

Şirket Ziyaret Raporu

18 Eylül 2025

Geçtiğimiz hafta Balsu Gıda yönetimiyle bir toplantı gerçekleştirdik. Balsu Gıda, 1979 yılında kurulmuş olup günümüzde Ordu ve Hendek tesisleriyle 100 bin ton kabuklu fındık işleme kapasitesiyle Türkiye'nin en büyük, dünyanın ise ikinci en büyük fındık şirketidir. Şirket, hisse başına 17,57 TL fiyatla, toplam 17.567mn TL (498 mn US\$) piyasa değeri üzerinden 20/02/2025 tarihinde borsada işlem görmeye başlamıştır. Kuraklık ve donun etkisiyle hızla artan fındık fiyatlarının 4Ç25 ve 1Ç26 karlılıklarına olumlu yansımaları bekliyoruz, ayrıca uzun dönemde Şili fındık yatırımı ve aktif karbon yatırımının olumlu katkı yaratmasını bekliyoruz (Detaylar 2. sayfada). Değerleme tarafındaysa halka arz dönemindeki çarpanlar 10,5x FD/FAVÖK ve 55,3x F/K seviyelerindeyken, cari piyasa değeri olan 630mn US\$ üzerinden son 12 aylık finansallara göre F/K 68x ve FD/FAVÖK 15x'tir.

2025 fındık sektörü için olağanüstü bir yıl... Türkiye, küresel fındık üretiminde açık ara lider konumda olup, dünya üretiminin %60-75'ini sağlamaktadır. 2025/2026 sezonunda üretim 453bin ton seviyesinde gerçekleşirken, iç fındık üretiminin son beş yıllık ortalaması 695bin ton olarak kaydedilmiştir. Fındık ihracatı 2024 yılında 2,6milyar US\$ seviyesinde gerçekleşmiş, ancak 2025'in ilk sekiz ayında y/y bazda %5 azalarak 1,5 milyar US\$ olarak gerçekleşmiştir. Balsu Gıda, 100bin ton kabuklu ve 50bin ton iç fındık işleme kapasitesi ile Türkiye iç fındık üretiminin yaklaşık %13'üne denk gelen bir paya sahiptir. Fındıkların yaklaşık %85-90'ı başta çikolata ve şekerleme olmak üzere sanayi üretiminde kullanılmakta olup, bu durum fındığı küresel gıda endüstrisi için kritik bir girdi haline getirmektedir. Türkiye'de fındık fiyatları yıllık olarak TMO tarafından açıklanmaktadır. Normal koşullarda piyasa fiyatları TMO'nun referans seviyelerine yakın seyretmekteyken, **2025 Nisan ayında yaşanan don felaketi ve kuraklık nedeniyle piyasa fiyatları 300TL seviyelerine yükselmiş ve TMO'nun açıkladığı 190TL seviyesinin oldukça üzerine çıkmıştır.**

Yüksek fındık fiyatları uzun vadede sürdürülebilir görünmüyor... Fiyatlardaki yüksek oynaklık nedeniyle öngöründe bulunmak oldukça zor olmakla birlikte, önümüzdeki 2-3 yıl içerisinde yükselen fındık fiyatlarının gerilemesi muhtemel görünüyor. Yaklaşık her on yılda bir istatistiksel olarak görülen şiddetli don ve ek olarak kuraklık, 2025 sezonunun başlangıcında zorlu koşullar yaratmıştır. Nisan ayında yaşanan don felaketi, Batı Karadeniz'de kuraklık ve yüksek sıcaklıklarla birleşerek yaklaşık 300bin tonluk ciddi üretim kayıplarına yol açarak üretim 450bin tona gerilemiş. Kuraklıkta iç fındık verim oranlarını %50'den %40 seviyelerine düşmüştür. Bu arz kaynaklı kıtlık fiyatları doğrudan etkilemiş, düşük stok seviyeleri ise fiyatlardaki sert artışı daha da hızlandırmıştır. Geçen yıl 125TL/kg seviyesinde olan kabuklu fındık fiyatları bu sezon 320TL/kg'ye yükselmiştir. Piyasada 260TL'den başlayan fiyatlar, üreticinin stoklama davranışları da nedeniyle 3 hafta içinde %30 artış göstererek 300TL'yi aşmıştır. Küresel ölçekte yemiş arzında yaklaşık %20'lik düşüş olduğu tahmin edilmektedir. Fındık, ikame ürünlere kıyasla talep esnekliğinin görece düşük olması nedeniyle sanayi talebi ciddi şekilde azalmamış, bu durum arz kıtlığının fiyatlar üzerindeki etkisini daha da güçlendirmiştir.

Lütfen raporun sonundaki yasal uyarıları göz önünde bulundurunuz.

