

Balsu Gıda

24/12/2025

İzleme Listesine Ekleme

Kabuğunu Kırmaya Hazırlanıyor

Balsu Gıda'yı AL tavsiyesi ve hisse başına 27,1 TL 12 aylık hedef fiyat ile araştırma kapsamımıza alıyoruz. Hisse, fiyat hedefimize göre yüzde %58 yükseliş potansiyeli sunuyor. Değerlememiz, şirketin geleneksel bir fındık işleyicisinden aktif karbon ve Şili operasyonlarıyla çok segmentli bir platform yapısına dönüşümünü yansıtırken, 2027T için ima edilen 9,4x FD/FAVÖK çarpanına işaret etmektedir.

FAVÖK'ün 2025 döneminde stoklardan elde edilecek satış kazançları sayesinde yükselmesi beklenmektedir. Şirket, kuraklık ve don nedeniyle daralan hasat döneminde fiyatların hızla arttığı, 2025 mali yılına önceden biriktirdiği düşük maliyetli stoklarla girdi. Bu stokların satışa dönmesiyle raporlanan kârlılığın geçici olarak tarihsel seviyelerin üzerine çıkması öngörülmektedir. Bu durum 2025 FAVÖK'ünde anlamlı bir artış yaratırken nakit akışını da desteklemektedir. Etki tek seferliktir. 2026'da stok etkisi terse dönebileceğinden marjlarda olası gerileme operasyonel bir bozulma değil teknik bir düzeltme kaynaklı olacaktır.

2026 sonrası dönemde normalleşen FAVÖK, aktif karbon ve Şili katkısıyla yapısal olarak daha yüksek bir seviyeye yerleşmektedir. 2026 sonrası dönemde FAVÖK, stok etkisinden arındıktan sonra aktif karbon ve Şili katkısıyla yapısal olarak daha yüksek bir seviyeye yerleşmektedir. 2024'te 1,9 milyar TL olan FAVÖK'ün 2025'te 5,76 milyar TL'ye yükselmesi ağırlıklı olarak stok kaynaklıyken, 2026'da 2,93 milyar TL seviyesine gerilemesi fiyat normalleşmesinin satışlara yansımalarının doğal bir sonucudur. Kârlılıkta gerçek ve sürdürülebilir normalleşmenin 2027'de ortaya çıkmasını bekliyoruz. Bu aşamada fiyat istikrarı, hacim artışı ve aktif karbonun katkısıyla FAVÖK'ün 5,10 milyar TL'ye yükselmesini öngörüyoruz. Aktif karbonun FAVÖK marjına 2026'da yaklaşık 1,7 puan, 2027'de 2,8 puan katkı sağlaması gelir tabanını güçlendirmektedir. Bu birleşik etki, uzun vadeli FAVÖK marjını %12-13 bandının üzerine taşıyarak emtia döngülerine duyarlılığı azaltmaktadır.

Çift yarım küre tedarik modeli arz riskini azaltmakta ve hacim görünülüğünü güçlendirmektedir. Türkiye'deki fındık arzı don, kuraklık ve bölgesel değişkenliklere karşı hassastır. Şili'nin ikinci bir kaynak olarak eklenmesi farklı mevsimsel hammadde erişimi sağlayarak tedariği dengeleyecektir. 2025T'de toplam satış hacmi 44,2 bin ton olup Global Ticaret'in payı yüzde 10 iken Şili henüz katkı sağlamamaktadır. 2026T'de toplam hacmin 60,3 bin tona yükselmesi, Şili'nin yüzde 7 ve Global Ticaret'in yüzde 9 pay alması beklenmektedir. 2027T'de hacmin 64,1 bin tona ulaşması ve her iki kaynağın da yüzde 9 katkı sunması öngörülmektedir. Bu çeşitlendirilmiş yapı üretim planlamasını iyileştirmekte, müşteri güvenilirliğini artırmakta ve tek bölgeye bağılılıktan kaynaklanan oynaklığı azaltmaktadır. Çoklu kaynak modelinin kapasite kullanım oranlarını daha istikrarlı hale getirerek çok uluslu alıcılar nezdinde görünülüğü güçlendirmesini bekliyoruz.

Başlıca riskler şunlardır: (i) aktif karbon ticari üretiminin devreye alınmasında yaşanabilecek gecikmeler ve/veya beklenen karlılık düzeylerini yakalayamaması (ii) Türkiye'nin fındık yetiştirme bölgelerinde iklimle bağlı rekolte kayıpları, (iii) fındık fiyatlarında hızlı düşüşlerin stoktan satış kayıplarına yol açması.

Lütfen son sayfada yer alan önemli yasal uyarıya bakınız.

AL

Yükselme Potansiyeli 58%

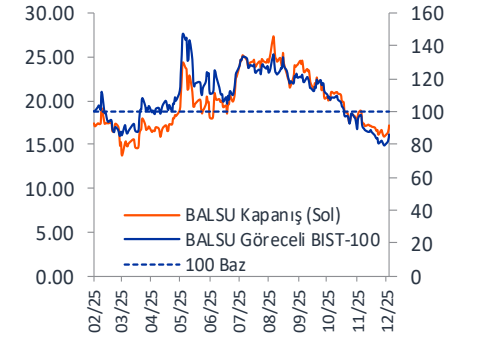
Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	16.37
12 Aylık Hedef Fiyat*	27.14
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	-
Piyasa Değeri (mn)	18,203
Halka Açık PD (mn)	4,096
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	320.7
Hisse sayısı (Adet mn)	1,112
Takas Saklama Oranı (%)	23
Yabancı Oranı (%)	15

*Güncelleme tarihi: 24/12/2025

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yıllık	12 Ay
TL	-7.4	0.0	0.0
ABD \$	-8.4	0.0	0.0
BIST-100 Relatif	-10.4	0.0	0.0

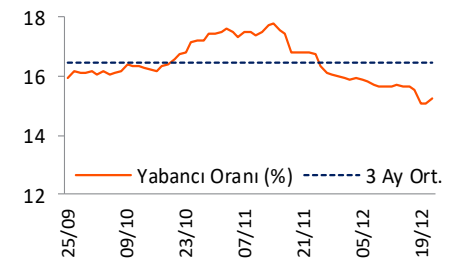
Çarpanlar (\$)	2024	2025	2026
F/K	34.4	7.4	14.6
PD/DD	4.1	2.4	2.3
FD/FAVÖK	13.4	4.0	9.3

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 17.13 17.13

Yabancı Oranı (%) Cari (%) 15.08



Balsu Gıda

Faaliyet Konusu	Ortaklık Yapısı (%)
Şirket fındık ve türevlerinin üretimi, işleme ve ihracatı ile uğraşmaktadır.	Bg Holding A.Ş. 75
	Diğer 17.94
	Hedef Portföy Çınar Hisse Senedi Serbest (TI) Fon 7.06

Gelir Tablosu (m n ₺)	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T	Bilanço (m n ₺)	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T
Net Satış Gelirleri	20.269	17.393	29.899	37.275	43.007	Dönen Varlıklar	5.296	11.150	10.207	13.537	14.949
Brüt Kar (Zarar)	2.864	2.690	6.799	4.123	6.660	Nakit ve Nakit Benzerleri	490	523	831	1.054	1.217
Operasyonel Giderler	859	895	1.160	1.624	2.040	Ticari Alacaklar	1.234	3.565	2.351	2.983	3.446
Esas Faaliyet Karı	2.005	1.796	5.640	2.499	4.620	Stoklar	3.302	6.193	6.131	8.491	9.232
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	-18	124	54	44	44	Diğer Dönen Varlıklar	235	558	895	1.009	1.054
Net Finansman Gelir (Gideri)	-860	-1.320	-2.901	-1.094	-1.333	Duran Varlıklar	2.735	3.330	6.788	7.795	9.075
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	1.138	673	2.792	1.452	3.333	Özkaynak Yönt. Değ. Yat.	0	0	0	0	0
Vergi Giderleri (Gelirleri)	-404	198	419	22	50	Maddi Duran Varlıklar	2.003	2.696	6.504	7.609	8.885
Net Kar	1.542	475	2.373	1.430	3.283	Maddi Olmayan Duran Varlıklar	38	20	70	81	106
Düzeltilmiş Net Kar	1.542	475	2.373	1.430	3.283	Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	694	615	215	105	85
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	2.717	1.267	5.555	2.462	4.550	Toplam Varlıklar	8.031	14.481	16.996	21.332	24.025
FAVÖK	2.132	1.925	5.760	2.931	5.099	Kısa Vadeli Yükümlülükler	5.420	8.538	7.498	10.207	8.431
Büyümler & Opr. Perf.	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T	Finansal Borçlar	3.957	7.299	5.017	6.582	4.455
Büyümler						Ticari Borçlar	1.398	999	2.169	3.170	3.479
Net Satışlar	-	-14,2%	71,9%	24,7%	15,4%	Diğer Kısa Vadeli Yükümlülük	65	240	312	456	500
Faaliyet Karı	-	-10%	214%	-56%	85%	Uzun Vadeli Yükümlülük	834	1.671	2.231	2.188	2.459
FAVÖK	-	-10%	199%	-49%	74%	Finansal Borçlar	401	1.162	1.260	956	1.035
Net Kar	-	-69%	400%	-40%	130%	Diğer Uzun Vadeli Yükümlülük	433	509	971	1.232	1.424
Operasyonel Performans						Özkaynaklar	1.776	4.272	7.266	8.936	13.135
Brüt Marj	14,1%	15,5%	22,7%	11,1%	15,5%	Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	1.776	4.272	7.266	8.936	13.135
Faaliyet Kar Marjı	9,9%	10,3%	18,9%	6,7%	10,7%	Rezerv ve Diğer Kalemler	158	819	1.417	3.522	5.295
FAVÖK Marjı	10,5%	11,1%	19,3%	7,9%	11,9%	Dönem Net Karı (Zararı)	1.542	475	2.373	1.429	3.278
Efektif Vergi Oranı	35,5%	-29,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Net Kar Marjı	7,6%	2,7%	7,9%	3,8%	7,6%	Toplam Kaynaklar	8.031	14.481	16.996	21.332	24.025
Özkaynak Karlılığı	-	15,7%	41,1%	17,7%	29,8%	Nakit Akım (m n ₺)	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T
Aktif Karlılığı	-	4,2%	15,1%	7,5%	14,5%	İşletme Faal. Kay. Net Naki	657	-4.875	5.179	541	3.984
Yatırım Sermayesi Karlılığı	-	a.d	a.d	a.d	a.d	Düzeltilme Öncesi Kar	1.542	475	2.373	1.430	3.283
Operasyonel Nakit Akışı / Satı	3,2%	-28,0%	17,3%	1,5%	9,3%	Amortisman & İtfa Payları	127	130	120	432	479
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	0,8%	-34,2%	15,4%	1,2%	8,9%	İşletme Sermayesindeki Değ.	-848	-5.802	4.781	-635	766
Rasyo Analizi	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T	Diğer Faaliyetlerden Nakit Akı	-164	322	-2.095	-700	-625
Düzeltilmiş F / K (x)	7,7	34,4	7,4	14,6	7,5	Yatırım Faal. Kay. Nakit	-491	-1.077	-583	-72	-92
FD / FAVÖK (x)	8,8	13,4	4,0	9,3	6,2	Sabit Sermaye Yatırımları	-511	-800	-4.083	-504	-646
FD / Satışlar (x)	0,9	1,5	0,8	0,7	0,7	Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	19	-277	3500	432	554
PD / Defter Değeri (x)	8,2	4,1	2,4	2,3	1,9	Serbest Nakit Akım	165	-5.951	4.596	455	3.811
Hisse Başı Kazanç (₺)	20,14	0,43	2,13	1,29	2,95	Finansman Faal. Kay.Nakit	160	6.029	-4.663	-662	-3.434
Hisse Başı Temettü (₺)	2,55	0,88	0,53	1,21	1,35	Finansal Borçlardaki Değişim	140	4.103	-2.184	1.261	-2.048
Temettü Verimi	0,4%	1,2%	0,8%	5,7%	5,5%	Temettü Ödemeleri	0	0	-222	-1.083	-648
Net Borç / Nakit (m n ₺)	3.834	7.626	5.447	6.485	4.273	Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	0	-52	-2258	-841	-738
Net Borç / FAVÖK (x)	1,80	3,96	0,95	2,21	0,84	Net Nakit Değişimi	325	78	-67	-207	377
Net Borç / Özsermaye (x)	2,16	1,79	0,75	0,73	0,33						
Kaynak: İş Yatırım											

Önemli not: Finansal tahminlerimiz enflasyon muhasebesi kapsamında hazırlanmış olup, her yıl kendi mali yıl sonu satın alma gücünü yansıtmaktadır. Karşılaştırılabilirlik amacıyla 2023 ve 2024 geçmiş mali yıl verileri 2024 mali yıl sonu satın alma gücüne göre düzeltilmiştir. Ayrıca, finansal projeksiyonlar şirketin mali yılı esas alınarak oluşturulmuş olup, şirketin 2025 mali yılına 2025 yılı ikinci çeyrek takvim döneminde geçmesi nedeniyle raporda yer alan 2025 ve sonrası beklentiler ilgili mali yıl dönemlerini ifade etmektedir.

Yatırım Teması

Balsu Gıda'yı araştırma kapsamımıza alıyor ve AL tavsiyesi ile 27,1 TL hedef fiyat belirliyoruz; hedef değerimiz yüzde 58'lik bir yukarı yönlü potansiyele işaret ediyor. Değerlememiz, Balsu'nun geleneksel bir fındık işleyicisinden çok segmentli bir platform yapısına geçişini ve bunun sonucunda kar marjlarında belirgin iyileşmeyi yansıtıyor. Bu dönüşüm, aktif karbon tesisinin devreye girmesi, Şili'nin ikinci kaynak olarak sisteme eklenmesi ve 2025'teki tek seferlik stok kazançlarının ardından daha dayanıklı ve öngörülebilir bir kârlılık yapısının oluşmasıyla destekleniyor. Şirket için doğrudan birebir benzer bulunmuyor; Balsu, geniş ölçekli fındık işleme operasyonunu kendi kabuk yan ürününden elde edilen dikey entegre aktif karbon üretimi ile bir araya getiren benzersiz bir modele sahip. Karşılaştırma için iki emsal grubu kullanıyoruz. Kuzey Amerika şekerleme şirketleri 2026T FAVÖK çarpanı olarak medyan 8,7x seviyesinden, aktif karbon üreticileri ise medyan 5,9x seviyesinden işlem görüyor. Hisse şu anda ima edilen 2027T FAVÖK çarpanı olarak 9,4 seviyesinde. Balsu'nun her iki segmenti barındıran hibrit yapısı, uzun vadede daha görünür FAVÖK üretimi, tedarik çeşitliliği ve katma değerli segmentlerden giderek artan katkı dikkate alındığında, mevcut değerlemesi oldukça cazip durmakta.

Balsu'nun orta vadeli görünümü, istikrarlı temel faaliyetler, aktif karbon ile artan katma değeri ve genişleyen küresel ayak izi tarafından şekilleniyor.

Tarihsel hacimler fındıkta 2023'te 54,5 bin ton, 2024'te ise 53,0 bin ton olarak gerçekleşti. 2025 için beklentimiz 44,2 bin ton olurken, 2026'da 60,3 bin ton, 2027'de ise 64,1 bin ton seviyelerine ulaşılmasını öngörüyoruz. Bu projeksiyonlar hem sektörün yakın dönem koşullarını hem de şirketin operasyonel kapasitesini yansıtıyor. Orta vadeli büyümenin hammadde bulunabilirliği, müşteri talebi ve çeşitlendirme adımlarının kademeli katkısıyla desteklenmesini bekliyoruz.

Finansal görünüm, tahmin döneminde yeni ürünler ve 2025'teki yüksek stok değerlerinin yarattığı istisnai etki sayesinde belirgin bir marj genişlemesine işaret ediyor.

Satışlar 2024'te 17,4 milyar TL seviyesinde gerçekleşti; 2025'te yaklaşık 29,9 milyar TL'ye, 2026'da 37,3 milyar TL'ye ve 2027'de 43,0 milyar TL'ye yükselmesini bekliyoruz. Brüt kârın 2025'te 7,9 milyar TL'ye ulaşması öngörüldüğü; bunun bir bölümü, önceki dönemlerde düşük maliyetle biriken stokların mevcut fiyat ortamında satışa dönmesinden kaynaklanıyor. Stok etkisi FAVÖK'te geçici bir sıçrama yaratıyor ve 2025 için 5,76 milyar TL seviyesinde gerçekleşmesini tahmin ediyoruz. Sonraki yıllarda FAVÖK'ün 2026'da 2,93 milyar TL'ye, 2027'de ise 5,10 milyar TL'ye normalleşmesi bekleniyor. Tahminlerimiz aktif karbon katkısının kademeli olarak artmasıyla şirketin faaliyet kârlılığının daha yüksek sürdürülebilir bir seviyeye oturacağına işaret ediyor.

Aktif karbon, portföye daha yüksek marjlı ve mevsimselliği düşük bir segment ekleyerek şirketin kazanç yapısını güçlendirmesi beklenen bir alan konumunda.

UN Comtrade verilerine göre aktif karbon fiyatları son yıllarda kilogram başına 2,0 ile 2,8 dolar arasında seyretilmiş; talep su arttırma, endüstriyel filtrasyon ve regülasyon kaynaklı uygulamalar tarafından istikrarlı şekilde desteklenmiştir. Türkiye bu segmentte büyük ölçüde ithalata bağımlı durumdadır. Tahminlerimize göre Balsu'nun ticari aktif karbon üretimi 2026 mali döneminde 5,3 bin tonla başlayacak, 2027'de 8,1 bin tona yükselerek kullanım oranlarının artmasıyla 2031'de 15,0 bin ton seviyesine ulaşacaktır. FAVÖK katkısının da benzer bir patika izleyerek 2026'da 10,8 milyon dolar, 2027'de 17,2 milyon dolar ve 2031'de 29,4 milyon dolar seviyelerine çıkmasını bekliyoruz. İlk yıllarda ölçeklenme verimliliği ve sertifikasyon süreçlerine duyarlı olmakla birlikte, segment uzun vadeli çeşitlendirme açısından anlamlı bir taşıyıcı haline gelmektedir. Aktif karbonun FAVÖK marjına katkısının 2026'da 1,7 puandan başlayarak 2031'de yaklaşık 4,0 puana yükselmesi, artan üretim hacmi ve ölçek ekonomilerinin devreye girmesiyle mümkün olacaktır.

Şili operasyonları, çoklu kaynak tedarik kapasitesini devreye sokarak tedarik planlamasını ve uzun vadeli operasyonel sürekliliği destekliyor.

