

Balsu Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme ve Analiz Raporu**1- Amaç**

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği’nin 29. maddesine istinaden, **A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.** tarafından, İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin (“İfo Yatırım”) **Balsu Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.** (“Şirket” veya “İhraççı”) için 09.01.2025 tarihinde hazırladığı ve 07.02.2025 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu’nda ilan ettiği Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Bu raporda bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2- Halka Arz Bilgileri

İhraççı	Balsu Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Halka Arz Eden Pay Sahibi	İhraççı
Halka Arz Öncesinde Çıkarılmış Sermaye	1.000.000.000 TL
SPK Onay Tarihi	06.02.2025
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat İle Talep Toplama
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Talep Toplama Tarihleri	12-13-14/02/2025 (3 Gün)
Halka Arz Fiyatı	17,57 TL
Arz Edilecek Paylar (Nominal / Grubu)	278.500.000 TL / B Grubu - Sermaye Artışı: 112.000.000 TL - Ortak Satışı : 166.000.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa (Özsermaye) Değeri	622,2 Milyon ABD Doları
Halka Arz İskontosu	%20
Halka Arz İskontolu (Piyasa) Özsermaye Değeri	497,8 Milyon ABD Doları
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	1.112.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	%25,00
Ek Satış Tutarı (Nominal / Grubu)	Yoktur
Ek Satış Sonrası Halka Açıklık Oranı	%25,00
Halka Arz Büyüklüğü	4.884.460.000 TL
Borsa Kodu / Pazar	BALSU.E / Yıldız Pazar
Tahmini İşlem Görme Tarihi	20-21/02/2025
Fiyat İstikrarı / Aracı Kurum Adı	Planlanmaktadır. Payların borsada işlem görmeye başlamasından itibaren 15 gün süre ile fiyat istikrarı uygulanacaktır.
Ortaklardan Taahhüt /Teşvik	Şirket, halka arz edilen payların Borsa’da işlem görmeye başlamasından itibaren 1 yıl boyunca herhangi bedelli ve/veya bedelsiz sermaye artırımını yapmayacağını, bu şekilde dolaşımdaki pay miktarını artırmayacağını, yeni bir satış veya halka arz yapılmasına yönelik karar almayacağını, taahhüt etmiştir. Ortaklar, halka arz edilen payların Borsa’da işlem görmeye başlamasından itibaren 1 yıl boyunca herhangi bedelli ve/veya bedelsiz sermaye artırımını kararlarında olumlu oy kullanmayacağını sahip olunan ve halka arza konu olmayan Şirket paylarının dolaşımdaki pay miktarının artmasında yol açacak şekilde satışa ve/veya halka arza konu etmeyeceklerini taahhüt etmiştir.
Azami Talep Tutarı	Talep adetleri 1 adet ve katları şeklindedir. Kurul Karar Organı’nın i- SPK-128.21 (19/09/2024 tarihli ve 1508 s.k.) sayılı İlke Kararı gereği yatırımcı bazında talepte bulunabilecek pay tutarı, söz konusu yatırımcının dahil olduğu gruba tahsis edilen toplam pay tutarının dörtte birini geçemeyecektir.
Tahsisat	- Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar: %60

	- Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar: %20 - Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar: %20
Fon Kullanım Yeri	- Yatırımların finansmanı: %40 - İşletme Sermayesinin Güçlendirilmesi: %30 - Banka Kredi Geri Ödemesi: %30
Dağıtım Şekli	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar, Eşit Dağıtım Yöntemi kullanılacaktır. Yurt İçi Kurumsal ve Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılara Dağıtım: Herbir yurt içi kurumsal yatırımcıya verilecek pay miktarına Konsorsiyum Liderleri'nin önerileri de dikkate alınarak Şirket ve Halka Arz Eden Pay Sahibi tarafından karar verilecektir.

3- Şirket Hakkında Özet Bilgi

Balsu Gıda, 1979 yılında Hasan Cunejd Zapsu ve ailesi tarafından Almanya'da fındık ithalatıyla sektöre giriş yapmış, 1985'te Türkiye'de resmi olarak kurulmuştur. Sakarya, Hendek ve Ordu illerinde kurulu olan tesislerinde günlük 900 ton kapasiteyle fındık işleyen şirket, TİM'in 2023 yılı verilerine göre Türkiye'nin en büyük ikinci fındık ihracatçısıdır. 2023'te 3,06 milyar TL teşvik alarak fındık kabuğundan aktif karbon üretimine ve enerji üretimine yatırım yapmıştır. Ayrıca, Şili'de fındık tarımı ve işleme yatırımları bulunmaktadır.

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 almıştır. 2005 yılından bu yana "Balsu Gıda Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi" unvanı adı altında faaliyetlerini sürdürmektedir.

Şirket, Hendek tesisinde yaklaşık 700 ton, Ordu tesisinde ise yaklaşık 200 ton günlük kırma kapasitesine sahiptir. Natürel iç fındık, kavrulmuş iç fındık, fındık unu, granül fındık ve fındık ezmesi gibi bir ürün yelpazesi sunmaktadır. 2023 yılı itibarıyla yıllık toplam 45.150 ton satış hacmiyle Türkiye'nin iç fındık üretiminin %14'ünü gerçekleştirmiştir. 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.

Şirket, 2017 yılında kurulan Balsu Agro Chile SpA, Şili'de sürdürülebilir tarım ve fındık üretimi için ilk uluslararası yatırımı gerçekleştirmiştir. 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.

