

## Balsu Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analiz Raporu

İşbu analiz raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29/2. Maddesi kapsamında QNB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Invest") tarafından hazırlanmıştır.

Rapor, İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İfo Yatırım") tarafından Balsu Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Balsu Gıda" veya "Şirket") için hazırlanan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu ("Fiyat Tespit Raporu") analiz etmek amacıyla hazırlanmıştır.

**Bu rapor yalnızca Şirket hakkında hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin QNB Invest'in analizi olup yatırımcıların halka arza katılmasına ve/veya katılmamasına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin olarak KAP'ta yayınlanan izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.**

### 1. Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler	
Talep Toplama Tarihleri	12-13-14 Şubat 2025
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	1.000.000.000 TL
Sermaye Artırımı	112.000.000 TL nominal
Mevcut Pay Satışı	166.000.000 TL nominal
Ek Satış	Yoktur.
Halka Açıklık Oranı	%25,00
Halka Arz Satış Fiyatı	17,57 TL
Halka Arz Büyüklüğü	4.884.460.000 TL

Kaynak: İzahname, KAP

Halka Arz Öncesi ve Sonrası Sermaye Hakkında Bilgi						
Ortağın Unvanı	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası		
	Pay Grubu	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Grubu	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
CZ Holding	A	200.000.000	20,00	A	200.000.000	17,99
	B	800.000.000	80,00	B	634.000.000	57,01
Halka Açık Kısım	B	-	0,00	B	278.000.000	25,00
<b>Toplam</b>		<b>1.000.000.000</b>	<b>100</b>		<b>1.112.000.000</b>	<b>100</b>

Kaynak: İzahname, KAP

Halka arz, sermaye artırımı ve ortak satışı yolu ile gerçekleştirilecektir. Sermaye artışı yolu ile elde edilecek net gelirin %40'ını halen devam etmekte olan yurt içi ve yurt dışı yatırımlarına ek kaynak ve yurt içi yeni yatırımlara kaynak sağlamakta, %30'unu yapılacak yatırımların etkisiyle ortaya çıkacak işletme sermayesi ihtiyacını karşılamak için işletme sermayesinin güçlendirilmesini sağlamakta, %30'unu banka kredilerinin ödenmesi yoluyla finansman giderlerinin azaltılmasını ve karlılığın artırılmasını sağlamakta kullanmayı planlamaktadır.

### Şirket Hakkında Özet Bilgi

Balsu Gıda, 1979 yılında Hasan Cunejd 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" unvanının alarak kurumsallaşma sürecinde yeni bir aşamaya geçmiştir. 2005

yılında ise "Balsu Gıda Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi" unvanına kavuşmuş olan Şirket, günümüzde Türkiye'deki tesisleri ve uluslararası satış ofisleriyle fındık işleme ve ticaretinde faaliyet göstermektedir.

### Faaliyetler Hakkında Bilgi

Şirket'in merkez adresi Beykoz / İstanbul'dadır. Şirket'in yönetim merkezi İstanbul'da olup Hendek tesisinde bulunan fındık kırım ve işleme tesislerinde kavrulmuş ve beyazlatılmış fındık, fındık ezme, granül fındık ve fındık unu üretimi yapmaktadır. Ayrıca Ordu tesisinde fındık kırım, depo ve lojistik hatları bulunmaktadır. Şirket'in İfo Yatırım tarafından hazırlanan 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 158.585 m<sup>2</sup> alanda gerçekleştirmektedir.

Tesislerinde bölgesel üreticilerden temin edilen fındıkları işleyen Balsu Gıda, 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 ürün yelpazesi sunmaktadır. Ayrıca, ABD, Avrupa ve Uzak Doğu'da kurduğu bağlı ortaklıklarla uluslararası pazarda bir konuma sahiptir. Şirket, 2023 yılı itibarıyla yıllık toplam 45.150 ton satış hacmiyle Türkiye'nin iç fındık üretiminin %14'ünü gerçekleştirmiştir.

