251.939.124	3.845.237.930	3.440.652.811
Kiralama İşl. Borçlar	0	648.176	9.305.480	8.171.288
Uz. Vad. Borç. Kısa Vad. Kıs.	272.927.661	146.572.751	684.710.382	1.213.259.538
Ticari Borçlar	1.042.879.628	850.679.322	1.470.320.610	1.246.580.678
Çalış. Sağ. Fay. Kap. Borç.	4.143.476	4.167.872	15.772.300	18.473.715
Diğer Borçlar	186.759.761	9.501.384	595.378.696	8.230.943
Ertelenmiş Gelirler	14.587.886	31.627.008	25.864.405	115.914.430
Dönem Karı Ver. Yük.	67.026.819	0	0	0
Kısa Vad. Karş.	4.064.110	3.982.629	4.961.147	8.767.415
<b>Kısa Vad. Yükümlülükler</b>	<b>4.856.973.732</b>	<b>5.299.118.266</b>	<b>6.651.550.950</b>	<b>6.060.050.818</b>
Uzun Vad. Borç.	358.610.143	128.410.106	532.601.709	386.237.880
Kir. İşl. Kay. Uzun Vad. Yük.	0	6.513.525	18.267.152	12.747.784
Uzun Vadeli Karşılıklar	19.021.112	26.082.188	12.396.745	27.415.877
Ertelenmiş Vergi Yük.	490.399.463	207.769.327	585.130.381	456.946.666
<b>Uzun Vad. Yükümlülükler</b>	<b>868.030.718</b>	<b>368.775.146</b>	<b>1.148.395.987</b>	<b>883.348.207</b>
Sermaye	56.576.681	56.576.681	56.576.681	1.000.000.000
Sermaye Düzeltme Farkları	449.728.044	449.728.044	449.728.044	462.162.329
Ortak Kontrolde Tabi İşletmelerin Birleşme Etkisi	(588.730.992)	0	(247.876.981)	(247.876.981)
Pay Sahiplerinin İlave Sermaye Katkıları	0	0	28.935.861	0
Kardan Ayrı. Kısıt. Yed.	56.754.878	66.568.552	66.335.853	66.241.027
Yeniden Sınıflandırılmayacak Diğ. Kap. Gel.	55.569.288	59.852.250	426.615.533	417.355.900
Yeniden Sınıflandırılacak Diğ. Kap. Gel.	(29.292.780)	(33.772.208)	(79.427.396)	(195.459.696)
Geçmiş Yıl Karları	267.705.422	56.910.051	136.237.556	246.814.749
Net Kar	488.544.925	59.528.864	958.387.388	218.094.711
<b>Ana Ortak. Özkaynakları</b>	<b>756.855.466</b>	<b>715.392.234</b>	<b>1.795.512.539</b>	<b>1.967.332.039</b>

Bilanço				
30 Aralık,	2021	2022	2023	2024/09
USD	Gerçekleşmiş	Gerçekleşmiş	Gerçekleşmiş	Gerçekleşmiş
Balsu	ÖBDR	ÖBDR	ÖBDR	ÖBDR
<b>Aktifler</b>				
Nakit ve Benzerleri	113.470.821	148.548.543	236.718.235	297.520.821
Finansal Yatırım	15.548.947	8.681.359	7.601.018	4.240.561
Ticari Alacaklar	0	0	0	784.677
Diğer Alacaklar	17.817.192	30.395.058	28.456.609	32.662.836
Stoklar	5.482.060	11.677.157	2.181.557	6.691.695
Peşin Ödenmiş Gid.	55.827.479	65.099.734	124.135.417	173.962.223
Diğ. Dön. Var.	1.389.000	2.964.850	888.844	556.741
	750.834	557.368	830.554	1.233.159
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>96.815.511</b>	<b>119.375.524</b>	<b>164.093.999</b>	<b>220.131.891</b>
Diğer Alacaklar	3.589	1.600	144.208	155.692
Finansal Yatırım	0	0	891.160	0
Kullanım Hakkı Var.	0	106.818	660.036	584.818
Maddi Duran Varlıklar	16.548.322	28.991.224	67.025.224	72.805.334
Maddi Olmayan Duran Var.	90.339	71.670	782.676	659.448
Ertelenmiş Vergi Varlığı	0	0	3.119.717	3.151.452
Peşin Ödenmiş Gid.	13.060	1.706	1.215	32.186
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>16.655.309</b>	<b>29.173.018</b>	<b>72.624.237</b>	<b>77.388.930</b>
<b>Özkaynak ve Yükümlülükler</b>				
Kısa Vad. Borç.	113.470.821	148.548.543	236.718.235	297.520.821
Kiralama İşl. Borçlar	66.483.416	101.396.825	96.202.493	89.585.981
Uz. Vad. Borç. Kısa Vad. Kıs.	0	15.457	0	239.049
Ticari Borçlar	5.558.185	3.495.349	17.089.144	46.562.994
Çalış. Sağ. Fay. Kap. Borç.	21.238.293	20.286.316	36.696.566	86.799.101
Diğer Borçlar	84.382	99.392	393.648	526.569
Ertelenmiş Gelirler	3.824.185	226.581	14.859.585	240.794
Dönem Karı Ver. Yük.	297.110	754.215	645.529	3.391.046
Kısa Vad. Karş.	1.365.004	0	0	0
	82.766	94.975	123.821	256.488
<b>Kısa Vad. Yükümlülükler</b>	<b>98.933.340</b>	<b>126.369.111</b>	<b>166.010.786</b>	<b>227.602.022</b>
Uzun Vad. Borç.	7.303.113	3.122.993	13.748.699	11.299.287
Kir. İşl. Kay. Uzun Vad. Yük.	0	94.558	0	372.933
Uzun Vadeli Karşılıklar	387.366	621.987	309.401	802.044
Ertelenmiş Vergi Yük.	1.138.352	801.836	6.184.440	6.153.958
<b>Uzun Vad. Yükümlülükler</b>	<b>8.828.830</b>	<b>4.641.373</b>	<b>20.242.539</b>	<b>18.628.222</b>
Sermaye	23.127.942	23.127.942	23.127.942	50.952.421
Yabancı Para Çevirim Farkları	(20.094.305)	(16.251.202)	(9.077.738)	(1.767.539)
Ortak Kontrolde Tabi İşletmelerin Birleşme Etkisi	(10.144.325)	0	(2.851.212)	(2.851.212)
Pay Sahiplerinin İlave Sermaye Katkıları	0	0	626.217	0
Kardan Ayrı. Kısıt. Yed.	493.273	594.728	594.728	594.728
Yeniden Sınıflandırılmayacak Diğ. Kap. Gel.	6.704.402	13.254.954	30.628.421	30.367.892
Yeniden Sınıflandırılacak Diğ. Kap. Gel.	244.203	260.398	354.154	3.408.187
Geçmiş Yıl Karları	1.141.134	(6.870.214)	(4.484.590)	(23.851.554)
Net Kar	4.236.325	3.421.451	11.546.987	(5.562.349)
<b>Ana Ortak. Özkaynakları</b>	<b>5.708.650</b>	<b>17.538.059</b>	<b>50.464.910</b>	<b>51.290.576</b>

\*\*Yukarıdaki finansallar TMS29 öncesi finansallar olup ilgili kalemler genel olarak ilgili dönemin dönem sonu kurundan çevrilmiştir. Özkaynak altındaki sermaye hesapları ve maddi duran varlıklar ise tarihi maliyetten dolara dönülmüştür.



## Finansal Analiz

**Şirketin yurtiçi pazara yaptığı satışlarda gözlemlenen artış şirketin Pazar liderliğini sürdürmek ve Kar maksimizasyonunu sağlamaya dair politikalarının bir sonucudur.**

**Esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderler şirketin operasyonlarının ayrılmaz bir parçası olması sebebiyle EBITDA hesaplamasına dahil edilmiştir.**

**Net satışlar.** Şirket'in net satışları 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023, 30.09.2023 ve 30.09.2024 ile sona eren dönemlerde sırasıyla 13.001.703.325 TL, 11.001.747.548 TL, 12.190.324.942 TL, 5.063.080.775 TL ve 9.672.191.674 TL olarak gerçekleşmiştir. Net satışlar 31.12.2022 tarihinde bir önceki yıla göre %15,4 oranında azalış, 31.12.2023 tarihinde bir önceki yıla göre %10,8 artış, 30.09.2024 tarihinde bir önceki yıla göre %91 oranında artış göstermiştir. Şirket 2021, 2022 ile 2023 yıllarında satış hacmini (iç fındık karşılığı) 40.000.000 kg, satış hasılatını ise 10.000.000.000 TL üstünde gerçekleştirmiş, 2024 yılının ilk 9 ayında tarihinde 2023 yılının ilk 9 ayına göre satış hacmini %64,0, net satış tutarını ise %91 oranında arttırmayı başarmıştır. Bu başarıyı yurtiçi yüksek tonaj ve tutarlı sözleşmelerin imzalanması ve yeni müşteri edinimi sonucunda oluşmuştur. Satışların gerek coğrafi dağılımı gerekse ürün grubu bazlı dağılımı gerek müşterilerin talepleri gerekse mevcut stok durumunda maksimum karlılık gözetilmesinden dolayı dönemler içerisinde farklılık göstermektedir. Şirket, işlenmiş ürünlerin satışlarına öncelik vererek katma değerini yurtiçinde kalmasına önem vermektedir. Yurtiçi satışlarının toplam satışlar içindeki payının yıllar itibarıyla artış göstermesinin temel sebebi; Şirket'in yurtiçi pazarında liderliğini korumak ve satışlarda kar maksimizasyonu sağlamak istemesidir. 30.09.2023 tarihinde ihracatın toplam satışlara oranı %64,7'iken bu oran 30.09.2024 tarihinde %43,8 seviyesine gerilemiştir, buna karşın brüt kar marjı %9,05 seviyesinden %13,14 seviyesine yükselmiştir.

**Brüt kar marjı.** Şirket'in satışlarının maliyeti 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023, 30.09.2023 ve 30.09.2024 ile sona eren dönemlerde sırasıyla 10.835.135.474 TL, 10.063.226.917 TL, 10.626.973.487 TL, 4.604.700.537 TL ve 8.400.832.219 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 31.12.2022 tarihinde bir önceki yıla göre %7,1 oranında azalış, 31.12.2023 tarihinde bir önceki yıla göre %5,6 oranında artış, 30.09.2024 tarihinde bir önceki yılın aynı dönemine göre %82,4 oranında artış göstermiştir. 30.09.2024 tarihinde; direkt ilk madde malzeme, direkt işçilik, genel üretim gideri ve amortisman giderleri enflasyon düzeltmesi, işçilik ücretlerinin artırılması, yeni istihdam edilen personeller ve sabit kıymet değerlendirilmesi sonucunda artış göstermesine karşın üretimde hammadde ağırlıklı kullanım planlaması neticesinde maliyet marjını düşürmüş, brüt kar marjını arttırmıştır.

**Genel yönetim giderleri.** Şirket'in genel yönetim giderleri 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023, 30.09.2023 ve 30.09.2024 ile sona eren dönemlerde sırasıyla 271.630.346 TL, 308.950.399 TL, 348.788.626 TL, 263.078.695 TL ve 328.202.900 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 31.12.2022 tarihinde bir önceki yıla göre %13,7 oranında, 31.12.2023 tarihinde bir önceki yıla göre %12,9 oranında, 30.09.2024 tarihinde de bir önceki yılın aynı dönemine göre %24,8 oranında artış göstermiştir.

**Pazarlama satış ve dağıtım giderleri.** Şirket'in pazarlama, satış ve dağıtım giderleri 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023, 30.09.2023 ve 30.09.2024 ile sona eren dönemlerde sırasıyla 252.597.411 TL, 312.182.535 TL, 285.685.483 TL, 169.780.908 TL ve 146.318.469 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 31.12.2022 tarihinde bir önceki yıla göre %23,6 oranında artış yaşanırken, 31.12.2023 tarihinde bir önceki yıla göre %8,5 oranında ve 30.09.2024 tarihinde de bir önceki yılın aynı dönemine göre %13,8 oranında azalış göstermiştir.

**Esas faaliyetlerden diğer gelir/giderler.** Şirket'in esas faaliyetlerden diğer gelirleri 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023, 30.09.2023 ve 30.09.2024 ile sona eren dönemlerde sırasıyla 972.869.212 TL, 493.231.955 TL, 409.471.143 TL, 331.632.665 TL ve 522.405.704 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 31.12.2022 tarihinde bir önceki yıla göre %49,3 oranında, 31.12.2023 tarihinde de bir önceki yıla göre %17 oranında azalış yaşanırken, 30.09.2024 tarihinde bir önceki yılın aynı dönemine göre %57,5 oranında artış söz konusudur. Şirket'in esas faaliyetlerden diğer giderleri 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023, 30.09.2023 ve 30.09.2024 ile sona eren dönemlerde sırasıyla 433.364.754 TL, 243.683.026 TL, 128.799.332 TL, 111.546.940 TL ve 441.407.076 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 31.12.2022 tarihinde bir önceki yıla göre %43,8 oranında, 31.12.2023 tarihinde de bir önceki yıla göre %47,1 oranında azalış yaşanırken, 30.09.2024 tarihinde bir önceki yılın aynı dönemine göre %295,7 oranında artış söz konusudur.

## Finansal Analiz

**Şirket'in finansman gelirlerinin büyük kısmı kur farkı gelirlerinden oluşmaktadır ve kur farkı gelirleri TCMB'nin kur bozum desteği sonucu satışlardan tahsil edilen dövizli gelirin kasa ve bankada tutulması yerine bozdurulması yüzünden yıllar itibarıyla azalmaktadır.**

**2024/09 S4Ç'te hesaplanan EBITDA 1.954 mn TL**

**Yatırım faaliyetlerinden gelirler/giderler.** Şirket'in yatırım faaliyetlerinden gelirleri 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023, 30.09.2023 ve 30.09.2024 tarihleri itibarıyla sırasıyla 1.771.412 TL, 102.099 TL, 2.550.074 TL, 4.448.433 TL ve 5.258.065 TL'dir, giderleri ise 31.12.2021 tarihinde 130.548.613 TL, 31.12.2022 tarihinde 6.840.235 TL, 30.09.2024 tarihinde ise 96.973 TL'dir. 31.12.2021 tarihinde yer alan sabit kıymet değer düşüklüğü; 117.250.669 TL değerindeki gayrimenkulün değerlendirme raporu ile 81.750.000 TL tespit edilmesi üzerine 35.500.699 TL tutarında değer düşüklüğü karşılığı atılması ve bu tutarın yıllar itibarıyla enflasyon endekslemesine maruz bırakılarak 130.548.613 TL olmasından kaynaklanmaktadır.

**Finansman gelirleri/giderleri.** Şirket'in finansman gelirleri 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023, 30.09.2023 ve 30.09.2024 ile sona eren dönemlerde sırasıyla 334.076.049 TL, 257.839.399 TL, 109.583.373 TL, 83.236.261 TL ve 157.841.735 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 31.12.2022 tarihinde bir önceki yıla göre %22,8 oranında, 31.12.2023 tarihinde de bir önceki yıla göre %57,5 azalış yaşanırken, 30.09.2024 tarihinde bir önceki yılın aynı dönemine göre %89,6 oranında artış söz konusudur. Şirket'in finansman giderleri 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023, 30.09.2023 ve 30.09.2024 ile sona eren dönemlerde sırasıyla 1.995.130.782 TL, 1.249.198.455 TL, 1.320.798.111 TL, 764.925.594 TL ve 1.479.012.354 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 31.12.2022 tarihinde bir önceki yıla göre %37,4 oranında azalış, 31.12.2023 tarihinde de bir önceki yıla göre %5,7 artış, 30.09.2024 tarihinde bir önceki yılın aynı dönemine göre %93,4 oranında artış söz konusudur.

**EBITDA gelişimi.** 2021, 2022, 2023 yıllarında sırasıyla 2.216 mn TL, 641,1 mn TL ve 1.296 mn TL EBITDA üretmiştir. 2023 yılının ilk dokuz ayında Şirket 304,3 mn TL EBITDA üretirken 2024 yılının aynı döneminde gerçekleşen EBITDA tutarı 962,7 mn TL'dir. 2024/09 itibarıyla son 4 çeyrek EBITDA ise 1.954 mn TL'dir. Net dönem kârı 2021 yılında 488,5 milyon TL olup 2022 yılında 2021 yılına göre %88 düşükle 59,5 milyon TL'ye gerilemiştir. 2023 yılında da 2022 yılına göre %1510 artışla 958,4 milyon TL'ye yükselmiş olup 2024 yılının ilk 9 aylık döneminde ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %67 azalarak 218,1 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 2024/09'da son 4 çeyrek net dönem kârı 509,3 mn TL'dir.

### Gelir Tablosu

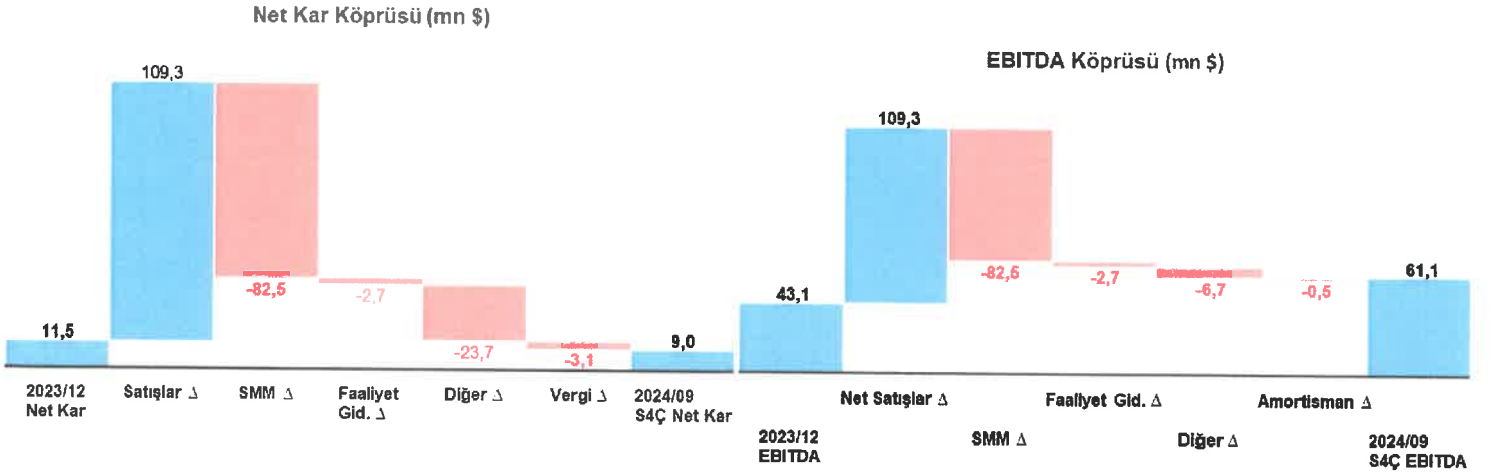
30 Aralık, TL	2021	2022	2023	2023/09	2024/09	Son 4Ç
Balsu	Gerçekleşmiş ÖBDR	Gerçekleşmiş ÖBDR	Gerçekleşmiş ÖBDR	Gerçekleşmiş ÖBDR	Gerçekleşmiş ÖBDR	Gerçekleşmiş ÖBDR
<b>Net Satışlar</b>	<b>13.001.703.325</b>	<b>11.001.747.548</b>	<b>12.190.324.942</b>	<b>5.063.080.775</b>	<b>9.672.191.674</b>	<b>16.799.435.841</b>
Değişim		-15%	11%		91%	
Satışların Maliyeti	(10.835.135.474)	(10.063.226.917)	(10.626.973.487)	(4.604.700.537)	(8.400.832.219)	(14.423.105.169)
<b>Brüt Kar</b>	<b>2.166.567.851</b>	<b>938.520.631</b>	<b>1.563.351.455</b>	<b>458.380.238</b>	<b>1.271.359.455</b>	<b>2.376.330.672</b>
Brüt Marj	16,7%	8,5%	12,8%	9,1%	13,1%	14,1%
Genel Yönetim Gid.	(271.630.346)	(308.950.399)	(348.788.626)	(263.078.695)	(328.202.900)	(413.912.831)
Değişim		14%			25%	
Satış-Pazarlama Dağ. Gid.	(252.597.411)	(312.182.535)	(285.685.483)	(169.780.908)	(146.318.469)	(262.223.044)
Değişim		24%	-8%		-14%	
Esas Faaliyet. Diğ. Gel.	972.869.212	493.231.955	409.471.143	331.632.665	522.405.704	600.244.182
Esas Faaliyet. Diğ. Gid.	(433.364.754)	(243.683.026)	(128.799.332)	(111.546.940)	(441.407.076)	(458.659.468)
<b>EBITDA</b>	<b>2.216.561.803</b>	<b>641.090.529</b>	<b>1.295.631.920</b>	<b>304.354.140</b>	<b>962.722.848</b>	<b>1.954.000.628</b>
Değişim		-71%	102%		216%	
EBITDA Marjı	17,0%	5,8%	10,6%	6,0%	10,0%	11,6%
Amortisman	(34.717.251)	(74.153.903)	(86.082.763)	(58.747.780)	(84.886.134)	(112.221.117)
<b>EBIT</b>	<b>2.181.844.552</b>	<b>566.936.626</b>	<b>1.209.549.157</b>	<b>245.606.360</b>	<b>877.836.714</b>	<b>1.841.779.511</b>
Değişim		-74%	113%		257%	
EBIT Marjı	17%	5%	10%	5%	9%	11%
Yatırım Faaliyetlerinden Gel. Net	(128.777.201)	(6.738.136)	2.550.074	4.448.433	5.161.092	3.262.733
Fin. Gid. + Net Paral Poz. Kazançları	(1.346.556.075)	(638.378.036)	(410.553.800)	833.631.410	(716.171.189)	0
Vergi Öncesi Kar	706.511.276	(78.179.546)	801.545.431	1.083.686.203	166.826.617	(115.314.155)
Vergi	(67.059.227)	(5.203.753)	0	0	0	0
Ertelenmiş vergi geliri / (gideri)	(150.907.124)	142.912.163	156.841.957	(416.508.688)	51.268.094	624.618.739
<b>Net Kar</b>	<b>488.544.925</b>	<b>59.528.864</b>	<b>958.387.388</b>	<b>667.177.515</b>	<b>218.094.711</b>	<b>509.304.584</b>
Değişim		-88%	1510%		-67%	
Net Marj	4%	1%	8%	13%	2%	3%