Tahminlerimiz, yeni tesisin faaliyete geçmesiyle Şili hacimlerinin sisteme gireceği varsayımını içermektedir. Balsu Chile'in 2026'da 4,0 bin ton, 2027'de 5,5 bin ton katkı vermeye başlamasını ve 2031'de 7,2 bin ton seviyesine ulaşmasını bekliyoruz. Bu hacimlerin, mevcut fiyat varsayımlarımız altında, 2026'da yaklaşık 46,5 milyon dolar, 2027'de 58,0 milyon dolar ve 2031'de 62,4 milyon dolar gelir yaratmasını öngörüyoruz. Buna paralel olarak FAVÖK katkısının 2026'da 2,9 milyon dolardan 2027'de 4,5 milyon dolara ve 2031'de 5,4 milyon dolara yükselmesini bekliyoruz. Çift yarım küre yapısı yıllık işleme planlamasını destekleyecek, tek bir üretim bölgesine bağımlılığı azaltacak ve yıl boyunca daha tutarlı bir işleme ritmi sağlayacaktır. Bu çeşitlendirme yaklaşımı, büyük endüstriyel alıcıların tarımsal kategorilerde tedarik riskini yönetme biçimiyle uyumlu olup Balsu'nun uzun vadeli tedarik görünülüğünü güçlendirmektedir.

Değerleme, fındık fiyatlarının seyri, döviz hareketleri, kapasite kullanım oranları ve aktif karbonun ölçeklenme hızını içeren birden fazla değişkene bağlı.

Tahmin dönemimizde satışların 2024'teki 17,4 milyar TL seviyesinden 2027'de 43 milyar TL'nin üzerine çıkmasını, FAVÖK marjlarının ise 2026'daki geçici düşüşün ardından 2027 ve sonrasında tahmin öncesi seviyelerin üzerinde seyretmesini bekliyoruz. Bilanço tarafında, 2025'in yoğun yatırım yılı olmasının ardından sermaye harcamalarının yavaşlamasıyla güçlenme öngörüyoruz. Fındık fiyatlaması, marj aralıkları ve aktif karbon katkısına yönelik duyarlılık analizimiz, değerlendirme sonuçlarının senaryolara göre değiştiğini gösteriyor; ancak daha çeşitlendirilmiş bir endüstriyel modele geçiş, tarihsel seviyelere kıyasla orta vadeli kârlılık profilini belirgin şekilde güçlendiriyor.

Aktif karbon segmentine ilişkin hassasiyet analizi, özsermaye değer bazında ABD doları cinsinden gerçekleştirilmiş olup, ortalama satış fiyatı ve üretim tonajındaki $\pm 10\%$ 'luk değişimlerin değerlendirme üzerindeki etkisini göstermektedir. Ana senaryoda özsermaye değeri yaklaşık 592 milyon dolar seviyesinde oluşurken, fiyat ve tonajın birlikte $\%10$ artması halinde değer 651 milyon dolar seviyesine yükselmekte, her iki değişkenin $\%10$ gerilemesi durumunda ise 539 milyon dolar seviyelerine düşmektedir. Analiz, aktif karbon operasyonunda ölçeklenme ve fiyatlama gücünün uzun vadeli değer yaratımında belirleyici olduğunu göstermektedir — ilgili analiz için (sayfa 23).

Yatırım Riskleri

Ham madde Arzı ve İklim Riski [Operasyonel Risk]

Türkiye'nin Karadeniz bölgesindeki fındık üretimi dona, kuraklığa, zararlı böceklerle, bitki hastalıklarına ve aşırı neme oldukça duyarlıdır. Geçmişte yaşanan hava şokları ciddi rekolte kayıplarına ve fiyat oynaklığına yol açmıştır. Fındığın çok yıllık bir ürün olması nedeniyle ağaç hasarı yalnızca ilgili sezonu değil, sonraki yılları da etkileyebilir. Şili karşı mevsimsel çeşitlendirme sağlasa da bahçeler henüz ölçeklenme aşamasındadır ve kısa vadede Türkiye kaynaklı arz riskini tam olarak dengeleyemez.

Risk Yönetim Araçları: Şirket, çok bölgeli tedarik yapısı, sezon başı alımlar ve sahadaki teknik ekipleriyle hava kaynaklı arz dalgalanmalarına maruziyetini azaltıyor. Şili'de artan bahçe alanı ve işleme tesisinin devreye alınması zamanla daha bağımsız bir tedarik tabanı oluşturuyor. Düzenli verim takibi ve çiftçi ilişkilerinin güçlenmesi, stresli sezonlarda daha öngörülebilir bir tedarik akışı sağlayıp daha erken aksiyon alma imkanı sağlıyor.

Fiyat Oynaklığı ve Stok Değerleme Riski [Finansal Risk]

Fındık fiyatları rekolte değişimleri, üreticilerin ürün tutma davranışı ve sıkışık sezonlarda görülen spekülatif hareketler nedeniyle hızla dalgalanabiliyor. İşleyicilerin ani maliyet artışlarını sözleşmeli alıcılara yansıtma kapasitesi sınırlı olduğundan marjlar baskı altında kalabiliyor. Zirve fiyatlarla alınan stoklar, piyasa normalleşirken elde tutulması halinde değer düşüklüğü riski taşıyor ve stoktan satış kayıpları riskini artırıyor.

Risk Yönetim Araçları: Şirket, alım zamanlamasında esneklik, ihracat taahhütleriyle satın alımların daha sıkı eşleştirilmesi ve seçici hedge kullanımı sayesinde fiyat riskini yönetiyor. Katma değerli ürünlerin payının artması fiyatlamayı stabilize ediyor; stok değerlendirme senaryolarına yönelik iç senaryo analizleri ise ham madde alımlarında daha disiplinli bir yaklaşım sağlıyor.

Müşteri Yoğunlaşması ve Rekabet Baskısı [Stratejik Risk]

Az sayıda çok uluslu şekerleme üreticileri küresel fındık talebinin önemli bir kısmını kontrol ediyor. Bu şirketlerin tedarik stratejileri, sürdürülebilirlik beklentileri ve fiyat davranışları işleyiciler üzerinde belirgin etkiye sahip. Alım politikalarındaki değişim veya büyük bir müşterinin kaybı hacim görünürlüğünü doğrudan etkileyebilir.

Risk Yönetim Araçları: Şirket, müşteri tabanını Avrupa, Kuzey Amerika ve Asya'da genişletiyor; katma değerli ürün üretimini artırıyor ve Şili üzerinden çoklu kaynak tedariği sunarak bağımlılığı azaltıyor. Sertifikasyon ve izlenebilirlik altyapısındaki iyileştirmeler, Balsu'nun tercih edilen stratejik tedarikçi konumunu güçlendiriyor.

Şili Tesisi Entegrasyonu ve Ölçeklenme Riski [Uygulama Riski]

Şili yatırımının başarısı tesis inşaatının zamanında tamamlanmasına, düzenleyici onaylara, teknoloji entegrasyonuna ve yerel arzın istikrara kavuşmasına bağlıdır. Olası gecikmeler veya maliyet artışları beklenen FAVÖK katkısını öteleyebilir ve geri ödeme süresini uzatabilir.

Risk Yönetim Araçları: Şirket, kademeli devreye alma planı uyguluyor, Sakarya tesisindeki süreç benzerliklerinden yararlanıyor ve kuruyemiş işleme konusunda deneyimli yerel bir yönetim yapısıyla çalışıyor. Düzenli proje denetimleri ve Şilili üreticilerle uzun vadeli iş ortaklıkları operasyonun sorunsuz ölçeklenmesini destekliyor.

Aktif Karbon Projesi Kalibrasyonu ve Ticarileştirme Riski [Operasyonel Risk]

Aktif karbon üretimi, karbonizasyon, aktivasyon, yıkama ve kurutma süreçlerinin hassas kontrolünü gerektirir. Operasyonun ilk aşamalarında yaşanabilecek kalibrasyon sorunları verimliliği ve maliyet yapısını etkileyebilir. Ticari tarafta ise AB ve ABD'deki alıcılar, tedarikçileri sisteme dahil etmeden önce genellikle uzun sertifikasyon ve kalite kontrol süreçleri talep eder.

Balsu Gıda

Risk Yönetim Araçları: Balsu, kapsamlı pilot çalışmalar yürütüyor, mühendislik ortaklarıyla yakın çalışıyor ve kapasite kullanımından önce sertifikasyon süreçlerini başlatıyor. Su arıtma ve madencilik gibi öncelikli sektörlerle erken aşamada kurulan temaslara, başlangıç satış hacimlerini güvence altına alarak ticarileşme süresini kısaltıyor.

İşletme Sermayesi Yoğunluğu ve Likidite Baskısı [Likidite Riski]

Fındık alımları kısa bir sezona sıkıştığı için özellikle yüksek fiyat dönemlerinde önemli tutarda peşin sermaye gerektirir. Artan işletme sermayesi ihtiyacı, finansman koşullarının sıkıştığı dönemlerde veya stok devir hızının yavaşladığı durumlarda likidite baskısı oluşturabilir.

Risk Yönetim Araçları: Şirket, sezonluk kredi limitleri temin ediyor, aşırı stok birikimini önlemek için alım zamanlamasını optimize ediyor ve daha hızlı nakde dönen yüksek katma değerli ürünlerin üretimini artırıyor. Stok seviyelerinin sözleşmeli satışlarla daha sıkı uyumlandırılması likidite yönetimini güçlendiriyor.

Süregele CSY ve Sürdürülebilirlik Gereklilikleri [İtibar ve Uyum Riski]

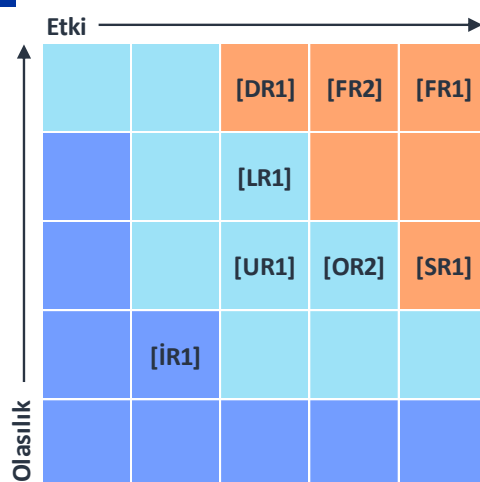
Küresel alıcılar ve düzenleyiciler, izlenebilirlik, sorumlu tarım uygulamaları, karbon raporlaması ve sürdürülebilirlik doğrulaması konularında giderek daha yüksek standartlar talep ediyor. Sıkışan bu kriterlerin karşılanamaması, Balsu'nun özellikle sürdürülebilirlik odaklı tedarikçi seçimlerinin yapıldığı Avrupa Birliği gibi pazarlardaki rekabet gücünü zayıflatabilir.

Risk Yönetim Araçları: Balsu, çiftlik seviyesinde izlenebilirlik sistemlerine, karbon ayak izi ölçümüne ve bağımsız sürdürülebilirlik denetimlerine yatırım yapıyor. Üreticilere yönelik eğitim programları daha iyi tarım uygulamalarını desteklerken, fındık kabuklarının aktif karbona dönüştürülmesi şirketin döngüsel ekonomi konumunu ve çevresel profilini güçlendiriyor..

Değerleme Varsayımları ve Makro Duyarlılık [Değerleme Riski]

Balsu'nun özsermaye değerlemesi; fındık fiyat eğilimleri, hacim büyümesi, aktif karbonun ölçeklenme hızı, döviz hareketleri ve marj normalleşmesi gibi varsayımlara dayanıyor. Bu değişkenlerdeki küçük sapmalar bile içsel değerinde büyük oynaklıklara yol açabilir. Enflasyon, faiz oranları, küresel talep döngüleri ve ihracat lojistiği gibi makro faktörler iskonto oranını ve uzun vadeli nakit akışı görünürlüğünü etkiliyor. Varsayımlardan herhangi bir sapma, özellikle emtia fiyat oynaklığının yüksek olduğu veya makro koşulların istikrarsızlaştığı dönemlerde değerlendirme belirsizliğini artırabilir.

Risk Yönetim Araçları: Modelimiz üzerinde hammadde fiyatları, FAVÖK marjları, iskonto oranları ve aktif karbon kapasite kullanımına yönelik duyarlılık analizleri ile senaryo ve stres çalışmaları yaptık. Bu çalışmalar, farklı makroekonomik koşullar altında aşağı ve yönlü risklerin değerlendirilmesine imkân tanıyor — ilgili çalışma için (sayfa 23).

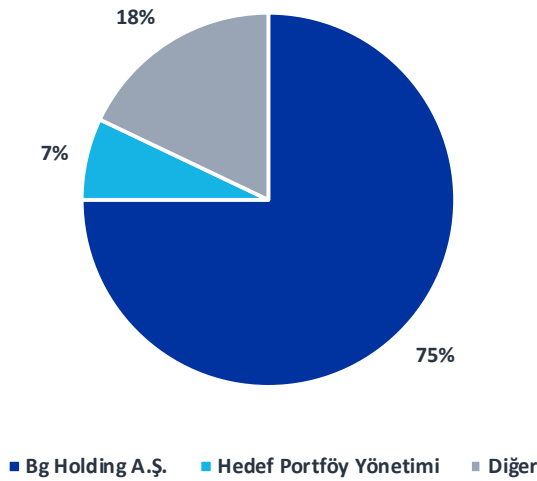
Figür 1: Risk Matrisi

Şirket'e Bakış

Şirket Profili ve Kurumsal Gelişim

Balsu Gıda, ürün tutarlılığının, sıkı kalite kontrolünün ve kesintisiz tedarikinin kritik önem taşıdığı fındık sektöründe kırk yılı aşkın süredir faaliyet gösteren Türkiye'nin en köklü fındık işleyicilerinden biridir. 1979'da kurulan şirket, bölgesel bir işleyiciden tedarikten kırma, ayıklama, kavurma, kabuk soyma, öğütme ve paketlemeye uzanan dikey entegre bir yapıya sahip büyük ölçekli uluslararası bir tedarikçiye dönüşmüştür. Mevcut endüstriyel kapasitesiyle Balsu, yıllık yaklaşık 77.700 ton kabuklu fındık ve yaklaşık 50.700 ton iç fındık işleme kapasitesine sahiptir; bu da Türkiye'nin toplam iç fındık eşdeğeri üretiminin yaklaşık yüzde 13'üne karşılık gelmektedir. Zaman içinde Balsu, modern işleme teknolojilerini benimseyerek, katı gıda güvenliği standartlarını uygulayarak ve güvenilir tedarik ağı kurarak çok uluslu şekerleme üreticilerinin tercih ettiği bir iş ortağı haline gelmiştir.

Figür 2 : Ortaklık Yapısı (%)



Source: Şirket, İş Yatırım

Ürünler ve Üretim Süreci

Balsu, fındığı Türkiye'nin Karadeniz bölgesinden temin edilen kabuklu ürünle başlayan tam entegre bir üretim zinciri üzerinden işliyor. Ham madde önce nem kontrolü, yabancı madde ayıklama ve ön temizlemeden geçiyor; ardından kabuğun içten ayrıldığı kırma hatlarına aktarılıyor. Şirketin kırma altyapısı günde 1000 tonun üzerinde ham fındığı işleyebilirken, seçme hatları günde yaklaşık 500 ton kapasiteye sahiptir; bu da hasat döneminin yoğun günlerinde yüksek işlem hacmini desteklemektedir. Kırma sonrası iç fındıklar; elekler, hava sınıflandırıcıları, optik ayırıcılar ve manuel kontrol hatlarıyla boyut, yoğunluk ve şekle göre ayrıştırılır; yabancı maddeler ve kusurlu taneler bu aşamada uzaklaştırılır. Bu süreçler ürün homojenliğini sağlar ve Balsu'nun küresel gıda üreticilerinin detaylı spesifikasyonlarını karşılayabilmesine imkân verir.

Doğal iç fındıklar doğrudan paketlenilebileceği gibi katma değerli formatlar için ek işlemlerden geçer. Kavrulmuş fındıklar kontrollü sıcak hava kavurmasıyla üretilir; ardından soğutulur ve kabuk zarlari temizlenir. Beyazlatılmış fındıklar, renk ve duyu özellikleri koruyacak daha hafif bir kavurma işlemiyle elde edilir. Kıyılmış fındıklar hassas kesim hatlarında işlenirken, fındık unu ve pralin üretimi kavrulmuş fındıkların sıkı nem ve ısı kontrolleri altında öğütülmesiyle sağlanır. Gerçek zamanlı izleme sistemleri her partide nem, renk ve lezzet tutarlılığını garanti eder. Nihai ürünler; vakumlu ambalajlar, büyük hacimli çuvallar, doypack formatları ve çikolata, unlu mamul ve dondurma üreticilerinin kullandığı özel gıda sınıfı konteynerler dahil olmak üzere tüketici ve endüstriyel formatlarda paketlenir.

Balsu Gıda

Balsu tarafından işlenen fındıklar, dünya çapında tanınan birçok tüketici ürününün temel girdisini oluşturur. Çikolata ve şekerleme kategorisinde Ferrero, Nestlé, Mondelēz, Lindt, Loacker ve Ritter Sport gibi üreticiler fındığı yoğun şekilde kullanır. Nutella, Ferrero Rocher, Kinder Bueno, Milka Whole Hazelnut, Cadbury Dairy Milk Whole Nut, KitKat Hazelnut ve Ritter Sport Whole Hazelnuts gibi ürünler kavrulmuş veya doğal iç fındık ile fındık ezmesine dayanır. Bu küresel markaların yaygın tüketimi, işlenmiş fındık için istikrarlı ve yapısal olarak güçlü bir talep tabanı yaratır. Sürülebilir ürün kategorisinde fındık ezmeleri; kakaolu fındık kremleri, pralin dolguları ve protein bazlı sürülebilir ürünlerde kullanılır. Balsu'nun fındık unu ve kıyılmış iç fındıkları, özel unlu mamuller, kurabiyeler, pastalar, granola karışımları ve dondurma katkılarında değerlendirilir. Kahve zincirleri ve içecek firmaları da aromalı kahveler, latte çeşitleri ve premium içeceklerde fındık tozu veya fındık bazlı ezmeler kullanır.

Sektör raporlarına göre küresel fındık tüketiminde en büyük payı yaklaşık yüzde 80 ile şekerleme segmenti alır; yalnızca çok uluslu çikolata üreticilerinin yıllık tüketimi kabuklu fındık eşdeğerinde yaklaşık 350 ila 380 bin ton aralığındadır. Sürülebilir ürünler kategorisi küresel talebin yaklaşık yüzde 8 ila 10'unu oluşturarak yılda yaklaşık 30 ila 40 bin ton kullanıma karşılık gelir. Unlu mamuller, pastacılık ürünleri, kahvaltılık gevrekler ve dondurma üreticileri dünya tüketiminin yüzde 10 ila 12'sini oluşturur; bu da yılda yaklaşık 35 ila 50 bin tonluk bir hacme denk gelir. Aromalı içecekler ve özel kahve ürünlerinde kullanılan fındık ise daha küçük ancak istikrarlı şekilde büyüyen bir segmenttir. Bu tüketim yapısı, premium çikolata ve unlu mamullerde fındığa olan talebin fiyat dalgalanmalarına rağmen korunmasını yansıtır.