Mali Tablolar

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023, 30.09.2023 ve 30.09.2024 tarihleri itibarıyla gelir tablosu aşağıda yer almaktadır.

Kar / Zarar Tablosu (Milyon TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2023	30.09.2024
Net Satışlar	13.001.703.325	11.001.747.548	12.190.324.942	5.063.080.775	9.672.191.674
Brüt Kar	2.166.567.851	938.520.631	1.563.351.455	458.380.238	1.271.359.455
Esas Faaliyet Karı	2.053.067.351	560.198.490	1.212.099.231	250.054.793	882.997.806
Dönem Karı/Zararı	488.544.925	59.528.864	958.387.388	667.177.515	218.094.711

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 ve 30.09.2024 tarihleri itibarıyla bilançosu aşağıda yer almaktadır.

Seçilmiş Finansal Bilgiler Tablosu (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
Dönen Varlıklar	5.277.147.867	5.100.163.051	6.879.398.873	6.161.777.271
Duran Varlıklar	1.204.712.049	1.283.122.595	2.716.060.603	2.748.953.793
TOPLAM VARLIKLAR	6.481.859.916	6.383.285.646	9.595.459.476	8.910.731.064
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
TOPLAM KAYNAKLAR	6.481.859.916	6.383.285.646	9.595.459.476	8.910.731.064

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4- Halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı

Şirket'in halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda verilmektedir:

Pay Sahibi	Halka Arz Öncesi Hissedarlık Yapısı			Halka Arz Sonrası Hissedarlık Yapısı	
	Grubu	Tutarı (TL)	Oranı (%)	Tutar (TL)	Oranı (%)
CZ Holding A.Ş.	A	200.000.000	20,00	200.000.000	17,99
	B	800.000.000	80,00	634.000.000	57,01
Halka Açık	B	-	-	278.000.000	25,00
TOPLAM		1.000.000.000	100,00	1.112.000.000	100,00

Kaynak: İzahname

5- Değerleme Çalışması Hakkında

Şirket'in pay başına değeri tespit edilirken “Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)” ve “Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)” sonucunda bulunan özsermaye değerleri kullanılmıştır.

Şirket'in değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) ve Çarpan Analizi yöntemleri eşit ağırlıklandırılmış olup, Şirket'in ortalama halka arz öncesi özsermaye değeri 622,2 Milyon ABD Doları olarak hesaplanmıştır

Değerleme Özeti (Milyon ABD Doları)	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
İNA (ABD Doları)	543,5	50%	271,7
Çarpan Analizi (ABD Doları)	700,9	50%	350,5
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (ABD Doları)		100%	622,2
TCMB ABD Doları/TL Alış Kuru (02.01.2025)			35,29
Ödenmiş Sermaye (TL)			1.000
Halka Arz İskontosu			20%
İskontolu Pay Fiyatı (TL)			17,57

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

6- Genel Değerlendirme ve Sonuç:

Balsu Gıda'nın değerlemesinde Çarpan Analizi yöntemine %50, İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne %50 ağırlık verilerek Şirket'in halka arz öncesi özsermaye değeri 622,2 Milyon ABD Doları olarak tespit edilmiştir. Söz konusu değerlere %20 halka arz iskontosu uygulanıp 02.01.2025 tarihindeki TCMB ABD Dolar Kuru üzerinden TL'ye çevrildiğinde, Halka Arz Birim Pay Değeri 17,57 TL olarak hesaplanmıştır.

Sonuç olarak,

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgilerin yatırımcıya sunulduğu,
- Fiyat tespit raporunda Şirket değerlemesi için kullanılan hesaplamaların, kurumların genel değerlendirme ve değerlendirme yapımlarına olanak verecek ölçüde net ve anlaşılır şekilde verildiği,
- Sektör dinamikleri ve değişkenleri dikkate alındığında yurt içi ve yurt dışı çarpan analizinde kullanılan şirketlerin faaliyet konularının Şirket'in faaliyetleriyle uyumlu olduğu,
- Değerleme yöntemleri içerisinde Piyasa Çarpanları Yöntemine ek olarak İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi Yöntemine yer verilmiş olmasının özellikle operasyonel faaliyetlerin halka arz fiyat seviyesine olan etkisinin gözlenmesine katkı sağladığı,
- Çarpan analizinde FD/FAVÖK çarpanlarının kullanılmasının şirketin operasyonel faaliyetleri ile uyumlu olduğu,
- 2024 yılı için ABD doları bazında %10,9 olarak tahmin edilen, 2025-2032 yılları arasında kademeli düşüşle projeksiyon döneminin sonunda (2032) %9,2 oranında varsayılan AOSM'nin makul olduğu,

değerlendirilmektedir. Öte yandan,

- A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. olarak Fiyat Tespit Raporunda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıtmış olduğu varsayımı altında ayrıca mali ve hukuki bir inceleme yapmamış bulunuyoruz.

Özetle, %20 seviyesinde uygulanan iskonto oranıyla hisse başına pay fiyatı 17,57 TL olarak hesaplanmıştır.

ÇEKİNCE

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır.

Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu raporda yer alan bilgiler A1 CAPITAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan A1 CAPITAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle A1 CAPITAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer GÜLER HOLDİNG Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir.

A1 CAPITAL Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle A1 CAPITAL Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.