\*\*Yukarıdaki finansallar enflasyon muhasebesi sonrası gelir tablosuna aittir

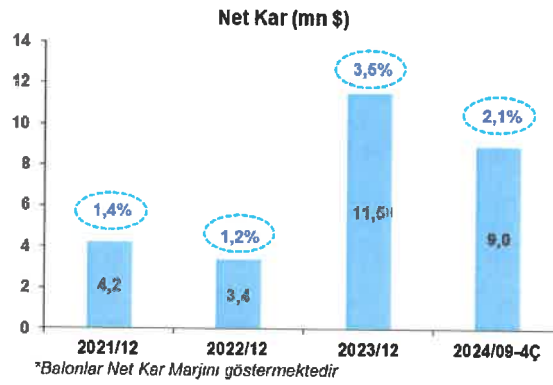
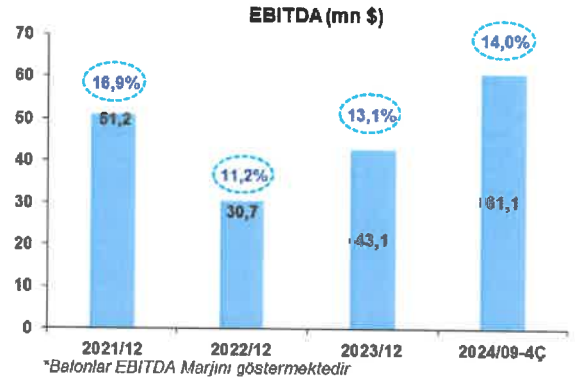
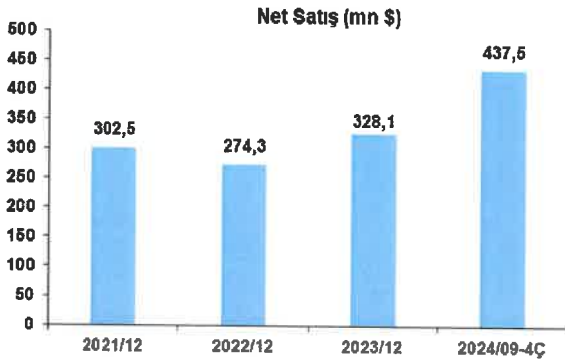
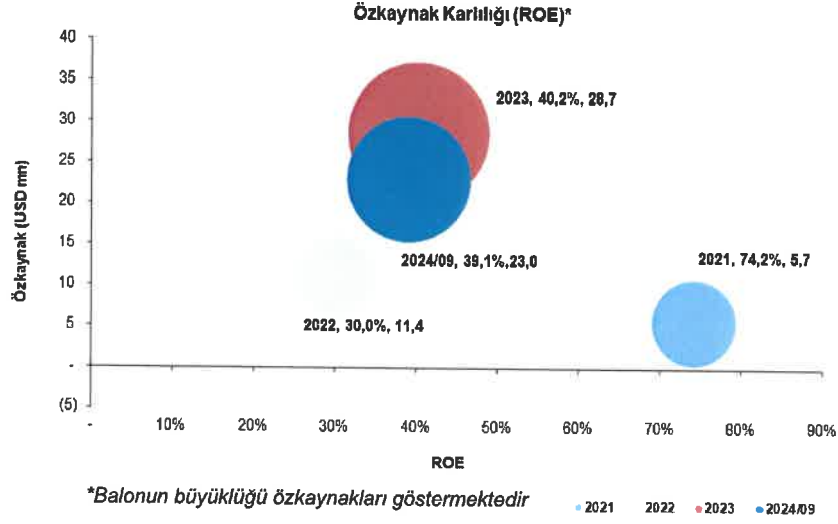
## Gelir Tablosu

30 Aralık, USD Balsu	2021 Gerçekleşmiş ÖBDR	2022 Gerçekleşmiş ÖBDR	2023 Gerçekleşmiş ÖBDR	2023/09 Gerçekleşmiş ÖBDR	2024/09 Gerçekleşmiş ÖBDR	Son 4Ç Gerçekleşmiş ÖBDR
<b>Net Satışlar</b>	302.506.046	274.281.450	328.111.134	122.315.511	266.199.700	437.458.615
<i>Değişim</i>		-9%	20%		118%	
Satışların Maliyeti	(252.312.484)	(236.792.670)	(278.105.255)	(110.871.146)	(220.703.570)	(360.605.767)
<b>Brüt Kar</b>	50.193.562	37.488.781	50.005.879	11.444.365	45.496.130	76.852.848
<i>Brüt Marj</i>	16,6%	13,7%	15,2%	9,4%	17,1%	17,6%
Genel Yönetim Gid.	(6.896.558)	(7.143.715)	(8.247.658)	(5.896.710)	(9.003.772)	(11.379.532)
<i>Değişim</i>		4%			53%	
Satış-Pazarlama Dağ. Gid.	(6.473.650)	(7.303.964)	(7.291.020)	(4.098.531)	(4.055.132)	(6.824.111)
<i>Değişim</i>		13%	0%		-1%	
Esas Faaliyet. Diğ. Gel.	25.548.524	10.931.773	10.913.303	8.012.268	14.921.971	18.010.276
Esas Faaliyet. Diğ. Gid.	(11.830.972)	(4.029.089)	(3.457.109)	(2.455.361)	(15.857.052)	(17.239.653)
<b>EBIT</b>	50.540.905	29.943.786	41.923.395	7.006.031	31.502.145	59.419.827
<i>Değişim</i>		-41%	40%		350%	
<b>EBITDA Marjı</b>	16,9%	11,2%	13,1%	6,4%	12,3%	14,0%
Amortisman	(632.728)	(775.951)	(1.162.014)	(856.444)	(1.371.184)	(1.690.902)
<b>EBITDA</b>	51.173.633	30.719.737	43.085.408	7.862.474	32.873.328	61.110.729

\*\*Yukarıdaki finansallar enflasyon muhasebesi öncesi gelir tablosu olup ilgili dönemin ortalama kurundan çevrilmiştir



Enflasyon muhasebesinden geçmiş mali tablolar ile enflasyon muhasebesinden geçmemiş ve USD'ye çevrilmiş mali tabloların gelir tabloları kıyaslandığında brüt kar marjı ve EBITDA marjında farklılıklar görülmektedir. Bu durumun temel nedeni Şirket'in mevsimsel etkiler nedeniyle gelirlerinin önemli bir kısmını ve yüksek kar marjını kazandığı son çeyreklerin enflasyon muhasebesinde en düşük katsayı ile çarpılması ve karlılığın daha düşük olduğu diğer çeyreklerin daha yüksek enflasyon katsayısı ile endekslenmesidir. Bir diğer neden ise Şirket'in yüksek stoklu çalışması ve stokların enflasyon muhasebesinde yeniden değerlendirilmesidir. Benzer durum, stoklu çalışan Bim ve Migros gibi perakende şirketlerinin yatırımcı sunumlarından da teyit edilebilir. Bu firmaların brüt kar marjlarının da enflasyon muhasebesi ile gerilediği görülmektedir.





Likidite Rasyoları	2024/09	2023	2022	2021	Referans
Cari Oran	0,97	0,99	0,94	0,98	1,0-1,5
Likidite Oranı	0,20	0,24	0,41	0,40	0,8-1,0
Borçluluk Oranları	2024/09	2023	2022	2021	Referans
Toplam Borçlar/Toplam Aktifler	82,8%	78,7%	88,2%	95,0%	<%40
Faiz Karşılama Oranı	1,2	1,3	1,1	1,2	>3
Net Borç/EBITDA	2,4	2,8	3,3	1,3	<4
Özkaynak/Pasif	17,2%	21,3%	11,8%	5,0%	>%60
Finansal Borçlar/Toplam Borçlar	59,9%	68,2%	82,4%	73,6%	Sektör
Karlılık Oranları (Yıllıklandırılmış)	2024/09	2023	2022	2021	Referans
Brüt Marj	17,6%	15,2%	13,7%	16,6%	Sektör
EBIT Marjı	14,0%	13,1%	11,2%	16,9%	Sektör
EBITDA Marjı	13,6%	12,8%	10,9%	16,7%	Sektör
Net Kar Marjı	2,1%	3,5%	1,2%	1,4%	Sektör
ROE	17,5%	22,9%	19,5%	74,2%	Getirisi
ROA	20,5%	18,2%	20,7%	45,1%	Sektör
Faiz Gid./Net Satış	11,4%	10,0%	9,6%	14,5%	<%3
Faaliyet Gideri/Net Satış	4,2%	4,7%	5,3%	4,4%	Sektör
DUPONT	2024/09	2023	2022	2021	Referans
Aktif / Özkaynak	5,80	4,69	8,47	19,88	
Net Satış/ Aktif	147,0%	138,6%	184,6%	266,6%	
Net Kar / Satış	2,1%	3,5%	1,2%	1,4%	
Özsermaye Karlılığı	17,5%	22,9%	19,5%	74,2%	>17%

Güçlü Finansal Rasyolar

- *Yıllara sari yüksek seyreden özsermaye karlılığı*
- *Düşük seyreden faaliyet giderleri / satışlar rasyosu*
- *Yatırım süreçleri sebebiyle artan borçluluğun gelecek yıllarda EBITDA rakamına olası pozitif etkileri*

**Değerleme****Değerleme Yöntemleri**

*Gelir ve Pazar yaklaşımı değerlendirme yöntemi olarak uygulanmıştır*

*Statik olmayan iş modelleri için İNA daha uygundur*

Şirket'in pay başına değerinin belirlenmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır.

**Gelir Yaklaşımı:** İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

**Pazar Yaklaşımı:** Piyasa Çarpanları Analizi

**İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi.** İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) şirketlerin faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratması muhtemel nakit akımlarının bugüne indirgenmesi temeline dayanan bir değerlendirme yöntemidir. İNA yöntemi birçok varsayıma dayanarak şirketlerin faaliyetlerinin içsel değerini bulmaya odaklanır, uzun vadeli potansiyelini yansıtır ve şirket özelindeki riskleri de belirli bir çerçevede barındırır. Bu yöntemin varsayımlara duyarlı olması bir dezavantaj gibi gözükse de statik olmayan iş modelleri için daha uygundur.

**Piyasa Çarpanları Analizi.** Piyasa çarpanları analizi, borsalarda işlem gören benzer şirketlerin işlem gördükleri güncel fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları finansal tablolarındaki belirli verilerin oranlarını karşılaştırmaya dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Kolay uygulanması ve görece nesnel bir yöntem olması nedeniyle değerlemede en sık kullanılan yöntemlerdendir. Değerlemeye konu şirkete benzer şirketlerin her zaman bulunamaması ve bu şirketlerin yalnızca belirli bir dönemdeki finansal verilerin karşılaştırmaya baz teşkil etmesi dezavantajlarından dolayıdır. Ayrıca güncel piyasa fiyatlamalarına çok duyarlı olduğundan farklı dönemlerde değişen piyasa risk iştahına bağlı olarak değerlemeler oynaklık gösterir. Şirketlerin gelecek beklentilerinin tam olarak piyasa çarpanları ile yakalanması kolay değildir. Ayrıca dinamik iş modellerinin statik bir çarpana indirgenmesi riskleri bünyesinde barındırır.

**Net Aktif Değer Analizi.** Net aktif değer, varlıkların ve yükümlülüklerin yer aldığı bir bilançodaki özkaynaklar toplamıdır. Diğer bir deyişle, varlıkların gerçeğe uygun değerinden yükümlülükler düşülerek hesaplanır. Net aktif değer hesaplamasında varlıkların güncel değeri için SPK yetkili bir kurum tarafından değerlendirme raporlarına ihtiyaç duyulmaktadır. Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve holdinglerin değerlemesinde genelde net aktif değer yaklaşımı kullanıldığı için çalışmamızda bu yaklaşıma yer verilmemiştir.

*EV/EBITDA çarpanı kullanılmıştır*

**Öne çıkan çarpanlar.** Bu değerlendirme yönteminde Şirket'in sektöründe sıkça kullanılan Firma Değeri/EBITDA (EV/EBITDA) çarpanı kullanılmış ve son 12 aylık gerçekleşen (30.09.2023-30.09.2024) EBITDA esas alınarak şirket piyasa çarpanları hesaplanmıştır.

**Firma Değeri/EBITDA (EV/EBITDA)**

**Genel Varsayımlar.** Değerleme çalışmasında, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler, makroekonomik tahminler de dikkate alınmıştır. Bununla birlikte genel varsayımlar aşağıdaki gibi sıralanmıştır;

*Yönetim tarafından belirlenen projeksiyonlar ve varsayımların farklılaşması halinde farklı piyasa değeri ve pay başına değerlere ulaşılabilir*

-Şirketin faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyecek izahnamede yer alan risklerin Şirket'in geçmişinde tekrarlanan türde olmaması nedeniyle projeksiyon döneminde de Şirket'in sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği,

-Şirket yönetimi ve kilit personel kadrosunda faaliyetlere etki edebilecek bir değişikliğin olmayacağı.

İNA yönteminin yapısı gereği söz konusu projeksiyonlar, Şirket'in öngörütleri ile oluşturulması ve birçok varsayımsal parametreye bağlı olması nedeniyle geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonlar ve varsayımların farklılaşması halinde farklı piyasa değeri ve pay başına değerlere ulaşılabilir.

## Değerleme Metodolojileri

### İNA

**Rasyonel ekonomi politikaları  
Türk CDS'lerini geriletmekte**

**İşbu rapor tarihi itibarıyla, FED,  
ECB ve TCMB faiz indirim  
sürecine başlamıştır**

**Enflasyona göre değişen AOSM modellendi.** 2034 vadeli Eurobond'un kapanış fiyatı %6,96 olmasına karşın modelde ilk yıl risksiz getiri %8 alınmış ve yıllara sari %7'ye gerileyeceği varsayılmıştır. 2033 yılında dahi beklenen risksiz getiri cari değer olan %6,96'nın üzerinde tutularak muhafazakar bir tutum sergilenmiştir. Türkiye'nin gri listeden çıkmış olması, kredi derecelendirme kurumlarının ülkenin kredi notunu artırması ve gelecekte artacağı beklentisi FED, ECB ve Türkiye Merkez Bankası'nın faiz indirim sürecine girmesi gelecek yıllarda %8 olan getirinin %7'ye düşürülme sebepleridir. Ayrıca son halka arzlar incelenmiş ve dolar bazlı modellerdeki risksiz getiri yaklaşımlarına paralel bir tutum sergilenerek pazarın içtihadına uyulmaya çalışılmıştır. Şirket'in cari bilançosunda finansal borçluluğu ve BİST Gıda örnekleminin betalarına göre Şirket için 0,69 borçlu beta hesaplanmasına rağmen muhafazakar tarafta kalmak adına beta 1x olarak alınmıştır. Sektörün kaldıracağı betası 0,56x olarak hesaplanmıştır. En iyi uygulamalarda piyasa algısını en doğru biçimde yansıttığını gördüğümüz %5,5 sermaye piyasası risk primi kullanılmıştır. Şirket'in borsada işlem görmeye başlayacak olması nedeniyle FVFM varsayımlarına göre özsermaye maliyetine şirkete özgü riskin göstergesi olan alfa eklenmemelidir. Şirket paylarının borsalarda işlem görmemesi ve alıcının blok tutarda pay alacak olması firmaya özgü riskin oluşmasını beraberinde getirmektedir. Şirket'in kaldıracağı belirlenirken iterasyon yaklaşımı, benzer yurt içi şirketlerin ortalama kaldıraç, 2024/09-2023-2022-2021 mali verileri ve yönetimin kredi-öz kaynak beklentisi dikkate alınmıştır. 9 aylık verilerde Şirket'in yüksek stoklu olması ve sezonsallık gereği son çeyrekte stok azalımı ile borç azalışı dikkate alınmış ve 2024 sonunda kaldıracağı cari verinin altına çekilmiştir. Sonraki yıllarda da karlı projeler devreye girdikçe borçlanma oranının %60'lara kadar gerileyeceği beklenmektedir. Şirket'in iç piyasada cari açığı azaltıcı yatırımları nedeniyle düşük maliyetli ve teşvikli kredi kullanmasına ve bağımsız denetimde döviz bazlı borçlanmanın %7 olmasına karşın projeksiyonda muhafazakar bir tutum sergilenmiş ve borçlanma maliyeti risksiz getirinin 200 baz üstü %10-9 bandında alınmıştır. Kurumlar vergisi modelde beklenene şekilde efektif vergi oranı olarak alınmıştır. Böylece 2024 yılında %10,9 olarak hesaplanan AOSM'nin yıllara sari %9,2'ye gerileyeceği varsayılmıştır. Uç değerde yıllık satış büyümesinin uç değer büyümesi olan %2 olarak alındığı dikkate alınırsa %2 enflasyonlu bir para biriminde %9,2'lik AOSM'nin muhafazakar bir sermaye maliyeti olduğu dikkate değerdir.

### Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması ("AOSM")

\$	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
<b>Veriler</b>										
Risksiz Faiz Oranı	8,0%	7,7%	7,5%	7,3%	7,1%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Kaldıraçsız Beta	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	62,5%	60,0%	60,0%	60,0%
Beklenen Kurumlar Vergisi Oranı	0,3%	0,3%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	1,0%	22,2%	22,2%	22,2%
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
<b>Kaldıraçlı Beta</b>										
<b>Beta</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>
<b>Özsermaye Fiyatlandırma Modeli</b>										
Risksiz Faiz Oranı	8,0%	7,7%	7,5%	7,3%	7,1%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
İşlem Görmüş Aktif Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
<b>Özsermaye Maliyeti</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,2%</b>	<b>13,0%</b>	<b>12,8%</b>	<b>12,6%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>
<b>AOSM</b>										
Özsermaye Maliyeti	13,5%	13,2%	13,0%	12,8%	12,6%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Borç Maliyeti	10,0%	9,7%	9,5%	9,3%	9,1%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	62,5%	60,0%	60,0%	60,0%
Toplam Finansmandaki Özsermaye Oranı	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	37,5%	40,0%	40,0%	40,0%
Kurumlar Vergisi Oranı	0,3%	0,3%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	1,0%	22,2%	22,2%	22,2%
<b>Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,1%</b>	<b>9,9%</b>	<b>9,8%</b>	<b>10,3%</b>	<b>9,2%</b>	<b>9,2%</b>	<b>9,2%</b>

## Net Borç

2024/09'da 143,0 mn \$ net borç

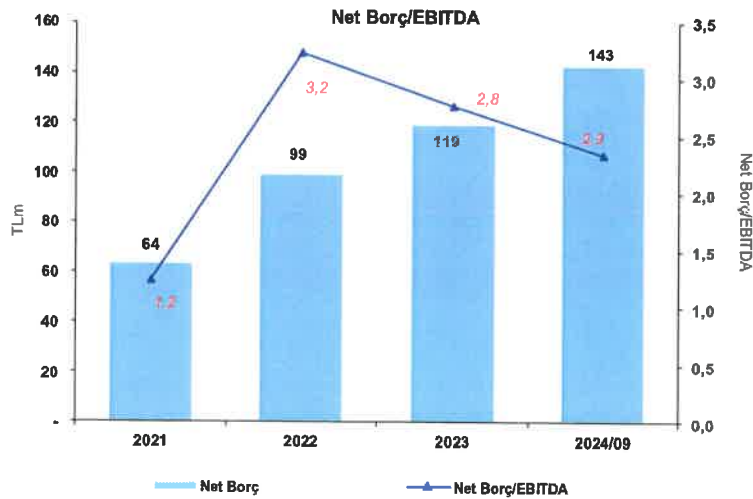
**2,3x Net Borç/EBITDA.** 2021 yılında 63,8 mn \$ olan net borç 2022 yılında 99,4 mn \$'a yükselirken 2023 yılında 119,4 mn \$ olarak kaydedilmiştir. 2024/09'da ise net borç 143,0 mn \$'dır. Yıllara sari net borç genelde işletme sermayesi ve kapasite artışı kaynaklı yükselmiştir. Borçluluğu üretilen EBITDA ile ölçmek daha anlamlı sonuçlar doğurmaktadır. 2021 ve 2022'de Net Borç/EBITDA rasyosu 1,2x ve 3,2x seviyesinde seyredirken 2023 ve 2024/09 dönemlerinde ilgili rasyo 2,8x ve 2,3x seviyesine düşerek düşük borçluluğa işaret etmektedir. Şirket işletme sermayesi için finansmana ihtiyaç duyarken bu finansmanı mevcut karlılığı ile sağlayabilmektedir. Rasyo olarak finansal borçluluğun en yüksek 2022'de gerçekleştiği görülürken sonraki yıllarda Net Borç/EBITDA'nın gerilemesi olumlu karşılanmaktadır. Şirket'in bağımsız denetiminde döviz bazlı kredilerde borçlanma maliyetinin %7 olduğu ve düşük borçlandığı dikkat çekmektedir. 2024 yılının 3. Çeyreğinde borç artışında Şili ve Aktif Karbon yatırımları ile ilgili kullanılan krediler de etkindir. Bu dönemde yaklaşık 12,2 mn dolar bu 2 yatırım için gerçekleştirilmiştir. Şili tesisi için bugüne kadar 2,2 mn dolar yatırım yapılırken Aktif Karbon projesi için yaklaşık 10 mn dolar yatırım gerçekleşmiştir. Cari açığı azaltıcı olması nedeniyle Aktif Karbon yatırımında Şirket 100 mn dolar yatırım teşviki almış ve ucuz kredi kullanabilmiştir.

## Net Borç &amp; Özkaynak &amp; Finansal Kaldıraç

\$m	2021	2022	2023	2024/09
Nakit ve Nakit Benzerleri	15,5	8,7	7,6	4,2
Finansal Yatırımlar	-	-	-	0,8
Kısa Vadeli Borçlanmalar	66,5	101,4	96,2	89,6
Uzun Vad. Borç. Kısa Vad. Kıs.	5,6	3,5	17,1	46,6
Kiralama Yük.*	-	0,1	-	0,6
Uzun Vadeli Finansal Borç	7,3	3,1	13,7	11,3
<b>Net Borç</b>	<b>63,8</b>	<b>99,4</b>	<b>119,4</b>	<b>143,0</b>
<b>Net Borç/EBITDA</b>	<b>1,2</b>	<b>3,2</b>	<b>2,8</b>	<b>2,3</b>
EBITDA**	51,2	30,7	43,1	61,1

\*Uzun ve kısa vadeli diğer alacak, borçları ve kiralama yük. kapsamaktadır.

\*\*2024/09'da EBITDA son 4 çeyrek yıllıklandırılmıştır



## İşletme Sermayesi

**Şirket'in geçmiş verisi, cari veri ve sektör ortalamasına yakın bir işletme sermayesi satış rasyosu belirlenmeye çalışılmıştır**

Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.  
Barbaros Mah. İhtimaliye Cad. No:3 Kat:5 Üsküdar Newwork  
İç Kapı No:188 Ataşehir İstanbul  
Boğaziçi Kurumlar V.D.478 0036 787  
Mersis No:0478003878700011

**Yüksek işletme sermayesi ihtiyacı.** 2024/09'da Şirket genelde yüksek stoklu olduğu ve son çeyrek sezonsallık gereği satışlar arttığı için stok gün süresinin 9 aylıklara göre Balsu Gıda'da gerileyeceği beklenmektedir. Balsu Gıda'da 2021, 2022, 2023 ve 2024 verilerinin ortalama gün süreleri gelecek yıllar için aynı şekilde kullanılmıştır. Gelecek yıllarda enflasyon düştükçe bir emtia olan ve enflasyonla yükselen stok gün süresinin gerilemesi temel bir öngörüdür. Global Trade tarafından geçmiş yıllarda stoklu çalışılmasına karşın yeni dönemde Şirket kontratlı ve siparişe göre çalışma stratejine geçmiştir. Yönetim trade tarafında stok gün süresini bu stratejinin bir sonucu olarak sıfır olarak belirlemesine karşın muhafazakar tarafta kalınarak stok gün süresi en azından 1 aylık süre olan 30 gün olarak alınmıştır. Balsu Şili'de çiftçilerin Türkiye'ye göre vade konusunda daha güçlü olmaları ile benzer alacak vadesi alınmıştır. Şili'de fındığın daha kaliteli ve daha standart bir ürün olarak ortaya çıkması nedeniyle stok gün süresinin Türkiye'ye göre daha düşük olacağı varsayılmıştır. Türkiye'de fındık çok çeşitli ve standart olarak daha benzemez olduğu için birden farklı şekilde kullanılmakta ve bu durumun stok gün süresini kısmen artırdığı ifade edilmiştir. Aktif Karbon projesi ile ilgili Şirket piyasa istihbaratı ve ithalçilerden aldıkları verilere göre gün süresi belirlerken bu tarafta sektörün ortalama gün sürelerinin üzeri bir rakam alınmış ve muhafazakar bir turum sergilenmiştir. Konsolide verilere bakıldığında Şirket'in projeksiyonda işletme sermayesi satış rasyosu ortalama %25,4 alınırken yurtiçi gıda örneklerinde ilgili rasyo ortalama %24'tür. Bu minvalde yurtiçi rasyo Şirket beklentileri için de bir kanıt olarak görülmüştür. 2021 sonunda 52,4 milyon \$ olan işletme sermayesi 2023'te 116 mn dolara yükselmiştir. 2021-2023 arasında nakit döngüsü ortalama 109 gün olurken projeksiyonda nakit döngüsü ortalama 105 gün alınmıştır. 2021, 2022, 2023 ve 2024/09'da sırasıyla %17,3, %27,5, %35,3 ve %27,8 olan işletme sermayesi satış rasyosunun projeksiyonda ortalama %25,4 olacağı öngörülmektedir. Böylece rasyo son 4 dönem ortalaması, cari dönem ve sektör ortalamasına yakın bir seviyede belirlenmiştir.

Balsu Gıda ('000 \$)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030	31.12.2031
Ticari Alacak	17.817	28.819	27.600	28.693	32.610	34.387	36.229	38.136	40.109	42.147	44.251
Stok	55.827	61.796	119.983	104.093	120.307	126.864	133.662	140.701	147.982	155.504	163.266
Ticari Borç	21.238	19.257	35.469	39.710	45.895	48.396	50.989	53.675	56.452	59.322	62.283
İşletme Sermayesi	52.406	71.358	112.114	93.077	107.022	112.854	118.901	125.163	131.639	138.330	145.234
İşletme Sermayesi Değişimi		18.952	40.756	-19.037	13.945	5.833	6.047	6.262	6.476	6.691	6.904
İşletme Sermayesi/Satış	17,3%	27,4%	35,2%	26,9%	27,2%	27,2%	27,2%	27,2%	27,2%	27,2%	27,2%
Satışlar	302.506	260.063	318.232	345.995	393.799	415.258	437.505	460.541	484.367	508.980	534.377
SMM	252.312	224.775	268.803	290.303	335.519	353.807	372.786	392.398	412.703	433.681	455.327
Ticari Alacak Çevrim Süresi	21	40	32	30	30	30	30	30	30	30	30
Stok Çevrim Süresi	81	100	163	131	131	131	131	131	131	131	131
Ticari Borç Çevrim Süresi	31	31	48	50	50	50	50	50	50	50	50

Global Trade ('000 \$)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030	31.12.2031
Ticari Alacak	0	1.576	857	2.167	6.252	6.865	7.413	7.913	8.337	8.755	9.162
Stok	0	3.607	4.281	8.798	2.989	3.282	3.543	3.782	3.984	4.184	4.379
Ticari Borç	0	1.124	1.266	3.356	5.978	6.563	7.088	7.564	7.969	8.368	8.758
İşletme Sermayesi	0	4.058	3.872	7.608	3.263	3.584	3.870	4.131	4.353	4.571	4.784
İşletme Sermayesi Değişimi		4.058	-186	3.736	-4.345	321	286	261	221	218	213
İşletme Sermayesi/Satış		28,5%	39,2%	29,1%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%
Satışlar	0	14.219	9.880	26.127	38.032	41.764	45.095	48.138	50.717	53.257	55.738
SMM	0	13.118	9.591	24.535	36.366	39.927	43.107	46.013	48.478	50.906	53.276
Ticari Alacak Çevrim Süresi	21	40	32	30	30	30	30	30	30	30	30
Stok Çevrim Süresi	81	100	163	131	131	131	131	131	131	131	131
Ticari Borç Çevrim Süresi	31	31	48	50	50	50	50	50	50	50	50

Balsu Ind. Chile ('000 \$)	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030	31.12.2031
Ticari Alacak	2.501	3.475	3.735	4.003	4.275	4.552
Stok	6.910	9.592	10.312	11.050	11.802	12.566
Ticari Borç	3.109	4.316	4.640	4.972	5.311	5.655
İşletme Sermayesi	6.301	8.750	9.407	10.080	10.767	11.463
İşletme Sermayesi Değişimi	6.301	2.449	656	673	687	697
İşletme Sermayesi/Satış	20,7%	20,7%	20,7%	20,7%	20,7%	20,7%
Satışlar	30.429	42.275	45.446	48.698	52.017	55.382
SMM	25.221	35.011	37.637	40.331	43.079	45.866
Ticari Alacak Çevrim Süresi	30	30	30	30	30	30
Stok Çevrim Süresi	100	100	100	100	100	100
Ticari Borç Çevrim Süresi	45	45	45	45	45	45

Aktif Karbon ('000 \$)	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030	31.12.2031
Ticari Alacak	1.346	5.954	10.980	11.888	12.827	13.798	14.062
Stok	613	2.799	3.875	4.123	4.382	4.650	4.766
Ticari Borç	276	1.260	1.744	1.855	1.972	2.092	2.145
İşletme Sermayesi	1.683	7.494	13.111	14.156	15.237	16.356	16.683
İşletme Sermayesi Değişimi	1.683	5.811	5.617	1.045	1.081	1.119	328
İşletme Sermayesi/Satış	27,4%	27,6%	26,2%	26,1%	26,0%	26,0%	26,0%
Satışlar	6.142	27.166	50.094	54.240	58.523	62.955	64.156
SMM	2.236	10.217	14.145	15.049	15.993	16.972	17.397
Ticari Alacak Çevrim Süresi	80	80	80	80	80	80	80
Stok Çevrim Süresi	100	100	100	100	100	100	100
Ticari Borç Çevrim Süresi	45	45	45	45	45	45	45

KONSOLİDE ('000 \$)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030	31.12.2031
Ticari Alacak	17.817	30.395	28.457	30.860	40.208	49.707	58.096	61.673	65.276	68.976	72.027
Stok	55.827	65.402	124.264	112.891	123.908	139.855	150.672	158.918	167.398	176.140	184.977
Ticari Borç	21.238	20.381	36.735	43.066	52.148	59.328	64.136	67.734	71.365	75.093	78.840
İşletme Sermayesi	52.406	75.417	115.986	100.685	111.968	130.233	144.633	152.857	161.309	170.023	178.164
İşletme Sermayesi Değişimi	0	23.010	40.569	-15.301	11.282	18.266	14.399	8.224	8.452	8.714	8.141
İşletme Sermayesi/Satış	17,3%	27,5%	35,3%	27,1%	25,6%	25,3%	25,2%	25,1%	25,1%	25,1%	25,1%
Satışlar	302.506	274.281	328.111	372.122	437.973	514.617	574.970	608.365	642.305	677.209	709.654
SMM	252.312	237.893	278.394	314.838	374.121	429.172	465.029	491.097	517.505	544.637	571.867
Ticari Alacak Çevrim Süresi	21	40	32	30	34	35	37	37	37	37	37
Stok Çevrim Süresi	81	100	163	131	121	119	118	118	118	118	118
Ticari Borç Çevrim Süresi	31	31	48	50	51	50	50	50	50	50	50
Nakit Döngüsü	72	110	146	111	104	104	105	105	105	105	105

## Nakit Akışı

**Değerleme standartlarının izin verdiği ölçüde nakit akımlarının dönem ortasında oluşacağı varsayılırken İNA modeli 701 mn \$ değer tespit etmiştir. 30 Eylül 2024 tarihli nakit akım değeri değerlendirme tarihi olan 2 Ocak 2024'e özsermaye maliyeti ile getirilmiştir.**

**İNA yaklaşımı ile iskonto öncesi pay başı 0,70 \$ değer.** 2024-2031 arası dönemde Şirket yönetimiyle yapılan görüşmeler neticesinde Info Yatırım tarafından hazırlanan nakit akış modeli aşağıda gösterilmektedir. 2031 sonrası nakit akışı %2 uç değer büyümeye oranına yakınsayacak şekilde oluşturulmuştur. 2025 yılında Balsu Gıda tarafında işlenmiş ürünlerde beklenen büyüme, natürel çiğ fındıkta en büyük alıcı talebinin yılın ilk çeyreğine kayması nedeniyle beklenen yükseliş, Global Trade tarafında 2024 yılında Avrupa ve ABD'de yaşanan büyümenin azalarak da olsa sürecek olması, yine Global Trade tarafında asya piyasasına girilecek olması ve yatırımına başlanan ve Balsu Gıda altında gerçekleşecek olan aktif karbon projesi nedeniyle kısmi de olsa gelirler oluşacak olması 2025 büyümesinin temel dinamiklerini oluşturmuştur. 2026 yılında Global Trade biriminin asya kolunda büyümenin sürecek olması, Şili tesisinin devreye girmesi ve aktif karbon projesinin daha da olgunlaşması net satış büyümesinin temel dinamikleridir. Sonraki yıllarda her bir iş kolunda büyümenin ivme kaybetmesi ve uç değer büyüme oranına yakınsayacağı varsayılmıştır. 2021-2023 arasında ortalama %13,7 olan EBITDA marjının projeksiyonda yıllara sari olarak ortalamada %14,9 olması beklenmektedir. Katma değeri yüksek aktif karbon projesinin 2025'te devreye girmesi, daha kaliteli fındık üretilen ve dünyada 3. büyük pazar olma yolunda ilerleyen ve en büyük alıcının teşvikleri ile Türkiye'ye göre yüksek fiyattan fındık satışının gerçekleştiği Şili tesisinin Türkiye'ye göre yüksek kar marjı ve Balsu Gıda tarafında katma değeri yüksek işlenmiş ürünler olan fındık ezmesi, granül fındık ve kavrulmuş iç fındık satışlarının ciro payının artacak olması marj artışındaki temel parametrelerdir. İşletme sermayesi Şirket'in geçmiş verileri ve iş modelinde beklenen aksiyonlara göre modellenmiştir. Cari açığı düşürücü yatırım nedeniyle alınan 100 mn dolarlık yatırım teşvik belgesi kaynaklı 2030 sonuna kadar düşük vergi ödeneceği beklenirken sonraki yıllarda üretici ve ihracatçılara sağlanan vergi teşviki dikkate alınmıştır. Satış büyümesi, EBITDA marjı, yatırım oranı, vergi oranında normalizasyonun tamamlanması ile 2033 yılındaki dip nakit akımı büyümesi %2'ye yakınsamış ve uç değer büyümesi öncesi nakit akım büyümesi uç değer oranına yakınsatılmıştır. Bu nedenlerden dolayı projeksiyon süresi 2033'te tamamlanmış ve normalize yıl sonrası ise %2 uç değer (devam eden değer) büyümesi uygulanırken İNA'da elde edilen değerlerin %57,1'i uç değerden kaynaklanmıştır.