Fotoğraf 1: Fındık İçeren Seçilmiş Şekerleme Ürünleri



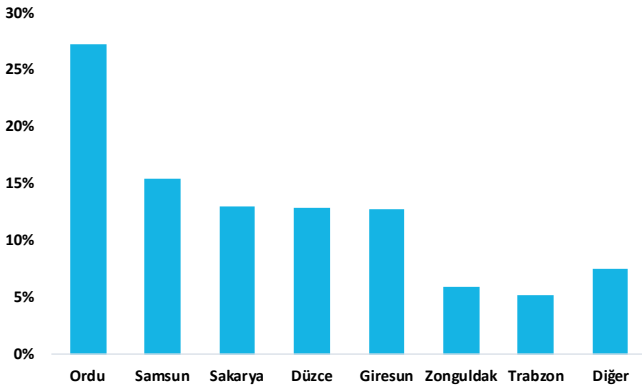
Operasyonel Yapı ve Tesisler

Balsu'nun temel üretim faaliyetleri Sakarya ve Ordu'daki iki ileri teknoloji tesisinde yürütülüyor. Ordu tesisi, kırma ve birincil ayıklama süreçlerinde uzmanlaşmış olup Ordu, Giresun, Trabzon ve Samsun çevresindeki tedarik bölgelerini destekler. Tesis, hasat döneminin yoğun günlerinde yüksek günlük hacimleri karşılayacak kapasitede çoklu kırma taşları ve ön temizleme hatlarıyla çalışır.

Ana Sakarya kompleksi ise doğal işleme, kavurma, beyazlatma, öğütme ve paketlenme süreçlerini entegre eder. Tesiste yüksek çözünürlüklü optik ayırıcı sistemler, gelişmiş renk ve şekil tanıma yazılımları, çok hatlı kavurma fırınları ve kıyılmış iç ile fındık ununa özel üretim hatları bulunur. Otomasyon, kontaminasyon tespiti ve izlenebilirlik yatırımları, Balsu'nun büyük küresel alıcıların talep ettiği uluslararası sertifikasyonlara uyumunu sağlar. Sakarya tesisi yıl boyunca yüksek kapasite kullanımını destekleyecek şekilde tasarlanmıştır; bu da tedarik döngülerinin mevsimselliğinin güçlü olduğu bir sektörde kritik bir avantaj sunar. İklim kontrollü depoların ve aflatoksin izleme sistemlerinin entegrasyonu, Balsu'nun Avrupa Birliği pazarlarına hizmet verme kabiliyetini güçlendirir.

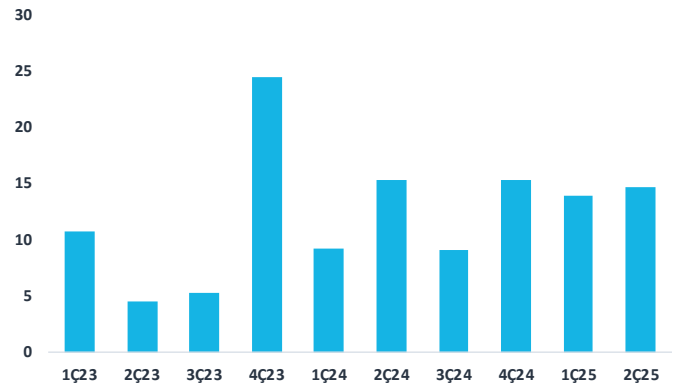
Balsu Gıda

Figür 3: İllere Göre Üretim Payı (2024) - Türkiye



Kaynak: Ordu Ticaret Borsası, İş Yatırım

Figür 4: Balsu Çeyreklik Fındık Satış Hacmi (bin ton)

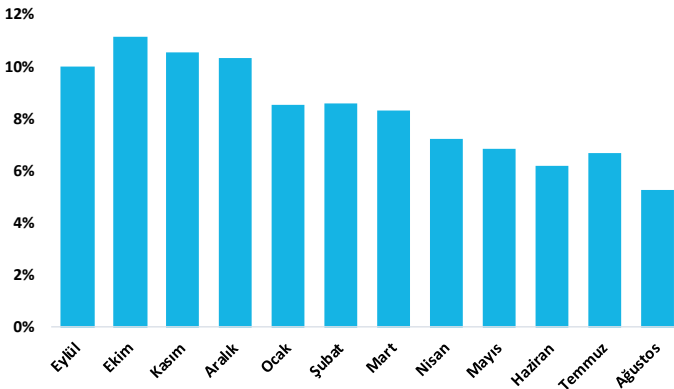


Kaynak: Şirket | İç Fındık | Takvim Yılı

Tedarik Yapısı ve Üretici İlişkileri

Türkiye’de fındık üretimi geniş bir coğrafyaya yayılmış olup 600 bini aşkın üreticinin yer aldığı, oldukça dağınık ve küçük ölçekli bir üretici yapısına sahiptir. Balsu, tedarigi; bölgesel alıcılar, saha ekipleri ve kalite tutarlılığı ile şeffaflığa dayanan uzun süreli üretici ilişkileri üzerinden yönetmekte. Her hasat döneminde saha ekipleri ürün gelişimini, nem seviyelerini ve iç randımanını izleyerek şirketin sınıflandırma standartlarına uygun hammadde temin ediyor.

Figür 5: Aylık Fındık Üretim Payı (Yıllık Toplam İçindeki Pay, %) - Türkiye



Kaynak: Karadeniz İhracatçılar Birliği, İş Yatırım

Tedarik modeli, özellikle rekoltenin baskı altında olduğu yıllarda riski azaltmaya daha fazla odaklanıyor; sezon başında alım yapmak, farklı bölgelerden tedarik sağlamak ve üreticilerle doğrudan temas kurmak bu yaklaşımın temelini oluşturuyor. Ürünün bekletilmesi, kalite tutarsızlıkları veya hasat gecikmeleri gibi aktör kaynaklı riskler ise üreticilerle kurulan uzun vadeli ilişkiler ile kurutma, depolama ve ürün işleme konularında verilen eğitimlerle sınırlandırılıyor. Şili üzerinden yürütülen çift kaynaklı tedarik stratejisi, Balsu için Türkiye hasadına bağımlılığı azaltacak ve yıl boyunca daha dengeli bir tedarik akışı sağlayarak arz dayanıklılığını artırma potansiyeline sahip.

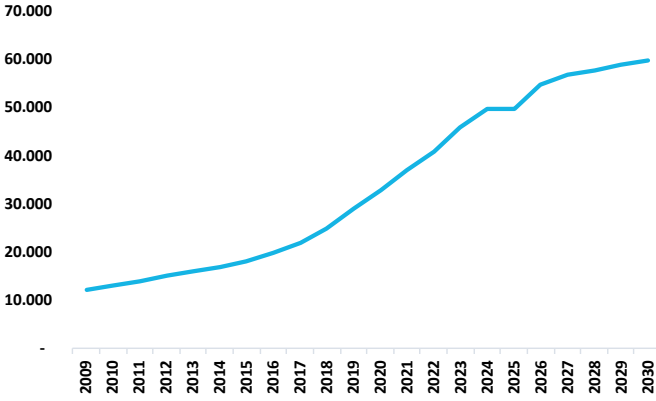
Uluslararası Büyüme: Şili

Balsu 2018’den bu yana Şili’de yaklaşık 160 hektarlık fındık bahçesi yönetiliyor ve bu sahalarda bulunan yaklaşık 70.000 fındık ağacı artık üçüncü hasat dönemine ulaşmış durumda. Bölgede erken konumlanmak, Güney Yarımküre üretim koşullarına ilişkin teknik bilgi birikimi oluşturulmasını, üreticiler ve yerel kurumlarla ilişkilerin kurulmasını ve hem Şilili çiftçiler hem de kamu otoriteleri nezdinde görünürlüğün artmasını sağlıyor. Türkiye-Şili İş Konseyi’ndeki liderlik rolü de şirketin itibarını ve yerel ağını daha da güçlendiriyor.

Balsu Gıda

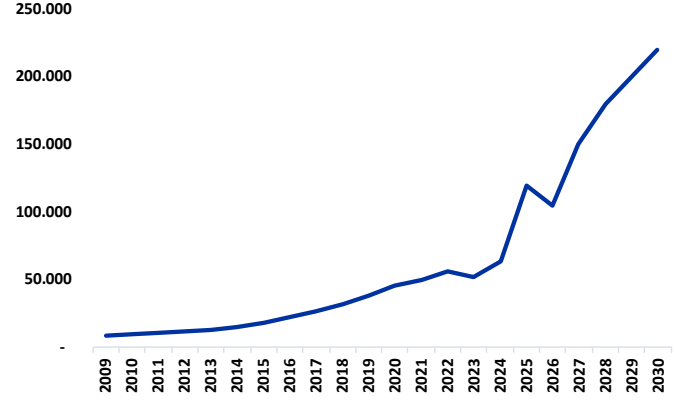
Şili, hasadın yılın ilk çeyreğinde gerçekleştiği karşı mevsimsel bir üretim döngüsü sunmaktadır. Bu yapı, Türkiye'deki sezonsal arz boşluklarını ortadan kaldırmaya, yıl boyunca teslimat kabiliyetini artırmaya ve Karadeniz bölgesindeki hava koşullarına bağlı riskleri azaltmaya yönelik doğal bir tamamlayıcılık sağlar. Sektör projeksiyonları, Şili'nin yapısal büyüme potansiyelinin ölçeğini açık biçimde ortaya koymaktadır.

Figür 6: Şili Toplam Dikim Alanı Tahmini (ha)



Kaynak: Şirket

Figür 7: Şili Toplam Fındık Üretimi Tahmini (ton)



Kaynak: Şirket

Şili'de toplam fındık ekim alanı 2009'da yaklaşık 20 bin hektardan 2023'te 52 bin hektara ulaşarak düzenli biçimde büyümüştür. Projeksiyonlar bu artışın devam ederek 2029'da 70 bin hektara ulaşacağını göstermektedir. Bahçeler olgunlaştıkça ulusal üretimin 2023'teki yaklaşık 52 bin ton seviyesinden 2024'te 63 bin tona, 2025'te 120 bin tona, 2027'de 150 bin tona ve 2030'da potansiyel olarak 220 bin tonun üzerine çıkması beklenmektedir.

Bu eğilimler, Şili'nin dünya fındık piyasasında en önemli tamamlayıcı üretim bölgelerinden biri haline geldiğine işaret etmektedir. Şirket açısından stratejik değer yalnızca ham madde temininden değil, aynı zamanda hızla büyüyen bir üretim bölgesinde işleme altyapısı kurmaktan kaynaklanmaktadır. Balsu'nun küresel genişleme stratejisi doğrultusunda Şili'de tam ölçekli bir fındık işleme tesisi yatırımı başlatılmış durumdadır. Yeni tesis, Sakarya'daki operasyonlara benzer şekilde doğal işleme, seçme, kavurma ve ezme üretim süreçlerini içerecektir. 2026'nın ikinci yarısında faaliyete geçmesiyle birlikte, yılda 23 bin ton hedef kapasiteye sahip Şili'nin ilk endüstriyel ölçekli entegre fındık işleme operasyonu olacaktır.

Şili tesisi uzun vadede birden fazla avantaj yaratmaktadır. İlk olarak, Amerika Birleşik Devletleri, Avrupa ve Asya'daki müşterilere büyük serbest ticaret anlaşmalarına uygun fındık tedarik etme olanağı sağlayarak maliyet rekabetçiliğini artırmaktadır. İkinci olarak, çeşit seçimi, bahçe olgunluğu ve karşı mevsimsel hasat zamanlaması sayesinde premium fiyatlamaya fırsatlarını desteklemektedir. Üçüncü olarak, çok uluslu çikolata üreticilerinin giderek daha fazla talep ettiği çoklu kaynak tedarik kabiliyetini endüstriyel ölçekte sunarak şirketin küresel konumunu güçlendirmektedir. Zaman içinde Şili tesisinin şirket genelinde kapasite kullanımını iyileştirmesi, gelir mevsimselliğini azaltması ve Türkiye'de son yıllarda gözlenen hava koşullarına karşı yapısal bir koruma sağlaması beklenmektedir.

Bu yatırımla şirket, Şili'nin hızla büyüyen fındık ekosisteminin merkezinde konumlanırken, Türkiye'ye bağımlı bir ihracatçı yapıdan çoklu kaynaklara dayanan çeşitlendirilmiş küresel bir tedarikçiye dönüşümünü de güçlendirmektedir.

Aktif Karbon İş Kolu

Şirketin Sakarya, Hendek'te hali hazırda fındık işleme fabrikasının yanına kurulan Hendex Aktif Karbon fabrikası, yüksek marjlı endüstriyel malzemelere yönelik yapısal bir açılım olup fındık işlemenin yanında ikinci bir kârlılık motoru oluşturuyor. Proje, kimyasal aktivasyon teknolojisi kullanarak fındık kabuklarını yüksek kaliteli aktif karbona dönüştürüyor ve su arıtma, emisyon kontrolü ve endüstriyel filtrasyon gibi hızla büyüyen alanlardaki talebi hedefliyor.

Stratejik Konumlanma ve Proje Durumu

Hendex Aktif Karbon Projesi, Türkiye'nin HIT-30 Yüksek Teknoloji Yatırım Programı'nda 85,65 puanla ilk on proje arasında yer aldı. Bu sınıflandırma, projenin teknolojik karmaşıklığını ve ulusal sanayi ile çevresel hedeflerle uyumunu yansıtıyor.

Hammadde Avantajı

Proje yıllık yaklaşık 125 bin ton kabuk biyokütlesi işlenerek 23 bin tonun aktif karbon üretme kapasitesine sahip olacak. Fındık kabukları, yüksek karbon içeriği, düşük kül oranı ve homojen yapıları sayesinde ideal bir hammadde sunuyor. Yem hammaddesinin tamamı şirket içinde üretildiği için tedarik istikrarlı ve düşük maliyetli olup küresel Hindistan cevizi kabuğu veya ceviz kabuğu fiyat döngülerinden etkilenmiyor. Bu durum, ithal aktif karbona kıyasla önemli bir maliyet avantajı yaratıyor.

Fotoğraf 2: Balsu Hendek Fabrikası & Hendex Fabrikası İnşaatı



Kaynak: İş Yatırım, Google Maps 2025

Tesis, Sakarya'daki ana işleme sahasının yanında yer alıyor ve kabukların konveyör hattıyla ek taşıma maliyeti olmadan kesintisiz aktarılmasını sağlıyor. Üretim hattı; karbonizasyon, kimyasal aktivasyon, yıkama, kurutma ve elemekten oluşan patentli bir aktivasyon teknolojisi kullanıyor. Sentez gazı geri kazanımı yenilenebilir enerji desteği sağlarken işletme maliyetlerini düşürüyor. Tesiste 56 özel makine, 42 basınçlandırma ve filtrasyon ünitesi bulunuyor ve yaklaşık 98 personelin görev yapacak.

Pazar Konumlanması ve Rekabetçilik

Türkiye, aktif karbon ihtiyacında büyük ölçüde ithalata bağımlı olup ürünlerin çoğu Hindistan ve Sri Lanka kaynaklı Hindistan cevizi kabuğu bazlı materyallerden oluşuyor. Yeni tesis, bu ithalatın bir bölümünü yerli üretimle ikame etmeyi ve biyokütle bazlı filtrasyon malzemelerine prim uygulanan Avrupa talebinden pay almayı hedefliyor. Yenilenebilir hammaddeden tutarlı kalite sunulması, hem fosil bazlı üreticilere hem de uluslararası tedarikçilere karşı önemli bir rekabet avantajı sağlıyor.

Marj Profili ve Finansal Katkı

Aktif karbon, fındık işleme faaliyetlerine kıyasla daha yüksek marjlı, fiyatlama gücü daha güçlü ve mevsimsellik etkisi daha sınırlı bir segmenttir. Düşük katma değerli fındık kabuğunun yüksek değerli bir endüstriyel ürüne dönüştürülmesi, Balsu'nun işleme zinciri boyunca yarattığı toplam değeri anlamlı şekilde artırmaktadır. Tesisin stabil çalışmaya başlaması ve ihracat kanallarının olgunlaşmasıyla birlikte, segmentin brüt marjlarının ana iş kolunun belirgin biçimde üzerinde oluşması beklenmektedir.

Marjlar, aktif karbon yatırımına sağlanan kapsamlı kamu teşvikleriyle daha da güçlenmektedir. Şirket, yatırım teşvik belgesi kapsamında aktif karbon üretimine yönelik yatırım tutarının tamamını kurumlar vergisi matrahından mahsup edebilme imkânına sahiptir. Buna ek olarak sigorta primi işveren hissesi desteği, gümrük vergisi muafiyeti, KDV istisnası ile nitelikli personel ve enerji desteklerinden yararlanılmaktadır. Söz konusu teşvik yapısı, yatırımın efektif sermaye maliyetini düşürürken, erken dönem karlılığını ve nakit akışı üretme kapasitesini desteklemektedir.

Kapasite kullanımının artmasıyla birlikte aktif karbon segmentinin toplam FAVÖK'e anlamlı katkı sağlaması, grup genelinde marj istikrarını güçlendirmesi ve nakit akış kalitesini yukarı çekmesi öngörülmektedir. Bu yapı, Balsu'nun sadece döngüsel bir tarım işleyicisi olmaktan çıkarak, daha öngörülebilir ve yüksek katma değerli bir sanayi profiline evrilmesini destekleyen temel unsurlardan biri olarak değerlendirilmektedir.

Stratejik Uyum

Aktif karbon projesi, Türkiye'deki büyük ölçekli işleme faaliyetleri ve Şili üzerinden çoklu kaynak tedariki ile birlikte şirketin uzun vadeli stratejisinin üçüncü ayağını oluşturmaktadır. Bu üç girişim, gıda ve filtrasyon pazarlarında faaliyet gösteren çeşitlendirilmiş bir endüstriyel platform yaratmaktadır. Zaman içinde aktif karbonun, şirket için temel bir kârlılık motoruna ve küresel pazarlarda belirleyici bir ayrıştırıcı unsura dönüşme potansiyeli bulunmaktadır.

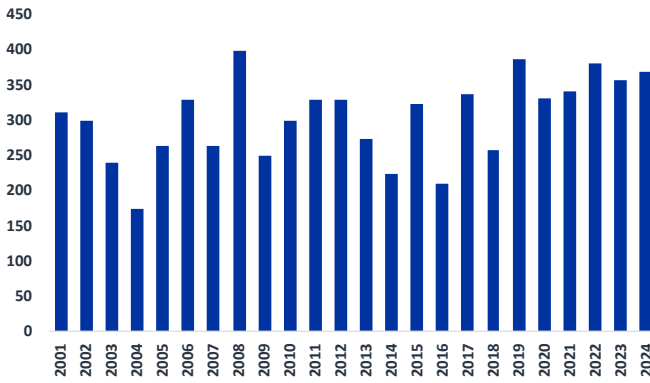
Sektör Genel Görünümü

Fındık Piyasası Dinamikleri

Fındık sektörü sınırlı küresel üretim bölgeleri, istikrarlı talep artışı ve dönemsel arz oynaklığıyla tanımlanmaktadır. Fındık; çikolata, sürülebilir ürünler (ör. Nutella), unlu mamuller ve atıştırmalıklar için temel bir bileşendir; toplam tüketimin yaklaşık yüzde 70 ila 80'i şekerleme ürünlerinde gerçekleşmektedir (çikolata, bisküvi, sürülebilir ürünler). Bu talep, çikolata-fındık aromalarına yönelik tüketici tercihlerinin yanı sıra fındık bazlı sürülebilir ürünlerin ve bitki bazlı protein atıştırmalıklarının yaygınlaşmasıyla desteklenmektedir. Ayrıca fındığın E vitamini ve oleik asit açısından zengin olması, sağlık odaklı gıdalarda ve kozmetik ürünlerinde (fındık yağı) kullanılan bir ham madde haline getirmektedir.

