

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Ahlatçı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Selva Gıda Sanayi A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

### Selva Gıda Sanayi A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Selva Gıda Sanayi A.Ş.	
Borsa Kodu	SELVA
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı & Ortak Satışı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Tahsisatlar	Yurt İçi Bireysel : %30 Çalışanlar: %2 Yurt İçi Kurumsal : %28 Yurt Dışı Kurumsal : %40
Kote Olunacak Pazar	Ana Pazar
Talep Toplama Tarihleri	17-18 Haziran 2021
Halka Arz Öncesi Sermaye	65.000.000 TL
Sermaye Artırımı	13.000.000 TL
Ortak Satışı	13.000.000 TL
Ek Satış	0 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	78.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	33,33%
Talep Toplama Fiyatı	3,06 TL
Halka Arz Büyüklüğü	79.560.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	198.900.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	238.680.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2020	5,89
F/K 2021Ç1	6,92
FD/FAVÖK 2020	13,54
FD/FAVÖK 2021Ç1	13,01
PD/DD 2020	2,22

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2020	7,06
FD/FAVÖK 2020	13,54
PD/DD 2020	1,84

## Özet Bilgi

- Selva, 1988 yılında İttifak Holding'in ilk iştiraki olarak: İttifak Un ve Pazarlama Sanayi Ticaret A.Ş. adıyla faaliyete başladı. 1994 yılında Selva Gıda Sanayi A.Ş. ismini alan şirket, ilk fabrikasını Konya 2. Organize Sanayi Bölgesinde kurmuştur.
- Şirket, 1988 yılında un üretimi ile gıda sektörüne girmiştir. 1993 yılında 2. un fabrikasını kurarak büyümesinin ilk adımlarını atan Şirket, ilerleyen yıllarda ise sırasıyla irmik ve makarna üretimine de başlayarak günümüzde 5 kıtada 90'ın üzerinde ülkeye ihracat yapar hale gelmiştir. Bu hızlı büyümede geliştirdiği teknolojik alt yapı, kalite anlayışı, ürün çeşitliliği gibi detaylar da Şirket'e ivme kazandırmıştır.
- Konya OSB'de yer alan fabrika alanında: makarna ve irmik üretim tesisleri, Ar-Ge un değirmeni, un paketleme tesisi, depolar, genel müdürlük ve diğer idari ofisleri bulunmaktadır. Şirket'in fabrikası 34.561 m<sup>2</sup> üzerinde, 16.382 m<sup>2</sup> kapalı alana sahiptir.
- 2011 yılında yeni uzun kesme hat yatırımıyla kapasitesini %68 oranında arttırarak 210 ton makarna üretim kapasitesine ulaşmış ve sektörün en modernize edilmiş robotik teknolojilerinin kullanıldığı bir yatırım olmuştur.
- 2012 yılında kojenerasyon elektrik üretim tesisi kurulmuş 1712kw/h üretim gerçekleştirilmektedir.
- 2015 yılında sağlıklı yaşam ürünleri ve akıllı makarnalar ile ürün ailesi büyürken 2016 yılında makama soslari ürün ailesine katıldı.
- 2017 yılında glütensiz ürünler, organik ürünler, mürekkep balıklı makarna ve ruşeymli çocuk makarnası ile ürün ailesi büyüdü.
- Şirket'in uluslararası platformlarda kalite ve lezzeti tescillenmiş durumdadır. Merkezi Brüksel'de bulunan uluslararası Tat ve Kalite Enstitüsü (ITQI tarafından, mükemmel tat ve kalitedeki yiyecek ve içeceklere verilen Üstün Lezzet Ödülü'ne 2019 yılında 7. kez layık görülmüştür. Aynı zamanda, üst üste yedi kez Üstün Lezzet Ödülü'nün sahibi olduğu için Türkiye'de ve Dünya'da 'Diamond Ödülü'nü almaya hak kazanan ilk makarna markası olmuştur.
- Şirket, 22 üreticinin bulunduğu makarna ve çok sayıda üreticinin bulunduğu paket un sektörlerinde Pazar payı bakımından ilk 10 içerisinde yer almaktadır.