İNA (m\$)-2024-09	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	Normalize	Uç değer
Net Satışlar	303	274	328	372	438	515	575	608	642	677	710	731	746	
Değişim		-9%	20%	13%	18%	17%	12%	5,8%	5,6%	5,4%	4,8%	3%	2,0%	
EBITDA	51	31	43	40	47	70	92	98	105	112	117	120	122	
Değişim		-40%	40%	-8%	17%	49%	32%	7,1%	6,7%	6,6%	4,1%	3,0%	2,0%	
EBITDA Marjı	16,9%	11,2%	13,1%	10,7%	10,7%	13,5%	16,0%	16,2%	16,4%	16,5%	16,4%	16,4%	16,4%	
Esas Faaliyet Karı	51	30	42	38	43	60	82	87	93	99	103	106	108	
Değişim		-41%	40%	-9%	14%	39%	36%	7%	7%	6%	4%	3%	2%	
Vergi				21,9%	0,3%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	1,0%	22,2%	22,2%	22,2%	
Operasyonel Vergiler				(8,3)	(0,1)	(0,5)	(0,7)	(0,8)	(0,9)	(0,9)	(22,8)	(23,5)	(24,0)	
Amortisman	(0,6)	(0,8)	(1,2)	(1,8)	(3,3)	(9,6)	(10,3)	(11,1)	(12,0)	(12,9)	(13,9)	(14,3)	(14,6)	
Net Yatırım Giderleri	(3)	(6)	(13)	(5)	(75)	(7)	(8)	(9)	(9)	(10)	(10)	(11)	(11)	
Yatırım/Satış	1,1%	2,1%	3,9%	1,4%	17,0%	1,3%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,5%	1,5%	1,5%	
Yatırım/Amortisman	5,4	7,5	10,9	3,0	22,5	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	
İşletme Sermayesi Değiş.				15	(11)	(18)	(14)	(8)	(8)	(9)	(8)	(8)	(9)	
Kaldıraçsız Nakit Akımı				26	(39)	44	68	81	86	92	75	78	79	1.120
Değişim							%55,8	%17,8	%7,2	%7,0	-%18,6	%3,0	%2,0	%2,0
AOSM				10,9%	10,6%	10,3%	10,1%	9,9%	9,8%	10,3%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%
İndirgenmiş Nakit Akımı				26	(37)	37	52	56	54	53	39	37	35	469

Firma Değeri	821
Uç Değer Payı	57,1%
Uç Değer Büyüme	2,0%
Uç Değer Çıkış Çarpanı	9,1
Net Borç	143
Piyasa Değeri (30.09.2024)	678
Piyasa Değeri (02.01.2024)	701
Hisse Sayısı (mn)	1.000
Hedef Hisse Fiyatı USD	0,70

## İNA Varsayımları

**Balsu Gıda iş biriminde 2025 yılında dolar bazlı kayda değer büyüme beklenirken sonraki yıllarda büyüme stabildir**

**İlgili iş biriminde 2025 büyümesine yakalamak adına marjların geçmişin altına düşeceği beklenmekte**

**2025 yılı büyümesini desteklemek adına pazarlama giderleri önemli oranda artırıldı**

Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.  
Barbaros Mah. İbrahim Çelebi No:3 Kat:3. My Newwork  
İç Kapı No:180 Kat:3. My Newwork  
Boğaziçi Köprüler V.D.476 0099 747  
Mersis No:0479003678700011

Balsu Gıda, 2025 yılında 2024'ün baz etkisi ile kabuklu fıındıkta tonaj bazlı gerileme beklenirken sonraki yıllarda genel ekonomik büyüme olan %5'in altında büyüme modellenmiştir. Kabuklu fıındık bazı durumlarda işletme sermayesi finansmanı olarak düşük karlı satılabilmekte ve diğer ürünlerin üretimini finanse edebilmektedir. Naturel fıındıkta en büyük alıcı olan müşterinin normalde yılın son çeyreğinde yapacağı alımı 2025 yılının ilk çeyreğine kaydırması nedeniyle 2025 yılında %8 reel büyüme beklenmektedir. Şirket yönetimi ise çiğ fıındıkta 2025 yılında %10,7 reel büyüme beklemekteyken ilgili büyüme kısmen törpülenmiştir. Şirket natürel çiğ fıındıkta yıllık 125 bin tonluk kapasiteye sahip olduğu için projeksiyondaki büyümeler için yeterli kapasite olduğu görülmektedir. Sonraki yıllarda ise ilgili ürünlerdeki reel büyüme genel ekonomik büyüme olan %5'in altındadır. Şirket sektörde önemli oyuncularından biri olan bir müşterisine genelde kavrulmuş fıındık sattığı için natürel fıındık alanındaki projeksiyonda görülen büyüme ilgili müşteriye bu ürünün de satılma potansiyelidir. Şirket geçmişte çiğ fıındık satışına odaklanmışken son 3-4 senede işlenmiş ürün talep eden müşterilere erişmeye başlamıştır. Bu minvalde katma değeri artırmak adına Şirket 2025 yılında işlenmiş ürünler olan fıındık ezmesi, granül fıındık ve kavrulmuş iç fıındıkta yüksek reel büyüme beklenmektedir. Şirket yönetimi ilgili işlenmiş ürünlerde 2025 yılında %70 reel büyüme beklerken ilgili beklenti %53 olarak alınmıştır. Önemli müşteriler bu segmentte büyümenin temel dinamikleri olarak görülürken yönetim 2025 yılı için müşteri hedeflerine göre ilgili büyümeyi belirlemiştir. Sonraki yıllarda işlenmiş ürünlerdeki reel büyümenin ülke genel ekonomik büyüme beklentisi olan %5'e yakınsayacağı varsayılmıştır. Maliyeti olmayan kabuk satışları ise yıllara sari diğer ürünlerin satışlarının fonksiyonu olarak oluşmaktadır. 2025 yılında birim ürün fiyatlarının birim maliyetlerden daha düşük olacağı ve Balsu Gıda iş biriminde brüt kar marjının düşeceği beklenirken sonraki yıllarda birim maliyetler ve birim satış fiyatlarının USD enflasyonunun altında olarak %1 artacağı modellenmiştir. Böylece 2021-2024 arasında ortalama %16,6 brüt kar marjı ile çalışan Balsu Gıda iş biriminin ilgili büyümeleri yakalamak adına brüt kar marjının %14,8'e düşürüleceği bir strateji olarak belirlenmiştir. 2025 yılında miktarsal büyümeleri yakalamak adına pazarlama giderlerinin %25 artacağı ve sonraki yıllarda ise geçmiş yıllardaki ortalama pazarlama gideri satış payının projeksiyonda korunacağı varsayılmıştır. 2023 ve 2024 yıllarında dolar bazlı %15 ve %45 artan genel yönetim giderlerinin 2025 yılında baz etkisi ve artması beklenen kur ve TL giderler nedeniyle %10 gerileyeceği ve sonraki yıllarda genel yönetim giderlerinin Balsu Gıda iş birimi için yıllık USD enflasyonu olan %2 artacağı modellenmiştir. 2024 yılı genel yönetim gideri büyümesinde halka arz kaynaklı tek seferlik giderler de olduğu görülmüştür. Böylece Balsu Gıda iş biriminde 2024 sonunda 346 mn dolar beklenen satışların 2025 yılında 415,2 mn dolara yükseleceği varsayılmaktadır. 2025 yılı büyümesi sonrası büyüme nominal bazlı stabildir. İlgili iş biriminde 2024 sonunda 39,2 mn dolar beklenen EBITDA'nın 2025 sonunda 41,9 mn dolar olacağı öngörülmektedir. Sonraki yıllarda ise EBITDA büyümesi oldukça stabildir.

BALSU GIDA	Balsu Gıda										
	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030	31.12.2031
Toplam Tonaj	41.539.694	45.728.545	43.794.231	45.700.397	49.750.312	51.935.705	54.169.594	56.450.060	58.774.978	61.142.013	63.548.623
Değişim		10%	-4%	4%	9%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Tonaj	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030	31.12.2031
Kabuklu fıındık		74%	-12%	107%	-53%	3%	3%	3%	3%	2%	2%
Natürel veya çiğ iç fıındık		2%	-5%	0%	8%	4%	4%	4%	4%	3%	3%
Fıındık ezmesi		58%	-15%	2%	53%	6%	5%	5%	5%	5%	5%
Granül fıındık		-8%	10%	-19%	53%	6%	5%	5%	5%	5%	5%
Kavrulmuş iç fıındık		-6%	31%	-30%	53%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Kabuk satışı		-24%	-15%	47%	41%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Fiyat	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030	31.12.2031
Kabuklu fıındık		-19%	25%	-6%	10%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Natürel veya çiğ iç fıındık		-22%	29%	4%	4%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Fıındık ezmesi		-23%	32%	12%	3%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Granül fıındık		-18%	25%	18%	3%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Kavrulmuş iç fıındık		-18%	25%	18%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Kabuk satışı		124%	-55%	-25%	69%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Maliyet	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030	31.12.2031
Kabuklu fıındık		-17%	24%	8%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Natürel veya çiğ iç fıındık		-19%	26%	1%	6%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Fıındık ezmesi		-18%	23%	11%	13%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Granül fıındık		124%	-55%	-25%	8%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Kavrulmuş iç fıındık		-14%	18%	7%	12%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
OPEX	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030	31.12.2031
Pazarlama & Satış		13%	0%	-13%	25%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Genel Yönetim Gid.			15%	45%	-10%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Paz. Gid. Ciro Payı	2%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%



Balsu Gıda ('000 USD)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030	31.12.2031
Satışlar	302.506	260.063	318.232	345.995	393.799	415.258	437.505	460.541	484.367	508.980	534.377
Satış Büyümesi		-14%	22%	9%	14%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Brüt Kar	50.194	36.388	49.717	55.693	58.280	61.452	64.739	68.143	71.663	75.299	79.050
Brüt Kar Marjı	16,6%	14,0%	15,6%	16%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%
Faaliyet Gelir & Giderleri	13.370	13.758	14.822	18.263	18.648	19.368	20.116	20.895	21.703	22.543	23.414
Paz.Sat. ve Dağ.	6.474	7.304	7.291	6.318	7.897	8.402	8.931	9.486	10.066	10.673	11.307
Değişim		12,8%	-0,2%	-13,3%	25,0%	6,4%	6,3%	6,2%	6,1%	6,0%	5,9%
Genel Yönetim	6.897	6.454	7.531	11.945	10.751	10.966	11.185	11.409	11.637	11.870	12.107
Değişim		-6,4%	16,7%	58,6%	-10,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBIT	36.823	22.631	34.895	37.430	39.632	42.084	44.623	47.249	49.960	52.757	55.637
EBITDA	37.456	23.406	36.057	39.226	41.964	44.926	47.985	51.201	54.523	57.969	61.539
EBITDA Marjı	12%	9%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	12%

Grafik:1 2028-2024 arası tonaj bazlı %5 büyüme beklenmekte...



Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri, Kabuk Satışları dahil edilmemiştir.

## İNA Varsayımları

**Global Trade grubunda 2025 yılında Asya pazarına girilmesi büyümenin temel dinamiği**

**İlgili iş biriminde 2025 büyümesine yakalamak adına marjların geçmişin altına düşeceği beklenmekte**

**2025 yılı büyümesini desteklemek adına genel yönetim giderleri önemli oranda artırıldı**

**Global Trade.** Global Trade grubu Avrupa, Asya ve ABD satışları için kurulmuş 3 şirketten oluşmaktadır. 2024 yılında ABD ve AB'de sırasıyla %305 ve %100 tonaj bazlı büyüme yaşanmıştır. 2023 yılında ise gerileme gerçekleşmiştir. Emtia yönetimi yapıldığı ve piyasa bilgisine göre bazı dönemler stokta kalınması fiyatların yükseldiği dönemde ise satışa yönelmesi bir strateji olarak belirlendiği için tonaj büyümeleri dalgalı olabilmektedir. 2024 yılındaki yüksek büyüme kaynaklı AB ve ABD'de 2025 yılında daha muhafazakâr bir şekilde %15 reel büyüme beklenmekte. 2026 ve sonrasında ise AB ve ABD pazarında tonaj bazlı yıllık ortalama %4 büyüme hedeflenmektedir. Geçmiş yıllarda AB ve ABD'de belirli bir aşamaya geldikten sonra 2025 yılında firma Asya pazarında büyüme beklenmektedir. Fındık tüm dünyada olduğu gibi Asya pazarında da ilgi çekici bir ürün ve fındık satışları Asya'da son 10 yılda hızlı bir büyüme kaydetti. Asya zenginleştikçe fındığa olan ürün talebi arttı. Belli bir ölçüğe pazar ulaştığı için Şirket, 2025 yılında Asya pazarına giriş yapmayı hedeflemektedir. Asya pazarı cari durumda 25 bin ton büyüklüğünde ve 2025 yılı Şirket hedefi pazarda %3'e karşılık gelmekte ve makul bulunmaktadır. 2027 ve 2028 yıllarında da Asya pazarında yıllık %15 ve %10 büyüme beklenirken sonraki yıllarda projeksiyonda ortalama büyüme yıllık %4 alınmıştır. 2025 yılında AB ve ABD'de birim maliyetlerin birim satış fiyatlarından daha hızlı artacağı ve karlılıkların gerileyeceği beklenirken sonraki yıllarda AB, ABD'de ve Asya pazarlarında birim maliyetler ve birim satış fiyatlarının dolar enflasyonu olan %2'nin altında %1 artacağı varsayılmıştır. Asya pazarında daha çok işlenmiş fındık ürünlerine; AB ve ABD'de ise çiğ fındığa talep olması nedeniyle Asya pazarında birim fiyatlar ve marjın diğer pazarlara göre daha yüksek olması beklenmektedir. 2024 yılında global trade grubunda %6,1 olan brüt kar marjının projeksiyonda ilgili büyümeleri yakalayabilmek adına %4,4'e düşürülmesi genel bir strateji olarak belirlenmiştir. 2025 yılında Asya pazarına girilmesi nedeniyle Global Trade grubunda genel yönetim giderlerinin dolar bazlı %20 artacağı ve sonraki yıllarda dolar enflasyonu olan %2 ile yükseleceği modellenmiştir. Böylece Global Trade grubunda 2024 sonunda 26,1 mn dolar beklenen satışların 2025 yılında 38 mn dolara yükseleceği varsayılmaktadır. 2025 yılı büyümesi sonrası büyüme ivme kaybetmektedir. İlgili iş biriminde 2024 sonunda 595 bin dolar beklenen EBITDA'nın 2025 sonunda pazarda yer kapma amaçlı 471 bin dolara gerileyeceği varsayılmıştır. Bu birimde 2025-2031 arası EBITDA 0,5 mn dolar ve 1,1 mn dolar bandındadır.

GLOBAL TRADE	Global Trade	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030	31.12.2031
	Toplam Tonaj	-	2.050.500	1.356.569	3.454.272	4.836.413	5.251.034	5.609.072	5.925.423	6.180.661	6.425.568	6.657.958
Değişim		100%	-34%	155%	40%	9%	7%	6%	4%	4%	4%	
Tonaj	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030	31.12.2031	
Balsu USA		100%	-65%	305%	15%	5%	5%	4%	4%	4%	4%	
Balsu Europe		100%	-1%	100%	15%	5%	5%	4%	4%	4%	4%	
Balsu Asla		0%	0%	0%	100%	25%	15%	10%	5%	5%	4%	
Fiyat	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030	31.12.2031	
Balsu USA		100%	5%	6%	3%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	
Balsu Europe		100%	5%	2%	3%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	
Balsu Asla		0%	0%	0%	100%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	
Maliyet	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030	31.12.2031	
Balsu USA		100%	7%	4%	5%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	
Balsu Europe		100%	11%	0%	5%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	
Balsu Asla		0%	0%	0%	100%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	
OPEX	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030	31.12.2031	
Genel Yönetim Gid.		100%	4%	39%	20%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	

Global Trade	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030	31.12.2031
Satışlar	14.219	9.880	26.127	38.032	41.764	45.095	48.138	50.717	53.257	55.738
Satış Büyümesi	100%	-31%	164%	46%	10%	8%	7%	5%	5%	5%
Brüt Kar	1.100	289	1.591	1.666	1.837	1.988	2.125	2.239	2.352	2.462
Brüt Kar Marjı	7,7%	2,9%	6,1%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
Faaliyet Gider	690	717	997	1.197	1.221	1.245	1.270	1.296	1.322	1.348
Genel Yönetim	690	716	996	1.195	1.219	1.244	1.269	1.294	1.320	1.346
Değişim	100%	4%	39%	20%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Amortisman	-	0,6	0,9	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
EBİT	411	-428	594	469	616	742	855	943	1.030	1.114
EBİTDA	411	-427	595	471	618	744	856	945	1.032	1.115
EBİTDA Marjı	2,9%	-4,3%	2,3%	1,2%	1,5%	1,7%	1,8%	1,9%	1,9%	2,0%
<b>Satışlar ('000 \$)</b>	<b>14.219</b>	<b>9.880</b>	<b>26.127</b>	<b>38.032</b>	<b>41.764</b>	<b>45.095</b>	<b>48.138</b>	<b>50.717</b>	<b>53.257</b>	<b>55.738</b>
Balsu USA	7.299	2.636	11.305	13.390	14.200	15.016	15.834	16.648	17.453	18.245
Balsu Europe	6.919	7.244	14.822	17.557	18.619	19.689	20.761	21.829	22.885	23.922
Balsu Asia	-	-	-	7.085	8.945	10.389	11.542	12.241	12.919	13.570
<b>Satış Miktarı (kg)</b>	<b>2.050.500</b>	<b>1.356.569</b>	<b>3.454.272</b>	<b>4.836.413</b>	<b>5.251.034</b>	<b>5.609.072</b>	<b>5.925.423</b>	<b>6.180.661</b>	<b>6.425.568</b>	<b>6.657.958</b>
Balsu USA	1.050.000	362.270	1.466.667	1.686.667	1.771.000	1.854.237	1.935.823	2.015.192	2.091.769	2.164.981
Balsu Europe	1.000.500	994.299	1.987.605	2.285.746	2.400.034	2.512.835	2.623.400	2.730.959	2.834.736	2.933.951
Balsu Asia				864.000	1.080.000	1.242.000	1.366.200	1.434.510	1.499.063	1.559.025
<b>Birim Satış Fiyatı (\$/kg)</b>										
Balsu USA	6,95	7,28	7,71	7,94	8,02	8,10	8,18	8,26	8,34	8,43
Balsu Europe	6,92	7,29	7,46	7,68	7,76	7,84	7,91	7,99	8,07	8,15
Balsu Asia	-	-	-	8,20	8,28	8,36	8,45	8,53	8,62	8,70
<b>SMM ('000 \$)</b>	<b>13.118</b>	<b>9.591</b>	<b>24.535</b>	<b>36.366</b>	<b>39.927</b>	<b>43.107</b>	<b>46.013</b>	<b>48.478</b>	<b>50.906</b>	<b>53.276</b>
Balsu USA	6.644	2.442	10.308	12.447	13.200	13.958	14.718	15.475	16.224	16.959
Balsu Europe	6.474	7.149	14.228	17.180	18.219	19.266	20.315	21.359	22.393	23.408
Balsu Asia	-	-	-	6.739	8.508	9.882	10.979	11.644	12.289	12.909
<b>SMM (\$/kg)</b>										
Balsu USA	6,33	6,74	7,03	7,38	7,45	7,53	7,60	7,68	7,76	7,83
Balsu Europe	6,47	7,19	7,16	7,52	7,59	7,67	7,74	7,82	7,90	7,98
Balsu Asia	-	-	-	7,80	7,88	7,96	8,04	8,12	8,20	8,28

## İNA Varsayımları

**Şili için bugüne kadar 2,2 mn dolar yatırım yapılmış olup toplamda 13,4 mn dolar yatırım yapılacaktır**

**Farklı hasat dönemi ile sezonsallık ve verimlilik dalgalanmasının azaltılması hedeflenmektedir**

Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.  
Barbaros Malt. Yatırım A.Ş. Net. İşletim My Network  
İç Kapı No: 33. Akatlar / İstanbul  
Boğaziçi Numaralar V.D. No: 1787  
Mersis No: 047800367870001

**Balsu Şili.** Balsu Gıda, Şili'de firma kuruluşunu tamamlamış ve yaklaşık 2,2 mn dolar yatırım yapmıştır. Toplamda 13,4 mn dolar yatırım yapılması planlanmaktadır. Farklı hasat dönemlerinde sezonsallık ve verimlilik dalgalanmasını azaltmak, dünyanın gelişen ve 3. fındık pazarı olacak Şili'de ön almak ve Şili fındığının yüksek kalitesi ve Türkiye'ye göre daha yüksek marjdan satışından faydalanmak ve son 3 yılda Şili'de fındık ekimi ile sağlanan tecrübenin bir tesise dönüştürülmesi için Şili'de Balsu Gıda'ya benzer bir tesis kurulacak ve tesis 2026 yılında faaliyete geçecektir. Balsu Gıda'daki ürünlerin bir benzeri satılacak olmakla birlikte Şili'de ek olarak kırma hizmetinin de verilmesi planlanmaktadır. Şili tesisi için yönetimin belirlediği 2026 yılı satışları olan kırım hizmeti, natürel çiğ fındık, fındık ezmesi, granül fındık, kavrulmuş iç fındık ve kabuk satışı tonajlarının %20 altı alınmıştır. Aynı şekilde 2027 ve 2028'de Şirket Şili tesisinde önemli bir büyüme beklerken bu yıllardaki büyüme tahminleri de %20 tonaj bazlı aşağı kırılmıştır. Sonraki yıllarda ise Şili tesisinde yıllık ortalama %7 tonaj bazlı büyüme beklenmektedir. Şili'de fındığın daha kaliteli ve standart olması ve Ferrero'nun çok hızlı büyüyen Şili fındık pazarını desteklemesi ve Türkiye fiyatlarının üzerinde fiyat vermesi Şili fındığının daha yüksek fiyattan ve daha karlı satılmasını sağlamaktadır. Birim fiyatlar ve maliyetler projeksiyonda Şili tesisi için artırılmamıştır. Şili tesisi için projeksiyonda pazarlama gideri satış payı ortalama %7 olarak belirlenirken ilgili rasyo Türkiye'de %2'dir. 2026 ve 2027'de Şili için genel yönetim giderlerinin kayda değer artacağı ve sonraki yıllarda dolar enflasyon beklentisi olan %2'nin üzerinde %3 olacağı varsayılmıştır. Projeksiyonda Şili tesisinin brüt kar marjı %17 ile Türkiye'deki beklentilerin hafif üzerinde; ancak Balsu Gıdanın geçmiş ortalama marjının altında bir oran belirlenmiştir. Şili'de fındığın daha kaliteli olması ve fındık fiyatlarının Türkiye'nin üzerine olması daha yüksek kar marjı hedefinin temelidir. Böylece Şili tesisinde 2026 sonunda 30,4 mn dolar beklenen satışların 2027 yılında 42,3 mn dolara yükseleceği varsayılmaktadır. Sonraki yıllarda büyüme ivme kaybetmemektedir. İlgili iş biriminde 2026 sonunda 2,9 mn dolar beklenen EBITDA'nın 2027 sonunda 3,5 mn dolara yükseleceği varsayılmıştır. Bu birimde 2026-2031 arası EBITDA 2,9 mn dolar ve 4,4 mn dolar bandındadır.