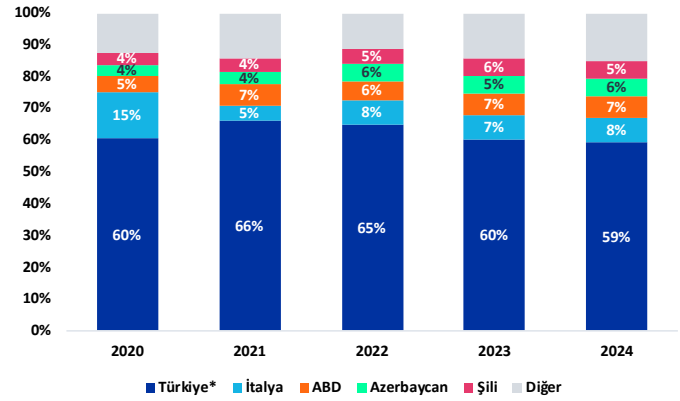
Bu nedenle küresel fındık talebi, premium çikolata ve sağlıklı gıda pazarlarının büyümesine paralel olarak düşük-orta tek haneli oranlarda istikrarlı biçimde artmıştır. Bazı tahminler pazarın önümüzdeki yıllarda yıllık yaklaşık yüzde 8 büyüyebileceğini öngörmektedir; ancak bu oranın bir bölümü fiyat etkisi ve yeni ürün formatlarının değer katkısından kaynaklanmaktadır.

Figür 8: Türkiye Fındık Üretimi



Kaynak: Karadeniz İhracatçıları Birliği

Figür 9: Dünya Geneline Üretim Payı



Kaynak: TÜİK, The Food and Agriculture Organization (FAO), İş Yatırım

Arz tarafında Türk üreticiler fındık piyasasına hâkim konumdadır; genellikle küresel üretimin yüzde 60'ından fazlasını ve ihracatın yaklaşık yüzde 75'ini karşılamaktadır. 2024'te Türkiye'nin kabuklu fındık üretimi yaklaşık 600 bin ton seviyesinde gerçekleşti ve bu hacim bir sonraki büyük üreticilerin oldukça oldu (iyi bir yılda İtalya yaklaşık 70 bin ton, ardından Azerbaycan, Gürcistan, ABD ve Şili gelmektedir). Karadeniz bölgesinin uygun iklimi ve yüz binlerce küçük ölçekli üreticinin fındık yetiştiriciliği ile uğraşması Türkiye'ye doğal bir tekel niteliği kazandırmaktadır.

Bu yoğunlaşma arz kaynaklı riskler yaratmaktadır: Türkiye'de yaşanan don veya kuraklık gibi hava olayları küresel rekolteyi belirgin biçimde etkileyebilmektedir. Örneğin geçmişte yaşanan don olayları Türkiye hasadının büyük bölümünü yok etmiş, fındık fiyatlarında yüzde 30'un üzerinde artışlara ve işleyiciler için arz sıkışmasına yol açmıştır. Fındık fiyatlarındaki oynaklık sektörün doğal bir özelliğidir; düşük rekoltede fiyatlar hızla yükselirken yüksek rekoltede gevsemektedir. Buna karşılık Toprak Mahsulleri Ofisi'nin dönem dönem alım yapması fiyatların aşağı yönlü riskini sınırlar ve Ferrero gibi büyük son kullanıcıların stok tutması kısa vadeli dalgalanmaları yumuşatan unsurlardan biri olmaktadır.

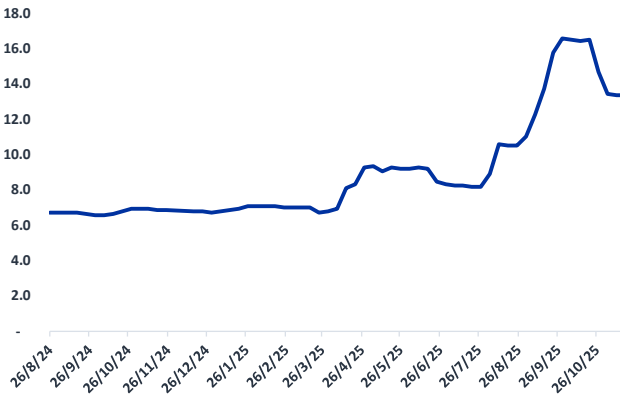
Küresel fındık tedarik zinciri dikey bir yapıya sahiptir; küçük üreticiler hasat ettikleri ürünü yerel tüccarlara veya işleyicilere satar, bu aktörler ise fındığı temizler, kabuğundan ayırır ve ihracata uygun şekilde sınıflandırmaktadır. İhracatçıları ürünleri ağırlıklı Avrupa'daki çikolata ve atıştırmalık üreticilerine tedarik ederken, daha küçük bir pay doğrudan paketli tüketici ürünlerine gitmektedir. Ham işleme tarafında marjlar düşükken, kavurma, ezme ve yağ çıkarma gibi katma değerli işlemlerde marjlar daha yüksektir.

Fındık Fiyatlarındaki Güncel Gelişmeler

2023/24 sezonunda yaklaşık 750 bin ton kabuklu fındıkla oldukça başarılı bir hasat gerçekleşmişti; bu hacim yaklaşık 375 bin ton iç fındık eşdeğerine karşılık geldi. Ancak 2024/25 sezonu, nisan ayındaki don olayları ve ağaçlara zarar veren kuraklık nedeniyle ciddi şekilde etkilenmiştir. Bu koşullar sonucunda kabuklu fındık rekolte beklentisi 450 bin ton seviyesine gerilemiş; iç verimin ise yaklaşık 200 bin ila 225 bin ton eşdeğerine kadar düşebileceği öngörülmektedir. Bu tablo, fındık fiyatlarında keskin yukarı yönlü bir oynaklık yaratmış olup etkilerinin önümüzdeki birkaç sezon boyunca kademeli şekilde hissedilmesi beklenmektedir.

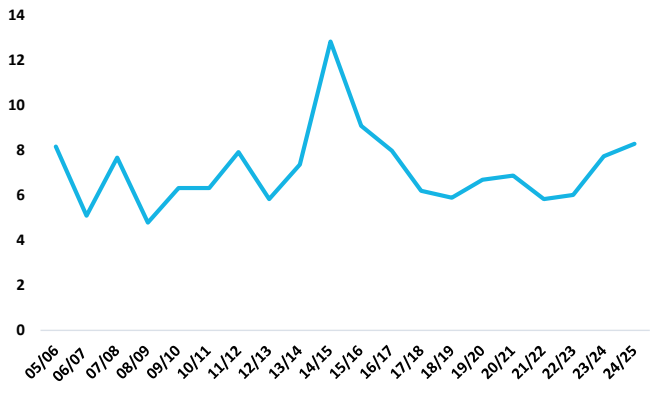
Kıtlık kaynaklı belirgin bir fiyat şoku ortaya çıkmıştır. Kabuklu fındığın ortalama fiyatı kilogram başına 119,5 TL'den 345,0 TL'ye çıkarak yüzde 189'un üzerinde artış göstermiştir. Üreticiler sezon boyunca fiyatların 400 ila 500 TL bandına çıkmasını beklemektedir; bu seviyeler Toprak Mahsulleri Ofisi'nin 190 ila 200 TL aralığındaki alım fiyatlarının oldukça üzerindedir.

Figür 10: Fındık Fiyatları (USD/kg) - Türkiye



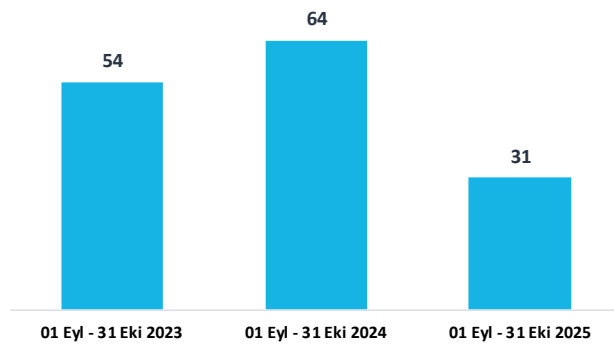
Kaynak: Karadeniz TV, İş Yatırım | İç Fındık

Figür 11: Ortalama İhraç Edilen Fındık Fiyatları (USD/kg) TR



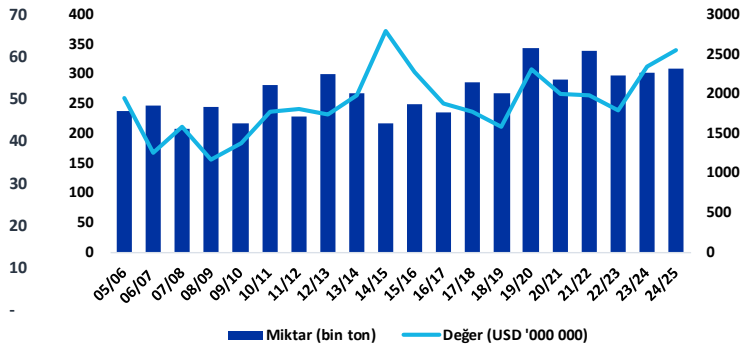
Kaynak: Karadeniz İhracatçıları Birliği | İç Fındık

Figür 12: Fındık İhracatı, Eylül-Ekim (bin ton) - Türkiye



Kaynak: Karadeniz İhracatçıları Birliği | İç Fındık

Figür 13: Mevsimsel Fındık İhracatı - Türkiye



Kaynak: Karadeniz İhracatçıları Birliği | İç Fındık

Rekabet Ortamı ve Alıcı Yapısı

Fındık sektörü, Ferrero, Balsu ve Olam'ın yer aldığı dar bir üst segment ve onların ardından gelen geniş bir küçük ölçekli Türk ihracatçı kitlesi tarafından şekillenmektedir. Bu yoğunlaşma, fiyatlamayı, sözleşme yapılarını ve sektör standartlarını belirlerken, dağınık ve küçük ölçekli üretici tabanının pazarlık gücünü oldukça sınırlı bırakmaktadır.

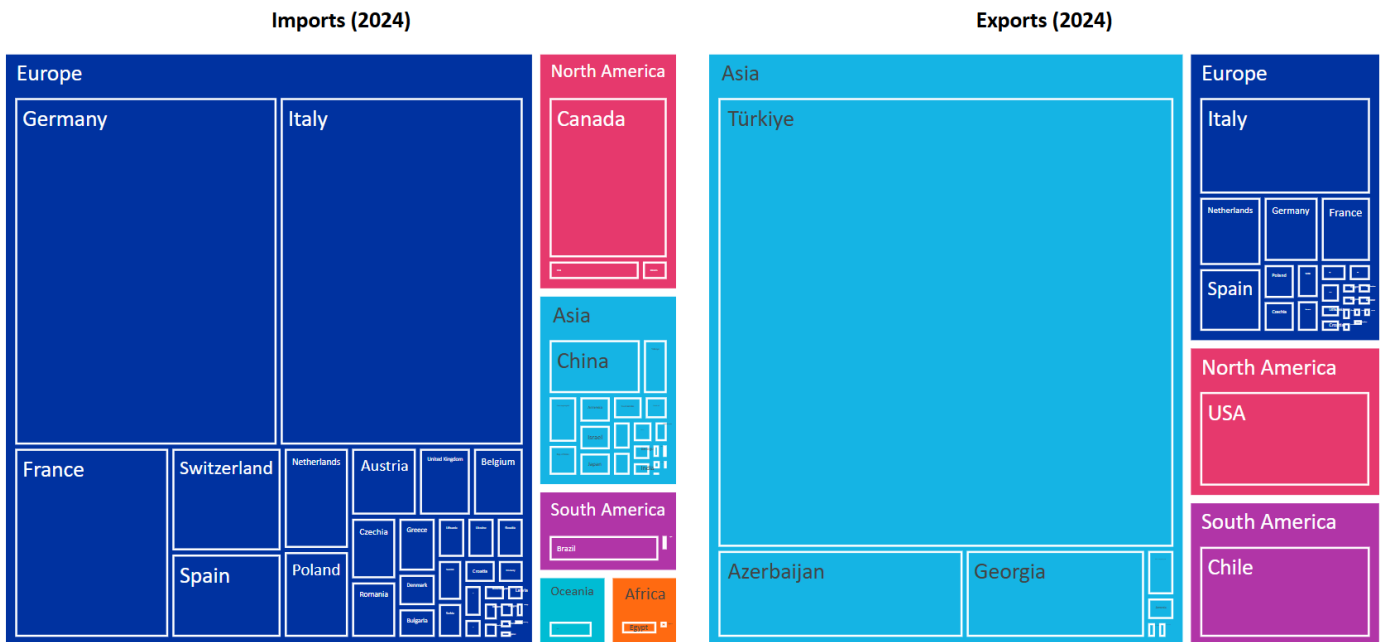
Ferrero Group (Ferrero Hazelnut Company): Ferrero, küresel fındık pazarının en büyük oyuncusudur. 2014'te Oltan Gıda'yı satın alarak Türkiye operasyonlarını "Ferrero Hazelnut" adı altında dikey olarak entegre etmiş ve her yıl Türkiye rekoltesinin yaklaşık yüzde 25-33'ünü satın aldığı tahmin edilmektedir. Arz güvenliğini sağlamak amacıyla piyasa fiyatlarının üzerinde alım yapabilmesi, sektörde fiyat davranışlarını şekillendirerek şirketin baskın konumunu güçlendirmiştir. 2024'te Rekabet Kurumu incelemesinin ardından Ferrero, 2024-2026 dönemi için referans fiyatın altında alım yapmama, sezonluk alımları 100 bin tonla sınırlama ve her sonbahar asgari alım yükümlülüğünü sürdürme yönünde bağlayıcı taahhütler vermiştir. Kasım 2025'te Kurum, don ve kalite kayıpları nedeniyle bu taahhütleri geçici olarak revize ederek eylül-aralık dönemi asgari alımını 45 bin tondan 30 bin tona düşürmüştür. Revizyonun istisnai olduğu belirtilmiş; yükümlülükler uyulmaması halinde günlük idari para cezası uygulanacağı uyarısı yapılmıştır.

Balsu Gıda: 1979'da kurulan Balsu, Ferrero'dan sonra Türkiye'nin ikinci büyük ihracatçısı olarak kabul edilmektedir. Sakarya'daki yıllık 55.000 ton kapasiteli tesisiyle Ritter Sport, Nestlé ve Ferrero gibi büyük şekerleme üreticilerine tedarik sağlamaktadır. 2025'teki halka arzı ve 2026'da devreye alınması planlanan Şili'deki 23.000 ton kapasiteli yeni tesis yatırımıyla şirket, çoklu kaynak yapısına sahip uluslararası bir tedarikçiye dönüşmektedir. Bu adım, Türkiye'nin iklime duyarlı hasadına bağımlılığı azaltırken küresel alıcılar için yıl boyunca güvenilir tedarik sağlayan stratejik bir konum oluşturmaktadır.

Olam International (Progida): Singapur merkezli Olam, küresel kuruyemiş tedarik zincirinin önde gelen oyuncularındandır ve Türkiye'de Progida üzerinden faaliyet göstermektedir. Giresun, Ordu ve Sakarya'daki tesislerine ek olarak Gürcistan'da da operasyonları bulunmakta ve düzenli olarak Türkiye'nin ilk üç ihracatçısı arasında yer almaktadır. Kavrulmuş iç ve pralin gibi katma değerli formatlarda yılda 30.000 tonun üzerinde fındık işleyip ihraç ederek Avrupa'daki şekerleme üreticilerine tedarik sağlamaktadır. Tahminlere göre Türkiye rekoltesinin yaklaşık yüzde 20'sini satın alarak B2B fındık ticaretinde temel bir konuma sahiptir.

Diğer Türk İhracatçılar: Durak Fındık, Arslantürk, Gürsoy ve Poyraz gibi köklü aile şirketleri Türkiye'nin fındık ihracatında önemli aktörlerdir. Her biri daha küçük ölçekli olmakla birlikte, toplu olarak Türkiye'nin yıllık yaklaşık 300-330 bin tonluk ihracatında anlamlı bir pay üstlenmektedir. Bununla birlikte fiyatlama ve sözleşme koşulları ağırlıklı olarak Ferrero, Balsu ve Olam tarafından belirlenmektedir.

Figür 14: 2024 Fındık Ticaret Hacmi Ağaç Haritası



Kaynak: UN Comtrade, İş Yatırım

Stratejik Güç Dengeleri ve Sektörel Konumlanma

Alıcı tarafındaki yoğunlaşma, teoride çok uluslu şirketlerin tedarik zinciri üzerinde belirleyici bir konuma sahip olmasına yol açmaktadır. Sözleşmelerde kalite, nem ve izlenebilirlik gibi katı kriterlerin uygulanması, küçük ve orta ölçekli işleyicilerin spot piyasa hareketlerine karşı daha kırılgan kalmasına neden olmaktadır. Büyük alıcıların sürdürülebilirlik ve sertifikasyon (Rainforest Alliance, Fairtrade) taleplerinin artması, kavurma, ezme ve gıda güvenliği gibi entegre hizmetleri sunabilen sermaye güçlü ihracatçıları öne çıkarmaktadır. Dikey entegrasyon da hız kazanmaktadır; Ferrero bahçe yatırımları ve çiftçi destek programlarıyla tedarik zincirini derinleştirirken, Olam tek bir hasada bağımlılığı azaltmak için çoklu kaynak tedarik ağlarına sahiptir.

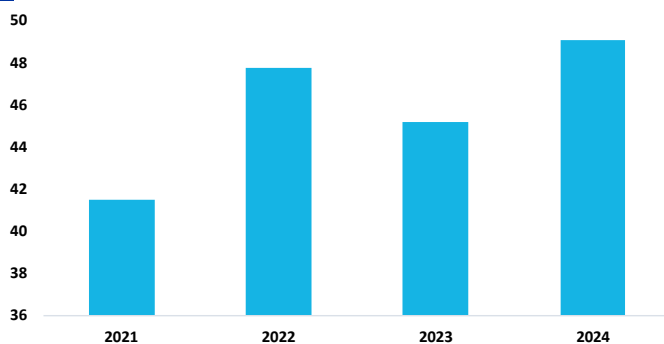
Alıcı Yapısının Balsu'ya Etkileri

Türkiye'deki fındık arzı Karadeniz'deki yüz binlerce üreticiye yayılmış durumdadır; Toprak Mahsulleri Ofisi referans fiyat açıklasa da alım hacmi toplam ürünün yalnızca küçük bir bölümüne denk gelmektedir ve bu nedenle piyasada belirleyici olan çoğunlukla küresel alıcıların tutumu olmaktadır. Bu yapı Balsu açısından hem risk hem de fırsat yaratmaktadır: fiyatlama alanı zaman zaman daralsa da ölçekli üretim, kaynak çeşitlendirmesi ve profesyonel tedarik yönetimi alıcı nezdinde güçlü bir değer görmektedir. Türkiye'deki üretim kapasitesinin Şili yatırımıyla desteklenmesi ve katma değerli ürünlerin payının artması, Balsu'nun çok uluslu şekerleme üreticileri için yıl boyunca güvenilir bir tedarikçi olarak konumunu güçlendirmektedir. Öte yandan sektörün yerleşik kültürü ve saha dinamikleri de önemlidir; 600 bini aşkın üretici ürününü gelir ihtiyacına göre depolayıp piyasaya sunduğu için arz zaman zaman dalgalı bir seyir izleyebilmektedir. Bu nedenle hem üretici hem de alıcı tarafında sağlam ilişki yönetimi geliştirmek, sürdürülebilir bir tedarik yapısı oluşturmak ve şirketin uzun vadeli pazarlama pozisyonunu pekiştirmek açısından kilit rol oynamaktadır..