## Ortaklık Yapısı

Selva Gıda Ortaklık Yapısı		Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
Hissedar	Grubu	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı
İttifak Holding A.Ş.	A	6.500.000	10,00%	6.500.000	8,33%
	B	55.409.000	85,24%	42.409.000	54,37%
İrent Oto Kiralama Ticaret A.Ş.	B	2.561.000	3,94%	2.561.000	3,28%
Belya Tur. İnş. Enerji Bilişim Sanayi Ticaret A.Ş.	B	530.000	0,82%	530.000	0,68%
Halka Açık Kısım	B		0,00%	26.000.000	33,33%
<b>Toplam</b>		<b>65.000.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>78.000.000</b>	<b>100,0%</b>

## Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri

- Çelik Buğday Depolama Silosu Yatırımı
- İrmik Değirmeni Revizyon Yatırımı
- Makarna Üretim Kapasitesi Artırımı Yatırımı
- Ürün Çeşitlendirme Yatırımı
- İyileştirme Yatırımı

## Mali Tablolar

<b>Selva Gıda Bilanço (TL)</b>			
<b>VARLIKLAR</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>536.605.658</b>	<b>666.622.501</b>	<b>172.727.916</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	3.901.632	5.577.416	39.852.709
Finansal Yatırımlar	225.311	184.697	402.274
Ticari Alacaklar	16.945.684	13.371.738	26.779.394
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>8.139.041</i>	<i>5.994.366</i>	<i>2.581.282</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>8.806.643</i>	<i>7.377.372</i>	<i>24.198.112</i>
Diğer Alacaklar	484.929.454	626.647.067	38.541.127
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>484.688.034</i>	<i>626.027.556</i>	<i>38.119.375</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>241.420</i>	<i>619.511</i>	<i>421.752</i>
Stoklar	28.140.363	16.766.782	36.311.898
Peşin Ödenmiş Giderler	502.647	1.694.537	26.648.329
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler</i>	<i>502.647</i>	<i>1.694.537</i>	<i>26.648.329</i>
Diğer Dönen Varlıklar	1.960.567	1.834.014	3.969.185
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Dönen Varlıklar</i>	<i>1.960.567</i>	<i>1.834.014</i>	<i>3.969.185</i>
<b>Ara Toplam</b>	<b>536.605.658</b>	<b>666.076.251</b>	<b>172.504.916</b>
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Duran Varlıklar		546.250	223.000
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>40.785.945</b>	<b>46.095.597</b>	<b>227.315.965</b>
Finansal Yatırımlar	319.625	319.625	
Diğer Alacaklar	108.518	108.518	108.518
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>108.518</i>	<i>108.518</i>	<i>108.518</i>
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	186.595	52.650	
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller			37.062.720
Maddi Duran Varlıklar	40.039.779	45.490.101	189.959.998
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	131.006	124.269	184.283
Ertelenmiş Vergi Varlığı	422	434	446
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>577.391.603</b>	<b>712.718.098</b>	<b>400.043.881</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