BALSU ŞİLİ	Balsu Şili						
	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030	31.12.2031	
<b>Toplam Tonaj</b>	<b>3.600.000</b>	<b>4.990.400</b>	<b>5.364.680</b>	<b>5.748.624</b>	<b>6.140.323</b>	<b>6.537.643</b>	
<b>Değişim</b>	<b>100%</b>	<b>39%</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>6%</b>	
<b>Tonaj</b>	<b>31.12.2026</b>	<b>31.12.2027</b>	<b>31.12.2028</b>	<b>31.12.2029</b>	<b>31.12.2030</b>	<b>31.12.2031</b>	
Kırım Hizmeti	100%	55,30%	7,50%	7,16%	6,81%	6,47%	
Natürel veya çiğ iç fındık	100%	47,40%	7,50%	7,16%	6,81%	6,47%	
Fındık ezmesi	100%	31,60%	7,50%	7,16%	6,81%	6,47%	
Granül fındık	100%	47,40%	7,50%	7,16%	6,81%	6,47%	
Kavurulmuş iç fındık	100%	31,60%	7,50%	7,16%	6,81%	6,47%	
Kabuk satışı	100%	38,62%	7,50%	7,16%	6,81%	6,47%	
<b>Fiyat</b>	<b>31.12.2026</b>	<b>31.12.2027</b>	<b>31.12.2028</b>	<b>31.12.2029</b>	<b>31.12.2030</b>	<b>31.12.2031</b>	
Kırım Hizmeti	100%	0%	0%	0%	0%	0%	
Natürel veya çiğ iç fındık	100%	0%	0%	0%	0%	0%	
Fındık ezmesi	100%	0%	0%	0%	0%	0%	
Granül fındık	100%	0%	0%	0%	0%	0%	
Kavurulmuş iç fındık	100%	0%	0%	0%	0%	0%	
Kabuk satışı	100%	0%	0%	0%	0%	0%	
<b>Maliyet</b>	<b>31.12.2026</b>	<b>31.12.2027</b>	<b>31.12.2028</b>	<b>31.12.2029</b>	<b>31.12.2030</b>	<b>31.12.2031</b>	
Kırım Hizmeti	100%	0%	0%	0%	0%	0%	
Natürel veya çiğ iç fındık	100%	0%	0%	0%	0%	0%	
Fındık ezmesi	100%	0%	0%	0%	0%	0%	
Granül fındık	100%	0%	0%	0%	0%	0%	
Kavurulmuş iç fındık	100%	0%	0%	0%	0%	0%	
Kabuk satışı	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
<b>OPEX</b>	<b>31.12.2026</b>	<b>31.12.2027</b>	<b>31.12.2028</b>	<b>31.12.2029</b>	<b>31.12.2030</b>	<b>31.12.2031</b>	
Pazarlama & Satış	100%	101%	10%	10%	10%	10%	
Genel Yönetim Gid.	100%	6%	3%	3%	3%	3%	
Paz JCiro	4%	6%	7%	7%	7%	7%	



## İNA Varsayımları

**Aktif karbon için bugüne kadar 10 mn dolar yatırım yapılmış olup toplamda 56,1 mn dolar yatırım yapılacaktır**

**Genel olarak ürün su filtrelerinde, meşrubat ve sigara filtrelerinde, havalandırma filtrelerinde, savunma sanayinde üniformalarda, siyahlar radarda gözükmemesi için boya içeriklerinde, siyah diş macunları ve siyah sabunlarda, tıraş bıçakları ve tıraş köpüklerinde ilaç ve kozmetik sanayinde kullanılmaktadır.**

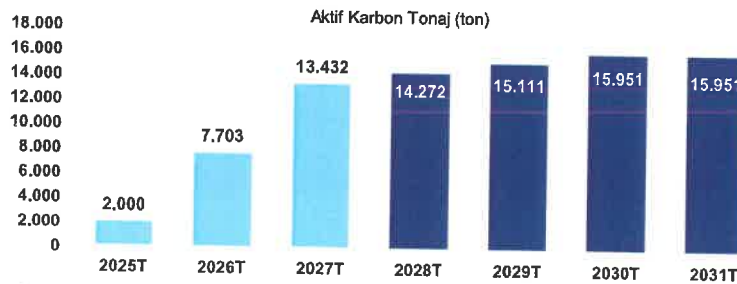
**2027 yılında aktif karbondan 39,6 mn dolar EBITDA beklenmekte**

**Aktif karbon projesi.** Şirket, Balsu Gıda'nın bir departmanı olarak aktif karbon projesini hayata geçirecek olup ilgili proje için toplam yatırım tutarı 56,1 mn dolardır. Bugüne kadar Şirket, proje için yaklaşık 10 mn dolarlık yatırım yapmıştır. Projenin faz 2025 yılı itibarıyla hayata geçmesi planlanmaktadır. Temel olarak fındık kabuğundan kimyasal bir ürün olan aktif karbon üretilecektir. Yaklaşık 10 kg'lık fındık kabuğundan 2 kg'lık aktif karbon üretilecek olup fındık kabuğu Balsu Gıda'dan temin edilecektir. Türkiye aktif karbonu cari durumda ithal etmekte olup piyasada aktif karbon Hindistan ceviz kabuğundan üretilirken Balsu Gıda, fındık kabuğundan bir üretim gerçekleştirecektir. Tesis yatırımı Sakarya'da mevcut tesisin yanına planlanmaktadır. Kamuda belediyeler ve su arıtma tesisleri, maden firmaları atık filtreleme alanlarında ve birçok alanda ürünü kullanmakta olup Kamu bu yatırımı desteklemektedir. Ürünün belli bir kısmının Avrupa'ya ihracatı planlanırken çevresel faktörlerden dolayı ürünün Avrupa'da üretimi sıkıntılı görülmektedir. Yurt içi fiyatın yurt dışı fiyatın altında olması beklenmektedir. Bu durumun temel sebebi yurt dışında aktif karbonu kullanan alanların daha katma değeri olması ve lojistik maliyetlerinin yüksek olacağı varsayımdır. Fiyat tahminleri ithal ürünlerdeki fiyat araştırmasına göre belirlenirken birim maliyetler üretim reçetesine göre öngörülmüştür: 100 birimlik kabuk işlenerek 20 birim aktif karbona dönüşürken kalan kısımdan 60-65 birim enerji üretilmesi planlanmakta olup üretilen enerjinin 60 dolar seviyesinden satılması hedeflenmektedir. Aktif karbonun kimyasal bir ürün olması sebebiyle raf ömrü oldukça uzun olmasına karşın %1 iade modele entegre edilmiştir. Piyasada hindistan cevizinden üretilen aktif karbondan brüt kar marjı %35-40 seviyesinde iken, Şirket fındığa bağlı olan aktif karbon yatırımından (Hendex) çok daha yüksek marj beklemektedir. Bu beklentinin başlıca nedenlerinden biri, fındık kabuğunun Şirket bünyesinde üretilmesi sebebiyle hammadde maliyetinin Şirket için oldukça düşük olmasıdır. Ayrıca, Şirket'in aktif karbon tesisinin Sakarya'daki mevcut tesisinin yanında yer alacak olması, navlun maliyetlerini emsallerine kıyasla daha düşük seviyelerde tutabilecektir. Almanya'daki aktif karbon tesisleri ya da Sri Lanka'daki tesisler hammaddeyi Hindistan'dan ithal ederek önemli bir lojistik maliyete katlanmaktadır. Şirket, yönetim beklentileri doğrultusunda 2025 yılında %50 kapasite kullanım oranı beklerken projeksiyonda bu oranın %95'e kadar çıkacağını öngörmektedir. İna modelinde ise tesisin 2025 yılında %42,6 KKO ile çalışacağı ve projeksiyonda yıllara sari artarak en fazla %69 KKO'ya ulaşılacağı varsayılarak muhafazakar bir tutum sergilenmiştir. 2025 yılında tüm ürünün iç piyasaya satışı varsayılırken 2026 yılında %30 ve sonraki yıllarda %40 ihracat öngörülmektedir. Birim fiyatlar ve birim maliyetlerin projeksiyonda USD enflasyonu olan %2 ile artacağı varsayılmıştır. 2025-2030 arasında aktif karbon büyümesini desteklemek adına pazarlama ve genel yönetim giderlerinde önemli bir artış modellenmiştir. Böylece aktif karbon tesisinde 2025 sonunda 6,1 mn dolar beklenen satışların 2026 yılında 27,1 mn dolara yükseleceği varsayılmaktadır. 2027 yılında ise net satışların 50,1 mn dolara yükselmesi hedeflenmektedir. Sonraki yıllarda büyüme ivme kaybetmektedir. İlgili iş biriminde 2025 sonunda 4,2 mn dolar beklenen EBITDA'nın 2026 sonunda 21,2 mn dolara yükseleceği varsayılmıştır.

Aktif Karbon	Aktif Karbon (Hendex)	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030	31.12.2031
	Toplam Tona	7.703.000	13.432.000	14.272.000	15.111.000	15.951.000	15.951.000
Değişim	285%	74%	6%	6%	6%	0%	
Tona	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030	31.12.2031	
Yurtiçi Satış	5.394.735	8.059.200	8.563.200	9.066.600	9.570.600	9.570.600	
Yurtdışı Satış	2.308.265	5.372.800	5.708.800	6.044.400	6.380.400	6.380.400	
Fiyat	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030	31.12.2031	
Yurtiçi Satış	2%	2%	2%	2%	2%	2%	
Yurtdışı Satış	100%	2%	2%	2%	2%	2%	
Maliyet	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030	31.12.2031	
Karbon	2%	2%	2%	2%	2%	2%	
OPEX	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030	31.12.2031	
Pazarlama & Satış	92%	92%	39%	35%	15%	9%	
Genel Yönetim Gid.	33%	34%	4%	4%	25%	4%	
Paz JCiro	2%	2%	3%	3%	4%	4%	

Aktif Karbon ('000 USD)	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030	31.12.2031
Satışlar	6.142	27.166	50.094	54.240	58.523	62.955	64.156
<i>Değişim</i>		342%	84%	8%	8%	8%	2%
Brüt Kar	3.905	16.949	35.950	39.191	42.531	45.983	46.759
<b>Brüt Kar Marjı</b>	<b>64%</b>	<b>62%</b>	<b>72%</b>	<b>72%</b>	<b>73%</b>	<b>73%</b>	<b>73%</b>
Faaliyet Gideri	658	1.050	1.733	2.184	2.746	3.220	3.476
Pazarlama, Satış ve Dağıtım	294	566	1.086	1.512	2.047	2.349	2.570
<i>Değişim</i>		92,4%	92,0%	39,2%	35,4%	14,8%	9,4%
Genel Yönetim	364	484	646	672	699	871	906
<i>Değişim</i>		33,0%	33,6%	4,0%	4,0%	24,6%	4,0%
Amortisman	990	5.321	5.437	5.611	5.800	5.997	6.203
EBIT	3.247	15.899	34.217	37.007	39.784	42.763	43.282
<b>EBITDA</b>	<b>4.237</b>	<b>21.220</b>	<b>39.653</b>	<b>42.618</b>	<b>45.584</b>	<b>48.760</b>	<b>49.486</b>
<b>EBITDA Marjı</b>	<b>69%</b>	<b>78%</b>	<b>79%</b>	<b>79%</b>	<b>78%</b>	<b>77%</b>	<b>77%</b>
AC Üretim Kapasite [ton]	4.792	15.000	23.000	23.000	23.000	23.000	23.000
Aktif Karbon Üretimi [ton]	2.000	7.703	13.432	14.272	15.111	15.951	15.951
Kapasite Kullanım oranı	42,6%	51,4%	58,4%	62,1%	65,7%	69,4%	69,4%
İç piyasa [ton]	2.000	5.395	8.059	8.563	9.067	9.571	9.571
İhracat [ton]	0	2.308	5.373	5.709	6.044	6.380	6.380
İhracat oranı %	0,0%	30,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%
İç piyasa fiyatı [\$/kg]	2,92	2,98	3,04	3,10	3,16	3,22	3,29
İhracat fiyatı [\$/kg]	0,00	4,32	4,41	4,49	4,58	4,68	4,77
elektrik üretimi (1 ton aktif karbon = 3MW)	6.000	23.109	40.296	42.816	45.333	47.853	47.853
elektrik fiyatı [\$/MW]	60	60	60	60	60	60	60
Elektrik gelirleri [\$]	360.000	1.386.540	2.417.760	2.568.960	2.719.980	2.871.180	2.871.180

Grafik:1 2025-2031 arası tonaj bazlı %41 büyüme beklenmekte...



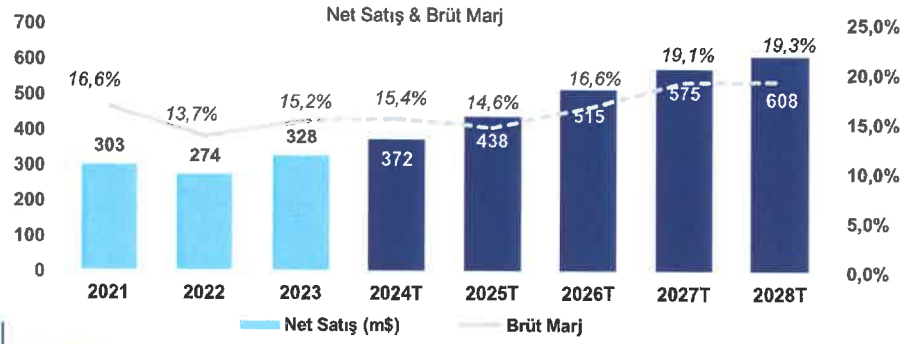
Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri

## İNA Varsayımları

## Gelirlerin önemli bir kısmı ihracat kaynaklı

**Yüksek ihracat dikkat çekmekte.** 2023 yılında 328 mn dolar gerile ulaşan Şirket 2024 yılında 372 mn dolar gelir beklemektedir. 2025 yılında Balsu Gıda'da işlenmiş ürünlere beklenen büyüme, natürel fındık talebinin geçen senenin son çeyreğinden bu senenin ilk çeyreğine kayması, aktif karbon tesisinin kısmi devrede olması ve Asya'da ticaretin başlaması ile net satışların dolar bazlı %18 artması beklenmektedir. 2026 yılında ise Şili ve aktif karbon kaynaklı net satışlarda %17 artış modellenirken sonraki yıllarda satış büyümesinde ivme kaybı beklenmekte ve uç değer büyüme oranına yakınsaması varsayılmaktadır. Projeksiyonda geçmiş yıllar brüt kar marjından çok uzaklaşmamakta; katma değeri yüksek Şili ve aktif karbon yatırımları ile kısmi bir artış beklenmektedir. Şirket'in 2021, 2022, 2023 ve 2024/09'da gelirlerde ihracat oranı sırasıyla %69,8, %63,2, %54,4 ve %46,6 olarak gerçekleşmiştir. 2023 ve 2024'te ihracat oranındaki düşüş doların stabil hareket etmesine karşın TL giderlerde yüksek enflasyon yaşanması nedeniyle Türk ihracatçısının rekabet gücünde gerçekleşen aşınmadır.

**Grafik:1 2025'te işlenmiş ürünlere yükseliş, fındıkta talebin yılın ilk çeyreğine sarkması, karbon tesisinin kısmi devrede olması, Asya'da ticaretin başlaması satış büyümesinin temel değişkenleri olurken 2026'da Şili ve aktif karbon temel parametreler..**



Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri

**Grafik:4 İhracat oranının artması kar marjını yükseltirken işletme sermayesini azaltmıştır...**



Kaynak: Şirket



## İNA Varsayımları

**2024-2028 arasındaki büyümeleri desteklemek adına modelde yaklaşık 104 mn dolarlık yatırım bütçelenmiştir**

**Yatırım & vergi oranı.** 2021, 2022 ve 2023'te Şirket sırasıyla 3,5 mn \$, 5,8 mn \$ ve 12,7 mn \$ yatırım harcaması gerçekleştirmiştir. 2021 ve 2022 yatırımları idame yatırımları olarak görülürken 2023 yılında üretim verimi ve kapasitesinin artırmak için Sakarya ve Ordu tesislerinde fabrika binasında 9,1 mn dolar yatırım gerçekleşmiştir. 2025 yılında Şili tesisi ve aktif karbon tesisi için sırasıyla 13,4 mn dolar ve 56,1 mn dolar yatırım bütçelenmiştir. Bugüne kadar 2 tesis için yaklaşık 12,2 mn dolar yatırım yapılmıştır. 2 tesis dışında Global Trade ve Balsu Gıda için yıllık idame yatırımları modellenmiştir. İdame yatırımlarının modelde satışların ortalamada %1,4'ü olacağı varsayılmıştır. Şirket yurtiçinde üretim yapması, ihracat gerçekleştirmesi ve kapasite artışı nedeniyle yatırım teşviklerine sahiptir. Cari açığı azaltan ve devlet tarafından desteklenen aktif karbon yatırımı için ödenecek vergiden düşülecek yaklaşık 100 mn dolarlık teşvik nedeniyle Şirket'in 2031'e kadar önemli bir vergi ödemesi bulunmamaktadır. Sonrasında ise efektif vergi oranının konsolide de %22,3 olması beklenmektedir. Şili tesisi için vergi oranı %27 olarak belirlenmiştir.