Gelecek Görünümü ve Yeni Üretim Bölgeleri

Önümüzdeki dönemde fındık tüketiminin istikrarlı şekilde artmaya devam etmesi beklenmektedir. Bu eğilimi, gelişmekte olan pazarlardan gelen talep artışı ile premium çikolatalardan sürülebilir ürünlere, fındık ezmelerinden bitki bazlı sütlerle uzanan ürün inovasyonu desteklemektedir. Arz tarafında büyümenin büyük bölümü verim artışlarından ve Türkiye'nin iç bölgeleri ile Güney Yarımküre'deki yeni bahçe yatırımlarından (özellikle Şili) kaynaklanacaktır. Aşırı hava koşulları dışında küresel arzın talebe paralel ilerlemesi öngörülmektedir; bu da uzun vadeli fiyat seviyelerinin genel olarak dengeli ya da hafif yukarı yönlü bir seyir izlemesine imkân tanımaktadır. Böyle bir ortam, Balsu Gıda'nın hacimlerini pazarın genel büyüme hızına yakın bir seviyede yıllık yaklaşık yüzde 3 ila 5 aralığında artırmasını ve fiyatlama esnekliğini korumasını mümkün kılmaktadır. Çünkü fındığın nihai çikolata ürünlerinin maliyet yapısı içindeki payı oldukça sınırlı olduğundan, tüketici talebi fiyat dalgalanmalarına karşı görece daha az hassas kalmaktadır.

Figür 15: Balsu Yıllık Fındık Satışları (bin ton | Takvim Yılı)

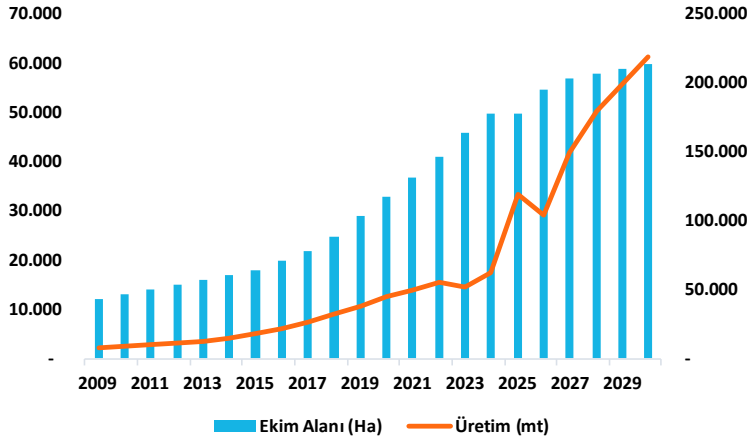


Kaynak: Şirket

Küresel fındık tedarik zinciri aynı zamanda giderek daha çeşitlenmiş bir yapıya doğru ilerlemektedir. Türkiye her ne kadar toplam kabuklu üretimin yaklaşık yüzde 60-70'ini ve iç fındık üretimin yaklaşık yüzde 70'ini karşılamaya devam etse de, özellikle Oregon (ABD) ve Şili gibi ülkeler dünya arzında daha görünür hale gelmektedir. Oregon'un üretimi 2020'de yaklaşık 56 bin tondan 2025/26T'de 102 bin ton seviyesine çıkarak neredeyse ABD'deki fındık üretiminin tamamını oluşturur hâle gelecektir. Bölge, çok uluslu alıcılar için stratejik bir kaynak konumuna yükselmiş durumdadır; Ferrero Hazelnut Company'nin son üç yılda Oregon'dan yaptığı alımları ikiye katladığı ve Kuzey Amerika'daki tüm talebini bu bölgeden karşıladığı bildirilmektedir. Yerel arzın güçlendirilmesi amacıyla Ferrero'nun Oregon State University'ye 180 bin dolar ve Rutgers University'ye 170 bin dolar olmak üzere toplam 350 bin doların üzerinde araştırma hibesi sağlayarak hastalığa dayanıklı çeşitler ve sürdürülebilir bahçe uygulamalarını desteklediği bilinmektedir.

Güney Yarım Küre'de ise Şili karşı mevsimsel bir kaynak olarak öne çıkmakta ve küresel tedarik yıl boyunca dengelenmesine katkı sağlamaktadır. Ülkenin üretiminin, Maule ve Ñuble bölgelerindeki hızlı bahçe genişlemesi ve iyileşen verimler sayesinde 2024'te yaklaşık 56 bin ton seviyesinden 2025/26T'de yaklaşık 92 bin tona yükselmesi beklenmektedir. Türkiye'nin sezon dışı döneminde taze iç fındık tedarik edebilme kapasitesi, özellikle yıl boyunca kalite sürekliliği arayan Avrupalı şekerleme üreticileri ve işleyiciler tarafından artan ölçüde değer görmektedir.

Figür 16: Şili Toplam Dikim Alanı ve Fındık Üretimi Tahmini (Ülke Bazında)



Kaynak: Şirket

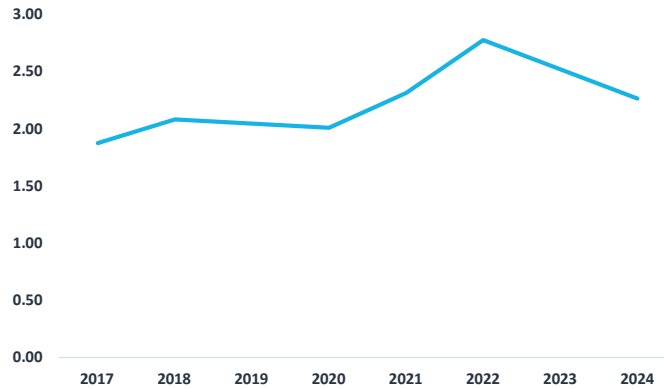
ABD ve Şili'nin küresel fındık arzındaki toplam payı artık yüzde 12'nin üzerine çıkmış durumdadır; bu oran beş yıl önce yaklaşık yüzde 8 seviyesindeydi ve sektörün coğrafi olarak daha dengeli bir yapıya doğru ilerlediğinin erken sinyallerini vermektedir. Ferrero, Olam ve Balsu gibi küresel oyuncular için bu değişim, yıl boyunca daha istikrarlı tedarik zincirleri oluşturma fırsatı yaratmaktadır. Özellikle Balsu açısından bakıldığında, 2026T'de devreye girecek 23 bin ton kapasiteli Şili tesisi, şirketin Güney Yarım Küre'ye uzanan yeni bir üretim ağı kurmasını sağlayarak çoklu kaynaklı, kesintisiz ve izlenebilir bir tedarik modelini güçlendirmektedir. İklim değişkenliği ve sürdürülebilirlik talepleriyle giderek daha fazla şekillenen bu sektörde, söz konusu entegrasyon Balsu'nun küresel şekerleme üreticileri için güvenilir ve geleceğe hazır bir iş ortağı olarak konumunu pekiştirmektedir.

Aktif Karbon Pazarına Genel Bakış

Küresel aktif karbon (HS 3802.10) pazarı son on yılda istikrarlı bir büyüme sergilemiştir; bu eğilim artan çevresel standartlar ile su ve hava arıtımı, endüstriyel filtrasyon, gıda ve içecek işleme ve ilaç üretimi gibi genişleyen kullanım alanlarını yansıtmaktadır. Aktif karbon günümüzde sürdürülebilirlik odaklı tedarik zincirlerinin kritik bir girdisi haline gelmiştir. Büyüme aynı zamanda emisyon ve atık su düzenlemelerinin sıkılaşması, kamu sağlığı standartlarına yönelik farkındalığın artması ve daha temiz endüstriyel süreçlere geçişin hızlanmasıyla desteklenmektedir.

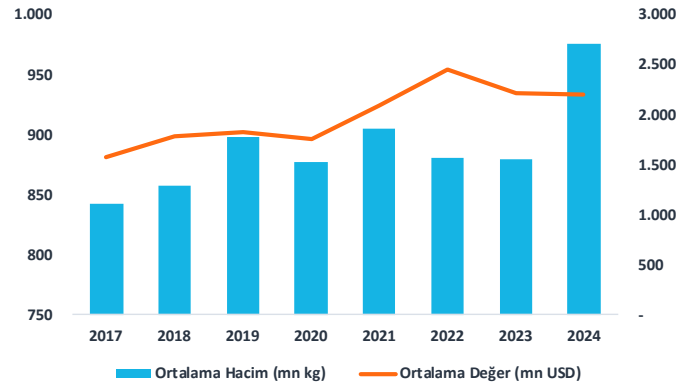
UN Comtrade verilerine göre, 2013-2024 döneminde uluslararası aktif karbon ticareti yaklaşık 0,9 milyon tondan 1,2 milyon tona yükselirken, toplam ticaret değeri 1,8 milyar dolardan 2,9 milyar dolara yaklaşmıştır. Bu gelişme, hacim bazında yaklaşık yüzde 3, değer bazında ise yüzde 4,5 seviyesinde 11 yıllık bileşik büyümeye karşılık gelmekte ve daha yüksek katma değerli, özelleştirilmiş karbon ürünlerine doğru kademeli bir geçişe işaret etmektedir. Hacim artışı görece ılımlı olsa da ticaret değerindeki daha hızlı yükseliş, düşük katma değerli kömür bazlı ürünlerden uzaklaşılarak daha yüksek saflık ve yenilenebilir kaynak avantajı sunan Hindistan cevizi kabuğu ve biyokütle bazlı çeşitlere yönelimin güçlendiğini düşündürmektedir. 2024 itibarıyla ortalama küresel fiyatlar 2-2,3 dolar/kg bandında seyrederken, tedarik aksamaları veya enerji fiyat şokları dönemsel sert yükselişlere neden olabilmektedir; bu dalgalanma dinamiğinin 2025 ve sonrasında da sürmesi beklenmektedir.

Figür 17: Aktif Karbon Ortalama İşlem Fiyatı (USD/kg)



Kaynak: UN Comtrade, İş Yatırım

Figür 18: Aktif Karbon Dünya Ticaret Hacmi ve Değeri

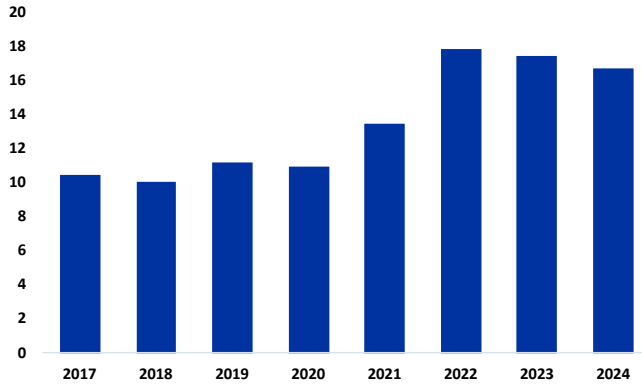


Kaynak UN Comtrade, İş Yatırım

Asya Pasifik bölgesi halen dünyanın en büyük aktif karbon üretim ve ihracat merkezi konumundadır; bölgeyi özellikle Hindistan cevizi kabuğu ve kömür bazlı aktif karbon sağlayan Çin, Hindistan ve Sri Lanka taşımaktadır. Buna karşılık Avrupa ve Kuzey Amerika'da birincil üretim sınırlı olsa da nihai kullanım talebi oldukça güçlüdür. Bu pazarlar kalite, izlenebilirlik ve reaktivasyon hizmetlerine daha fazla önem vermekte ve ortalama fiyatlar genellikle 2,5 dolar/kg seviyesinin üzerinde gerçekleşmektedir. ABD, Almanya ve Belçika en büyük ithalatçılar arasında yer alırken, ihracatta Çin ve Hindistan belirgin şekilde öne çıkmaktadır. Avrupa Birliği'nde ise mikro kirleticiler, PFAS giderimi ve suyun yeniden kullanımıyla ilgili düzenlemelerin gelişmesi hem yeni hem de reaktif edilmiş aktif karbon talebini yukarı çekmektedir.

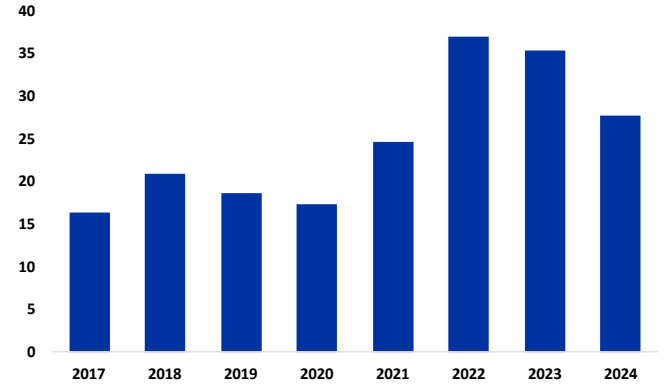
Türkiye'de aktif karbon pazarı görece küçük olsa da yapısal açıdan önemli bir konuma sahiptir. Ülke büyük ölçüde ithalata bağımlı olup ortalama ithalat fiyatı 1,7-1,8 dolar/kg bandında seyretilmektedir; bu seviyeler küresel ortalamanın hafif altında olup ağırlıklı olarak belediye su arıtımı, endüstriyel atık su kontrolü ve gıda işleme alanlarında kullanılan granül ve toz aktif karbon ithalatını yansıtmaktadır. Türkiye'nin yıllık tüketiminin 17-18 bin ton civarında olduğu tahmin edilmektedir; bu da yaklaşık 28-35 milyon dolarlık bir iç pazar büyüklüğüne karşılık gelmektedir. Tedarik ağı çoğunlukla Hindistan, Çin ve Sri Lanka'ya dayanmakta ve yerli üretim birkaç küçük ölçekli tesisle sınırlı kalmaktadır. Bununla birlikte Türkiye'nin tarımsal çeşitliliği, fındık kabuğu, zeytin çekirdeği ve kayısı çekirdeği gibi yenilenebilir biyokütle kaynakları açısından belirgin bir avantaj sunmakta.

Figür 19: Türkiye Aktif Karbon İthalat Hacmi (mn kg)



Kaynak UN Comtrade, İş Yatırım

Figür 20: Türkiye Aktif Karbon Net Ticaret Açığı (mn USD)



Kaynak UN Comtrade, İş Yatırım

Türkiye'nin aktif karbon ithalatı son on yılda yüzde 5,9 YBBO sergilerken, iç talep son beş yılda ivmesini artırarak yüzde 8,4 düzeyinde beş yıllık YBBO'ya ulaşmıştır. İleriye dönük olarak hem küresel hem de bölgesel dinamikler, aktif karbon pazarında büyümenin ve ürün farklılaşmasının kademeli biçimde devam edeceğine işaret etmektedir. Talebin, altyapı yatırımları, daha sıkı su ve hava kalite yönetmelikleri ve genel yeşil dönüşümün etkisiyle yılda yaklaşık yüzde 5 civarında artması beklenmektedir. Bu süreçte tedarik zincirleri yenilenebilir ve döngüsel hammaddelere kayarken, biyokütle bazlı ve düşük emisyonlu ürün sunabilen üreticilerin pazar payını giderek artırması muhtemel görünmektedir.

Türkiye'nin Talep Dinamikleri ile Balsu'nun Stratejik Rolü

Türkiye açısından bakıldığında ithalata bağımlılık hem kırılganlık hem de fırsat barındırmaktadır. Yenilenebilir tarımsal yan ürünleri kullanarak yerli kapasite geliştirilmesi, dış fiyat oynaklığına maruziyeti azaltırken küresel sürdürülebilirlik eğilimleriyle de uyum sağlamaktadır. Bu çerçevede fındık kabuğu bazlı aktif karbon üretimine yönelmek, ülkenin tarım-sanayi ekosistemi içinde çeşitlenme ve değer yaratma açısından mantıklı bir adım niteliği taşımaktadır. Söz konusu girişim, Türkiye'nin hızla dönüşen çevresel odaklı küresel pazarda daha etkin rol almasına imkân verirken, bol miktarda bulunan bir yan ürünü yüksek katma değerli bir ihracat malzemesine dönüştürmektedir. Ayrıca Balsu'nun toplam planlanan 23 bin tonluk aktif karbon kapasitesi, Türkiye'nin son beş yıldaki yıllık ortalama ithalatının yaklaşık yüzde 77'sine denk gelmekte ve şirkete güçlü bir rekabet pozisyonu sağlamaktadır.

Balsu özelindeki aktif karbon yatırımı, bir yandan kamu politikaları tarafından da güçlü biçimde desteklenmektedir. Şirket, sahip olduğu yatırım teşvik belgesi kapsamında aktif karbon üretimine yönelik yatırım tutarının tamamını kurumlar vergisi matrahından mahsup edebilme imkânına sahip olup, buna ek olarak sigorta primi işveren hissesi desteği, gümrük vergisi muafiyeti, KDV istisnası ile nitelikli personel ve enerji desteklerinden yararlanmaktadır. Bu teşvik yapısı, Balsu'nun yerli aktif karbon kapasitesi oluşturma sürecini hızlandırırken, yatırımı ekonomik ve rekabetçi açıdan daha güçlü bir zemine oturtmaktadır.

Değerleme

Balsu'yu segment bazlı indirgenmiş nakit akımı modeliyle değerliyoruz. Tahmin dönemimiz, 2025'te stokların paraya çevrilmesiyle oluşan doğrusal olmayan kârlılık yapısını, 2026'daki normalleşmeyi ve 2027-2031 arasında aktif karbon ile Şili operasyonlarından gelecek yapısal katkısı kapsıyor.

Tablo 1: İndirgenmiş Nakit Akımı

\$ mn	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	SD
Satışlar	365	587	637	623	648	679	705	732
Brüt Kar	48	133	70	96	101	109	114	120
Brüt Kar Marjı	13,1%	22,7%	11,0%	15,4%	15,6%	16,1%	16,2%	16,3%
Faaliyet giderleri	19	23	28	30	32	33	35	36
FAVÖK	30	113	49	73	77	84	88	93
FAVÖK Marjı	8,3%	19,2%	7,7%	11,7%	11,8%	12,4%	12,5%	12,7%
FVÖK	29	110	42	66	69	76	79	83
(-) Vergi	6	0	0	1	1	1	1	18
(+) Amortisman	2	2	7	7	7	8	9	9
(+/-) İşletme Serm. Değişimi	103	-95	19	-8	4	6	5	6
İşletme Sermayesi/Satışlar	60,0%	21,1%	22,4%	21,7%	21,5%	21,4%	21,4%	21,4%
(-) Yatırım Harcamaları	5	76	8	9	9	10	10	11
Yatırım Harcamaları/Satışlar	1,5%	13,0%	1,3%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Serbest Nakit Akımı	-84	131	22	71	62	68	72	58
SNA Marjı	-23,1%	22,3%	3,4%	11,4%	9,6%	10,0%	10,2%	8,0%
AOSM	-	12,3%	12,0%	12,0%	12,0%	11,9%	11,8%	11,3%
İskonto Oranı	-	1,00	1,12	1,26	1,41	1,58	1,77	1,97
İNA (\$ mn)	-	131	19	57	44	43	41	29
Sonsuz Büyüme Oranı	2%							
Firma Değeri (\$)	687							
Net Borç, 2024MY (\$)	132,60							
Hedef Piyasa Değeri (\$)	592							
Hedef Hisse Değeri (TL)	27,1							

Kaynak: İş Yatırım

ABD doları bazında bakıldığında, konsolide gelirlerin 2024'teki 365 milyon dolar seviyesinden tahmin dönemi sonunda yaklaşık 730 milyon dolar seviyesine yükselmesini öngörüyoruz. FAVÖK, stok kaynaklı fiyatlama etkilerinin gelir tablosuna yansımalarıyla 2024'teki 30 milyon dolar seviyesinden 2025'te 113 milyon dolar seviyesine çıkarak FAVÖK marjını yüzde 8 seviyelerinden yüzde 19'un üzerine taşımaktadır. Bu artış geçici bir nitelik taşımaktadır.