Öneri Yok

Şirket Raporu

Hisse Bilgileri

Sektör	GIDA
Bloomberg / Reuters Kodu	BALSU.TI / BALSU.IS
Fiyat (TL/hisse)	24,10
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	13,80-27,64
Piyasa Değeri (milyon TL)	26.799
Firma Değeri (milyon TL)	76.918
Fili Dolaşım PD (milyon TL)	6.700
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	1.112
Dolaşımdaki Paylar	%25
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	11,60
3 Ay Önce	9,75

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	8.773	11.512	14.683	17.153
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	200.942	286.425	339.846	347.783

Fiyat Aralığı (TL/hisse)	21,70-24,28	21,70-27,64	18,15-27,64	13,80-27,64
--------------------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	-%3	%17	%40	n.a.
BIST-100'e Göre Rölatif Getiri	-%5	-%2	%36	n.a.

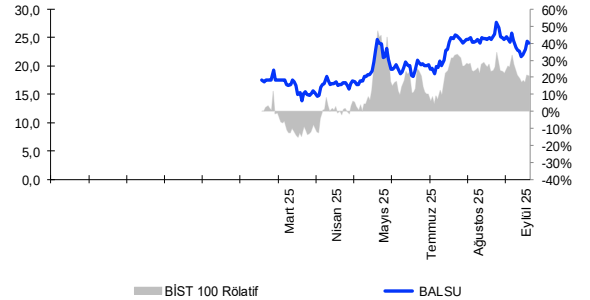
Ortaklık Yapısı	Sermayedeki Payı (%)
CZ HOLDİNG ANONİM ŞİRKETİ	75,00
HEDEF PORTFÖY ÇINAR HİSSE SENEDİ SERBEST (TL) FON (HİSSE)	8,68
Others	16,32

Şirket Özeti

BALSU GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş. fındık, çikolata, şekerleme dahil her türlü gıda maddelerinin üretimi ve ticareti faaliyetlerinde bulunmak amacıyla kurulmuş olup; Şirket'in ana faaliyet konusu kabuklu ve iç fındık alımı ve iç ve kabuklu olarak satılması, kabuklu fındığın kırılması, temizlenmesi, büyüklüğüne göre kalibre edilmesi, değişik ihtiyaçlara göre ambalajlanması ya da ısı ve farklı fiziksel işlemlerle işlenerek yarı mamul olarak fındık kullanılan gıda sanayiine satışlarıdır.

Hisse Performansı

Kaynak: Gedik Yatırım



* 17/09/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Berk Berensel

Uzman Yardımcısı

berk.berensel@gedik.com

+90 216 453 00 00

Umut Öztürk

Müdür

umut.ozturk@gedik.com

+90 212 385 42 00

Balsu Gıda

Balsu Gıda, Türkiye'nin ilk halka açık fındık şirketi olup, 100 bin ton kabuklu ve 50 bin ton iç fındık işleme kapasitesiyle sektörde Türkiye'nin en büyük, dünyanın ise ikinci büyük oyuncusudur. Şirketin Ordu ve Hendek'te üretim tesisleri bulunmakta olup, başta global çikolata üreticileri olmak üzere geniş bir müşteri portföyüne hizmet vermektedir. Hasat dönemi sezonsallık kaynaklı finansal sonuçlar, Temmuz–Haziran özel hesap döneminde raporlanmaktadır. 30.06.2025 itibarıyla son 12 aylık net satışlar, yıllık bazda %14 daralarak 17 milyar TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Geçtiğimiz yıl %51 olan ihracat oranı, bu sene %43'e düşmüştür. İhracatın büyük kısmı Avrupa'ya yapılmakta olup, başlıca ülkeler Lüksemburg, Almanya, Polonya ve Avusturya'dır. FAVÖK tarafında ise y/y bazda %10 daralarak 1.9 milyar TL olurken, geçen sene %10.5 FAVÖK marjı bu sene %11.1 seviyesine iyileşti. Şirket, bu yıl Nisan ayında yaşanan don felaketini önceden tahmin ederek stoklarını 6,2 milyar TL seviyesine yükseltmiştir. Ancak, yüksek stok nedeniyle artan işletme sermayesi, nakit akışını olumsuz etkilemiştir. Stokların finansmanı nedeniyle net borç, bir önceki çeyreğe göre %32 artarak 7,6 milyar TL'ye yükselmiştir. Yüksek stokların nakit akışına ve net borca negatif etkisine rağmen, 2025/4Ç ve 2026/1Ç finansallarında artan fındık fiyatları kaynaklı faaliyet karlılığına olumlu etkisini görmeyi bekliyoruz. Aynı zamanda şirketin, bu zorlu koşullarda yüksek stoğu sayesinde müşterilerine ürün tedariki anlamında görece daha az sıkıntı yaşayacak olması, önümüzdeki dönemlerde Balsu'yu güvenilir bir tedarikçi olarak öne çıkarabilir.