('000 USD)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030	31.12.2031
Amortisman	633	776	1.162	1.797	3.324	9.579	10.264	11.089	11.958	12.875	13.851
Balsu Gıda	633	776	1.161	1.796	2.332	2.842	3.362	3.952	4.562	5.212	5.902
Global Trade	-	-	0,62	0,86	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72
Balsu Ind. Chile	-	-	-	-	-	1.414	1.464	1.524	1.594	1.664	1.744
Aktif Karbon	-	-	-	-	990	5.321	5.437	5.611	5.800	5.997	6.203

('000 USD)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030	31.12.2031
Yatırımlar	3.429	5.794	12.712	5.364	74.661	6.910	8.298	8.736	9.222	9.812	10.306
Balsu Gıda	3.429	5.794	12.712	5.364	5.100	5.200	5.900	6.100	6.500	6.900	7.200
Global Trade	-	-	-	-	50	50	50	50	50	50	50
Balsu Ind. Chile	-	-	-	-	13.400	500	600	700	700	800	900
Aktif Karbon	-	-	-	-	56.111	1.160	1.748	1.886	1.972	2.062	2.156

**Grafik:3 2025 yılında yatırımı başlamış Şili ve Hendex tesisleri için 75 mn dolar yatırım planlanırken sonraki yıllarda idame yatırımı öngörülmüştür..**



Kaynak: Şirket & Info Tahminleri

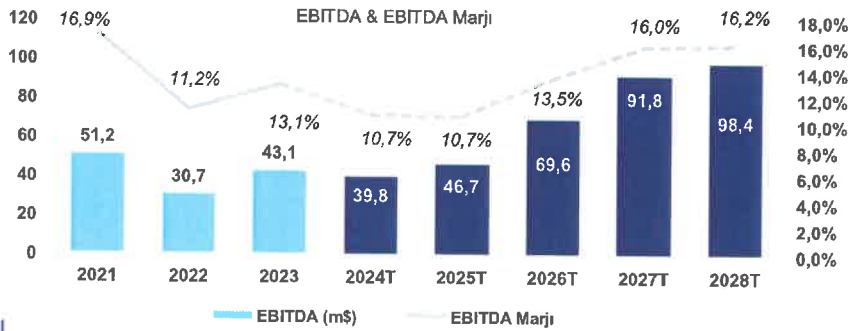
## İNA Varsayımları

2025-2027 döneminde EBITDA'da güçlü büyüme beklenmekte

**EBITDA gelişimi.** 2021, 2022, 2023 ve 2024/09'da Şirket sırasıyla 51,2 mn \$, 30,7 mn \$, 43,1 mn \$ ve 32,9 mn \$ EBITDA üretmiştir. 2024/09'da son 4 çeyrekte üretilen EBITDA ise 61,1 mn \$'dır. 2024 sonunda en büyük müşteri olan Ferrero'nun 2024'ün son çeyreğinde alacağı ürünü 2025 yılının ilk çeyreğine kaydırması nedeniyle EBITDA'nın 2023'e göre %8 gerilemesi öngörülmektedir. EBITDA'nın 2025 yılında ilgili talep kaymasının etkisiyle %17 artması öngörülmürken 2026 ve 2027 yıllarında Şili ve Aktif Karbon yatırımı kaynaklı EBITDA büyümesi öngörülmektedir. Sonraki yıllarda EBITDA büyümesinin normalize olacağı ve uç değer büyüme oranına yakınsayacağı varsayılmıştır. 2021, 2022, 2023 ve 2024/09-Son 4Ç'de sırasıyla %16,9, %11,2, %13,1 ve %14,0 olan EBITDA marjının projeksiyonda katma değeri yüksek Şili ve Aktif Karbon yatırımları ile ortalamada %14,9 olacağı varsayılmıştır. 2023 sonunda toplam gelirin %97'si Balsu Gıda'dan %3'ü Global Trade grubundan sağlanırken 2028 sonunda toplam gelirin %75,7'si Balsu Gıda, %8,9'u aktif karbon, %7,5'i Balsu Şili ve %7,9'u Global Trade grubundan oluşması hedeflenmektedir.

'000 USD	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030	31.12.2031
Satışlar	302.506	274.281	328.111	372.122	437.973	514.617	574.970	608.365	642.305	677.209	709.654
SMM	252.312	236.793	278.105	314.838	374.121	429.172	465.029	491.097	517.505	544.637	571.867
Brüt Kar	50.194	37.489	50.006	57.284	63.851	85.445	109.941	117.268	124.801	132.572	137.787
Brüt Kar Marjı	16,6%	13,7%	15,2%	15,4%	14,6%	16,6%	19,1%	19,3%	19,4%	19,6%	19,4%
Faaliyet Gideri	13.370	14.448	15.539	19.260	20.503	25.388	28.355	29.958	31.731	33.479	35.077
Faaliyet Karı	36.823	23.041	34.467	38.024	43.349	60.056	81.585	87.310	93.070	99.093	102.710
Faaliyet Kar Marjı	12,2%	8,4%	10,5%	10,2%	9,9%	11,7%	14,2%	14,4%	14,5%	14,6%	14,5%
Esas Faaliyetlerden Diğ. Gelir, Net	13.718	6.903	7.456	0	0	0	0	0	0	0	0
Amortisman	633	776	1.162	1.797	3.324	9.579	10.264	11.089	11.958	12.875	13.851
<b>EBITDA</b>	<b>51.174</b>	<b>30.720</b>	<b>43.085</b>	<b>39.821</b>	<b>46.673</b>	<b>69.635</b>	<b>91.850</b>	<b>98.400</b>	<b>105.028</b>	<b>111.968</b>	<b>116.561</b>
EBITDA Marjı	16,9%	11,2%	13,1%	10,7%	10,7%	13,5%	16,0%	16,2%	16,4%	16,5%	16,4%

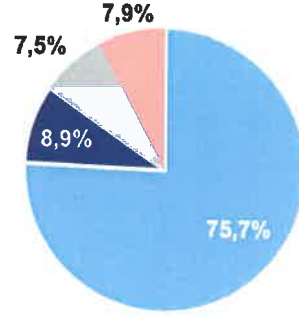
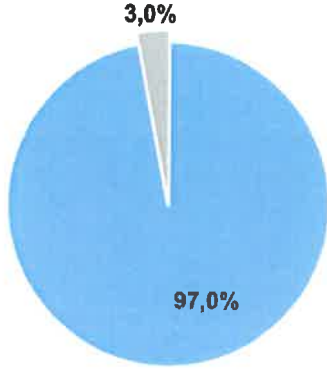
**Grafik:2** 2026 ve 2027 yıllarındaki büyüme Şili ve Aktif Karbon yatırımı kaynaklı yaşanırken EBITDA marjında beklenen artış bu 2 yatırımın katma değeri ve Balsu Gıda'da işlenmiş ürünlere daha fazla odaklanma kaynaklıdır...



Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri

Grafik 5: Gelir Kırılımı (2023)

(2028T)

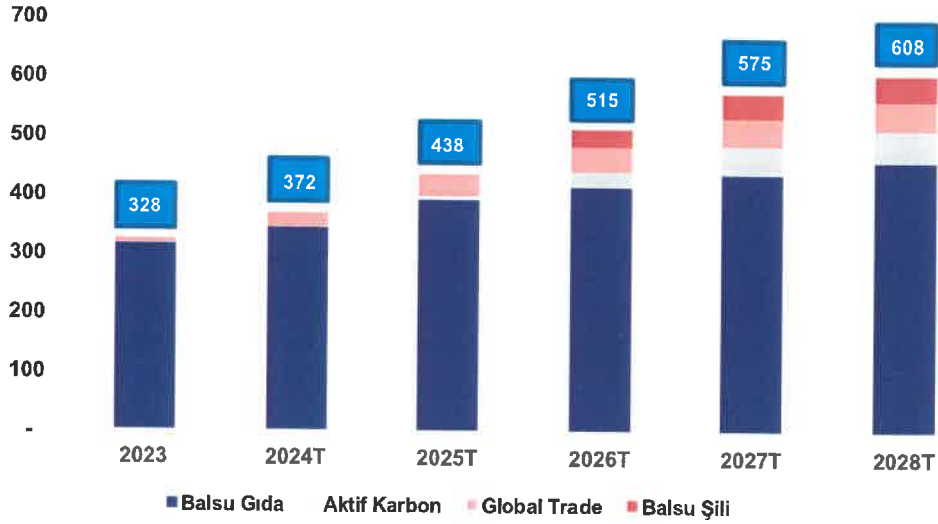


■ Balsu Gıda ■ Aktif Karbon ■ Balsu Şili ■ Global Trade

■ Balsu Gıda ■ Aktif Karbon ■ Balsu Şili ■ Global Trade

Kaynak: Şirket, Info Yatırım

Gelir Kırılımı (m\$)



■ Balsu Gıda ■ Aktif Karbon ■ Global Trade ■ Balsu Şili

## Piyasa Çarpanları Uluslararası Çarpanlar

**Yurt dışı benzer şirket çarpanları  
623 mn USD piyasa değerine  
işaret etmekte**

**21 uluslararası firma örnekleme kullanılmıştır.** Yurtdışı örnekleme belirlenirken doğrudan fındık üreticisi veya fındık ticareti yapan şirketler belirlenmeye çalışılmış ancak tespit edilen şirket sayısı oldukça az sayıda olduğundan örnekleme doğru bir şekilde çeşitlendirmek adına ağırlıklı olarak çikolata ve şekerleme gibi üretimlerinde fındık ve fındık bazlı ürünler kullanan gıda üreticileri de örnekleme dahil edilmiştir. Çarpanların hesaplanmasında kullanılan piyasa değerleri 02.01.2025 tarihlidir. Aşağıdaki tablolarda yurtdışı şirketlere yönelik finansal veriler, çarpan değerleri ve faaliyet alanlarına yönelik özet bilgiler yer almaktadır. Uç değerlemeleri elimine etmek ve muhafazakar tarafta kalmak adına yurtdışı şirketlerin EV/EBITDA ve F/K çarpanlarında 30x'in üstü ve 5x'in altı, EV/Satış ve PD/DD çarpanlarında 5x'in üstü örnekleme dahil edilmemiştir. Değerlemede EV/EBITDA çarpanı kullanılmıştır. PD/DD ve EV/Net Satış rasyoları faaliyet karlılığı hakkında doğrudan bir sonuç vermemeleri nedeniyle; TMS-29 uygulayan şirketlerde net dönem karı, nominal bir kar değil, enflasyona göre göreceli bir kar seviyesini ifade etmekte olduğundan F/K çarpan hesaplamasında dikkate alınmamıştır. Yurt dışı şirket çarpanları dolar bazlı olduğu için, değer hesaplamasında para birimi uyumluluğunu sağlamak amacıyla Balsu'nun finansalları, ilgili tarihlerdeki dolar/TL kurundan çevrilmiştir. TMS-29 uygulanan finansal tablolar cari satın alma gücüne göre düzeltilmiş olduğundan, finansallar 30.09.2024 kapanış kurundan dolara çevrilmiş, nihai olarak hesaplanan piyasa değeri ise değerlendirme tarihindeki kapanış kurundan Türk Lirasına çevrilmiştir.

### Yurtdışı Piyasa Çarpanları Analizinde Kullanılan Örnekleme Şirketler

Şirket	Ülke	Açıklama
Mondelez International Inc-A	ABD	Oreo, Milka, Toblerone gibi ikonik çikolata ve atıştırmalık markalarıyla bilinmektedir. Ürün gamında fındık kullanılan çeşitler yer almaktadır.
Tootsie Roll Inc	ABD	Şekerleme ve çikolata ürünleri üretmektedir.
Rocky Mountain Choc Fact Inc	ABD	Çikolata, trüf ve şekerleme ürünleri üretip perakende zincirlerine dağıtım yapmaktadır.
Hershey Co/The	ABD	Dünyaca ünlü çikolata ve şekerleme markalarıyla ünlüdür; fındığı bazı popüler ürünlerinde girdi olarak kullanmaktadır.
Post Holdings Inc	ABD	Kahvaltılık gevrekler ve çeşitli hazır gıdaların üretimini gerçekleştirmektedir.
Kellanova	ABD	Kahvaltılık gevrekler ve çeşitli atıştırmalıklar üretmektedir.
J & J Snack Foods Corp	ABD	Pretzel, dondurma tatlı ve diğer çeşitli atıştırmalık ürünleri üretmekte, fındık bazlı ürünler Şirketin portföyünde yer almaktadır.
General Mills Inc	ABD	Dondurma ve kahvaltılık gevrek üreticisidir, bazı ürünlerinde fındık bulunmaktadır.
John B. Sanfilippo & Son Inc	ABD	Kuruyemiş, işlenmiş fındık ve badem tedarikçisidir. Fındık işleme ve satış konusunda uzmanlaşmış bir şirket.
Mccormick & Co-Non Vtg Shrs	ABD	Baharat ve gıda aromaları üretiminde lider firmalardandır.
Conagra Brands Inc	ABD	Ağırlıklı olarak donmuş gıdalar, çeşitli soslar ve atıştırmalıklardan oluşan bir ürün portföyü bulunmaktadır.
Lancaster Colony Corp	ABD	Fırınlanmış gıdalar, ekmek ve tatlı gibi paketli gıda ürünleri üretmektedir.
Flowers Foods Inc	ABD	Fırınlanmış çeşitli gıda ürünleri üretmektedir.
B&G Foods Inc	ABD	Konserve gıdalar, baharat ve sos gibi gıda ürünleri üretip satmaktadır.
Treehouse Foods Inc	ABD	Özel markalı hazır yemek, atıştırmalıklar ve içecek üreticisidir.
Archer-Daniels-Midland Co	ABD	Tarımsal ürünleri işleyerek, yağ un ve yem gibi temel gıda bileşenleri üretimini yapmaktadır.
Barry Callebaut Ag-Reg	İsviçre	Çikolata, kakao ürünleri ve bu ürünlerle ilgili bileşenlerin üretimini yapan bir gıda tedarikçisidir.
Nissin Foods Holdings Co Ltd	Japonya	Hazır erişte, hazır çorbalar ve diğer çeşitli hazır gıda ürünleri üreticisidir.
Wilmar International Ltd	Singapur	Bitkisel yağlar, şeker, un ve margarin gibi temel gıda ürünleri ile katkı maddeleri ve işlenmiş gıda hammaddeleri tedarikçisidir.
Savola	Suudi Arabistan	Bitkisel yağlar, şeker ve diğer temel tüketim ürünlerinin üretimini ve dağıtımını yapmaktadır.
Kerry Group Plc-A	İrlanda	Gıda ve içecek sektörüne yönelik aromalar, katkı maddeleri ve hazır ürünleri üretmektedir.

Ulusal/arası Benzer Şirketler Piyasa Çarpımları				2 Ocak	Son 12 Ay				Net Satış Artışı	EBITDA Artışı	EBITDA Marjı	Son 12 Ay	Carı	
Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke	PD (Milyon\$)	EV/EBITDA	EV/Satışlar	F/K	PD/DD	EV/EBITDA2 4T	Son Üç yıl YBBO (%)	Son Üç Yıl YBBO (%)	Son 12 Ay	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
Amerika Kıtası Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler	Mondelez International Inc-A	MDLZ US Equity	Amerika	79.563	15,3	3,3	19,1	2,9	MD	10,7%	4,6%	21,2%	2,6	0,7
	Tootsie Roll Inds	TR US Equity	Amerika	2.330	18,8	2,8	24,9	2,7	MD	17,8%	-0,5%	15,1%	(1,4)	(0,2)
	Rocky Mountain Choc Fact Inc	RMCF US Equity	Amerika	20	MD	0,5	MD	1,9	MD	6,9%	MD	-9,3%	MD	0,0
	Hershey Co/The	HSY US Equity	Amerika	34.155	14,9	4,0	18,3	8,1	MD	11,1%	6,3%	27,1%	1,7	1,2
	Post Holdings Inc	POST US Equity	Amerika	6.592	9,8	1,7	17,6	1,6	MD	16,8%	10,2%	16,8%	4,9	1,5
	Kellanova	K US Equity	Amerika	27.941	15,1	2,7	21,4	7,7	14,4	-1,4%	5,7%	17,5%	2,9	1,6
	J & J Snack Foods Corp	JJSF US Equity	Amerika	2.996	15,5	2,2	33,1	3,1	12,8	11,5%	8,4%	14,0%	0,4	0,1
	General Mills Inc	GIS US Equity	Amerika	35.025	11,5	2,4	13,6	3,8	11,5	3,1%	3,8%	21,1%	2,9	1,3
	John B. Sanfilippo & Son Inc	JBSS US Equity	Amerika	1.013	11,5	1,1	19,9	3,3	MD	7,6%	1,2%	9,4%	0,8	0,3
	Mccormick & Co-Non Vtg Shrs	MKC US Equity	Amerika	20.362	20,1	3,9	25,7	3,8	18,1	6,1%	3,1%	18,3%	3,5	0,8
	Conagra Brands Inc	CAG US Equity	Amerika	13.207	10,7	1,8	10,3	1,5	9,6	2,6%	-1,7%	16,9%	7,5	1,0
	Lancaster Colony Corp	LANC US Equity	Amerika	4.756	16,9	2,5	26,3	5,0	15,3	8,6%	2,3%	15,0%	(0,4)	(0,1)
	Flowers Foods Inc	FLO US Equity	Amerika	4.328	10,1	1,2	16,3	3,1	10,3	5,2%	6,1%	11,7%	2,4	1,0
	B&G Foods Inc	BGS US Equity	Amerika	564	10,4	1,4	26,6	0,8	MD	1,7%	MD	13,9%	10,0	2,8
	Treehouse Foods Inc	THS US Equity	Amerika	1.784	10,2	1,1	17,2	1,2	8,9	-5,4%	MD	10,6%	6,8	0,9
	Archer-Daniels-Midland Co	ADM US Equity	Amerika	24.032	11,0	0,5	10,2	1,1	MD	14,7%	-20,3%	4,1%	3,7	0,5
	Ortalama			16.167	13,4	2,1	19,1	2,4	12,2	7,3%	2,3%	14,0%	3,2	0,8
	Medyan			5.674	11,5	2,0	18,7	2,7	11,5	7,2%	3,8%	15,1%	2,9	0,9
	Minimum			20	9,8	0,5	10,2	0,8	8,6	-5,4%	-20,3%	-9,3%	(1,4)	(0,2)
	Maksimum			79.563	20,1	4,0	33,1	8,1	18,1	17,8%	10,2%	27,1%	10,0	2,8
Diğer Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler	Barry Callebaut Ag-Reg	BARN SW Equity	İsviçre	7.300	12,6	1,1	34,9	2,3	9,2	13,2%	-5,0%	MD	5,5	1,3
	Nissin Foods Holdings Co Ltd	2897 JP Equity	Japonya	7.358	13,4	1,6	22,6	2,4	9,7	13,2%	9,6%	12,0%	(0,2)	(0,0)
	Wimber International Ltd	WIL SP Equity	Singapur	14.131	10,8	0,6	9,1	0,7	9,5	11,1%	9,2%	MD	5,1	0,9
	Savola	SAVOLA AB Equity	Suudi Arabistan	2.844	13,7	1,4	9,6	0,7	MD	7,7%	-1,1%	9,9%	1,3	0,2
	Kerry Group Plc-A	KYGA D Equity	İrlanda	15.954	12,5	1,9	24,8	2,5	12,9	5,5%	4,0%	MD	1,6	0,3
	Ortalama			9.517	12,6	1,3	16,5	1,7	10,3	10,1%	3,3%	11,0%	2,7	0,5
Medyan			7.358	12,6	1,4	16,1	2,3	9,6	11,1%	4,0%	11,0%	1,6	0,3	
Minimum			2.844	10,8	0,6	9,1	0,7	MD	5,5%	-5,0%	9,9%	(0,2)	(0,0)	
Maksimum			15.954	13,7	1,9	34,9	2,5	MD	13,2%	9,6%	12,0%	5,5	1,3	
Global	Ortalama			14.684	13,2	1,9	18,5	2,2	11,6	8,0%	2,6%	13,7%	3,1	76%
	Medyan			7.300	12,5	1,7	18,7	2,3	10,3	7,7%	3,9%	14,5%	2,8	80%
	Minimum			20	9,8	0,5	9,1	0,7	8,6	-5,4%	-20,3%	-9,3%	-1,4	-17%
	Maksimum			79.563	20,1	4,0	34,9	8,1	18,1	17,8%	10,2%	27,1%	10,0	276%
	Balsu			623	12,5	1,6	18,7	10,8	10,3	27,4%	91,6%	12,4%	2,3	2,5

Kaynak: Bloomberg

## Piyasa Çarpanları Yurtiçi Çarpanlar

**BİST Gıda Endeksi şirketleri çarpanları ile 464 mn USD piyasa değerine ulaşmıştır.**

**BİST Gıda Endeksi şirketleri baz alındı.** BİST'te işlem gören ve Şirket ile birebir aynı konuda faaliyet gösteren herhangi bir şirket bulunmamaktadır. Bununla birlikte, Şirket'in gıda sektörü ile ortak tüketici kitlesi ve pazar dinamiklerini paylaşması ve olası halka arzı sonrasında BİST Gıda endeksinde yer alacak olmasından dolayı BİST Gıda Endeksi şirketleri çarpan değerlemesinde baz olarak kullanılmıştır. Henüz yeni halka arz olmuş şirketler piyasa fiyatlamaları tam olarak oturmadığından endeksten elimine edilmiştir. Değerlemede EV/EBITDA çarpanı kullanılmıştır. Uç değerleri elemine etmek ve muhafazakar tarafta kalmak adına yurtdışı şirketlerin EV/EBITDA ve F/K çarpanlarında 30x'in üstü ve 5x'in altı, EV/Satış ve PD/DD çarpanlarında 5x'in üstü örnekleme dahil edilmezken değerlemede medyan çarpanlar kullanılmıştır. PD/DD ve EV/Net Satış rasyoları faaliyet karlılığı hakkında doğrudan bir sonuç vermemeleri nedeniyle kullanılmamış F/K rasyosu ise TMS-29 uygulayan şirketlerde net dönem karı nominal bir karı değil enflasyona göre göreceli bir kar seviyesini ifade etmekte olduğundan çarpan hesaplamasında dikkate alınmamıştır.