2026'da stok fiyatlarının normale dönmesiyle FAVÖK'ün 49 milyon dolar seviyesine gerilemesini ve marjın yeniden yaklaşık yüzde 8 seviyelerine inmesini bekliyoruz. 2027 sonrası dönemde ise FAVÖK'ün kademeli bir artış eğilimine girerek tahmin dönemi sonunda 93 milyon dolar seviyesine ulaşmasını ve marjların yüzde 12-13 bandında istikrar kazanmasını tahmin ediyoruz. Serbest nakit akımının da benzer bir seyir izleyerek 2025'te 131 milyon dolar seviyesine çıkmasını, 2026'da 22 milyon dolar seviyesine gerilemesini ve tahmin dönemi sonunda yaklaşık 60 milyon dolar civarında dengelenmesini öngörüyoruz.

Bu çerçevede değerlendirme çalışmamızda sonsuz büyüme oranı %2 olarak alınmış, net borç tutarı olarak 2024 mali yıl sonu gerçekleştirme rakamı kullanılmış ve hedef değer 2026 sonu tahmini TL/dolar kurundan TL'ye çevrilmiştir.

Segment bazında bakıldığında, kısa vadede temel kârlılık kaynağı Balsu Gıda olmaya devam ediyor; ancak yeni iş kolları ölçek kazandıkça göreceli ağırlığı azalıyor. Tahminlerimize göre 2025'te Balsu Gıda yaklaşık 113 milyon dolar FAVÖK üreterek toplamın neredeyse tamamını oluşturuyor. 2031'e gelindiğinde FAVÖK katkısı mutlak değer olarak yaklaşık 56,6 milyon dolar seviyesine yükselmesine rağmen, aktif karbon ve Şili operasyonlarının genişlemesiyle grup içindeki payı geriliyor. Global Trade ise dönem boyunca küçük fakat istikrarlı bir katkı sunmaya devam ediyor.

Tablo 2: FAVÖK Kırılımı

\$ mn	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
FAVÖK	112,7	49,3	73,1	76,6	84,5	88,2	92,8
Toplam marj	19,2%	7,7%	11,7%	11,8%	12,4%	12,5%	12,7%
Balsu Gıda	111,8	34,6	50,2	51,8	53,4	55,0	56,6
Segment marjı	21,2%	6,6%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
Global Trade	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,4
Segment marjı	1,6%	1,8%	2,1%	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%
Balsu Chile	0,0	2,9	4,5	4,3	4,6	5,0	5,4
Segment marjı	-	6,3%	7,8%	6,8%	6,9%	7,0%	7,1%
Activated Carbon	0,0	10,8	17,2	19,4	25,2	26,9	29,4
Segment marjı	-	69,0%	70,4%	68,5%	67,9%	65,8%	65,3%

Kaynak: İş Yatırım

Aktif karbon, modelimiz kapsamında şirketin ana yapısal büyüme eksenini oluşturuyor. Segment FAVÖK'ünün 2026'da 10,8 milyon dolar seviyesinden başlayarak 2031'de yaklaşık 29-30 milyon dolara yükselmesini, ima edilen FAVÖK marjının ise %65-70'e yaklaşan bir bandta şekillenmesini öngörüyoruz. Bu ölçeklenme, kapasite kullanım oranlarının artması ve ürün karmaşının daha yüksek katma değerli sınıflara kaymasıyla birlikte satış hacminin 2026'da 5,3 bin tondan 2031'de 15 bin tona çıkmasıyla desteklenmektedir. Şili operasyonları ise modele ilave bir çeşitlendirme unsuru eklemektedir. Balsu Şili'nin FAVÖK katkısı 2025'te ihmal edilebilir seviyedeysen, satış hacminin 2026'da 4 bin ton seviyesinden 2031'de 7 bin tonun üzerine çıkmasını ve orta çift haneli brüt marjlar sayesinde 2031 itibarıyla 5 milyon dolarının üzerine yükselmesini bekliyoruz.

Tablo 3: İç Fındık Tonajları

Bin ton	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Balsu Gıda	40,0	51,1	53,1	54,7	56,3	58,0	59,8
Global Trade	4,2	5,2	5,6	5,9	6,1	6,4	6,6
Balsu Şili	0,0	4,0	5,5	5,9	6,3	6,7	7,2

Kaynak: İş Yatırım

Tablo 4: Aktif Karbon Tonajı

Bin ton	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Aktif Karbon	0,0	5,3	8,1	9,4	12,4	13,6	15,0

Kaynak: İş Yatırım

Modelimizde yatırım harcamaları 2025'te zirve yaparak aktif karbon yatırımıyla uyumlu şekilde satışların yaklaşık %13'üne ulaşıyor. 2026 sonrasında ise Sermaye Harcamaları/Satışlar oranı, bakım yatırımı ve sınırlı büyümeyi yansıtan seviyelere geri dönerek yaklaşık %1-1,5 bandına geriliyor. Net işletme sermayesi ihtiyacı da 2024 mali yılındaki %60 seviyesinden azalıyor ve NİS/Satışlar oranının %30'ların ortasından %21-22 bandına gerilemesi serbest nakit akımı dönüşümünü destekliyor. Buna paralel olarak serbest nakit akımı marjı 2024'teki -%23 seviyesinden 2025'te %22 seviyesine yükseliyor ve tahmin dönemi boyunca yüksek tek haneli ile düşük çift haneli aralıkta dengeleniyor.

İskonto oranımız, mevcut makro görünümün yanı sıra iş karmasının zaman içinde genişlemesiyle Balsu'nun risk profilinde beklediğimiz kademeli iyileşmeyi yansıtmaktadır. Risksiz faiz oranı 2025T'de yüzde 7,7 seviyesinden başlayarak 2031T'ye doğru kademeli olarak yüzde 7,2'ye gerilemektedir. Özsermaye risk primi, aktif karbon ve Şili operasyonlarının henüz tam ölçeğe ulaşmamış olması dikkate alınarak tahmin dönemi boyunca yüzde 6,0 seviyesinde sabit tutulmuştur. Bu varsayım, özellikle yeni projelere ilişkin olası risklerin iskonto oranına temkinli biçimde yansıtılmasını amaçlamaktadır.

Beta katsayısı tahmin dönemi boyunca 1,0 seviyesinde varsayılmıştır. Bu varsayımlar altında özsermaye maliyeti 2025T'de yüzde 13,7 seviyesinden 2031T'de yaklaşık yüzde 13,2 seviyesine gerilemektedir. Borçlanma maliyeti de kaldıraç oranının düşmesi ve serbest nakit akımlarının güçlenmesiyle 2025T'de yüzde 8,1 seviyesinden 2031T'de yüzde 7,3 seviyesine inmektedir. Modelimizde vergi oranı, yatırım teşvikleri nedeniyle 2025-2030 döneminde düşük seyretmekte ve yüzde 0,3-1,0 aralığında kalırken, 2031T itibarıyla yüzde 22,0 seviyesine yükselmektedir. Bu durum, 12.04.2023 tarihli Cumhurbaşkanlığı Kararı kapsamında sağlanan ve 01.05.2025 tarihinde revize edilerek toplam 3,07 milyar TL tutarındaki uygun yatırım harcamasını kapsayacak şekilde genişletilen teşvik paketinin etkisini yansıtmaktadır.

Modelimizde sermaye yapısı tahmin dönemi boyunca istikrarlı tutulmakta olup Borç/(Borç+Sermaye) oranı %25, özsermaye ağırlığı ise %75 seviyesinde varsayılmaktadır. Bu yapı, yatırım fazı sonrasında borçluluğun kontrollü biçimde yönetileceği varsayımıyla uyumludur.

Tablo 5: AOSM Varsayımları

	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031E
Risksiz Getiri Oranı	7,7%	7,5%	7,5%	7,5%	7,4%	7,3%	7,2%
Risk Primi	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Beta	1	1	1	1	1	1	1
Sermaye Maliyeti	13,7%	13,5%	13,5%	13,5%	13,4%	13,3%	13,2%
Borçlanma Maliyeti	8,1%	7,6%	7,6%	7,6%	7,5%	7,4%	7,3%
Vergi Oranı	0,3%	0,9%	0,9%	0,9%	1,0%	1,0%	22,0%
Borç/(Borç+Sermaye)	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
AOSM	12,3%	12,0%	12,0%	12,0%	11,9%	11,8%	11,3%

Kaynak: İş Yatırım

Tablo 6: Makroekonomik Varsayımlar

	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
GSYH Büyümesi	3,3%	3,7%	3,7%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,5%
Enflasyon (yıl sonu)	44,4%	31,0%	24,0%	19,0%	21,0%	16,0%	15,0%	14,0%
Enflasyon (ortalama)	58,5%	34,9%	26,5%	21,5%	20,0%	18,5%	15,5%	14,5%
TL/\$ (yıl sonu)	35,2	43,0	51,0	59,2	71,1	80,0	90,4	101,8
TL/\$ (ortalama)	32,8	39,4	47,0	55,1	65,1	75,6	85,2	96,1

Kaynak: İş Yatırım

Hassasiyet Analizleri

Tablo 7: AOSM ve Sonsuz Büyüme Oranı Hassasiyet Tablosu

\$ mn	Sonsuz Büyüme Oranı (%)					
		1,5%	1,8%	2,0%	2,3%	2,5%
Ortalama AOSM Değişimi	-10%	579	588	598	609	620
	-5%	576	585	595	605	616
	0%	573	582	592	602	613
	5%	569	579	588	599	610
	10%	566	576	585	596	606

Kaynak: İş Yatırım

Tablo 8: Aktif Karbon Tonaj ve Satış Hassasiyet Tablosu

\$ mn	Ortalama Aktif Karbon Fiyat Artışı					
		-10%	-5%	0%	5%	10%
Ortalama Aktif Karbon Tonaj Değişimi	-10%	539	554	569	584	599
	-5%	549	565	580	596	612
	0%	558	575	592	608	625
	5%	568	585	603	620	638
	10%	577	596	614	632	651

Kaynak: İş Yatırım

BALSU

Tablo 9: Balsu Comparable Companies

Activated Carbon Manufacturers				P/E			EV/EBITDA			EV/SALES		
Company Name	Mcap (\$mn)	Ticker	Country	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2024E	2026E
KURARAY CO LTD	3.030	3405 JP Equity	JAPAN	9,0x	17,4x	10,5x	3,8x	4,5x	4,1x	126,9x	125,4x	1,1x
HAYCARB PLC	103	HAYCSL Equity	SRI LANKA			7,0x			4,6x			
ARQ INC	158	ARQ US Equity	UNITED STATES				26,5x	12,7x	8,7x	1,9x	1,7x	0,9x
OSAKA GAS CO LTD	13.977	9532 JP Equity	JAPAN	18,4x	18,2x	14,6x	10,3x	10,7x	9,1x	176,5x	211,5x	0,8x
VEOLIA ENVIRONNE	25.063	VIE FP Equity	FRANCE	14,2x	13,2x	12,2x	6,5x	6,3x	5,9x	0,9x	0,9x	0,8x
Median				14,2x	17,4x	11,3x	8,4x	8,5x	5,9x	64,4x	63,5x	0,8x
Average				13,9x	16,3x	11,1x	11,8x	8,6x	6,5x	76,5x	84,9x	0,9x

North American Confectionery				P/E			EV/EBITDA			EV/SALES		
Company Name	Mcap (\$mn)	Ticker	Country	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2024E	2026E
MONDELEZ INTER-A	73.821	MDLZ US Equity	UNITED STATES	16,7x	19,7x	18,1x	12,6x	14,5x	13,2x	2,6x	2,6x	0,8x
HERSHEY CO/THE	38.164	HSY US Equity	UNITED STATES	20,8x	31,5x	27,8x	14,4x	18,0x	16,3x	3,8x	3,8x	0,9x
POST HOLDINGS IN	5.363	POST US Equity	UNITED STATES	17,4x	14,6x	14,2x	9,1x	8,3x	8,2x	1,8x	1,6x	0,7x
KELLANOVA	29.087	K US Equity	UNITED STATES	22,2x	22,7x	22,0x	15,4x	15,6x	15,0x	2,3x	2,8x	1,2x
J & J SNACK FOOD	1.788	JJSF US Equity	UNITED STATES	17,9x	23,6x	20,5x	8,3x	9,6x	8,7x	1,2x	1,2x	0,9x
GENERAL MILLS IN	25.161	GIS US Equity	UNITED STATES	10,5x	11,3x	12,9x	9,3x	9,9x	11,1x	1,9x	1,9x	1,0x
JOHN B SANFILIPP	845	JBSS US Equity	UNITED STATES			12,2x			7,0x			
MCCORMICK-N/V	18.064	MKC US Equity	UNITED STATES	23,0x	22,3x	21,0x	17,4x	16,6x	15,6x	3,3x	3,3x	0,9x
CONAGRA BRANDS I	8.524	CAG US Equity	UNITED STATES	6,8x	7,7x	10,2x	6,8x	7,5x	9,4x	1,3x	1,3x	1,0x
FLOWERS FOODS	2.289	FLO US Equity	UNITED STATES	8,6x	10,5x	11,0x	7,5x	7,8x	8,0x	0,9x	0,9x	0,9x
B&G FOODS INC	361	BGS US Equity	UNITED STATES	6,5x	8,6x	9,0x	7,9x	8,5x	8,7x	1,2x	1,2x	1,2x
TREEHOUSE FOODS	1.197	THS US Equity	UNITED STATES	12,9x	14,2x	12,0x	7,9x	7,6x	7,2x	0,8x	0,8x	1,0x
ARCHER-DANIELS	29.098	ADM US Equity	UNITED STATES	12,8x	17,5x	13,8x	8,3x	10,5x	8,7x	0,4x	0,4x	1,2x
Median				14,8x	16,0x	13,8x	8,7x	9,8x	8,7x	1,6x	1,5x	0,9x
Average				14,7x	17,0x	15,7x	10,4x	11,2x	10,6x	1,8x	1,8x	1,0x

Other Confectionery				P/E			EV/EBITDA			EV/SALES		
Company Name	Mcap (\$mn)	Ticker	Country	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2024E	2026E
BARRY CALLEB-REG	8.638	BARN SW Equity	SWITZERLAND	18,7x	32,8x	22,5x	13,2x	11,7x	11,7x	1,2x	1,0x	0,4x
NISSIN FOODS HOL	5.404	2897 JP Equity	JAPAN	15,2x	15,7x	16,7x	8,6x	8,8x	9,2x	190,3x	201,0x	0,8x
SAVOLA	2.068	SAVOLA AB Equity	SAUDI ARABIA	28,2x	14,8x	13,0x	4,3x	5,7x	5,4x	1,8x	1,9x	1,1x
Median				18,7x	15,7x	16,7x	8,6x	8,8x	9,2x	1,8x	1,9x	0,8x
Average				20,7x	21,1x	17,4x	8,7x	8,7x	8,8x	64,4x	67,9x	0,8x

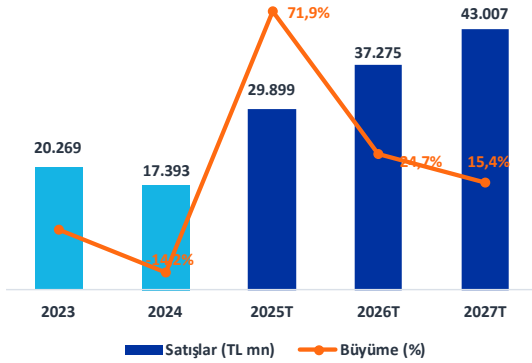
Kaynak: Bloomberg, İş Yatırım

Finansal Analiz

Satışlar ve Satış Hacmi

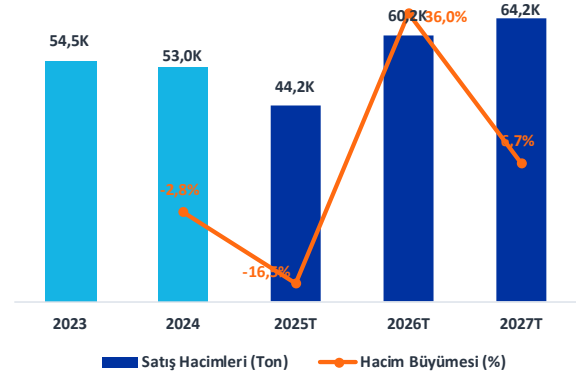
2023'ten 2024'e satış hacmi 54,5 bin tondan 53,0 bin tona sınırlı bir düşüş gösterdi (-%2,8). Zayıflayan fındık fiyatları nedeniyle satışlar 2024'te %14 gerileyerek 17,4 milyar TL olarak gerçekleşti. Ton başına satış geliri ise 372 bin TL'den 328 bin TL'ye indi.

Figür 22: Satışlar



Kaynak Şirket, İş Yatırım

Figür 23: Toplam Fındık Satış Hacmi



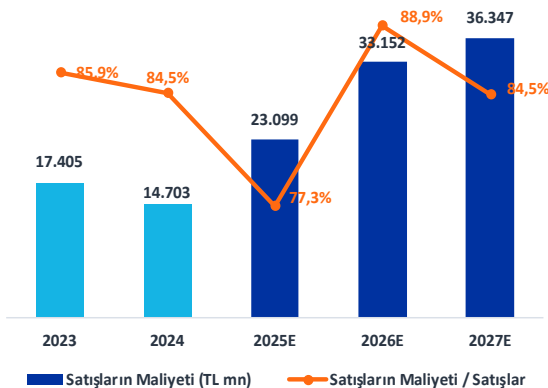
Kaynak Şirket, İş Yatırım

2026 sonrasında itibaren büyümenin yeniden hacim odaklı bir yapıya dönmelerini bekliyoruz. Bu çerçevede toplam fındık satış hacminin (Balsu Gıda, Global Trade ve Balsu Şili dahil) 2026'da 60,2 bin tona, 2027'de ise 64,2 bin tona yükselmesini öngörüyoruz. Satışların da paralel şekilde 2026'da 37,3 milyar TL'ye, 2027'de 43,0 milyar TL'ye çıkmasını bekliyoruz. Ton başına satış geliri 2026'da yaklaşık 619 bin TL, 2027'de ise yaklaşık 670 bin TL seviyelerine yerleşiyor. Bu çerçevede 2025 fiyat zirvesini, 2026-27 döneminin ise hacim toparlanmasıyla daha dengeli bir görünümü temsil ettiğini düşünüyoruz.