Balsu Gıda, 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 2024 itibarıyla yıllık 16 bin ton üretim kapasitesine ulaşılması hedeflenmektedir.

### Şirket'in ürünleri

- Kabuklu Fındık
- Doğal (Natürel) İç Fındık
- Kavrulmuş İç Fındık
- Beyazlatılmış İç Fındık
- Kiyılmış İç Fındık
- Fındık Unu
- Fındık Püresi

### Mali Tablolar

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023, 30.09.2023 ve 30.09.2024 dönemlerine ait özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu ana kalemleri aşağıdaki gibidir:

Özet Gelir Tablosu (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2023	30.09.2024
Hasılat	13.001.703.325	11.001.747.548	12.190.324.942	5.063.080.775	9.672.191.674
Satışların Maliyeti	-10.835.135.474	-10.063.226.917	-10.626.973.487	-4.604.700.537	-8.400.832.219
<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>Brüt Kar Marjı (%)</b>	<b>16,7%</b>	<b>8,5%</b>	<b>12,8%</b>	<b>9,1%</b>	<b>13,1%</b>
Esas Faaliyet Karı	2.181.844.552	566.936.626	1.209.549.157	245.606.360	877.836.714
Esas Faaliyet Kar Marjı (%)	16,8%	5,2%	9,9%	4,9%	9,1%
<b>Dönem Karı/Zararı</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>Net Kar Marjı (%)</b>	<b>3,8%</b>	<b>0,5%</b>	<b>7,9%</b>	<b>13,2%</b>	<b>2,3%</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 ve 30.09.2024 dönemlerine ait özel bağımsız denetimden geçmiş bilançosunun ana kalemleri aşağıdaki gibidir:

Özet Bilanço (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
Dönen Varlıklar	5.277.147.867	5.100.163.051	6.879.398.872	6.161.777.271
Duran Varlıklar	1.204.712.049	1.283.122.595	2.716.060.604	2.748.953.793
<b>TOPLAM VARLIKLAR</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 Vadeli Yükümlülükler	4.856.973.732	5.299.118.266	6.651.550.950	6.060.050.818
Uzun Vadeli Yükümlülükler	868.030.718	368.775.146	1.148.395.987	883.348.207
Özkaynaklar	756.855.466	715.392.234	1.795.512.539	1.967.332.039
Ödenmiş Sermaye	56.576.681	56.576.681	56.576.681	1.000.000.000
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</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>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

## 2. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na konu değerlendirme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) ve Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmıştır. Yapılmış olan çarpan analizinde yurt dışında faaliyet gösteren benzer şirketler ve şirketin faaliyet gösterdiği alan gereği BİST gıda endeksi içinde bulunan şirketler yurt içi benzer şirketler olarak değerlendirilmiştir. Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanı üzerinden analiz yapılmıştır. Değerleme çalışmasında İNA Analizine %50 ve Çarpan Analizine yurt dışı benzer şirketlere %25, BIST Gıda Endeksi'nde yer alan şirketler ile oluşturulan örnekleme %25 olacak şekilde ağırlıklandırma uygulanmıştır.

### İndirgenmiş Nakit Akımı Analizine ilişkin;

- İNA çalışması şirketin 2024- 2032 yıllarına ilişkin tahminleri içermektedir.