BİST Gıda Endeksi							Net Satış Artışı	EBITDA Artışı	2024/09	2024/09	2024/09
BİST Kodu	Şirket Adı	PD (Milyon TL)	EV/ EBITDA 2024/09	EV/ Satışlar 2024/09	F/K 2024/09	PD/DD 2024/09	2023-2024/09 YBBO(%)	2023-2024/09 YBBO(%)	EBITDA Marjı	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
AVOD	A.V.O.D Gıda Ve Tarım	22	48,1	1,0	(9,3)	0,7	-8,0%	-73,0%	2,1%	2113,6%	0,57
ALKLC	Altıncılık Gıda Ve Süt	117	9,8	1,6	(61,5)	2,4	10,7%	36,8%	16,1%	128,6%	0,36
AEFES	Anadolu Efes	2.895	3,5	0,5	5,0	1,2	0,2%	-4,4%	15,9%	59,9%	0,24
ATAKP	Atakey Patates	192	10,0	1,9	26,6	1,6	-2,0%	-23,5%	18,5%	-50,0%	(0,08)
BANVT	Banvit	849	4,6	0,9	7,8	3,2	2,4%	71,5%	19,9%	-28,7%	(0,19)
DARDL	Dardanel	92	7,1	0,6	21,2	0,7	9,6%	3,7%	9,0%	355,7%	0,67
DMRGD	DMR Unlu Mamuller	66	39,2	3,1	19,0	1,5	-14,8%	-56,3%	7,8%	-1042,5%	(0,32)
EFORC	Efor Çay Sanayi	604	33,9	3,9	53,4	5,8	-12,7%	-19,5%	11,5%	336,7%	0,63
EKSUN	Eksun Gıda	121	(90,1)	0,8	(7,6)	2,0	-3,3%	A.D	-0,9%	-2156,0%	0,63
ELITE	Elite Naturel Organik Gıda	143	13,2	3,0	20,4	3,6	33,1%	46,3%	22,5%	39,8%	0,11
ERSU	Ersu Gıda	18	19,6	4,9	74,5	1,7	11,0%	36,1%	24,8%	-31,8%	(0,03)
FADE	Fade Gıda	39	14,7	3,2	5,8	0,9	-1,8%	68,6%	21,8%	63,0%	0,04
FRIGO	Frijo Pak Gıda	34	3,7	1,1	7,9	1,1	-13,2%	-0,6%	30,9%	-73,8%	(0,19)
GUNDG	Gündoğdu Gıda	59	17,7	1,0	(391,3)	3,1	-4,2%	12,0%	5,8%	-89,2%	(0,15)
KERVTD	Kereviş Gıda	276	4,9	0,6	6,4	0,9	-5,8%	1,3%	12,6%	171,0%	0,51
KRVGD	Kervan Gıda	141	9,2	0,8	18,7	1,0	-0,5%	-13,3%	8,6%	413,5%	0,78
KNFRT	Konfrut Gıda	85	9,4	0,5	23,9	2,0	-1,4%	-8,3%	5,7%	52,9%	0,12
OBAMS	Oba Makarnacılık	776	89,1	1,1	75,0	2,9	-21,3%	-62,4%	1,2%	-649,2%	(0,19)
OFSYM	Ofis Yem Gıda	178	4,4	0,5	19,2	2,4	-5,9%	16,7%	11,4%	66,6%	0,43
ORCAY	Orçay Ortaköy Çay Sanayi	21	29,8	2,8	(9,2)	1,6	-41,4%	-70,1%	9,4%	942,8%	0,76
OYLUM	Oylum Sınai Yatırımlar	21	7,2	1,3	7,9	1,0	-13,7%	-28,9%	18,6%	-24,1%	(0,03)
PENGD	Penguen Gıda	34	(46,3)	1,0	(3,7)	0,4	8,7%	A.D	-2,1%	-2053,1%	0,28
PETUN	Pınar Et Ve Un	87	7,5	0,6	4,3	0,5	6,5%	92,4%	7,6%	209,6%	0,19
PINSU	Pınar Su	54	9,2	1,2	7,2	1,2	5,2%	-4,6%	13,4%	139,0%	0,21
PNSUT	Pınar Süt	89	(52,7)	0,6	(5,8)	0,4	-9,0%	-14,0%	-1,1%	-3195,5%	0,58
SELGD	Selçuk Gıda	31	136,2	14,2	25,3	8,2	7,3%	-42,2%	10,4%	-782,3%	(0,44)
SELVA	Selva Gıda	24	(44,9)	0,9	1,9	0,5	-18,5%	A.D	-2,0%	-1422,7%	0,24
SOKE	Söke Değirmencilik	139	10,3	0,8	(22,1)	1,6	-15,6%	-27,7%	7,9%	-27,6%	(0,04)
TATGD	Tat Gıda	94	(18,7)	1,0	(3,4)	1,2	-13,4%	-23,7%	-5,3%	-917,3%	1,15
TUKAS	Tukaş	291	7,2	1,8	7,5	0,9	-17,3%	-23,3%	24,4%	130,1%	0,21
ULUUN	Ulusoy Un Sanayi	138	2,6	0,1	388,1	0,5	-8,8%	-15,0%	2,9%	-74,0%	(0,12)
ULKER	Ülker Bisküvi	1.237	4,7	0,9	7,0	1,6	1,8%	-0,7%	18,4%	169,6%	0,90
VANGD	Vanet Gıda	15	(325,3)	(16,1)	(17,5)	2,7	A.D	53,5%	5,0%	240,1%	(0,02)
YYLGD	Yayla Gıda	328	10,4	1,4	52,4	1,4	-37,9%	-27,1%	13,3%	329,5%	0,63
Ortalama		222	12,0	1,4	13,9	1,5	-5,3%	-3,2%	10,8%	-2,0	0,2
Medyan		93	9,9	1,0	7,9	1,3	-4,2%	-8,3%	9,9%	0,5	0,2
Minimum		15	(325,3)	(16,1)	(391,3)	0,4	-41,4%	-73,0%	-5,3%	-32,0	-0,4
Maksimum		2.895	136,2	14,2	388,1	8,2	33,1%	92,4%	30,9%	21,1	1,1
Balsu		464	9,9	1,2	7,9	8,1	27,2%	36,1%	12,4%	2,3	2,5

**Çarpan Değerlemesi****EV/EBITDA çarpanı tercih edilmiştir.**

EV/EBITDA çarpanı kullanılmıştır. Değerlemede EV/EBITDA çarpanı kullanılarak değer tespiti gerçekleştirilmiştir. TMS-29 uygulayan şirketlerde net dönem karı, nominal bir kar değil, enflasyona göre göreceli bir kar seviyesini ifade etmektedir. Enflasyon muhasebesinde net dönem karının tahmini zor olduğundan, bu belirsizlik üzerine değerlendirme yapmak makul bir yaklaşım olarak değerlendirilmemektedir. Bu nedenle, enflasyon muhasebesine tabi finansal tablolar için yapılan değerlemelerde F/K çarpanı kullanılmamıştır. Ek olarak son dönemde yüksek faizlerin konjonktürel olduğu ve düşecek enflasyonla gelecek yıllarda normalize olacağı beklenirken cari bilançolara yüksek faizlerin etkisi ile şirketlerin karları konjonktürel olarak önemli bir aşırıma geçirmektedir. Bu nedenlerden dolayı son dönemde yazılan fiyat tespit raporlarının önemli bir kısmında F/K çarpanı kullanılmamıştır. Ayrıca faaliyet karlılığı ile doğrudan ilişkide bulunmamaları nedeniyle PD/DD ve EV/Satış rasyoları da çalışmada kullanılmamıştır. Değerlemede İNA ve çarpan metodunda gelen değerlere %50'şer ağırlık verilerek nihai değer tespit edilmiştir.

Mn USD	Değer
<b>Balsu EBITDA 2024/09 4Ç</b>	<b>61</b>
BIST Gıda Endeksi EV/EBITDA (x)	9,9
<b>BIST Gıda Endeksi EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri</b>	<b>607</b>
Net Borç 2024/09	143
<b>BIST Gıda Endeksi EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri</b>	<b>464</b>
EV/EBITDA (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	100%
<b>BIST Gıda Endeksi Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri</b>	<b>464</b>

Mn USD	Değer
<b>Balsu EBITDA 2024/09 4Ç</b>	<b>61</b>
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x)	12,5
<b>Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri</b>	<b>766</b>
Net Borç 2024/09	143,0
<b>Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri</b>	<b>623</b>
EV/EBITDA (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	100%
<b>Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri</b>	<b>623</b>

## Nihai Değer

17.567 mn TL iskonto sonrası  
halka arz piyasa değeri

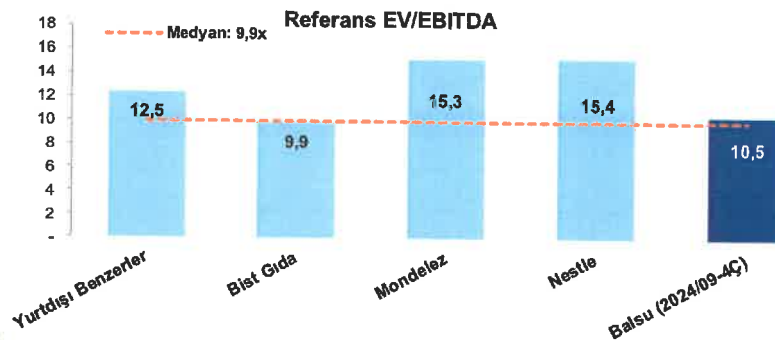
Halka arz piyasa değeri 2024/09  
EBITDA verisine göre 10,5x  
EV/EBITDA çarpanına işaret  
etmektedir

10,5x EV/EBITDA24/09. Nihai değerde şirket dinamiklerini daha iyi yansıttığını düşündüğümüz İNA'ya %50 ağırlık verilirken piyasa davranış modelini değerde dikkate almak adına piyasa çarpanlarına %50 ağırlık verilmiştir. Şirket'in ana faaliyeti gereği BİST Gıda şirketleri yurtiçi benzer grup olarak belirlenirken borsada Şirket ile tam benzer faaliyette bulunan bir firma bulunmamaktadır. Yurtdışında ise firma ile daha benzer alanda faaliyet gösteren şirket bulmak daha kolay olduğu için yurtdışı benzerlere de yurtiçi kadar ağırlık verilmiştir. **Geleneksel değerlendirme metodolojilerine göre pay değerini belirlerken elde edilen değere %20 halka arz iskontosu uygulanmıştır. Şirket için halka arz iskontosu sonrası 17.567 mn TL piyasa değeri ve pay başı 17,57 TL değer tespit edilmiştir.** Bulunan değer cari 10,5x EV/EBITDA çarpanına işaret etmektedir. **Bununla birlikte Şirket'in 2025 yılında Şili ve aktif karbon tesisleri için 75 mn dolar yatırım yaparak katma değerli ürün portföyünü büyütecek olması cari verilerden ziyade gelecek yıllardaki beklenen çarpanları öne çıkarmaktadır. Şili'nin fındık hasat sezonunun Türkiye iklimi ile ters zamana denk gelmesi sayesinde yıl boyunca taze fındık tedariki sağlanması hedeflemektedir. Şirket bu alanda sektörün en güçlü firmaları arasında yer alırken büyük oranda ihracat geliri ile ülkeye döviz kazandırmaktadır. Aktif karbon yatırımı stratejik ve önceliklendirilen yatırım grubuna alınırken 2031 yılına kadar Şirket'in büyük oranda vergi muafiyeti bulunmaktadır. AB ve ABD pazarlarına ek olarak 2025 yılında Asya pazarına giriş, güçlü ortaklık yapısı ve müşteri profili ve gelir portföyünde ham fındıktan işlenmiş fındığa geçişin yarattığı katma değer Şirket'i yatırım hikayesi olarak öne çıkarmaktadır.**

Değerleme Özeti	Değer (m\$)	Ağırlık	Pay Başına Değer (\$)
<b>Metodolojiler</b>			
İNA	700,9	50,0%	0,70
Çarpanlar	543,5	50,0%	0,54
<b>Halka Arz Piyasa Değeri</b>	<b>622</b>	<b>100%</b>	<b>0,62</b>
Halka Arz İskontosu	-20%		
<b>Nihai Değer (mUSD)</b>	<b>497,8</b>		<b>0,50</b>
USD/TL-02.01.2025	35,2900		
<b>Nihai Değer (m TL)</b>	<b>17.567</b>		<b>17,57</b>

Değer Çarpanları	2024/09
EV/EBITDA	10,5
F/K	55,3
EV/Net Satış	1,4
PD/DD	9,7

Grafik: 6 Ulaşılan halka arz değeri 2 önemli yatırım hikayesi nedeniyle kısmen referans değerlerin üzerindedir...





## Sektör

**Türkiye, dünya fındık üretiminin ve ihracatının büyük çoğunluğunu karşılayarak küresel fındık piyasasının fiyat ve arz dengesini belirleyen en etkili ülke konumundadır.**

**Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.**

Barbaros Mah. İhtisar Bk. No:3 Ağaçoğlu My Newwork

İç Kap. No: 68 Ataşehir / İstanbul

Boğaziçi Kurumlar V.D. 478 09 36 787

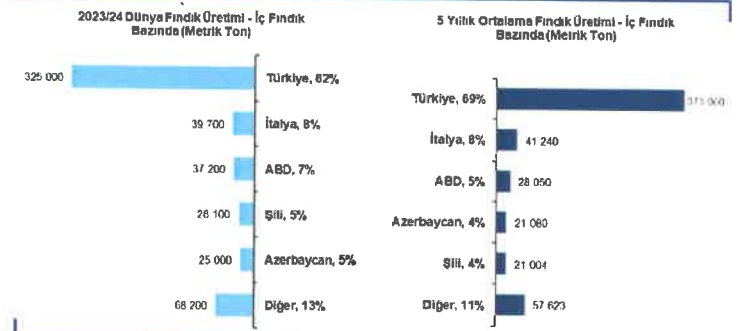
Mersis No: 047800067870001

**İstanbul Fındık İhracatçıları Birliği Raporlarına göre 2023 yılında Türkiye'nin üretimi yaklaşık 1,1 mn ton, dünya üretimi yaklaşık 1,9 mn ton olacağı tahminlenmiştir.**

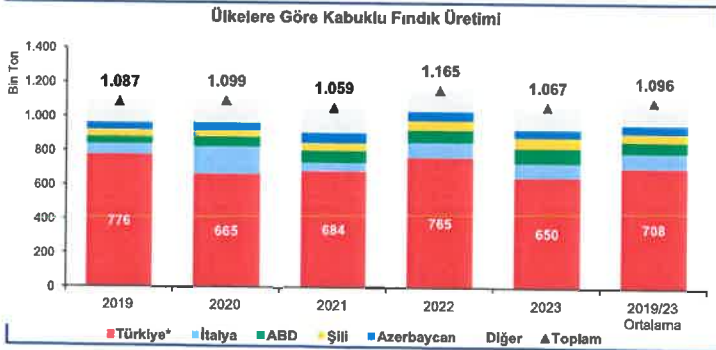
**Fındık Sektöründe Küresel Görünüm.** Şirket'in ana faaliyet konusu kabuklu ve iç fındık alımı, iç ve kabuklu olarak satılması, kabuklu fındık kırılması, temizlenmesi, büyüklüklerine göre boylanması, değişik ihtiyaçlara göre ambalajlanması ya da işlemeyi daha da ileri götürüp ısı ve farklı fiziksel işlemlerle yarı mamul olarak fındık kullanan gıda sanayiine satışlarıdır. Dünyadaki kabuklu yemişli ürünler pazarındaki ürünleri badem, ceviz, Antep fıstığı, kaju, fındık, pekan cevizi, makademya, çam fıstığı ve Brezilya fıstığı olarak sıralayabiliriz. Toplam dünya kabuklu yemişli üretimi iç bazında 6 milyon ton olarak gerçekleşmiştir<sup>1</sup>. Toplam dünya kabuklu yemişli üretiminde fındığın payı %9 olarak kabul edilebilir. 2023-2024 sezonu itibarıyla dünya fındık üretimi toplamı 523.200 ton iç fındık olarak gerçekleşmiştir. Türkiye 325.000 ton iç fındık üretimi ile dünya fındık üretiminde %62'lik pay almış ve uzun yıllardır sürmekte olan açık ara liderliğini sürdürmüştür. Türkiye'nin ardından 37.700 ton iç fındık üretimi ve %8 pazar payı ile İtalya yer almıştır. Bu ülkeleri, 37.200 ton ile A.B.D. (%7), 28.100 ton ile Şili (%5) takip etmiştir. Son 5 yıllık ortalama fındık (iç fındık) üretimi analiz edildiğinde ise Türkiye %69 pazar payı ile birinci sırada bulunmaktadır. Sırasıyla baktığımızda İtalya %8, ABD %5, Azerbaycan %4 Gürcistan, Şili %4 ve diğer dünya ülkeleri %11 pay almaktadır. TMO 2023 Faaliyet Raporu'nda yer alan verilere göre dünya fındık ekim alanlarının %64'ü ülkemizdedir. TÜİK verilerine göre Türkiye'de 746 bin hektar, dünyada ise 266 bin hektar olmak üzere toplamda ortalama 1.012 bin ha alanda üretim yapılmaktadır. Son 5 yıllık dünya fındık üretimi yaklaşık 1,1 milyon ton olup bunun %65'i Türkiye'de üretilmektedir. Türkiye'yi sırasıyla; İtalya (%8), ABD (%6), Şili, Azerbaycan ve Gürcistan (%4) takip etmektedir. International Nut & Dried Fruit Council (Uluslararası Fındık ve Kurutulmuş Meyve Konseyi)'in Temmuz 2024 tarihli, The Voice of INC Foundation for The Nut and Dried Fruit World dergisinde yayınlanan verilere göre; Türkiye badem, fındık, çam fıstığı, fıstık, ceviz üretiminde önde gelen ülkelerdendir. İlgili raporda alıntılan Karadeniz Fındık İhracatçıları Birliği verileri uyarınca 2024/25 hasadının 785.000 ton olması beklenmektedir.



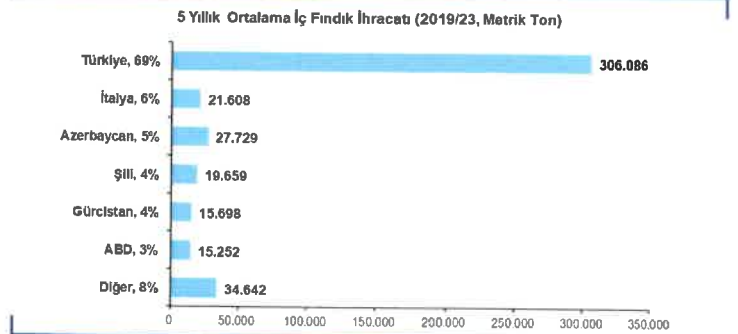
Kaynak: Uluslararası Kabuklu Yemişler Konseyi İstatistikleri 2024



Kaynak: Uluslararası Kabuklu Yemişler Konseyi İstatistikleri 2024



Kaynak: TMO 2023 Faaliyet Raporu, International Nut Council (INC), \*Türkiye verileri TÜİK'ten alınmıştır.