KAYNAKLAR	2018	2019	2020
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>461.117.563</b>	<b>504.932.085</b>	<b>166.981.604</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	76.754.439	63.128.970	20
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	100.743.688	61.427.314	144.785.845
Ticari Borçlar	21.257.155	26.622.933	13.902.963
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	7.252.299	13.576.361	736.259
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	14.004.856	13.046.572	13.166.704
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1.550.790	912.479	844.458
Diğer Borçlar	251.795.763	347.327.119	1.725.577
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	251.670.789	347.157.227	139.000
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	124.974	169.892	1.586.577
Ertelenmiş Gelirler	7.866.097	4.738.146	4.690.281
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ertelenmiş Gelirler</i>	7.866.097	4.738.146	4.690.281
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü		23.529	350.437
Kısa Vadeli Karşılıklar	1.149.631	751.595	682.023
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar</i>	703.922	712.095	584.733
<i>Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	445.709	39.500	97.290
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>64.263.665</b>	<b>150.134.206</b>	<b>143.331.755</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar		145.174.934	134.574.071
Diğer Borçlar			2.656.360
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>			2.656.360
Uzun Vadeli Karşılıklar	1.311.579	1.309.817	2.371.471
<i>Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar</i>	1.311.579	1.309.817	2.371.471
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	2.261.892	3.649.455	3.729.853
<b>Özkaynaklar</b>	<b>52.010.375</b>	<b>57.651.807</b>	<b>89.730.522</b>
<b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>	<b>51.958.995</b>	<b>57.615.380</b>	<b>89.730.522</b>
Ödenmiş Sermaye	65.000.000	65.000.000	65.000.000
Kar veya Zar.Yen. Sın. Bir. Diğ. Kap. Gel. (Gid.)	20.359.119	25.132.237	22.758.078
<i>Maddi Duran Varlık Yeniden Değerleme Artışları</i>	21.550.134	26.691.846	24.633.071
<i>Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kayıpları</i>	-899.860	-1.267.526	-1.874.993
<i>Öz.Yön. ile Değ. Yat. Diğ. Kap. Gel. Kar ve Zar. Sın. Pay.</i>	-291.155	-292.083	
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	1.174.034	1.174.034	1.174.034
<i>Yasal Yedekler</i>	1.174.034	1.174.034	1.174.034
Diğer Yedekler	142.683	142.683	
Geçmiş Yıllar Zararları	-40.905.259	-34.226.161	-32.996.745
Net Dönem Karı	6.188.418	392.587	33.795.155
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	51.380	36.427	
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>577.391.603</b>	<b>712.718.098</b>	<b>400.043.881</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

### Selva Gıda Gelir Tablosu

TL	2018	2019	2020
Hasılat	182.331.411	154.889.492	236.932.168
<i>Yıllık Değişim</i>		-15,1%	53,0%
Satışların Maliyeti	-148.701.216	-142.240.781	-186.234.925
<i>Yıllık Değişim</i>		-4,3%	30,9%
<b>Brüt Kar</b>	<b>33.630.195</b>	<b>12.648.711</b>	<b>50.697.243</b>
<i>Yıllık Değişim</i>		-62,4%	300,8%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	18,4%	8,2%	21,4%
Genel Yönetim Giderleri	-7.791.252	-5.617.533	-9.781.679
Pazarlama Giderleri	-14.614.579	-6.886.962	-10.969.691
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-176.104	-207.459	-30.246
<b>FALİYET KARI/(ZARARI)</b>	<b>11.048.260</b>	<b>-63.243</b>	<b>29.915.627</b>
<i>Yıllık Değişim</i>			
<i>Faaliyet Kar Marjı</i>	6,1%	-0,0%	12,6%
Amortisman	2.013.658	2.109.376	2.443.142
<b>FAVÖK1</b>	<b>13.061.918</b>	<b>2.046.133</b>	<b>32.358.769</b>
<i>Yıllık Değişim</i>		-84,3%	1481,5%
<i>FAVÖK1 Marjı</i>	7,2%	1,3%	13,7%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	17.721.425	6.921.552	7.588.160
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-10.928.931	-6.385.968	-5.347.837
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>17.840.754</b>	<b>472.341</b>	<b>32.155.950</b>
<i>Yıllık Değişim</i>		-97,4%	6707,8%
<b>FAVÖK2</b>	<b>19.854.412</b>	<b>2.581.717</b>	<b>34.599.092</b>
<i>Yıllık Değişim</i>		-87,0%	1240,2%
<i>FAVÖK2 Marjı</i>	10,9%	1,7%	14,6%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	8.475	62.320	422.172
Özkaynak Yön. Değ. Yatırımların Kar. (Zar.) Paylar	-96.845	-122.596	
<b>Finansman Geliri/(Gid.) Öncesi Faal. Karı</b>	<b>17.752.384</b>	<b>412.065</b>	<b>32.578.122</b>
Finansman Gelirleri	92.518.486	36.535.421	79.638.703
Finansman Giderleri	-98.605.181	-36.397.952	-68.245.158
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>11.665.689</b>	<b>549.534</b>	<b>43.971.667</b>
Vergi Gideri/Geliri	-5.490.347	-171.900	-10.176.512
<i>Dönem Vergi Gideri</i>		-94.916	-9.578.372
<i>Ertelenmiş Vergi (Gideri)/Geliri</i>	-5.490.347	-76.984	-598.140
<b>Net Dönem Karı</b>	<b>6.175.342</b>	<b>377.634</b>	<b>33.795.155</b>
<b>Dönem Karının Dağılımı</b>			
<i>Kontrol Gücü Olmayan Paylar</i>	-13.076	-14.953	
<i>Ana Ortaklık Payları</i>	6.188.418	392.587	33.795.155