Satışların Maliyeti ve Brüt Kâr

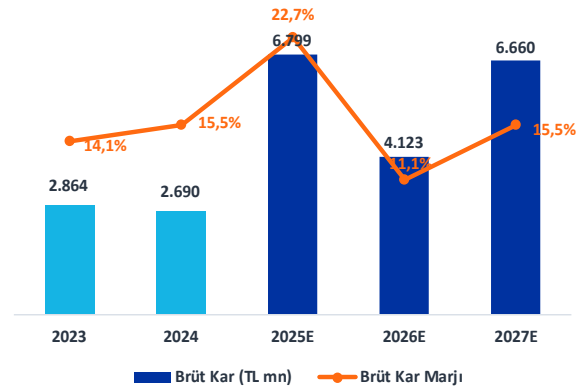
Satışların maliyeti 2023'de 17,4 milyar TL seviyesinden 2024'de 14,7 milyar TL'ye gerileyerek %15 düşüş gösterdi. Maliyetlerdeki bu gerilemeye rağmen SMM/Satışlar oranı %84-86 bandında yüksek seyrini korudu ve brüt kâr 2023'te 2,9 milyar TL, 2024'te ise 2,7 milyar TL seviyesinde yatay kaldı. Brüt kâr marjı ise daha kontrollü faaliyet giderlerinin de katkısıyla %14,1'den %15,5'e yükseldi.

Figür 24: Satılan Malın Maliyeti & SMM/Satışlar



Kaynak Şirket, İş Yatırım

Figür 25: Brüt Kar & Brüt Kar Marjı



Kaynak Şirket, İş Yatırım

2025 için satışların maliyetinin 23,1 milyar TL'ye yükselmesini öngörüyoruz. Buna karşılık maliyet artışı satışların gerisinde kaldığı için Satışların Maliyeti/Satışlar oranı %77,3'e gerileyerek tahmin dönemindeki en düşük seviyesine iniyor. Satışlar ile girdi maliyetleri arasındaki bu açılma, brüt kâr 6,8 milyar TL'ye taşırken brüt kâr marjını %22,7 seviyesine yükseltiyor. Marjlardaki bu belirgin artış, ton başına gelirdeki güçlü yükseliş ve stok satışlarından kaynaklanan ilave kazançlarla destekleniyor.

2026 sonrasında ise 2025'e özgü fiyat etkisinin çözülmesiyle brüt kârlılığın daha normal seviyelere dönmesini bekliyoruz. Satışların maliyetinin 2026'da 33,2 milyar TL'ye, 2027'de 36,3 milyar TL'ye çıkmasıyla SMM/Satışlar oranı sırasıyla %88,9 ve %84,5 seviyelerine yükseliyor. Bu süreçte brüt kâr 2026'da 4,1 milyar TL'ye gerilerken, 2027'de 6,6 milyar TL'ye toparlanıyor ve brüt kâr marjları %11,0-%15,5 aralığında şekilleniyor.

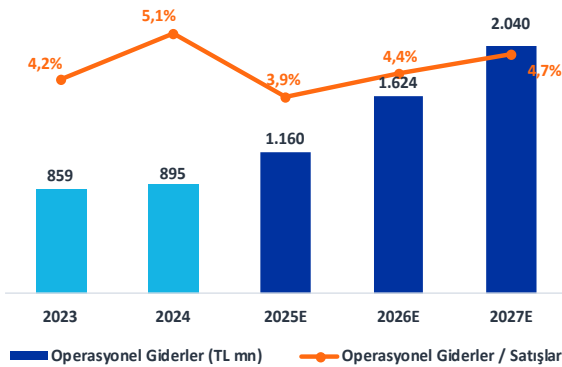
Mevcut Stokların Brüt Kâra Olası Katkısı

30.09.2025 itibarıyla stoklar maliyet bedeliyle 13,7 milyar TL seviyesinde taşınıyor. Aynı stokların sigorta değeri 332,1 milyon avro ve 4,75 milyon ABD doları olup, EUR/TL 48,82 ve USD/TL 41,58 varsayımlarıyla yaklaşık 16,4 milyar TL'ye karşılık geliyor. Çekirdek fındık fiyatının kg başına 16,6 ABD doları olduğu varsayımı altında, söz konusu tarihte defter değeri ile gerçeğe uygun değer arasında yaklaşık 2,7 milyar TL'lik gerçekleşmemiş bir değerlendirme farkı oluşuyor. Bu fark, stoklarda gömülü anlamlı bir gerçekleşmemiş kazançla işaret ediyor ve söz konusu stokların mevcut piyasa fiyatlarından satışa dönmesi hâlinde ilave brüt kâr potansiyeli yaratıyor.

Faaliyet Giderleri ve FAVÖK

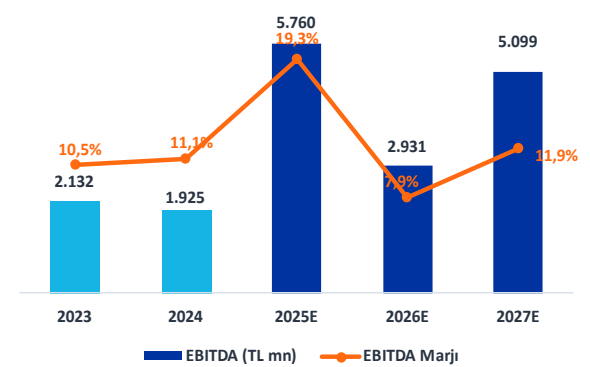
Faaliyet giderleri dönem boyunca kontrol altında tutulmuştur. Opex, 2023'te 859 milyon TL'den 2024'te 895 milyon TL'ye sınırlı bir artış göstermiştir (%4). Enflasyonist baskılara ve 2024'te satış gelirlerindeki zayıflamaya rağmen Opex/Satışlar oranının %4-5 bandında korunması, yönetimde disiplinli bir yaklaşımı yansıtmaktadır.

Figür 26: Operasyonel Giderler & Opex/Satışlar



Kaynak Şirket, İş Yatırım

Figür 27: FAVÖK & FAVÖK/Satışlar



Kaynak Şirket, İş Yatırım

2025 için faaliyet giderlerinin 1,16 milyar TL'ye yükselmesini öngörüyoruz. Buna karşın güçlü satış performansı beklentimiz sayesinde Opex/Satışlar oranı %3,9'a geriliyor. Sonrasında faaliyet giderlerinin 2026'da 1,62 milyar TL'ye, 2027'de ise 2,03 milyar TL'ye kademeli olarak artmasını; Opex/Satışlar oranının %4 bandında, son iki mali yıl arasında sınırlı bir alanda devam etmesini bekliyoruz. Genel olarak maliyet tabanı, üst satırla uyumlu ve kontrollü bir şekilde ölçekleniyor.

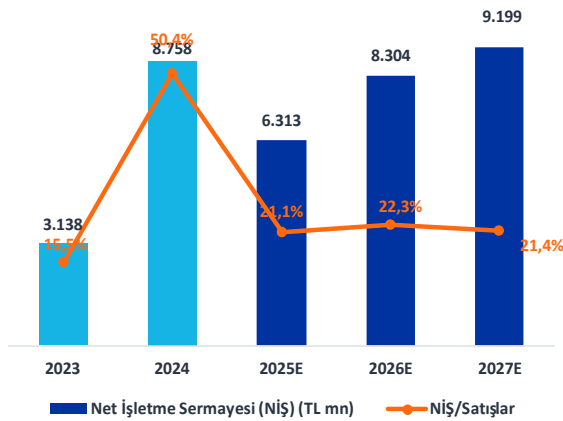
FAVÖK, brüt kârla benzer bir seyir izliyor. FAVÖK 2023'te 2,1 milyar TL'den 2024'te 1,9 milyar TL'ye sınırlı şekilde geriledi (-%10) ve marjlar %10-11 bandında korunmuş oldu. 2025 için FAVÖK'ün 5,8 milyar TL'ye yükselmesini (+%199) ve FAVÖK marjının %19,3 seviyesine çıkmasını öngörüyoruz. Bu güçlü artış, aynı dönemde brüt kârı genişleten fiyatlama etkisi ve stok satışlarından kaynaklanan ilave kazançları yansıtıyor.

2026 sonrasında ise normalleşme sürecinin başlamasını bekliyoruz. Fiyatların yeniden dengelenmesiyle FAVÖK'ün 2026'da 2,9 milyar TL'ye gerilemesini, ardından hacim artışı ve daha istikrarlı fiyatlama ortamının desteğiyle 2027'de 5,1 milyar TL'ye toparlanmasını öngörüyoruz. Bu çerçevede FAVÖK marjının 2026'da %7,9'a düşmesini, 2027'de ise %11,9 seviyesinde dengelenmesini bekliyoruz.

Net İşletme Sermayesi ve Nakit Dönüşüm Döngüsü

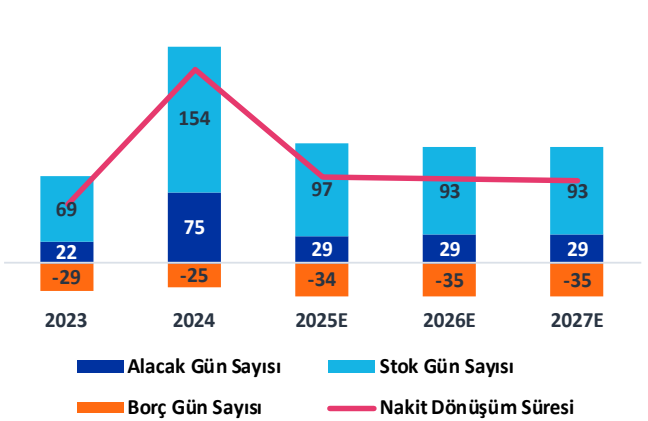
Net işletme sermayesi 2023'te 3,1 milyar TL'den 2024'te 8,8 milyar TL'ye yükseldi (+%179). Buna bağlı olarak NİS/Satışlar oranı %15,5'ten %50,4'e çıktı. Artışın temel nedeni, beklenen arz sıkışıklığı öncesinde bilinçli şekilde artırılan stok seviyeleri oldu. Dolayısıyla 2024'te raporlanan işletme sermayesindeki sıçrama, operasyonel verimlilikte bir bozulmadan ziyade stratejik fındık stoku birikimini yansıtıyor.

Figür 28: Net İşletme Sermayesi & NİS/Satışlar



Kaynak Şirket, İş Yatırım

Figür 29: Nakit Dönüşüm Süresi



Kaynak Şirket, İş Yatırım

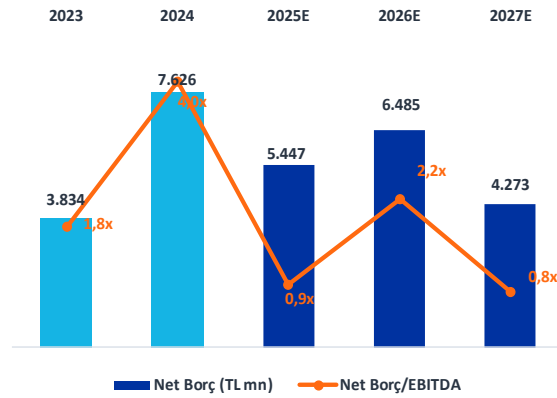
2025 için net işletme sermayesinin 6,3 milyar TL'ye gerilemesini (-%28) öngörüyoruz. Bu gelişme, artan işlem hacmiyle birlikte stok seviyelerinin normalleşmesi ve stok birikiminin önemli bölümünün çözülmesiyle NİS/Satışlar oranını %21,1 seviyesine çekiyor. Sonrasında net işletme sermayesinin 2026'da 8,3 milyar TL'ye, 2027'de ise 9,2 milyar TL'ye kademeli olarak artmasını; NİS/Satışlar oranının %21-22 bandında istikrar kazanmasını bekliyoruz. Bu seviye, büyük ölçekli bir ihracatçı için daha dengeli bir işletme sermayesi yapısıyla uyumludur. Nakit dönüşüm döngüsü de benzer bir seyir izliyor. 2024'te 204 güne çıkan keskin artış, ağırlıklı olarak stok günlerinin şişmesine yol açan agresif stok birikiminden kaynaklandı. 2025 sonrasında ise döngünün daha olağan operasyonel seviyelere dönmesini bekliyoruz; bu çerçevede NDD'nin 2025'te 91 güne gerilemesini, 2026'da 88 güne ve 2027'de 87 güne düşmesini öngörüyoruz.

Net Borç ve Sermaye Harcamaları

Net borç 2023'te 3,8 milyar TL seviyesinden 2024'te 7,6 milyar TL'ye yükseldi (+%99). Bu artış, beklenen arz sıkışıklığı öncesinde yapılan stratejik stok birikimi ve yükselen stok seviyelerine bağlı artan işletme sermayesi ihtiyacından kaynaklandı. Buna bağlı olarak Net Borç/FAVÖK oranı 2024'te 1,8x'ten 4,0x seviyesine çıktı.

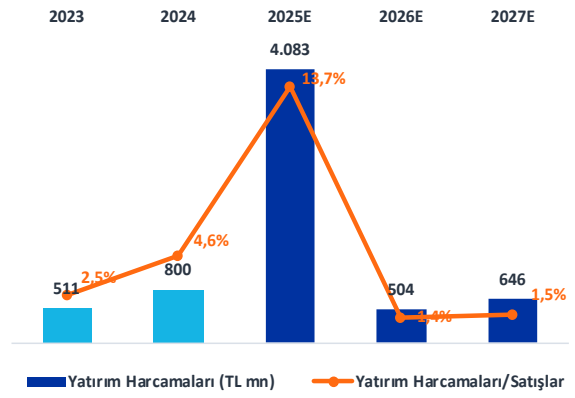
2025 için net borcun, stokların çözülmesi ve FAVÖK'ün güçlü şekilde artarak dönem içinde kullanılan ilave borçları geri ödeme kapasitesi yaratmasıyla 5,4 milyar TL'ye gerilemesini (-%29) öngörüyoruz. Bu gelişme Net Borç/FAVÖK oranını 0,9x seviyesine indiriyor ve artan kârlılık ile azalan işletme sermayesi ihtiyacının birleşik etkisini yansıtıyor. 2026'da, 2025'e özgü güçlü marjların normalleşmeye başlamasıyla kaldıraçta 2,2x seviyesine geçici bir artış bekliyoruz. Sonrasında net borcun 2027'de 4,3 milyar TL'ye gerilemesi ve Net Borç/FAVÖK oranının 0,8x seviyesine düşmesi öngörülmüyor. Bu görünüm, Balsu'nun düşük kaldıraçlı bir bilanço profiline yerleşeceğine işaret ediyor.

Figür 30: Net Borç & Net Borç/FAVÖK



Kaynak Şirket, İş Yatırım

Figür 31: Sermaye Harcamaları & Capex/Satışlar



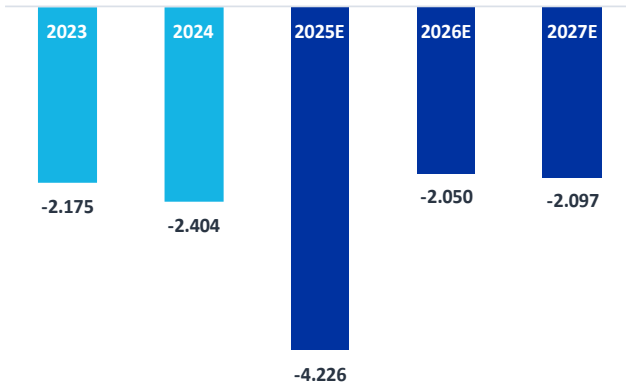
Kaynak Şirket, İş Yatırım

Geçmiş dönemde sermaye harcamaları görece sınırlı seyretti; 2023'te 511 milyon TL'den 2024'te 800 milyon TL'ye yükselerek sırasıyla satışların %2,5 ve %4,6'sına karşılık geldi. 2025 için ise, aktif karbon projesini de içeren büyük ölçekli yatırım fazının etkisiyle sermaye harcamalarının 4,1 milyar TL'ye çıkmasını (satışların %13,7'si) öngörüyoruz. Bu zirve döneminin ardından sermaye harcamalarının hızlı şekilde gerilemesini; 2026'da 504 milyon TL'ye, 2027'de ise 646 milyon TL'ye düşmesini bekliyoruz. Bu görünüm, yatırım harcamalarının 2025 sonrasında ağırlıklı olarak bakım ve sınırlı kapasite artışlarına odaklanacağına işaret etmektedir.

Net Finansal Giderler ve Net Parasal Kazançlar

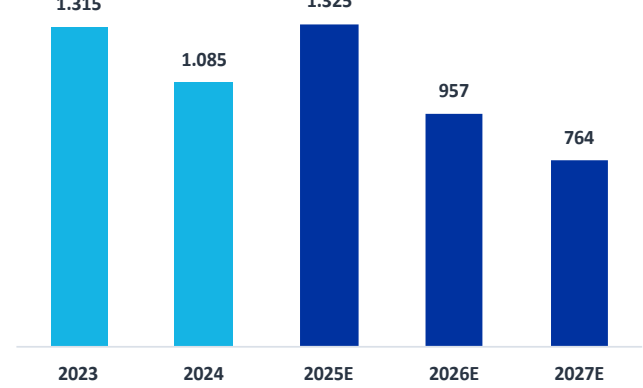
Net finansal giderler 2023'te -2,2 milyar TL'den 2024'te -2,4 milyar TL'ye yükseldi (+%11). Artış, ağırlıklı olarak stratejik stok birikimine bağlı artan dış finansman ihtiyacı ve uzayan işletme sermayesi döngüsünden kaynaklandı. 2025 için, yıl boyunca kaldıraç seviyesinin görece yüksek kalması ve borçlanma ihtiyacının zirve yapmasının finansman maliyetlerine yansmasıyla net finansal giderlerin -4,2 milyar TL seviyesine çıkmasını öngörüyoruz. 2026 sonrasında ise net borç seviyesindeki düşüş ve stokların elden çıkarılmasıyla bilançonun normalleşmesine paralel olarak net finansal giderlerin 2026'da -2,1 milyar TL'ye, 2027'de ise -2,1 milyar TL civarına gerilemesini bekliyoruz.

Figür 32: Net Finansal Giderler (TL mn)



Kaynak Şirket, İş Yatırım

Figür 33: Net Parasal Kazançlar/Kayıplar (TL mn)



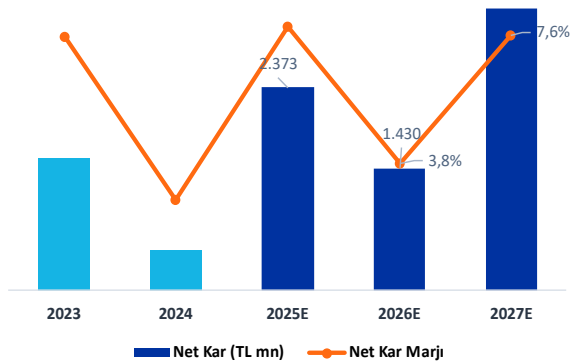
Kaynak Şirket, İş Yatırım

Parasal kazançlar 2023'te 1,3 milyar TL, 2024'te ise 1,1 milyar TL olarak gerçekleşti. Bu durum yüksek enflasyon ortamı ve parasal kalemlerin yeniden değerlendirilmesinden kaynaklandı. Enflasyon muhasebesi etkisinin devamıyla 2025'te parasal kazançların 1,3 milyar TL seviyesinde oluşmasını bekliyoruz. Ardından kazançların 2026'da 957 milyon TL'ye, 2027'de ise 764 milyon TL seviyesine gerilemesini öngörüyoruz.