İNA (mn ABD Doları)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	Normalize	Uç Değer
<b>Net Satışlar</b>	<b>372</b>	<b>438</b>	<b>515</b>	<b>575</b>	<b>608</b>	<b>642</b>	<b>677</b>	<b>710</b>	<b>731</b>	<b>746</b>	
<i>Değişim</i>	13%	18%	17%	12%	5.8%	5.6%	5.4%	4.8%	3%	2%	
<b>EBITDA</b>	<b>40</b>	<b>47</b>	<b>70</b>	<b>92</b>	<b>98</b>	<b>105</b>	<b>112</b>	<b>117</b>	<b>120</b>	<b>122</b>	
<i>Değişim</i>	-8.0%	17.0%	49.0%	32.0%	7.1%	6.7%	6.6%	4.1%	3.0%	2.0%	
<i>EBITDA Marjı</i>	10.7%	10.7%	13.5%	16.0%	16.2%	16.4%	16.5%	16.4%	16.4%	16.4%	
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>38</b>	<b>43</b>	<b>60</b>	<b>82</b>	<b>87</b>	<b>93</b>	<b>99</b>	<b>103</b>	<b>106</b>	<b>108</b>	
<i>Değişim</i>	-9%	14%	39%	36%	7%	7%	6%	4%	3%	2%	
<b>Vergi</b>	<b>21.9%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.9%</b>	<b>1.0%</b>	<b>22.2%</b>	<b>22.2%</b>	<b>22.2%</b>	
<i>Operasyonel Vergiler</i>	- 8.3	- 0.1	- 0.5	- 0.7	- 0.8	- 0.9	- 0.9	- 22.8	- 23.5	- 24.0	
<i>Amortisman</i>	- 1.8	- 3.3	- 9.6	- 10.3	- 11.1	- 12.0	- 12.9	- 13.9	- 14.3	- 14.6	
<b>Net Yatırım Giderleri</b>	<b>- 5</b>	<b>- 75</b>	<b>- 7</b>	<b>- 8</b>	<b>- 9</b>	<b>- 9</b>	<b>- 10</b>	<b>- 10</b>	<b>- 11</b>	<b>- 11</b>	
<i>Yatırım/Satış</i>	1.4%	17.0%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	
<i>Yatırım/Amortisman</i>	3.0	22.5	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	
<i>İşletme Sermayesi Değişimi</i>	15	- 11	- 18	- 14	- 8	- 8	- 9	- 8	- 8	- 9	
<b>Kaldıraçsız Nakit Akımı</b>	<b>26</b>	<b>- 39</b>	<b>44</b>	<b>68</b>	<b>81</b>	<b>86</b>	<b>92</b>	<b>75</b>	<b>78</b>	<b>79</b>	<b>1,120</b>
<i>Değişim</i>				55.8%	17.8%	7.2%	7.0%	-18.6%	3.0%	2.0%	2.0%
<b>AOSM</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>	<b>9.2%</b>
<b>İndirgenmiş Nakit Akımı</b>	<b>26</b>	<b>-37</b>	<b>37</b>	<b>52</b>	<b>56</b>	<b>54</b>	<b>53</b>	<b>39</b>	<b>37</b>	<b>35</b>	<b>469</b>

<b>Firma Değeri</b>	<b>821</b>
Uç Değer Payı	57.1%
Uç Değer Büyüme	2%
Uç Değer Çıkış Çarpanı	9.1
<b>Net Borç</b>	<b>143</b>
<b>Piyasa Değeri (30/09/2024)</b>	<b>678</b>
<b>Piyasa Değeri (02/01/2024)</b>	<b>701</b>
Hisse Sayısı (mn lot)	1000
<b>Hedef Hisse Fiyatı (ABD Doları)</b>	<b>0.7</b>

Kaynak: İnfö Yatırım

- Değerleme çalışmasında AOSM hesaplamasında risksiz faiz oranı 2024-2033 yılları arasında 2034 vadeli Eurobond'un kapanış fiyatı %6,96 olmasına istinaden ilk yıl %8 olarak ele alınmış ve ilgili dönem sonuna kadar Türkiye'deki makro ekonomik açıdan gerçekleşen pozitif gelişmeler ve yurtdışında gerçekleşmesi beklenen faiz indirimleri ışığında %7 seviyesine gerileyeceği öngörülmüştür.
- Piyasa risk primi %5,5 olarak sabit tutulmuş ve 1,0x beta katsayısı kullanılarak 2024 yılı için AOSM %10,9 olarak hesaplanırken sonraki yıllarda da kademeli düşüş ile dönem sonunda %9,2 seviyesine gerilemesi beklenmektedir.