Kaynak: Uluslararası Kabuklu Yemişler Konseyi İstatistikleri 2024

Ülkeler	2019	2020	2021	2022	2023	2019/23 Ortalama	% Pay
Türkiye*	776.000	665.000	684.000	765.000	650.000	708.000	64,6%
İtalya	65.000	160.000	50.000	90.000	87.000	90.400	8,3%
ABD	39.500	58.600	69.150	72.400	84.000	64.330	5,9%
Şili	40.000	40.000	45.000	54.000	64.700	48.740	4,4%
Azerbaycan	42.000	40.000	60.000	55.000	44.000	48.200	4,4%
Gürcistan	38.000	50.000	55.000	40.000	34.000	43.400	4,0%
Çin	12.000	25.000	28.000	30.600	30.000	25.120	2,3%
İran	25.000	20.000	26.000	12.000	18.000	20.200	1,8%
Fransa	10.500	7.500	7.000	8.500	12.000	9.100	0,8%
İspanya	12.400	5.100	5.000	7.000	12.750	8.450	0,8%
Digerleri	27.000	30.000	30.000	30.000	31.000	29.600	2,7%
<b>Toplam</b>	<b>1.087.400</b>	<b>1.099.200</b>	<b>1.059.150</b>	<b>1.164.500</b>	<b>1.067.450</b>	<b>1.095.540</b>	<b>100,0%</b>

Kaynak: TMO 2023 Faaliyet Raporu, International Nut Council (INC), \*Türkiye verileri TÜİK'ten alınmıştır.

Ülke	2022/2023			2023/2024		
	Başlangıç Stoku	Ortalama Üretim	Toplam Üretim	Başlangıç Stoku	Ortalama Üretim	Toplam Üretim
Türkiye	215.000	650.000	865.000	135.000	135.000	785.000
İtalya	5.000	87.200	92.200	2.000	2.000	139.400
ABD	2.500	84.500	87.000	1.000	1.000	87.500
Çin	2.800	60.000	62.800	2.000	2.000	75.000
Diger	13.100	300.800	313.900	14.500	14.500	324.300
<b>Dünya'daki Tüketim (tedarik sonu, stok)</b>	<b>1.122.800</b>	<b>1.356.200</b>	<b>1.625.500</b>	<b>1.336.200</b>	<b>1.488.700</b>	<b>1.641.900</b>

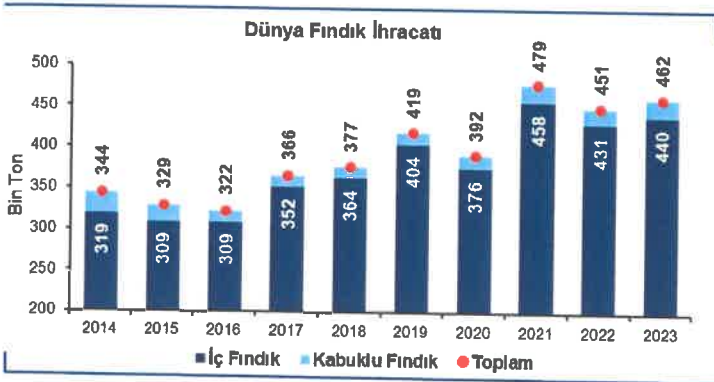
Kaynak: International Nut & Dried Fruit Council - The Voice of INC Foundation for The Nut and Dried Fruit World Temmuz 2024

<sup>1</sup> Uluslararası Kabuklu Yemişler Konseyi İstatistikleri 2024 (Nuts & Dried Fruits Statistical Yearbook)

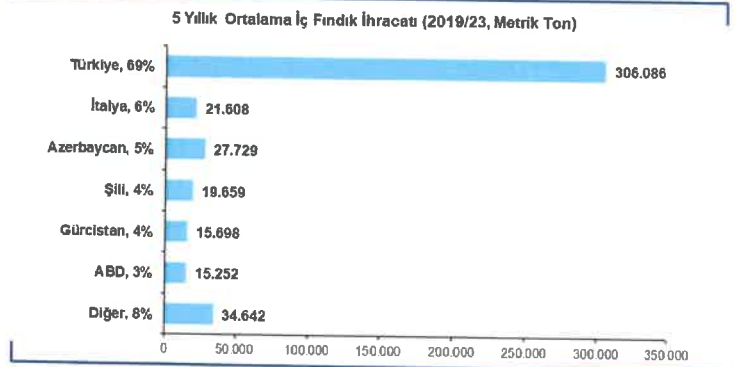
## Sektör

**Türkiye, dünya fındık pazarında en büyük ihracatçı ülke konumundadır.**

**Küresel Bazda Fındık Ticareti.** International Nut & Dried Fruit Council (Uluslararası Fındık ve Kurutulmuş Meyve Konseyi)'nin 2024 İstatistik Raporu'nda (Statistical Yearbook), 2023/24 piyasa döneminde dünya fındık ihracatının %61'i Türkiye tarafından yapılmaktadır. Onu sırasıyla Şili %8, Hollanda %6 (Transit ülke), ABD %5 ve Azerbaycan %5 oranlarıyla takip etmektedir. Dünya fındık ithalatçılarında ise sırasıyla Almanya %27, İtalya %17 ve Fransa %6 ilk üç sırada yer almaktadır. Çikolata ve şekerleme sanayinin Avrupa ve Kuzey Amerika'da çok ilerlemiş olmasından ötürü, fındık tüketiminin en yüksek olduğu ülkeler bu coğrafyalarda bulunmaktadır. Güney Amerika ve Uzak Doğu pazarlarında fındık ve fındıklı ürünler tüketimi göreceli olarak henüz gelişme aşamasındadır. Çok uluslu şekerleme firmalarının Güney Amerika ve uzak doğu pazarlarına yeni tesisler kurması ile fındıklı ürünlerin tüketimi bu coğrafyalarda da geçtiğimiz 10 yılda büyümeye başlamıştır. Öte yandan diğer kabuklu yemişler ile karşılaştırıldığında fındığın kuruyemiş olarak tüketimdeki payı çok düşüktür. Son yıllarda sağlıklı atıştırma pazarının büyümesi ile fındığın kuruyemiş olarak tüketimi artmaktadır.



Kaynak: Uluslararası Kabuklu Yemişler Konseyi İstatistikleri 2024



Kaynak: Uluslararası Kabuklu Yemişler Konseyi İstatistikleri 2024

WORLD HAZELNUT IMPORTS, TOP IMPORTERS / (Metric Tons, kernel equivalent, January-December)											
COUNTRY	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR 2014-2023
Germany	77,876	84,846	78,004	93,680	92,907	98,848	92,557	119,678	115,282	127,120	6%
Italy**	69,048	64,062	71,383	71,255	70,667	106,447	82,927	98,529	90,547	80,612	2%
France	27,707	28,766	28,012	29,501	27,897	29,828	27,168	31,635	27,329	29,439	1%
Poland	9,889	13,240	12,325	14,139	14,807	15,761	17,160	22,417	19,976	21,015	9%
Canada	19,035	20,895	13,630	14,043	11,548	11,855	12,365	12,053	13,350	18,968	0%
Russian Fed.	13,397	7,932	6,238	12,354	16,087	15,752	14,075	14,507	16,768	18,387	4%
Spain	7,748	6,570	6,738	7,436	9,602	10,096	9,979	11,398	12,705	13,451	6%
Austria	12,476	10,257	10,278	10,565	10,744	12,123	12,637	13,914	12,460	12,896	0%
China	4,240	5,794	6,366	9,652	11,882	17,020	11,360	18,870	13,633	12,874	13%
Netherlands*	8,771	9,538	8,732	12,248	11,775	12,080	11,839	13,688	12,734	12,327	4%
Switzerland	11,316	10,005	10,565	11,358	11,136	10,572	10,303	10,850	11,235	11,686	0%
Belgium	12,325	11,829	11,436	11,459	11,349	10,147	10,695	11,068	10,570	11,033	-1%
Brazil	3,017	3,082	2,708	3,150	4,101	4,643	5,406	6,701	6,962	8,568	12%
UK	5,895	5,653	6,028	6,038	6,059	5,850	6,428	9,705	5,327	4,887	-2%
Ukraine	4,538	1,588	1,830	2,504	3,652	3,647	3,512	4,807	3,263	4,181	-1%
Egypt	3,359	3,118	2,949	2,425	3,824	4,047	5,856	7,388	3,773	4,022	2%
Greece	2,461	1,856	1,821	2,537	2,905	3,267	3,292	4,291	3,588	3,658	5%
Australia	2,956	2,901	3,132	3,292	3,402	3,746	4,334	3,835	3,665	3,441	2%
Türkiye	1,145	1,051	1,201	900	1,212	600	538	1,042	3,550	3,339	13%
USA	4,386	2,839	3,792	5,507	7,666	6,341	5,515	5,269	4,547	3,328	-3%
Others	42,557	33,445	35,251	41,857	43,695	36,850	44,144	57,218	59,512	57,161	3%
<b>WORLD TOTAL</b>	<b>344,141</b>	<b>329,265</b>	<b>322,418</b>	<b>366,801</b>	<b>376,916</b>	<b>419,310</b>	<b>382,032</b>	<b>478,890</b>	<b>450,775</b>	<b>482,381</b>	<b>3%</b>

Kaynak: Uluslararası Kabuklu Yemişler Konseyi İstatistikleri 2024

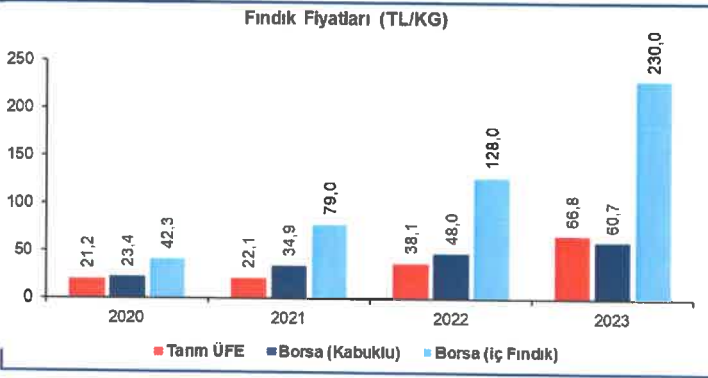
\* Transit Ülke



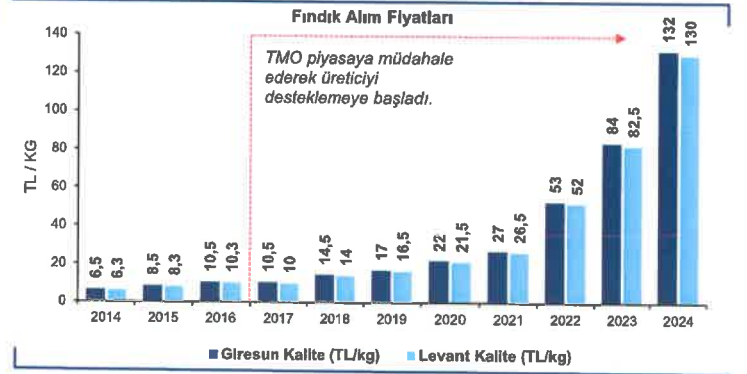
## Sektör

### Türkiye’de mekânsal veri analitiği yazılımı

**Türkiye’de Fındık Fiyatları.** Türkiye kabuksuz fındık üretiminde ve ihracatında dünya liderliğini korumakta olup hem küresel üretimin hem de küresel ihracatın büyük bir bölümünü tek başına karşılamaktadır. İstanbul İhracatçılar Birlikleri Genel Sekreteriği (İstanbul Fındık ve Mamulleri İhracatçıları Birliği) verileri uyarınca, Dünya fındık üretiminin %75 ve ihracatının ortalama %80’ini gerçekleştiren ülkemizde fındığın 17 çeşidi (Dünya’da 28 çeşidi olduğu sanılmaktadır). yetiştirilmektedir. Giresun Ticaret Borsası verileri uyarınca, Türkiye’nin 2023 ürün yılına ilişkin fındık ihracatı 774 USD/kental ortalama fiyat ile 2023-2024 yıllarında 2,3 milyar USD olup 303.458 ton iç fındık ihraç edilmiştir.



Kaynak: T.C. Tarım ve Orman Bakanlığı'nın Tarım Ürünleri Piyasaları Temmuz 2024



Kaynak: TMO'nun resmi duyuruları, Tarım ve Orman Bakanlığı raporları, Info Yatırım Analizleri

Türkiye Fındık İhracatı Ürün Sezonuna Göre Miktar ve Değeri				
Dönem	Ürün Yılı	Miktar (ton iç)	Tutar, USD	Ort.Fiyat (\$/kental)
2010/11	2010	281.333	1.783.567.587	634
2011/12	2011	229.628	1.819.725.808	792
2012/13	2012	301.193	1.750.439.804	581
2013/14	2013	267.642	1.981.441.719	740
2014/15	2014	217.427	2.799.529.619	1.288
2015/16	2015	249.682	2.280.112.658	913
2016/17	2016	235.798	1.882.254.562	798
2017/18	2017	287.047	1.792.226.728	624
2018/19	2018	269.393	1.592.437.091	591
2019/20	2019	343.557	2.312.045.738	673
2020/21	2020	292.433	2.010.787.689	688
2021/22	2021	340.143	1.986.044.569	584
2022/23	2022	298.556	1.795.189.783	601
2023/24	2023	303.458	2.349.117.726	774
2024/25*	2024	100.426	811.879.294	808

\* Kasım 2024 sonuna kadar.

Kaynak: Giresun Ticaret Borsası

Son 10 Yıl Fındık Alım Fiyatları			
Yıl	Giresun Kalite (TL/kg)	Levant Kalite (TL/kg)	Açıklamalar
2014	6,5	6,3	Bu dönemde TMO piyasada aktif değildi ve fındık fiyatları serbest piyasa dinamiklerine göre belirlendi. Fiyatlar düşük seyretmiştir.
2015	8,5	8,3	Fiyatlarda hafif bir artış görüldü de üreticiler gelirleri beklentilerinin altında kaldı. TMO hala alım yapmıyordu, fiyatlar tamamen piyasa talebine bağlıydı.
2016	10,5	10,3	Döviz kuru ve uluslararası talebin etkisiyle fındık fiyatlarında bir artış yaşandı. Ancak TMO alımda yine devrede değildi.
2017	10,5	10	TMO piyasaya müdahale ederek üreticili desteklemeye başladı. İlk kez belirli bir taban fiyat açıkladı.
2018	14,5	14	TMO, üreticilerin maliyetlerini karşılamak için daha yüksek fiyat açıkladı. Bu yıl, uluslararası piyasalardaki talep de fiyatları olumlu etkiledi.
2019	17	16,5	Üretim miktarındaki dalgalanma ve döviz kurlarındaki yükseliş fiyatları artırdı. TMO'nun açıklamaları üreticiler için güven sağladı.
2020	22	21,5	COVID-19 pandemisi nedeniyle tarımsal üretimdeki belirsizlikler fiyatları yansıttı. TMO, üreticili korumak için daha yüksek fiyat açıkladı.
2021	27	26,5	Artan girdi maliyetleri (gübre, mazot vb.) dikkate alınarak fiyatlar yeniden düzenlendi. TMO, fiyat politikasında istikrar sağlamaya çalıştı.
2022	53	52	Enflasyon ve döviz kurlarındaki artış, fındık fiyatlarını etkiledi. TMO'nun fiyatları, üreticilerin maliyetlerini karşılamada önemli bir adım olarak görüldü.
2023	84	82,5	Tarihi bir fiyat artışı gerçekleşti. Artan küresel talep, döviz kuru etkisi ve üretim maliyetleri bu fiyatlara yansıdı. Ayrıca prim ve destekleme ödemeleri yapıldı.
2024	132	130	TMO, 2024/2025 sezonu için kabuklu fındık alım fiyatlarını Giresun kalite için 132 TL/kg, Levant kalite için 130 TL/kg olarak belirledi.

Kaynak: TMO'nun resmi duyuruları, Tarım ve Orman Bakanlığı raporları

## Lisans Belgeleri:

**SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.  
LİSANS DURUM BELGESİ****MERNİS KİMLİK BİLGİLERİ**

T.C. Kimlik No : 26288042136  
Adı Soyadı : HÜSEYİN GÜLER

**LİSANS BİLGİLERİ**

Lisans Adı : SERMAYE PİYASASI FAALİYETLERİ DÜZEY 3 LİSANSI  
Belge Numarası : 203904  
Geçerlilik Tarihi : 20.01.2026  
Düzenlenme Tarihi : 23.02.2017  
Lisans Durumu : AKTİF LİSANS

**İLGİLİ MAKAMA**

Lisans kayıtlarının Kuruluşumuz nezdinde tutulduğu Lisanslama ve Sicil Tutma Sistemi üzerinde yapılan sorgulama sonucunda; HÜSEYİN GÜLER isimli kişinin ilgili lisansına ait bilgiler yukarıda verilmiştir.

Bu belgenin doğruluğu <https://www.turkiye.gov.tr/belge-dogrulama> adresinden veya <https://bals.spl.com.tr/bilgi-sorgulama> adresinden kontrol edilebilir. Ayrıca mobil cihazlarınıza yükleyeceğiniz e-Devlet Kapısına ait Barkodlu Belge Doğrulama uygulaması ile yarıdaki karekod okutularak da doğrulama yapılabilir.





**SER MAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.**  
**LİSANS DURUM BELGESİ**

**MERNİS KİMLİK BİLGİLERİ**

T.C. Kimlik No : 38428848454  
Adı Soyadı : TEMUR KAYHAN

**LİSANS BİLGİLERİ**

Lisans Adı : SER MAYE PİYASASI FAALİYETLERİ DÜZEY 3 LİSANSI  
Belge Numarası : 211055  
Geçerlilik Tarihi : 23.11.2026  
Düzenlenme Tarihi : 25.05.2016  
Lisans Durumu : AKTİF LİSANS

**İLGİLİ MAKAMA**

Lisans kayıtlarının Kuruluşumuz nezdinde tutulduğu Lisanslama ve Sicil Tutma Sistemi üzerinde yapılan sorgulama sonucunda; TEMUR KAYHAN isimli kişinin ilgili lisansına ait bilgiler yukarıda verilmiştir.

Bu belgenin doğruluğu <https://www.turkiye.gov.tr/belge-dogrulama> adresinden veya <https://sfs.spl.com.tr/bilgi-sorgulama> adresinden kontrol edilebilir. Ayrıca mobil cihazlarınıza yükleyeceğimiz e-Devlet Kapısı'na uzatılsın. Belge Doğrulama uygulaması ile yandaki karekod okutulurak da doğrulama yapılabılır.



09.01.2024

Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.  
Barbaros Mah. İhtilalur Bulvarı No:3 Ağaçlı M. Newwork  
İç Kapı No:108 Ataşehir / İstanbul  
Boğaziçi Kurumlar V.D.478 003678  
Mersis No:0478003678700011

Engin Emre SEÇEN  
Genel Müdür Yardımcısı

Hüseyin GÜLER  
Genel Müdür Yardımcısı

**Sermaye Piyasası Kurulu**  
**Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Başkanlığı'na**  
Mustafa Kemal Mahallesi, Dumlupınar Bulvarı (Eskişehir Yolu)  
No:156 06530 Çankaya/Ankara

### **Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı**

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. maddesi çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, İzahnamenin bir parçası olan işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

**Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.**  
Barbaros Mah. İhtilal Bly. No:3 Ağaçlı My Newwork  
İç Kapı No:188 Ataşehir / İstanbul  
Boğaziçi Kurumlar V.D.473 0036 787  
Mersis No:047600367 7000 1

Engin Emre SEÇEN

Genel Müdür Yardımcısı

Hüseyin GÜLER

Genel Müdür Yardımcısı