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

## Değerleme

- Ahlatçı Yatırım, Selva Gıda'nın halka arz fiyatının tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımı(İNA) ve Çarpan metodunu kullanmış olup, İNA %60 ve Çarpan Analizi %40 ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Selva Gıda özelinde yönetimin beklentilerini yansıtması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

## Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.
- Ahlatçı Yatırım tarafından Selva Gıda'nın halka arz fiyatının belirlenmesinde Gıda Sektörü, Sınai Sektörü ve Ana Pazar da işlem gören şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK), Fiyat/Kazanç (F/K) ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanları kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- Yurtdışı benzer olabilecek şirketler de araştırılmış fakat ana faaliyeti makama üreticisi olan şirketlerin genel olarak borsaya kote olmayan aile şirketi olarak çalışan şirketlerden oluştuğu, faaliyetleri arasında makarna üretimi olup borsaya kote olan şirketlerin ise piyasa değerleri bakımından Selva Gıda ölçeğinden oldukça yüksek seviyede kalmalarından dolayı yurt dışı benzer şirketler çarpan analizi değerlendirilmede kullanılmamış olup tarafımızca makuldür.

## Gıda Sektörü Çarpan Analizi

- Şirket'in gıda sektöründe faaliyet gösteriyor olması nedeniyle BİST Gıda Sektörüne ait şirketler piyasa çarpanları analizinde dikkate alınmıştır. Borsa İstanbul'da işlem gören ve Gıda Sektöründe faaliyet gösteren şirketler arasında Selva Gıda gibi doğrudan makama, un ve irmik üretimi faaliyetine sahip şirket bulunmamaktadır. Yüksek değerlerin elimine edilmesi, kısmen benzer faaliyete sahip olan şirketlerin seçilmesi ve Selva Gıda ile yakın sermaye rakamına sahip şirketlerin belirlenmesi sonucu sadece Ulusoy Un ve Pınar Et şirket çarpan değerlerinin ortalaması baz alınarak değerlemeye dahil edilmiştir.
- Değerlemede baz alınan Gıda Sektörü şirketlerinin 16.04.2021 tarihli verileri ile ortalama FD/FAVÖK, F/K ve PD/DD çarpan değerleri kullanılmıştır.

Gıda	FD/FAVÖK	F/K	PD/DD
AVOD	42,48	0,00	9,25
BANVT	55,73	0,00	6,38
DARDL	17,57	15,13	11,64
ERSU	433,21	297,76	3,97
FADE	59,71	80,01	5,50
FRIGO	13,68	24,31	7,97
KERVT	8,58	8,85	3,05
KRVGD	15,31	26,11	3,84
KNFRT	16,38	23,75	3,61
MERKO	36,87	0,00	8,18
OYLUM	15,71	27,18	2,46
PENGD	21,20	1238,02	2,33
<b>PETUN</b>	<b>11,77</b>	<b>10,97</b>	<b>1,34</b>
TATGD	10,43	7,97	1,89
TUKAS	12,66	16,69	3,89
<b>ULUUN</b>	<b>14,08</b>	<b>30,53</b>	<b>3,44</b>
ULKER	5,86	7,45	1,33
VANGD		26,29	4,74
<b>Ortalama</b>	<b>12,93</b>	<b>20,75</b>	<b>2,39</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