Net Kâr ve Özsermaye Kârlılığı

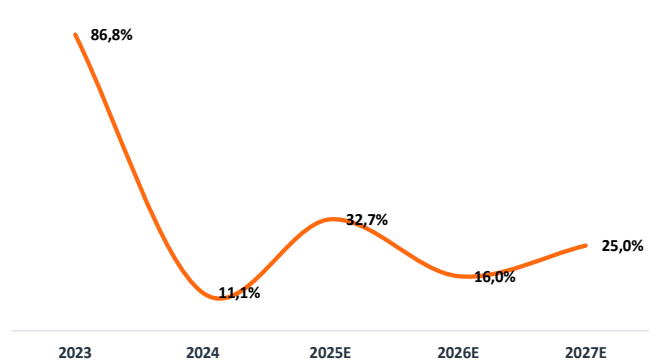
Net kâr 2023'te 1,5 milyar TL seviyesinden 2024'te 475 milyon TL'ye gerileyerek %69 düşüş gösterdi; zayıflayan fiyatlama, artan finansman giderleri ve uzayan işletme sermayesi döngüsü net kârlılığı baskıladı ve net kâr marjı %7,6'dan %2,7'ye indi. 2025'te ise istisnai FAVÖK performansı, stok satışlarından elde edilen kazançlar ve daha sınırlı enflasyon düzeltme etkisiyle net kârın 2,4 milyar TL'ye (+%400) güçlü şekilde toparlanmasını ve net kâr marjının %7,9 seviyesine yükselmesini öngörüyoruz.

Figür 34: Net Kar & Net Kar Marjı



Kaynak Şirket, İş Yatırım

Figür 35: Özsermaye Karlılığı



Kaynak Şirket, İş Yatırım

2026'da, 2025'e özgü marj sıçramasının geri çözülmesi ve yüksek maliyetli stok satışlarının etkisinin ortadan kalkmasıyla net kârın 1,4 milyar TL'ye gerilemesini ve net kâr marjının %3,8 seviyesine inmesini bekliyoruz. 2027'de ise daha yüksek hacimler, daha istikrarlı fiyatlama ve azalan faiz yükünün desteğiyle net kârın 3,3 milyar TL'ye toparlanmasını ve net kâr marjının %7,6 seviyesine yükselmesini öngörüyoruz. Özsermaye kârlılığı da benzer bir seyir izleyerek; 2023'te %86,8 seviyesinden 2024'te %11,1'e gerilerken, 2025'te güçlü kâr toparlanmasına paralel olarak %32,7'ye yükselmesini, 2026'da %16,0'a düşmesini ve 2027'de artan net kâr ile daha verimli bilanço yapısının desteğiyle %25,0 seviyesine çıkmasını bekliyoruz.

Ekler Bölümü

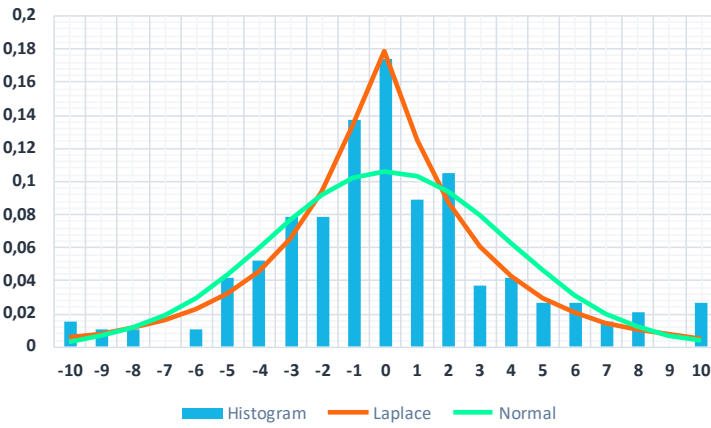
BALSU'nun Günlük Getirilerine İlişkin İstatistiksel Analiz

Halka arzın ardından BALSU hisselerinde oynaklık kademeli olarak gerilemiş, beta katsayısında daha istikrarlı bir yapı oluşmuştur. Spekülatif hacimdeki düşüşle birlikte fiyatlama davranışı daha dengeli hale gelmiştir. Hisse, XU100'e göre daha riskli bir profile sahip olmakla birlikte volatilité seviyesi geçmişe kıyasla daha kontrollü seyretmektedir.

Getiri Dağılımı ve Test Bulguları

Günlük getiriler normal dağılım varsayımıyla örtüşmemektedir. Birden fazla normalite testi normal dağılımı $p < 0,01$ düzeyinde reddederken, kuyruklara daha az duyarlı testler bu sonucu teyit etmemektedir. Genel değerlendirme, dağılımın normal olmadığı yönündedir. Bilgi kriterlerine göre veriye en iyi uyum sağlayan dağılım Laplace dağılımıdır.

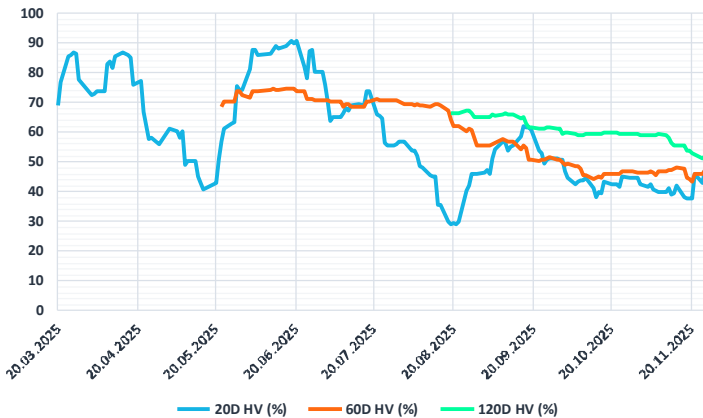
Figür 36: BALSU Halka Arzdan Bu Yana Günlük Getiri Profili



Kaynak: İş Yatırım

Bu bulgular, küçük günlük hareketlerin merkezde yoğunlaştığı ve Gauss dağılımına kıyasla daha kalın kuyruklara sahip bir getiri yapısını doğrulamaktadır. BALSU'da ampirik çarpıklık +0,19 ile pozitif olup büyük pozitif günlerin görece daha sık yaşandığına işaret ederken, XU100'de çarpıklık -0,62 ile negatiftir. Aşırılık basıklığı BALSU'da +0,79 seviyesinde sınırlı kalırken, XU100'de +6,38 ile belirgin biçimde daha kalın kuyruklar gözlenmektedir; BALSU'daki görece düşük basıklık kısmen BIST günlük fiyat limitlerinin uç hareketleri sınırlamasından kaynaklanmaktadır. Halka arz dönemindeki tavan hareketlerinin de etkisi göz ardı edilmemelidir. Özet olarak; BALSU hissesi çoğu gün sınırlı fiyat hareketleri sergilerken, nadir uç günler ağırlıklı olarak yukarı yönlü gerçekleşmekte; buna karşılık XU100'de aşağı yönlü kuyruk riski daha belirgin görünmektedir.

Figür 37: BALSU Tarihsel Volatilité



Kaynak: İş Yatırım

Volatilite ve Düşüş Eğilimi

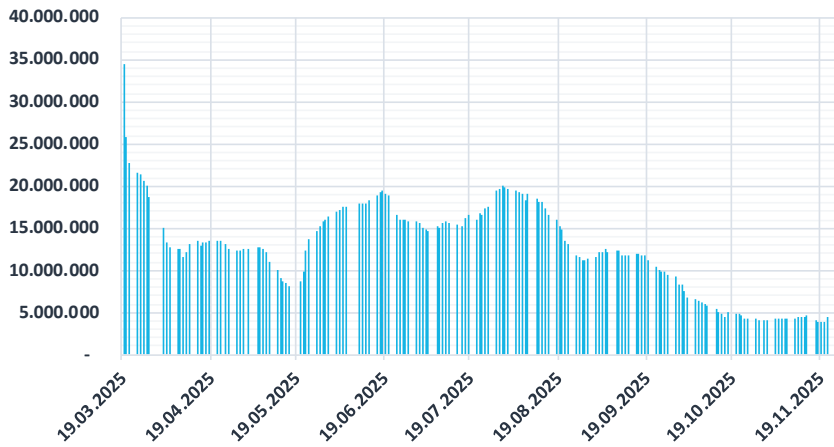
Halka arzdan bu yana volatilite dinamiklerinde belirgin bir iyileşme gözlenmiştir. İşlemlerin ilk haftalarında 20 günlük tarihsel volatilite sıklıkla %75-90 aralığına yükselirken, bu görünüm yoğun spekülatif işlemler, sınırlı likidite ve henüz tam olarak oluşmamış emir defteri yapısının birleşik etkisini yansıtmaktaydı.

İşlem hacminin derinleşmesiyle birlikte 20 günlük volatilite kademeli olarak gerilemiş ve zaman içinde yaklaşık %45-55 bandında daha istikrarlı bir aralığa yerleşmiştir. Bu süreç, günlük fiyat oynaklığının azalmasına ve daha dengeli bir fiyatlama yapısının oluşmasına işaret etmektedir. Orta vadeli göstergeler de bu görünümü desteklemektedir. 60 günlük volatilite uzun süre %50-55 aralığında seyrederken, ilk aşamada %66'nın üzerinde olan 120 günlük volatilite yatırımcı tabanının genişlemesiyle yaklaşık %52 seviyesine gerilemiştir. Bu göstergeler birlikte değerlendirildiğinde, fiyat oluşumunun giderek daha düzenli ve öngörülebilir bir yapıya kavuştuğu görülmektedir.

Hacim Normalleşmesi ve Likidite Yapısı

BALSU'nun işlem hacmi son aylarda belirgin bir normalleşme sürecine girmiştir. 20 günlük ortalama hacim 2025 Mart ortasında 34 milyon adedin üzerindeyken, takip eden dönemde kademeli olarak gerileyerek yaz aylarında 15-18 milyon adet bandına, sonbahar itibarıyla ise 4-5 milyon adet seviyelerine inmiştir. Bu gelişme, hissenin halka arz sonrasında gözlenen yüksek devirli ve spekülatif işlem dönemini geride bırakarak, daha uzun vadeli yatırımcıların ağırlık kazandığı ve devir oranı daha düşük bir işlem yapısına yöneldiğini göstermektedir.

Figür 38: BALSU Günlük Hacim

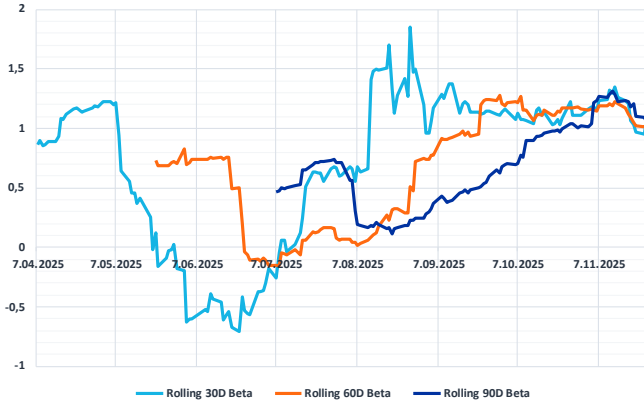


Kaynak: İş Yatırım

Beta Dengelemesi ve Piyasa Entegrasyonu

İşlemlerin ilk aylarında beta göstergelerinde belirgin bir oynaklık gözlenmiştir. Özellikle 30 günlük beta mayıs ve haziran döneminde keskin dalgalanmalar sergilemiş, zaman zaman negatif seviyelere kadar gerilemiştir. Bu tür hareketler, halka arz sonrası erken dönemde işlem akışlarının henüz oturmamış olması ve dönemsel likidite daralmalarının doğal bir yansımasıdır. Zamanla 60 günlük ve 90 günlük beta göstergeleri daha istikrarlı seviyelere yakınsamıştır. Güncel veriler, 30 günlük betanın ağırlıklı olarak 0,9-1,3 aralığında, 60 günlük betanın 1,0-1,2 bandında, 90 günlük betanın ise kademeli olarak 1,1-1,3 seviyelerine yükseldiğini göstermektedir. Son dönemde ise 30, 60 ve 90 günlük beta değerlerinin yaklaşık 1,0 civarında yakınsadığı görülmektedir. Bu dengeleme süreci, BALSU hissesinin piyasa genelindeki hareketlerle daha uyumlu bir yapıya doğru ilerlediğine işaret etmektedir. Hisse, zaman içinde endeks hareketlerine daha duyarlı hale gelirken, özgün ve geçici fiyat dalgalanmalarının etkisi belirgin biçimde azalmaktadır.

Figür 39: BALSU Hareketli Beta



Kaynak: İş Yatırım

Risk Göstergeleri: VaR, CVaR ve Kuyruk Davranışı

BALSU'nun getiri dağılımının normal olmayan yapısı, Gauss temelli risk modellerinin aşağı yönlü riski olduğundan düşük yanıltmasına neden olmaktadır. Buna karşılık tarihsel ve Laplace tabanlı ölçümler, kuyruk davranışını daha gerçekçi biçimde ortaya koymaktadır. Yüzde 95 güven düzeyinde tarihsel VaR yüzde -5,42, Laplace VaR ise yüzde -6,50 seviyesinde olup her iki ölçüm de normal dağılıma kıyasla daha ağır kuyruklara işaret etmektedir. Yüzde 99 güven düzeyinde tarihsel VaR'ın yüzde -9,91 seviyesinde olması, tek günlük büyük fiyat hareketlerinin mümkün olduğunu; ancak BIST'te uygulanan fiyat limitleri nedeniyle bu hareketlerin yapısal olarak sınırlandığını göstermektedir. Yüzde -8,17 seviyesindeki CVaR, VaR eşliğinin ötesindeki kayıpların geniş bir bantta yoğunlaşabildiğini ortaya koymaktadır. Yatırımcı açısından BALSU, erken işlem dönemine bağlı olarak belirgin bir kuyruk riski taşımakla birlikte, fiyat bantları, artan likidite ve gelir yapısının çeşitlenmesi sayesinde daha yönetilebilir ve öngörülebilir bir risk profiline doğru ilerlemektedir.

Tablo 10: BALSU'nun BIST100 Hisselerine Korelasyon Katsayıları

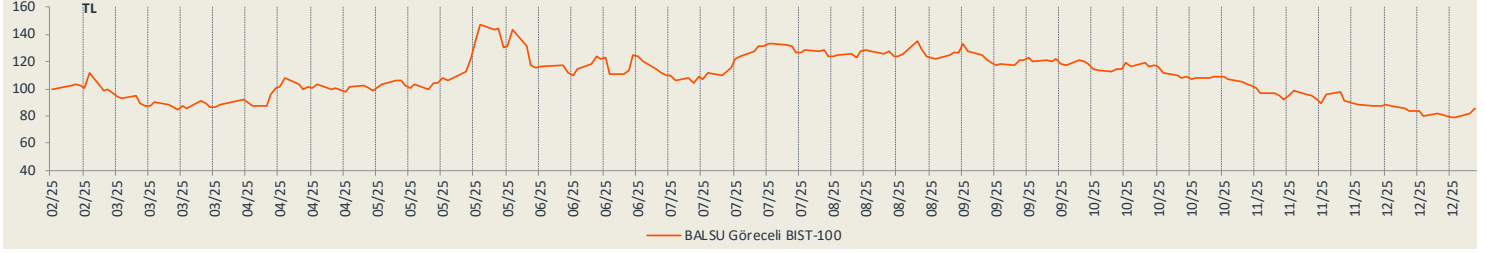
En Yüksek 10 Korelasyon			En Düşük 10 Korelasyon		
Hisse	Sektör	Korelasyon	Hisse	Sektör	Korelasyon
AKSA	Kimya	0,35	TUKAS	Gıda & İçecek	0,10
ZOREN	Enerji	0,34	CLEBI	Havacılık	0,09
GRSEL	Diğer	0,33	FENER	Spor	0,09
SASA	Kimya	0,32	IEYHO	Holding	0,08
ODAS	Enerji	0,32	TKFEN	Holding	0,07
GESAN	Diğer	0,31	SKBNK	Bankacılık	0,06
EGEEN	Diğer	0,30	EFOR	Diğer	0,06
YEOTK	Diğer	0,30	DOAS	Otomotiv	0,05
ANSGR	Sigorta	0,30	FROTO	Otomotiv	0,05
CCOLA	Gıda & İçecek	0,30	TTRAK	Otomotiv	0,04

Kaynak: İş Yatırım

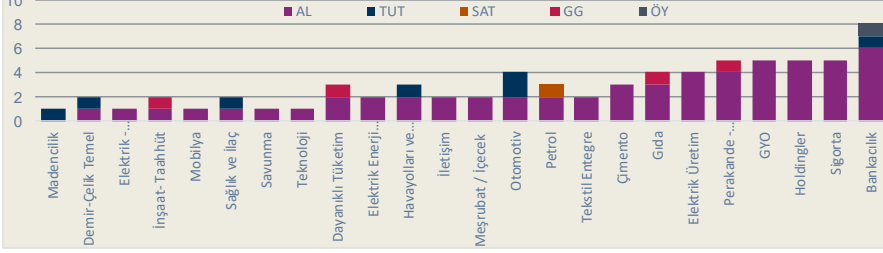
Korelasyon verileri BALSU'nun geniş piyasa ile bağlantısının genel olarak zayıf olduğunu gösteriyor. En yüksek katsayılar AKSA, ZOREN, GRSEL ve SASA gibi hisselerde yüzde 0,30-0,35 aralığında bulunuyor. Bu seviyeler belirli bir şirketle anlamlı bir eş hareketi işaret etmiyor; daha çok ihracat odaklı veya emtia bağlantılı hisselerde zaman zaman gözlenen sınırlı bir istatistiksel sürüklenmeyi yansıtır. Alt uçta ise TUKAS, CLEBI, FENER, TKFEN ve bazı otomotiv hisseleriyle korelasyonun sıfıra yakın olduğu görülüyor. Genel tablo BALSU'nun büyük ölçüde kendi şirket dinamikleri üzerinden fiyatlandığını, endeks hareketlerine ve sektör benzerlerine sınırlı bağımlılık taşıdığını ortaya koyuyor. Bu zayıf korelasyon yapısı, hissenin BIST100 portföyü içinde anlamlı bir çeşitlendirme potansiyeli sunmaktadır.

Balsu Gıda

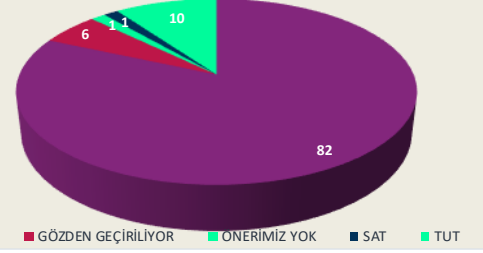
Göreceli Getiri / Öneriler



Şirket Sayısı



Takip Listesi Dağılımı



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. 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, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznim olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.