Yatırımlar

Şirket, büyüme stratejisinde hem coğrafi çeşitliliğe hem de sürdürülebilirliğe odaklanmaktadır. Bu doğrultuda iki önemli yatırımı bulunmaktadır:

1)Şili Yatırımı: Şili'de kurulan yeni entegre tesisin 13 milyon ABD doları yatırımla 2026 yılı ikinci çeyreğinde devreye alınmasıyla 20 bin ton ek kapasite sağlanması planlanmaktadır. Bu yatırım, farklı hasat dönemlerinden yararlanarak yıl boyu üretim avantajı sağlayacak, sezonsallığın etkisini azaltacak ve konsolide FAVÖK'e yaklaşık 3 mn US\$ katkı yapması beklenmektedir.

2)Hendex Aktif Karbon Yatırımı: Fındık kabuğundan aktif karbon üretim tesisi ile atıkların katma değerli ürüne dönüştürülmesi hedeflenmektedir. Fındık işleme sürecinde ortaya çıkan kabuklar bu süreçte aktif karbona dönüştürülecektir. Aktif karbon, yapısı gereği filtreleme elemanı olarak birçok sektörde kullanılmaktadır. Türkiye'nin aktif karbonda dışa bağımlılığını azaltacak olması nedeniyle şirket yatırım teşviği almış olup, fiyat tespit raporundaki varsayımlara göre 2031 yılına kadar konsolide efektif vergi oranının %1'in altında olması öngörülmektedir. Kabuğun kilogram fiyatı yaklaşık 0,12 US\$ iken, aktif karbonun piyasa fiyatı 3 US\$ seviyesindedir. Her ne kadar aktif karbon üretiminde %80 kayıp oluşsa da, bu süreçte enerji üretiminin sağlanmasıyla yatırım oldukça katma değerli olarak değerlendirilmektedir. Aktif karbon için bugüne kadar 10 mn US\$ yatırım yapılmış olup, toplamda 57 mn US\$ yatırım planlanmaktadır. Halka arz fiyat tespit raporundaki beklentilere göre FAVÖK katkısı şu şekilde öngörülmektedir: 2025 – 4 mn US\$, 2026 – 21 mn US\$ ve 2027 – 40 mn US\$. Şirketin mevcutta 45–50 mn US\$ FAVÖK yarattığı sağladığını düşünürsek, bu yatırımın şirketin karlılığına olumlu katkı yapması beklenmektedir.

Finansallar & Rasyolar

Gelir Tablosu (milyon TL)	01.07-30.06.2023	01.07-30.06.2024	01.07-30.06.2025
Net Satışlar	12.346	20.269	17.393
Satışların Maliyeti	-11.178	-17.405	-14.703
Brüt Kar	1.168	2.864	2.690
Faaliyet Giderleri	-768	-859	-895
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	148	-18	124
Faaliyet Karı	547	1.987	1.919
Diğer Faaliyet Dışı Gelirler, net	-11	11	73
Parasal Kazanç/Kayıp, net	228	1.315	1.085
Finansal Gelirler / Giderler	-884	-2.175	-2.404
Vergi Öncesi Kar	-120	1.138	673
Vergi Gideri (-)	-48	404	-198
Net Kar	-168	1.542	475
Azınlık Payları	0	0	0
Ana Ortaklık Net Dönem Karı	-168	1.542	475
Hisse Başı Kar	-0,2	1,4	0,4

Amortisman	184	127	130
FAVÖK	584	2.132	1.925

Bilanço (milyon TL)	01.07-30.06.2023	01.07-30.06.2024	01.07-30.06.2025
Nakit ve Nakit Benzerleri	504	490	523
Ticari Alacaklar	649	1.234	3.565
Stoklar	2.473	3.302	6.193
Maddi Duran Varlıklar	1.555	1.997	2.688
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	55	38	20
Diğer Varlıklar	616	970	1.493
Toplam Varlıklar	5.852	8.031	14.481
Kısa Vadeli Borçlar	3.945	3.954	7.295
Ticari Borçlar	831	1.398	999
Uzun Vadeli Borçlar	268	401	1.162
Diğer Yükümlülükler	535	501	753
Toplam Yükümlülükler	5.579	6.254	10.209
Azınlık Payları	0	0	0
Özkaynaklar	273	1.776	4.272
Net Borç / (Nakit)	3.656	3.830	7.622

Büyüme	01.07-30.06.2023	01.07-30.06.2024	01.07-30.06.2025
Net Satışlar		64%	-14%
FAVÖK		265%	-10%
Net Kar		-1016%	-69%

Rasyolar	01.07-30.06.2023	01.07-30.06.2024	01.07-30.06.2025
ROE	-62%	87%	11%
FAVÖK Marjı	4,7%	10,5%	11,1%
Net Kar Marjı	-1%	8%	3%
Net Borç/FAVÖK	6,26	1,80	3,96
KV Borç/Toplam Borç	94%	91%	86%
Özkaynaklar/Toplam Varlıklar	5%	22%	29%
Cari Oran	1,03	1,11	0,99

Kaynak: Şirket Finansalları, Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.