BİST Gıda Sektörü Çarpan Değeri	FD/FAVÖK	F/K	PD/DD
Ortalama Çarpan	12,93	20,75	2,39
Selva Gıda Piyasa Değeri (Bin TL)	179.154	701.217	214.216
Ağırlık	45%	15%	40%
<b>Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri(Bin TL)</b>	<b>271.488</b>		

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Gıda Sektörü şirketleri ile yapılan hesaplamada FD/FAVÖK %45, F/K %15 ve PD/DD %40 ağırlıklandırılarak şirket değeri 271.488.142 TL olarak hesaplanmıştır. Yüksek değer hesaplanan F/K çarpanının ağırlığının muhafazakâr tarafta kalmak açısından diğer çarpanlardan düşük tutulması tarafımızca makuldür.

#### Sınai Sektörü Çarpan Analizi

- Sınai Sektörü şirketleri seçiminde FD/FAVÖK ve F/K çarpanları değeri 40 üzerinde olan ve PD/DD için çarpan değeri 20 üzerinde olan şirketler çalışma dışında bırakılmıştır. Ayrıca Gıda Sektörüne ait hisseler mükerrer olarak değerlemeye etki etmemesi açısından ayıklanmış ve geri kalan 144 adet şirket çarpanlarının medyan sonuçları değerlendirilmesinde kullanılmış olup tarafımızca makuldür.

BİST Sınai Sektörü Çarpan Değeri	FD/FAVÖK	F/K	PD/DD
Medyan Çarpan	13,94	16,86	3,89
Selva Gıda Piyasa Değeri (Bin TL)	211.939	569.880	348.979
Ağırlık	45%	15%	40%
<b>Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri(Bin TL)</b>	<b>320.446</b>		

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Sınai Sektörü şirketleri ile yapılan hesaplamada FD/FAVÖK %45, F/K %15 ve PD/DD %40 ağırlıklandırılarak şirket değeri 320.446.187 TL olarak hesaplanmıştır. Yüksek değer hesaplanan F/K çarpanının ağırlığının muhafazakâr tarafta kalmak açısından diğer çarpanlardan düşük tutulması tarafımızca makuldür.

#### Ana Pazar Çarpan Analizi

- Şirket'in halka arz sonrasında işlem göreceği pazarın Ana Pazar olması beklendiğinden Ana Pazar'da yer alan şirketler de değerlendirilmesine dahil edilmiştir. Bu pazara dahil olan değerlemeye baz alınacak şirketler arasında Bankalar, Faktoring Şirketleri, Finansal Kiralama Şirketleri, Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları, Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları, Holdingler ve Spor şirketleri ile Gıda Sektörü şirketleri dışarıda bırakılmıştır. Böylelikle Ana Pazar içinden 119 adet şirket'in çarpanlarının medyan değerleri kullanılmış ve bu şirketler içerisinde ise FD/FAVÖK ve F/K K çarpanları değeri 40 üzerinde olan ve PD/DD için çarpan değeri 20 üzerinde olan şirketler çalışma dışında bırakılmıştır.

BİST Ana Pazar Çarpan Değeri	FD/FAVÖK	F/K	PD/DD
Medyan Çarpan	16,87	20,96	3,89
Selva Gıda Piyasa Değeri (Bin TL)	306.678	708.405	349.424
Ağırlık	45%	15%	40%
<b>Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri(Bin TL)</b>	<b>384.036</b>		

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Ana Pazarı şirketleri ile yapılan hesaplamada FD/FAVÖK %45, F/K %15 ve PD/DD %40 ağırlıklandırılarak şirket değeri 384.035.812 TL olarak hesaplanmıştır. Yüksek değer hesaplanan F/K çarpanının ağırlığının muhafazakâr tarafta kalmak açısından diğer çarpanlardan düşük tutulması tarafımızca makuldür.