AOSM	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
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	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
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>
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>

Kaynak: İfo Yatırım

### Çarpan Analizine ilişkin;

- Çarpan analizinde yurt içi BIST Endeksi içerisindeki Şirketlerden oluşturulan Örneklem ile yurt dışı benzer şirketler eşit şekilde ağırlıklandırılarak FD/FAVÖK çarpanı üzerinden gerçekleştirilmiştir.
- Yurt içi benzer şirketlerle yapılan değerlemede BIST Gıda Endeksi Şirketleri için 9,9x FD/FAVÖK değeri ve yurt dışı benzer şirketleri üzerinden yapılan değerlemede 12,5x FD/FAVÖK çarpanı elde edilmiştir.

Piyasa Çarpanları Analizi	FD/FAVÖK	Ağırlık	Özsermaye Değeri	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (mn ABD Doları)
BIST Gıda Endeksi Şirketleri Örneklemi	9.9	50%	464	232
Yurt Dışı Benzer Şirketleri	12.5	50%	623	312
<b>Özsermaye Değeri</b>				<b>543.5</b>

Kaynak: İfo Yatırım

- Çarpan analizi sonucu 543,5 milyon ABD Doları ağırlıklı özsermaye değerine ulaşılmıştır.

### Değerleme Sonuçları

- Değerleme çalışmasında İNA Analizine %50 ve Çarpan Analizine %50 oranda ağırlık verilmiştir.
- Buna göre 622 milyon ABD Doları halka arz öncesi piyasa değerine ulaşılmış ve halka arz öncesi özsermaye değerine %20,0 oranında halka arz iskontosu uygulanmıştır. Daha sonra 02/01/2025 tarihli USDTRY döviz kuru üzerinden TL cinsine çevrilmiş ve 17.567 milyon TL nihai değere ulaşılmıştır.
- Böylelikle hisse başına fiyat 17,57 TL olarak hesaplanmıştır.

Özsermaye Değeri (mn ABD Doları)	Özkaynak Değeri	Ağırlık	Ağırlıklı Piyasa Değeri (mn ABD Doları)
İNA	701	50%	350
Çarpan Analizi	544	50%	272
İskontosuz Özsermaye Değeri			622
<b>İskontolu Özsermaye Değeri (%20 İskonto)</b>			<b>498</b>
<b>Nihai Değer (mn TL)</b>			<b>17,567</b>
<b>Hisse Fiyatı (TL)</b>			<b>17.57</b>

Kaynak: İfo Yatırım

### 3. Değerleme Hakkında Nihai Görüşümüz

Fiyat Tespit Raporu'nda verilen şirket ve finansal bilgilerinin yeterli olduğunu düşünüyoruz. Değerleme sonucu bulunan firma değerine uygulanan %20 halka arz iskontosunu makul buluyoruz. Belirlenen değerlendirme yöntemleri ve ilgili varsayımlar dikkate alındığında 17,57 TL olarak belirlenen halka arz fiyatının da makul olduğu düşünülmektedir. Değerlemeyle ilgili ek görüşlerimiz aşağıdaki gibi özetlenmiştir:

- Genel itibarıyla İNA analizlerinde yer alan bilgilerin yeterince detaylı ve anlaşılabilir olduğunu düşünüyoruz.
- AOSM'nin 2024 yılında %10,9 bulunmasını ve izleyen yıllarda kademeli şekilde azalan bir trend izlemesi varsayımını makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde yurt içi ve yurt dışı benzerler örneklemelerini doğru buluyoruz.

İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından gerçekleştirilen değerlendirme çalışmasında kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmaları dikkate alarak yaptığımız incelemeler sonucunda, belirlenen 17,57 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varmış bulunmaktayız.