Çarpan Analizi Sonucu (Bin TL)	Ağırlık	Piyasa Değeri
BİST Gıda Sektörü	33%	271.488
BİST Sınai Sektörü	33%	320.446
BİST Ana Pazar	33%	384.036
<b>Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri</b>		<b>322.070</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Sonuç olarak Gıda Sektörü, Sınai Sektörü ve Ana Pazar çarpan analizinden elde edilen değerler eşit ağırlıklandırılarak şirket için 322.070 bin TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

#### İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar 2021-2025 yılları için projekte edilmiştir.
- **Satışlar:** 2021-2025 arası satış gelirleri tahminlerine ulaşılırken Şirket yönetimi, "tümevarım" yaklaşımını kullanarak her bir ürün grubundaki yurt içi ve yurt dışı büyüme öngörülerini, Şirket'in gerçekleştireceği iyileştirme yatırımları, kapasite artışlarını dikkate alarak kırılımlandırarak oluşturmuştur.



- Projeksiyon dönemi içerisinde 2021 ve 2022 yılları için yüksek tonajlı market anlaşmalarının yapılıyor olmasının etkisiyle bunun yurt içi satış gelirlerine 2021 yılının ikinci yarısına ve özellikle 2022 yılının tamamına olumlu yansıtacağı düşünülmektedir. Ayrıca yurt içi satış ekibinin yenilenmesi faaliyetlerinin sürdürülmesi, ilave yeni bölgelerin oluşturulmasının sonuçlarının da 2022 yılı itibariyle alınması beklenmektedir. Bunlara ilaveten yurt içi bayiliklerin olmadığı iller ve bölgelerle ilgili bayilik görüşmeleri yapılması ve alış hacmi zayıf olan bayiliklerin yenilecek olmasının da yurt içi satış performansına olumlu yansıtacağı düşünülmektedir.
- Şirket, yurt dışı için Güney Amerika kıtasında makarna başlığında Türkiye ve dolayısıyla Selva Gıda ihracatı olarak ciddi büyüme potansiyeli olduğunu düşünmektedir. Salgın etkisinin azalması ve navlun sorunlarının çözülmesi ile birlikte bu bölgedeki satışların ciddi oranda yükselmesi beklenmektedir.
- Satış projeksiyonu oluşturulurken yurt içi için her bir ürün grubu için birim fiyatları 2021-2025 yılları arasındaki artışları için TCMB'nin son beklenti anketindeki enflasyon tahminleri ve Şirket'in beklentileri dikkate alınmıştır. Yurt dışı satışlar için birim fiyat hesaplamasında USD/TRY ortalama kuru tahmini için TCMB beklenti anketleri, şirket beklentileri ile harmanlanmış bir politika izlenmiştir.
- **Satışların Maliyeti:** Şirket'in maliyet hesaplamaları içerisinde en ağırlıklı kalemi ilk madde ve malzeme olarak buğday alımları oluşturmaktadır. Buğdayın toplam maliyet içerisindeki ağırlığı ürün bazlı değişmekle birlikte genel olarak %65-75 civarında seyretmektedir. Satılan malın maliyeti için oluşturulan projeksiyonda buğday alım maliyeti ile diğer maliyet unsurları için önceki yıllardan modellemeler yapılarak projeksiyon oluşturulmuştur.
- **Faaliyet Giderleri:** Pazarlama, Satış ve Dağıtım giderlerinin satış gelirlerine olan oranının son üç yıldaki ortalaması %6,5, genel yönetim giderlerinin satış gelirlerine oranının son üç yıldaki ortalaması ise %3,5 seviyesindedir. Projeksiyon dönemi boyunca bu oranlar kullanılarak faaliyet giderleri projeksiyonu oluşturulmuş olup tarafımızca makuldür.
- **İşletme Sermayesi:** Ticari alacak gün süresi hesaplanırken son üç yıldaki gidişat dikkate alınarak bu yıllara ait satış geliri ve ilgili yılın başı ve sonundaki ticari alacakların ortalaması dikkate alınmıştır. Böylelikle 2018 yılında 50, 2019 yılında 39 ve 2020 yılında 32 gün alacak süresi hesaplanırken 2021'den itibaren bu üç rakamın ortalaması olan 40 gün kullanılmıştır. Stok gün süresi hesaplanırken ilgili yılın satışların maliyeti ve ilgili yılın başı ve sonundaki stokların ortalaması dikkate alınmıştır. Buna göre 2018'de 94, 2019 yılında 58 ve 2020 yılında 52 gün stok süresi hesaplanırken 2021'den itibaren bu üç rakamın ortalaması olan 65 gün kullanılmıştır. Ticari borç gün süresi içinse son üç yılın satışların maliyeti ve ilgili yılın başı ve sonundaki ticari borçların ortalaması dikkate alınmıştır. Böylelikle 2018 yılında 34, 2019 yılında 61 ve 2020 yılında 40 gün alacak süresi hesaplanırken 2021'den itibaren bu rakamların ortalaması olan 62 gün kullanılmıştır.
- **Yatırım Harcamaları:** Şirket, projeksiyon dönemi boyunca kapasite artırımı ve revizyon yatırımları gerçekleştirmeyi planlamaktadır. Mevcut makine alt yapısının bakım-onarım masrafları için geçmiş dönemlerden modelleme yapılmış ve yeni yatırımlar için ise yatırımdan 1 yıl sonra başlamak üzere %1 bakım bütçesi ayrılmıştır.
- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlandırma Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.

- **Risksiz Getiri Oranı:** Türkiye'deki 10 yıllık devlet tahvili 16.04.2021 tarihi itibarıyla % 17,96 olarak gerçekleşmiş buna göre risksiz getiri oranı %18 olarak kabul edilmiş olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
  - **Piyasa risk primi:** %5,33 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
  - **Beta:** Beta katsayısı hesaplamasında Şirket henüz Borsa İstanbul'da işlem görmediği için piyasa Betası referans alınmış ve Şirket'in mevcut finansal borçluluk faktörü göz önünde bulundurularak kaldıraçlı Beta hesaplaması yapılmıştır. Hesaplama Şirket'in finansal borçlarının toplam kaynaklarındaki ağırlığı 75,69% ve kurumlar vergisi 2021-2025 yılları arasında belirtilen değişikliklere göre dikkate alınmıştır. Buna göre kaldıraçlı 1,57-1,61 aralığında oluşmuştur. Yeni halka arzlarda çoğunlukla kullanılan 1 değerinden yüksek bir değerin kullanılması ve betanın AOSM'yi yükseltici etkisi göz önünde bulundurularak kullanılan beta değeri tarafımızca makul bulunmaktadır.
  - **Özsermaye Maliyeti :** %26,36 - %26,56 olarak hesaplanmıştır.
  - **Borçlanma Maliyeti:** Şirketin vergi öncesi borçlanma maliyeti %20 olarak alınmıştır ve tarafımızca makul karşılanmaktadır.
  - **Borç Oranı:** Şirket'in finansal borçlarının, finansal borç ve öz kaynak toplamına oranı olarak %75,69 kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır. Böylelikle AOSM %18,57 olarak hesaplanmıştır.
- **Uç Değer Büyüme Oranı:** %5 olarak varsayılmıştır.
  - Sonuçta İNA'dan şirket için, firma değerinden 239.104.953 TL net borç düşülerek 199.247.872 TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

### Halka Arz Değeri

Değerleme Sonucu (Bin TL)	Ağırlık	Piyasa Değeri
İNA	60%	199.248
Çarpan Analizi	40%	322.070
<b>Ağırlıklandırılmış Değer</b>		<b>248.377</b>
Ödenmiş Sermaye		65.000
<b>Pay Başı Değer (TL)</b>		<b>3,82</b>
Halka Arz İskontosu		20%
<b>Halka Arz Fiyatı (TL)</b>		<b>3,06</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA'ya %60, Çarpan Analizi'ne %40 ağırlık verilmiş ve %20 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 3,06 TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Uygulanan %20'lik iskontonun makul olduğunu, değerinde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.

## Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Selva Gıda'nın fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Selva Gıda özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- Ahlatçı Yatırım tarafından Selva Gıda'nın halka arz fiyatının belirlenmesinde Gıda Sektörü, Sınai Sektörü ve Ana Pazar da işlem gören şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK), Fiyat/Kazanç (F/K) ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanları kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- Yurtdışı benzer olabilecek şirketler de araştırılmış fakat ana faaliyeti makama üreticisi olan şirketlerin genel olarak borsaya kote olmayan aile şirketi olarak çalışan şirketlerden oluştuğu, faaliyetleri arasında makarna üretimi olup borsaya kote olan şirketlerin ise piyasa değerleri rakımından Selva Gıda ölçeğinden oldukça yüksek seviyede kalmalarından dolayı yurt dışı benzer şirketler çarpan analizi değerlemede kullanılmamış olup tarafımızca makuldür.
- Şirket'in gıda sektöründe faaliyet gösteriyor olması nedeniyle BİST Gıda Sektörüne ait şirketler piyasa çarpanları analizinde dikkate alınmış, yüksek değerlerin elimine edilmesi, kısmen benzer faaliyete sahip olan şirketlerin seçilmesi ve Selva Gıda ile yakın sermaye rakamına sahip şirketlerin belirlenmesi sonucu sadece Ulusoy Un ve Pınar Et şirket çarpan değerlerinin ortalaması baz alınarak değerlemeye dahil edilmiştir.
- Gıda Sektörü, Sınai Sektörü ve Ana Pazar çarpanlarından şirket değeri hesaplanırken FD/FAVÖK %45, F/K %15 ve PD/DD %40 oranında ağırlıklandırılmıştır. Yüksek değer hesaplanan F/K çarpanının ağırlığının muhafazakâr tarafta kalmak açısından diğer çarpanlardan düşük tutulması tarafımızca makuldür.
- Çarpan değeri hesaplanırken Gıda Sektörü, Sınai Sektörü ve Ana Pazar çarpan analizinden elde edilen değerler eşit ağırlıklandırılmış olup tarafımızca makuldür.
- İNA metodunda Şirket yönetiminin beklentileriyle geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2021-2025 yılları için projekte edilmiş olması makuldür.
- Beta katsayısı hesaplamasında Şirket henüz Borsa İstanbul'da işlem görmediği için piyasa Betası referans alınmış ve Şirket'in mevcut finansal borçluluk faktörü göz önünde bulundurularak kaldıraçlı Beta hesaplaması yapılmıştır. Hesaplama Şirket'in finansal borçlarının toplam kaynaklarındaki ağırlığı 75,69% ve kurumlar vergisi 2021-2025 yılları arasında belirtilen değişikliklere göre dikkate alınmıştır. Buna göre kaldıraçlı beta 1,57-1,61 aralığında oluşmuştur. Yeni halka arzlarda çoğunlukla kullanılan 1 değerinden yüksek bir değer kullanılması ve betanın AOSM'yi yükseltici etkisi göz önünde bulundurularak kullanılan beta değeri tarafımızca makul bulunmaktadır.

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken Çarpan Analizi ve İNA'dan hesaplanan piyasa değerlerine sırasıyla %40 ve %60 ağırlık verilmiş olması tarafımızca makul bulunmaktadır.
- Uygulanan %20'lik iskontonun makul olduğunu, değerde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.
- Sonuç olarak Selva Gıda'nın halka arz fiyatının tespit edilmesinde %20 halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 3,06 TL pay başı talep toplama fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz.