SERMAYE PİYASASI KURULU
Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Başkanlığı

İstanbul: 10.06.2021
Sayı : 2021 – 746

Mustafa Kemal Mahallesi,
Dumlupınar Bulvarı (Eskişehir Yolu)
No:156 06530 – **Çankaya – ANKARA**

Konu : Selva Gıda Sanayi A.Ş. ,

Selva Gıda Sanayi A.Ş.'ne ait Revize edilen Halka Arz Fiyat Tespit Raporu ekte sunulmuştur.

Gereği bilgilerinize arz olunur.

Saygılarımızla,
AHLATCI YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Tuncay KARAHAN
Genel Müdür ve
Yön. Krl. Üyesi

Muharrem KARAPINAR
Muh. ve Opr. Grup Müd.

İrtibat Kurulacak Kişiler;
Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Barış ÜRKÜN
burkun@ahlatciyatirim.com.tr
0532 – 483 63 44
0212 – 304 19 19 - 4002

Selva Gıda Sanayi A.Ş.
Necmi ÖZDEMİR
necmi.ozdemir@ittfak.com.tr
0532 – 648 27 79
0332 – 221 39 99 - 8170

SELVA GIDA

SELVA GIDA SANAYİ A.Ş.

HALKA ARZ FİYAT TESPİT RAPORU

AHLATCI YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

16.04.2021

1. YÖNETİCİ ÖZETİ

16.04.2021 tarihli bu rapor, K.O.S.B. Büyükkayacık Mahallesi Güzelkonak Sok. No:6 42050 Selçuklu / KONYA adresinde mukim Selva Gıda Sanayi A.Ş. ("Selva Gıda", "Şirket", "İhraççı") ile Maslak Mahallesi Taşyoncası Sokak T4 Blok Kat:1 No:256 Sarıyer/İstanbul adresinde mukim Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Ahlatcı Yatırım") arasında 26.03.2021 tarihinde imzalanmış olan halka arza aracılık ve yüklenim sözleşmesi kapsamında, Şirket değerini rapor tarihi itibariyle sağlanan bilgi, veri ve projeksiyonlar çerçevesinde, bilinen ve genel kabul görmüş değerleme yöntemleriyle belirlemek amacıyla hazırlanmıştır. Değerleme çalışması; SPK kanunun III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'i gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında hazırlanmış ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olmasına özen gösterilmiştir.

İhraççı, esas sözleşmesindeki 3.maddede yer alan amaç ve konu başlıklı maddesine göre temel olarak yurt içinde ve yurt dışında değirmencilik yapmak, un fabrikaları kurmak ve işletmek, un ve unlu mamuller, makarna, irmik, bisküvi, konserve, şeker, şekerleme, çikolata ve benzeri gıda maddelerini imal etmek, alıp satma faaliyetlerinde bulunmaktadır. 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 m² üzerinde, 16.382 m² kapalı alana sahiptir. Mevcut açık alan ve kapalı alanlar kapasite artırmaya uygun olup, gerek un irmik gerekse makarna kapasitesi yeni hat yatırımları ve revizyonlar ile %40 artırılabilir durumdadır. Şirket'in İtalyan teknolojisi ile kurulmuş olan üretim hatları tümüyle bilgisayar kontrollü olarak çalışmaktadır. Şirket'in ürünleri Alman teknolojisi ve İtalyan teknolojisi paketleme üniteleri ile paketlenmektedir. Üretimden paketleme aşamasına geçen ürünler tam otomatik olarak paketlenmekte ve kolilenmekte, robotlar tarafından palet yerleşimi yapılarak tüketiciye ulaştırılacağı şekle getirilmektedir. Ürünlerin kalite kontrolü ise yüksek teknolojili laboratuvarlar tarafından dikkatle gerçekleştirilmektedir ve müşterilerine en sağlıklı şartlarda ulaştırılmaktadır.

Bu Fiyat Tespit Raporu, SPK'nun III-62.1 Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'i gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS)'na uygun şekilde Ahlatcı Yatırım Araştırma ve Kurumsal Finansman Müdürlüğü çalışanları tarafından hazırlanmıştır. Buna göre; Şirket'in değerlemesinde iki temel yaklaşım uygulanmıştır. Bu temel değerleme yaklaşımlarının her biri farklı, ayrıntılı uygulama yöntemlerini içermektedir. Değerleme yaklaşımlarının uygun ve değerlenen varlıklarının içeriği ile ilişkili olmasına dikkat edilmesi gerekmektedir.

AHLATCI YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Selva Gıda'nın faaliyet gösterdiği sektör göz önüne alınarak yapılan değerleme çalışmasında "**Pazar Yaklaşımı**" ile "**Gelir Yaklaşımı**" yöntemleri kullanılmıştır. Kullanılan yaklaşım ve yöntemler değerlemenin amacına uygundur.

Yöntemlerin verdiği sonuçlar aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri (Bin TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Şirket Piyasa Değeri (Bin TL)
1) Piyasa Çarpanları	322.070	40%	128.828
2) İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi	199.248	60%	119.549
Toplam (Bin TL)			**248.377**
Pay Başına Fiyat (İskontosuz)			**3,82**
20% İskonto Tutarı (Bin TL)			49.675
İskontolu Şirket Değeri (Bin TL)			**198.701**
Sermaye (Bin TL)			**65.000**
Pay Başına Fiyat			**3,06**

Yapılan bu çalışmada kullanılan değerleme yöntemlerine Piyasa Çarpanları için %40, İNA analizi için %60 ağırlık verilmiştir. Sonuç olarak Şirket için yapılan değerleme çalışmaları sonucunda Şirket değeri **248.376.782 TL** olarak hesaplanmıştır. Şirket'in mevcut çıkarılmış sermayesi olan 65.000.000 TL'ye göre birim pay değeri **3,82 TL**'ye karşılık gelmektedir.

Şirket'in birim halka arz fiyatı, bulunan birim pay değerine **%20 halka arz iskontosu** uygulanarak, **3,06 TL** olarak belirlenmiştir. Değerlemede kullanılan verilerin, güvenilir, adil ve makul olduğunu beyan ederiz.

Değerleme Çalışmasını Yapan Değerleme Uzmanına İlişkin Bilgiler

M.Barış Ürkün, çeşitli yatırım kuruluşlarında araştırma ve kurumsal finansman bölümlerinde toplam 13 yıllık tecrübeye sahiptir. Kocaeli Üniversitesi İktisat mezunudur. Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansına (Belge no: 204213) sahiptir.

2) DEĞERLEME ÇALIŞMASI SIRASINDA UYGULANAN MESLEK KURALLARI, ETİK İLKELER ve SINIRLAYICI KOŞULLAR

a) Değerlemeye İlişkin Varsayım, Sınırlayıcı Şart, Özel ve Olağandışı Varsayımlar

Bu çalışma, Şirket tarafından sağlanan bilgiler kullanılarak hazırlanmış, Şirket'in mevcut yapısı ile geleceğe ilişkin kurumsal ve sektörel beklentiler değerlendirilmiş ve bu süreçte Türkiye ekonomisinin gösterdiği ve ileride göstereceği tahmin edilen performans da dikkate alınmıştır.

Selva Gıda için değerleme ve fiyat tespit çalışmasında; 2018, 2019, 2020 yılsonu dönemlerine ait Özel Bağımsız Denetimden geçmiş olan finansal tabloları esas alınmıştır. Ayrıca Şirket yönetimi tarafından sağlanan satış yöntemi, ihale süreçleri, tahsilat ve ödeme koşulları gibi bazı bilgiler veri alınmış ve bu verilerin Şirket faaliyetlerini doğru olarak yansıttığı kabul edilmiştir. İlgili dönemlere ilişkin bağımsız denetim raporlarına Şirket'in www.selva.com.tr ve www.kap.org.tr adreslerinden ulaşılabilir.

Değerleme raporu oluşturulurken aşağıda yer alan varsayımlar göz önünde bulundurulmuştur;

i) Şirket'in sürdürülebilirliği bağlamında öngörülebilir gelecekte faaliyet göstermeyi sürdüreceği ve bu bağlamda Şirket'in, faaliyetlerini önemli oranda etkileyebilecek olağandışı mali kriz, doğal afetler, olağandışı siyasi ve yasal değişiklikler, öngörülemez hukuki gelişmeler vs. gibi alışılagelen dışında bir engel olmayacağı,

ii) Şirket'in yönetim ve personel kadrosunda işletmenin sürekliliğini, bilgi ve tecrübe birikimini etkileyecek, alışılagelen personel dönüşümü dışında olumsuz önemli bir değişimin olmayacağı,

iii) Türk ve Dünya ekonomisinde yakın gelecekteki gerçekleşmelerin bu rapordaki varsayımlar bölümündeki ekonomik verilerden ciddi sapma göstermeyeceği.

Bu varsayımların Şirket değerlemesini doğrudan etkileyen sonuçları vardır. Değerlemede ayrıca olağanüstü herhangi özel bir varsayımda bulunulmamıştır.

Şirket değerlemesi, değeri etkileyebilecek ilgili tüm faktörlerin dikkate alınması ile hesaplanır. Bu faktörler genellikle şunları içerir:

- İşletmenin geçmişi
- Ekonomik yapı ve işletmenin içinde bulunduğu sektörün genel görüntüsü
- İşletmenin mali yapısı ve defter değeri
- İşletmenin karlılığının sürekliliği ve kapasitesi
- İşletmenin, sabit ve dönen varlıklarının yapısı ve değerleri
- Aynı ya da benzer sektörlerdeki halka açık şirketlerin piyasa değerleri

b) Meslek Kuralları, Etik İlkeler ve Sınırlayıcı Koşullar

Bu rapor, Şirket değerini belirlemede etkisi olan faktörler dikkate alınarak hazırlanmıştır. Ancak, değerleme ile ilgili olarak aşağıda belirtilen sınırlayıcı koşulları da bünyesinde taşımaktadır:

✓ Hazırlanan bu rapor, Şirket tarafından, Ahlatcı Yatırım'a verilen ve kamuya açık olan bilgiler kullanılarak hazırlanmıştır. Bu bilgilerin güvenilir olup olmadığı veya değerleme görüşünün güvenilirliğini olumsuz yönde etkileyip etkileyemeyeceği hususu dikkate alınarak, sunulan bilgilerin inandırıcılığı veya güvenilirliği sorgulanmıştır.

AHLATCI YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.

- ✓ Ahlatcı Yatırım, elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engel olmadığını taahhüt edememektedir. Geçmiş dönemlere ait tüm finansal bilgiler bağımsız denetimden geçmiş olup, güvenilir bir kaynak olarak kabul edilmiştir. Yapılan analizler ve bulunan sonuçlar değerleme raporunda belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olmak üzere doğrudur.

- ✓ Değerleme çalışması, ilgili mevzuatlar çerçevesinde gerekli lisansa sahip değerleme uzmanı tarafından Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları çerçevesinde gerçekleştirilmiştir.

- ✓ Değerleme hizmeti, haksız rekabete yol açmayacak şekilde mesleki sorumluluk bilinci ve mesleki kurallar çerçevesinde yerine getirilmiştir.

- ✓ Değerleme çalışması bağımsızlık ve objektiflik kapsamında kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.

- ✓ Değerlemesi yapılan aktifler için bir hukuki çalışma yürütülmemiştir. Değerleme çalışmasında, değerlemeye konu aktiflerin değer düşüklüğüne uğramamış veya değer kaybı olmaksızın satılabilir durumda olduğu ve aktifler üzerinde herhangi bir kısıtlayıcı hak olmadığı kabul edilmiştir.

- ✓ Rapora konu olan değerleme çalışması, bilinen değerleme yöntemleri kullanılarak uzmanlık bilgisi ile hazırlanmıştır. Ancak, piyasa koşullarında meydana gelebilecek önemli değişmelerin Şirket değerini etkileyerek, yukarı veya aşağı yönde değiştirebileceği bilinmelidir.

- ✓ Değerleme çalışması sırasında, Şirket'in faaliyetini yürütmesinde belirleyici olan tüm yasal koşullara uygun olduğu kabul edilmiş ve bu husus ayrıca incelenmemiştir.

- ✓ Ahlatcı Yatırım, önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.

- ✓ Görev, bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.

- ✓ Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.

- ✓ Ahlatcı Yatırım, Şirket tarafından sağlanan projeksiyonları temel almış olup, Şirket ve ilgili personelden elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını varsaymaktadır.

- ✓ Şirket tarafından sağlanan projeksiyonlar Ahlatcı Yatırım'ın sorgusundan geçmiş ve bu sorgulama neticesinde en iyi gayret ile oluşturulan tahmin ve projeksiyonların makul olduğu değerlendirilmekle birlikte, tam olarak doğruluğunu veya kesinliğini tespit etmek mümkün değildir.

- ✓ Ahlatcı Yatırım olarak, Şirket'in geçmiş performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakâr bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir.

- ✓ Bu raporda varılmış olan sonuçlar; ekonomik koşullar, piyasa koşulları ve hazırlanmış olduğu tarih itibari ile geçerli olan fiyat ve bilanço dönemi gibi koşullar esas alınarak belirlenmiştir.

- ✓ Şirket tarafından Ahlatcı Yatırım'a sunulan herhangi bir bilginin eksik veya yanlış olması halinde bu durum rapordaki değerlemeleri ve tavsiyeleri maddi olarak etkileyebilecek nitelikte olabilir.

AHLATCI YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

- ✓ Rapor, mevcut uygulama, ekonomik, piyasa ve diğer koşullar esas alınarak ve işbu tarih itibarı ile bize verilen bilgiler ışığında hazırlanmış olsa dahi, sonra meydana gelebilecek olan gelişmelerin bu rapor üzerinde maddi etkileri olabilecektir.

- ✓ Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile değerleme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

3. YETKİNLİK BEYANI

- ✓ Selva Gıda'nın güncel şirket değerinin tespit edilmesi amacıyla tarafımızca düzenlenen 16.04.2021 tarihli değerleme raporuna ilişkin olarak, SPK'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel esaslarda belirtilen,

- ✓ Kurul'ca kısmi veya geniş yetkili olarak yetkilendirilen ve değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip en az 10 kişiyi tam zamanlı olarak istihdam eden,

- ✓ Ayrı bir "Kurumsal Finansman" Bölümüne sahip,

- ✓ Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgeleri, değerleme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlerinin bulunduğu,

- ✓ Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara sahip

- ✓ Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan yeterli bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurların bulunduğu,

- ✓ Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olan,

- ✓ Değerleme çalışmasını talep eden müşteri ile kuruluş arasında değerleme hizmeti sözleşmesi bulunan,

- ✓ Değerleme çalışmasını talep eden müşteri ile değerleme yapacak kuruluş arasında doğrudan veya dolaylı olarak sermaye veya yönetim ilişkisi bulunmayan,

- ✓ Değerleme faaliyetlerinin başta bağımsızlık, tarafsızlık, mesleki özen ve titizlik olmak üzere etik ilkelere ve söz konusu düzenlemelerde yer alan ilgili hükümler ve genel kabul görmüş uluslararası standartlara uygun olarak gerçekleştiren,

Niteliklere sahip olduğumuzu beyan ederiz.

4. SORUMLULUK BEYANI

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9.maddesinde" bağlamında verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen nitelikleri haiz olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine

uyduğumuzu, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

5. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİLER:

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 m² üzerinde, 16.382 m² kapalı alana sahiptir.

Üretim Tesis Kapasiteleri:

Un değirmeni	: 125 ton / gün buğday kırma kapasitesi
İrmik değirmeni	: 340 ton / gün buğday kırma kapasitesi
Makarna Fabrikası	: 210 ton/gün (4 hat)
Paketleme tesisi	: 20 ton/gün (6 adet farklı özelliklerde paketleme makinesi)
Kojenerasyon santrali	: 1712 KW (1,712MW)

Şirket'in İtalyan teknolojisi ile kurulmuş olan üretim hatları tümüyle bilgisayar kontrollü olarak çalışmaktadır. Şirket'in ürünleri Alman teknolojisi ve İtalyan teknolojisi paketleme üniteleri ile paketlenmektedir. Üretimden paketleme aşamasına geçen tüm ürünler robotlar tarafından paketlenmekte, kolilenmekte ve palet yerleşimi yapılarak tüketiciye ulaştırılacağı şekle getirilmektedir. Ürünlerin kalite kontrolü ise yüksek teknolojili laboratuvarlar tarafından dikkatle gerçekleştirilmektedir ve müşterilerine en sağlıklı şartlarda ulaştırılmaktadır. Teknolojiyi üretimin her alanında kullanan Şirket, bünyesinde bulunan kojenerasyon tesisi sayesinde fabrikasında kullandığı elektrik ve ısı enerjisini kendisi üretmekte ve enerji giderlerinden de tasarruf sağlamaktadır.

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.

TUBİTAK projesi olarak Akıllı Makarna ailesine katılan Ruşeymli Makarna ile 1961 yılından bu yana faaliyet gösteren, Dünya'nın en prestijli kurumlarından olan Monde Selection'ın tüketici ürünleri testlerinden geçerek 2016 yılında 'Gümüş' madalyanın, 2017 yılında da 8x30 Pratik Buğday Ruşeymi ile Diyet ve Sağlık Ürünleri kategorisinde 'Büyük Altın' madalyasının ve 2018 yılında Gıda kategorisinde Kalamar mürekkebi Spagetti ile 'Bronz' madalyanın sahibi olmuştur.

Şirket, 22 üreticinin bulunduğu makarna ve çok sayıda üreticinin bulunduğu paket un sektörlerinde pazar payı bakımından ilk 10 içerisinde yer almaktadır.

6. FAALİYETLERİN GELİŞİMİNDE ÖNEMLİ OLAYLAR

1988 yılında İttifak Holding'in ilk iştiraki olarak; İTTİFAK UN VE PAZARLAMA SAN. TİC. A.Ş. adıyla faaliyete başlayan 1994 yılında SELVA GIDA SANAYİ A.Ş. ismini alan kuruluşumuz, ilk fabrikasını Konya 2. Organize Sanayi Bölgesi'nde kurmuştur.

Tarih sırasıyla kapasite artışları ve yatırımlar aşağıdaki gibidir:

* 1989 yılında temeli atılan un tesisi 1991'de günlük 120 ton/gün/buğday kırma kapasiteli olarak 2. Organize' de üretime başladı.

* 1993 yılında yine 120 ton/gün/buğday kırma kapasiteli 2. un tesisi 2. Organize' de devreye girdi. Bu sayede 240 ton/gün/buğday kırma kapasitesine erişildi.

* 1995 yılında 2. Organize'de, aylık 750 ton kapasiteli Seyran makarna tesisi açıldı ve 2. Organize' deki un tesislerinden bir tanesi günlük 110 ton/buğday kırma kapasiteli irmik tesisi haline getirildi.

* 1998 yılında günlük 125 ton kapasiteli yeni Selva makarna tesisi, 2. Organize' de faaliyete başladı. İrmik değirmeninin kapasitesi de 150 ton/gün buğday kırmaya çıkarıldı.

* 1999 yılında 2. Organize' deki günlük 120 ton/buğday kırma kapasiteli un tesisi 150 ton/buğday kırma kapasiteli irmik tesisine dönüştürüldü.

* 1999 yılı sonu itibariyle: 300 ton/gün/buğday kırma kapasiteli irmik değirmeni, 160 ton/gün/buğday kırma kapasiteli un ve 125 ton/gün kapasiteli makarna tesislerimiz mevcuttu.

* 2011 yılında yeni uzun kesme hat yatırımıyla kapasitesini %68 oranında arttırarak 210 ton makarna üretim kapasitesine ulaşmıştır. Sektörün en modernize edilmiş robotik teknolojilerinin kullanıldığı bir yatırımdır.

* 2012 yılında kojenerasyon elektrik üretim tesisi kurulmuştur. 1712 kw/h üretim gerçekleştirilmektedir.

* 2013 yılında yeni ürün grupları ile ürün Gamı Zenginleştirildi.(Bulgur, Sağlıklı Yaşam Ürünleri, Tatlı ve Mutfak Yardımcıları, Karışım Unlar, Premium Makarnalar)

* 2014 yılında aşurelik buğday, yeni gramajlarda nişasta ve pirinç unları ile ürün ailesi büyüdü.

* 2015 yılında sağlıklı yaşam ürünleri ve akıllı makarnalar ile ürün ailesi büyüdü.

* 2016 yılında makarna sosları ürün ailesine katıldı.

* 2017 yılında glutensiz ürünler, organik ürünler, mürekkep balıklı makarna ve ruşeymli çocuk makarnası ile ürün ailesi büyüdü.

2017 yılı sonrası ihraççı faaliyetlerinin gelişiminde önemli bir gelişme bulunmamaktadır.

7. SATIŞLAR

- Satışların Ürün Bazında Dağılımı:

Şirket, tablodan da görülebileceği gibi makarnada ihracat ağırlıklı çalışmaktadır. 2018, 2019 ve 2020 yıllarında makarna ihracatının toplam ihracattan elde edilen satış gelirine oranı %88 olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in yurtdışı satışlarının toplam satışlara oranı 2018 yılında %36.6, 2019 yılında

%42.8 ve 2020 yılında %44.9 olmuştur. Yurt içi satışlarının toplam satışlara oranı ise 2018, 2019 ve 2020 yıllarında sırasıyla %63.4, %57.2 ve %55.1 olmuştur.

	Ürün	2018	Oran	2019	Oran	2020	Oran
Yurt Dışı	İrmik	5.402.575	8%	5.135.336	8%	7.132.610	7%
	Makarna	58.477.226	88%	58.350.582	88%	94.207.106	88%
	Un	1.499.192	2%	539.714	1%	926.231	1%
	Diğer	1.307.141	2%	2.328.615	4%	4.193.486	4%
Yurt Dışı Toplam		**66.686.134**	**100%**	**66.354.247**	**100%**	**106.459.433**	**100%**

	Ürün	2018	Oran	2019	Oran	2020	Oran
Yurt İçi	İrmik	7.932.119	7%	4.429.122	5%	8.004.758	6%
	Makarna	35.042.592	30%	15.728.608	18%	47.851.021	37%
	Un	17.817.174	15%	5.119.562	6%	7.647.509	6%
	Diğer	54.853.392	47%	63.257.953	71%	66.969.447	51%
Yurt İçi Toplam		**115.645.277**	**100%**	**88.535.245**	**100%**	**130.472.735**	**100%**
Genel Toplam		**182.331.411**		**154.889.492**		**236.932.168**	

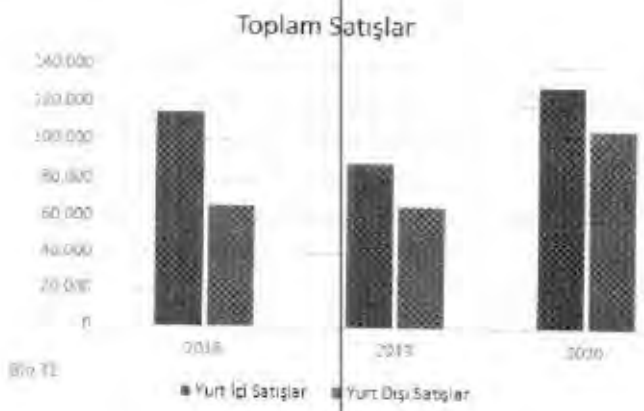
Şirket'in yurt içi satışlarında 2020 yılında makarna (toplam satış gelirine oranı %37), buğday (toplam satış gelirine oranı %26) ve yan ürün satışları (toplam satışlara oranı %21,3) ağırlık kazanmıştır. 2019 yılındaki satış gelirleri toplam satış gelirleri içerisindeki %50,4'lük pay ile ticari buğday satışlarından oluşmuştur.

Satış Gelirleri TL) Yurt içi	2018	Oran	2019	Oran	2020	Oran
Makarna	35.042.592	30,30%	15.728.608	17,77%	47.851.021	36,68%
Ticari Buğday Satışı	22.803.372	19,72%	44.593.805	50,37%	33.542.204	25,71%
Yan Ürün	23.196.141	20,06%	14.565.560	16,45%	27.769.240	21,28%
Diğer	7.932.119	6,86%	4.429.122	5,00%	8.004.758	6,14%
Un	17.817.174	15,41%	5.119.562	5,78%	7.647.509	5,86%
İrmik	1.413.233	1,22%	1.235.560	1,40%	1.913.657	1,47%
Anadolu Lezzetleri	1.377.942	1,19%	708.516	0,80%	975.591	0,75%
Tatlı Grubu	1.378.123	1,19%	744.089	0,84%	968.228	0,74%
Kaplama Grubu	1.003.296	0,87%	558.505	0,63%	712.600	0,55%
Organik Ürünler	518.006	0,45%	245.458	0,28%	526.845	0,40%
Karışım Unları	280.148	0,24%	109.551	0,12%	126.644	0,10%
Akıllı Makarna	201.268	0,17%	70.442	0,08%	117.373	0,09%
Selva Special	293.162	0,25%	170.581	0,19%	111.598	0,09%
Glutensiz Ürünler	1.089.778	0,94%	108.213	0,12%	93.879	0,07%
Bakliyat	521.427	0,45%	44.525	0,05%	73.308	0,06%
Sağlıklı Yaşam Grubu	743.491	0,64%	77.475	0,09%	28.67[illegible]	0,02%

Makarna Sosu	34.004	0,03%	25.673	0,03%	9.608	0,01%
Toplam	115.645.277	100%	88.535.245	100%	130.472.735	100%

Şirket'in yurt dışı satışlarına detaylandırılmış olarak bakıldığında makarna ürününün her üç yılda da ön plana çıktığı görülmektedir. 2018, 2019 ve 2020 yıllarında makarna satışlarının toplam satışlara oranı sırasıyla %87.7, %88 ve %88,5 olarak gerçekleşmiştir.

Satış Gelirleri (TL) Yurt Dışı	2018	Oran	2019	Oran	2020	Oran
Makarna	58.477.226	87,69%	58.350.582	87,94%	94.207.106	88,49%
İrmik	5.402.575	8,10%	5.135.336	7,74%	7.132.610	6,70%
Makarna Sosu	37.235	0,06%	714.062	1,08%	1.080.255	1,01%
Un	1.499.192	2,25%	539.714	0,81%	926.231	0,87%
Selva Special	296.338	0,44%	597.389	0,90%	874.345	0,82%
Akıllı Makarna	162.690	0,24%	413.684	0,62%	687.601	0,65%
Tatlı Grubu	7.829	0,01%	-	-	534.656	0,50%
Bakliyat	452.999	0,68%	286.141	0,43%	430.756	0,40%
Organik Ürünler	122.957	0,18%	149.289	0,22%	415.949	0,39%
Glutensiz Ürünler	14.943	0,02%	31.504	0,05%	99.123	0,09%
Anadolu Lezzetleri	9.034	0,01%	857	0,00%	26.567	0,02%
Kaplama Grubu	14.154	0,02%	5.249	0,01%	21.617	0,02%
Sağlıklı Yaşam Grubu	211	0,00%	-	-	11.430	0,01%
Karışım Unları	175.715	0,26%	130.439	0,20%	11.187	0,01%
Diğer	13.038	0,02%	-	-	-	-
Toplam	66.686.134	100%	66.354.247	100%	106.459.433	100%



- **Satışların Ülkeler Bazında Dağılımı:**

Selva Gıda, ürün gamı içerisindeki diğer ürünlerden ziyade makarna satışlarında yurt dışı ülkelere ihracat yoluyla faaliyetlerini sürdürmektedir. Bu bağlamda son üç yılda ihracat ilişkisinde olduğu 90'dan fazla ülkeye makarna ihracatı gerçekleştirmiştir. İhracat yapılan ülkeler arasında Asya, Afrika ve Ortadoğu ülkeleri ön plana çıkmaktadır.

Türkiye İstatistik Kurumu'nun dış ticaret verileri, Türkiye Makarna Sektörünün, içerde tüketicinin ihtiyacını karşılarken, ihracatını artırmayı başardığını da ortaya koymuştur. Salgın ortamında dünyada artan talebi doğru bir şekilde değerlendiren makarna sektörü ihracatını hem miktar hem değer bazında artırırken, bu durum, ihracat birim fiyatına sınırlı yansımıştır.

2020 yılı ihracat verilerine göre Türkiye makarna birim satış fiyatı 518 dolar/ton iken Selva Gıda San. A.Ş. olarak birim satış fiyatı 597 dolar/ton olarak gerçekleşmiştir. Sektörde faaliyet gösteren rakiplerine göre gerek katma değerli üretmiş olduğu ürünler gerekse hedef pazarı itibari ile avantajlı durumdadır.

Şirket'in son üç yılda ihracat ilişkisinde bulunduğu ülkeler aşağıdaki tabloda özet olarak gösterilmiştir. Tabloda sıralama 2020 yılı için ülkeler bazında en yüksek hasılattan düşüğe doğru sıralı olarak hazırlanmıştır. Tablodaki veriler 1 milyon TL üzerinde elde edilen hasılata sahip ülkelerden seçilmiştir. Detaylı tam liste tabloya izahnamenin 7.2.2 numaralı bölümünden ulaşılabilir.

2018, 2019 ve 2020 yıllarında en yüksek meblağda satışın Japonya'ya yapıldığı görülmektedir. 1 milyon TL ve üzeri hasılat elde edilen ülkelere göre yapılan sıralamadan oluşan toplama göre 2020'de Japonya'nın aldığı pay %32,9 olurken toplam hasılattan Japonya'dan elde edilen hasılatın payı %9,6 olmuştur. Japonya dışında Lübnan pazarında da 2019 yılından 2020 yılına oluşan artış dikkat çekmektedir. 2018 yılında ihracat yapılan ülke sayısı 71 olurken bu sayı 2019'da 53, 2020'de ise 61 olarak gerçekleşmiştir.

ÜLKELER	31.12.2018	Toplamdaki Payı	Toplam Hasılattaki Payı	31.12.2019	Toplamdaki Payı	Toplam Hasılattaki Payı	31.12.2020	Toplamdaki Payı	Toplam Hasılattaki Payı
JAPONYA	13.254.546	33,6%	7,3%	14.877.071	32,86%	9,60%	34.079.374	37,73%	14,38%
TÜRKİYE (İhracat Kayıtlı Satışlar)	4.484.252	11,4%	2,5%	3.820.487	8,44%	2,47%	7.580.587	8,39%	3,20%
LÜBNAN	-	-	-	1.274.979	2,82%	0,82%	7.538.223	8,34%	3,18%
GÜNEY KORE	3.930.325	10,0%	2,2%	4.096.226	9,05%	2,64%	8.001.705	8,86%	3,38%
ŞİLİ	58.947	0,1%	0,0%	914.592	2,02%	0,59%	4.074.297	4,51%	1,72%
LİBERYA	2.430.775	6,2%	1,3%	2.578.399	5,69%	1,66%	4.627.208	5,12%	1,95%
KAMERUN	2.327.970	5,9%	1,3%	2.035.499	4,50%	1,31%	3.306.291	3,66%	1,40%
K.K. TÜRK CUMHURİYETİ	2.635.636	6,7%	1,4%	2.929.045	6,47%	1,89%	2.387.715	2,64%	1,01%
DOMİNİK CUMHURİYETİ	1.034.834	2,6%	0,6%	1.454.055	3,21%	0,94%	2.677.294	2,96%	1,13%
RUANDA	803.477	2,0%	0,4%	1.823.537	4,03%	1,18%	2.068.435	2,29%	0,87%
ARNAVUTLUK	483.074	1,2%	0,3%	1.063.625	2,35%	0,69%	1.670.453	1,85%	0,71%
MALİ	354.684	0,9%	0,2%	648.905	1,43%	0,42%	1.432.038	1,59%	0,60%
MALEZYA	521.868	1,3%	0,3%	765.031	1,69%	0,49%	2.184.606	2,42%	0,92%
TAYVAN	3.606.833	9,1%	2,0%	2.891.200	6,39%	1,87%	1.889.962	2,09%	0,80%
ÇİN	1.110.829	2,8%	0,6%	1.496.276	3,30%	0,97%	2.253.748	2,49%	0,95%
KENYA	893.890	2,3%	0,5%	358.369	0,79%	0,23%	1.279.573	1,42%	0,54%
GABON	708.035	1,8%	0,4%	615.682	1,36%	0,40%	1.151.466	1,27%	0,49%
GÜNEY AFRİKA	184.859	0,5%	0,1%	875.935	1,93%	0,57%	1.125.162	1,25%	0,47%
İSRAİL	604.163	1,5%	0,3%	757.138	1,67%	0,49%	1.005.601	1,11%	0,42%
TOPLAM	**39.428.997**	**100,0%**	**21,6%**	**45.276.051**	**100,00%**	**29,23%**	**90.333.738**	**100,00%**	**38,13%**
TOPLAM HASILAT	**182.331.411**		**100,0%**	**154.889.492**		**100,00%**	**236.932.168**		**100,00%**

8. FİNANSAL BİLGİLER

8.1 Kar veya Zarar Tablosu (Gelir Tablosu)

Bağımsız Denetimden Geçmiş – Konsolide (TL)	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
Hasılat	236.932.168	154.889.492	182.331.411
Satışların Maliyeti	-186.234.925	-142.240.781	-148.701.216
Brüt Kar	**50.697.243**	**12.648.711**	**33.630.195**
Genel Yönetim Giderleri	-9.781.679	-5.617.533	-7.791.252
Pazarlama Giderleri	-10.969.691	-6.886.962	-14.614.579

Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-30.246	-207.459	176.104
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	7.588.160	6.921.552	17.721.425
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-5.347.837	-6.385.968	-10.928.931
Esas Faaliyet Karı	**32.155.950**	**472.341**	**17.840.754**
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	422.172	62.320	8.475
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından (Zararlarından) Paylar	-	-122.596	-96.845
Faaliyet Karı	**32.578.122**	**412.065**	**17.752.384**
Finansman Gelirleri	79.638.703	36.535.421	92.518.486
Finansman Giderleri	-68.245.158	-36.397.952	-98.605.181
Vergi Öncesi Kar	**43.971.667**	**549.534**	**11.665.689**
Vergi Gideri/Geliri			
Dönem Vergi Gideri	-9.578.372	-94.916	-
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	-598.140	-76.984	-5.490.347
Net Dönem Karı	**33.795.155**	**377.634**	**6.175.342**
Dönem Karının Dağılımı			
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-	-14.953	-13.076
Ana Ortaklık Payları	33.795.155	392.587	6.188.418
Pay Başına Kazanç	**0,52**	**0,01**	**0,10**

- **Satışlar**

	31.12.2018	31.12.2019	Değişim	31.12.2020	Değişim
Yurtiçi satışlar	115.740.527	87.996.539	-23,97%	130.058.935	47,80%
Yurtdışı satışlar	67.859.433	66.819.407	-1,53%	100.729.748	50,75%
İhraç kayıtlı satışlar	4.848.579	4.141.357	-14,59%	7.753.722	87,23%
Toplam Satışlar	**188.448.539**	**158.957.303**	**-15.65%**	**238.542.405**	**50,07%**
İndirim ve iadeler	-6.117.128	-4.067.811	-33,50%	-1.610.237	-60,42%
Net Satışlar	**182.331.411**	**154.889.492**	**-15,05%**	**236.932.168**	**52,97%**

Şirket'in bağımsız denetiminden geçmiş mali tablolarında, 2018 yılında 182,3 milyon TL olan satış hasılatı, 2019 yılında %15,05 azalış ile 154,9 milyon TL olarak; 2020 yılında %.52,97 artışla 236,9 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılındaki artış, 2018 yılı satış hasılatına kıyasla % 29,95 olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in yurt dışı satışları 2019 yılında 2018 yılına göre %1,53 düşüş göstermesine karşılık 2020 yılında 2019 yılına göre artış %50,75 olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılında yurt içi satışlar ise 2018 yılına göre %23,97 düşerken, 2020 yılında 2019'a göre %47,8 artış meydana gelmiştir. Satış hasılatı kaleminde 2019 yılında gerçekleşen düşüşün temel sebebi; 2019 yılında yurtiçinde yoğun olarak yaşanan rekabetçi fiyat politikaları nedeni ile, yurtiçi makarna satışlarının 2018 yılına kıyasla % 55,11 oranında düşmesidir. 2020 yılında gerek Covid -19 salgını nedeniyle yaşanan pandemi sürecinin sınırlı etkisi, gerekse de Şirket'in 2019 yılında yurtiçi makarna piyasasında yaşanan yoğun rekabete uyum sağlayacak politikaları geliştirebilmiş olması nedeniyle, yurtiçi makarna satış hasılatı 2018 yılına kıyasla %36,55, 2019 yılına kıyasla %204,23 oranında artış göstermiştir.

Şirket'in 2018 yılında 66,7 milyon TL olan yurtdışı satışlarının, 2019 yılında 66,3 milyon TL, 2020 yılında ise 106,4 milyon TL olarak gerçekleşmiş olması, 2020 yılındaki Satış Hasılatındaki %53 oranında artışın diğer bir temel sebebidir. Bu artışta, Şirket'in Japonya, Lübnan, Güney Kore ve Şili pazarlarına gerçekleştirdiği satışlardaki artış etkili olmuştur. Japonya pazarında 2019 yılında 15,7 milyon TL olan satış hasılatı, 2020 yılında %120,3 artışla 34,6 milyon TL, Lübnan pazarında 2019 yılında 1,41 milyon TL olan satış hasılatı, 2020 yılında % 443,44 artışla 7,71 milyon TL, Güney Kore pazarında 2019 yılında 4,49 milyon TL olan satış hasılatı, %80,74 artışla 8,13 milyon TL, Şili pazarında 2019 yılında 1,04 milyon TL olan satış hasılatı, %298,99 artışla 4,17 milyon TL olmuştur.

Şirket'in ayrıca miktar olarak düşük olsa da ihraç kayıtlı satışları bulunmaktadır. İhraç kayıtlı satış, Katma Değer Vergisi Kanununun 3065 sayılı 11. maddesine göre göre ihraç edilmek şartıyla imalatçılar tarafından gönderilen mallara ait KDV'nin, ihracatçı firma tarafından imalatçıya ödenmemesidir. İmalatçı, ihracatçı firmadan tahsil edemediği KDV'yi vergi dairesinin düzenlemeleri çerçevesinde nakit veya mahsup yoluyla iade almaktadır. Söz konusu malın doğrudan imalatçı olarak ihraç edildiğinde KDV'ler hammadde tedariki üzerinden hazırlandığı için yüklenilen KDV tutarı daha düşük kalmaktadır. İmalatçı olarak ihraç kayıtlı satışta hesaplanmayan KDV tutarı kadar iade talebinde bulunabilmektedir. İhracatçı firma ise, mal alımı aşamasında KDV ödemeyerek avantaj sağlamaktadır. Böylece malın ihraç kayıtlı satışının yapılması vergisel anlamda hem satan firma hem de ihracatçı açısından avantaj sağlayabilmektedir. İhraç kayıtlı satış süreci KDV listesi hazırlanmadan daha basit işlemlerden geçtiği için imalatçı firmanın risklerini azaltmaktadır. İhraç kayıtlı satışların yapılabilmesi için öncellikle imalatçı konumunda olunması gerekliliği bulunmaktadır.

- **Satışların Maliyeti**

Şirket'in en önemli maliyet kalemini ilk madde, malzeme ve ticari mal giderleri oluşturmaktadır. Bu bağlamda üretimi gerçekleştirebilmek için gerekli olan buğday alımları maliyetlerin önemli bir bölümünü kapsamaktadır. Buğdayın toplam maliyetler içindeki ağırlığı ürün bazlı değişmekle beraber %65-75 civarında oluşmaktadır.

- **Niteliklerine Göre Giderler**

Şirket'in niteliklerine göre gider kalemlerinin son üç yıldaki görünümü ise aşağıdaki tablodaki gibidir.

Niteliklerine Göre Giderler (TL)	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
İlk madde, malzeme ve ticari mal giderleri	156.256.356	114.397.187	120.515.149
Stoklardaki değişim	-7.158.661	6.130.156	1.503.371
Ambalaj malzemeleri giderleri	14.910.745	8.243.033	10.031.524
Personel giderleri	13.131.283	8.019.002	10.696.351
Enerji giderleri	9.937.665	6.854.831	7.268.910
Navlun ve nakliye giderleri	6.504.553	3.101.852	6.368.431
Amortisman giderleri	2.443.142	1.097.327	2.013.658
Danışmanlık giderleri	1.366.224	607.862	526.774
Komisyon giderleri	1.306.459	1.261.682	1.286.571
Sigorta giderleri	559.732	488.790	708.878
Fire ve zayiat giderleri	442.176	985.870	948.392
Diğer	7.316.867	3.765.143	9.415.142
Toplam	**207.016.541**	**154.952.735**	**171.283.151**

- **Finansman Gelir-Giderleri**

Şirket, 2018'de faiz ve kur farkı giderlerindeki artıştan kaynaklı olarak 6.1 milyon TL net finansal gider yazarken 2019'da kur farkı giderlerindeki azalıştan dolayı 137bin TL finansal gelir oluşturmuştur. 2020'de ise kur farkı gelirlerinin etkisiyle net 11,4 milyon TL finansal gelir kaydedilmiştir.

Finansman Gelirleri (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Kur farkı gelirleri	80.105.392	35.305.476	78.530.208
Faiz gelirleri	3.247.908	1.229.945	987.619
Menkul kıymet satış kârları	9.131.332	-	-
Finansal varlık gerçeğe uygun değer artışı	33.854		120.876
Toplam	**92.518.486**	**36.535.421**	**79.638.703**
Finansman Giderleri (TL)	**31.12.2018**	**31.12.2019**	**31.12.2020**

AHLATCI YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.

Kur farkı giderleri	-80.051.254	-22.855.631	-55.751.249
Faiz giderleri	-12.863.645	-11.267.060	-8.640.711
Kredi ve teminat mektubu komisyon giderleri	-4.931.095	-1.759.235	-3.350.780
Kıdem tazminatı finansman maliyetleri	-59.889	-63.971	-105.869
Finansal varlık gerçeğe uygun değer azalışı	-	-40.614	-
Diğer	-699.298	-411.441	-396.549
Toplam	**-98.605.181**	**-36.397.952**	**-68.245.158**
Finansman Gelirleri-Giderleri (Net)	**-6.086.695**	**137.469**	**11.393.545**

- **Karlılık Oran Analizleri**

Karlılık oranlarını içeren tablo aşağıdaki gibi oluşturulmuştur.

	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Brüt Kar Marjı	18,4%	8,2%	21,4%
Faaliyet Kar Marjı	9,8%	0,3%	13,6%
FAVÖK Marjı	7,2%	1,3%	13,7%
Net Kar Marjı	3,4%	0,2%	14,3%

8.2 – Finansal Durum Tablosu (Bilanço)

31.12.2018, 31.12.2019 ve 31.12.2020 dönemlerini içeren özel bağımsız denetimden geçmiş bilançoya aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
DÖNEN VARLIKLAR			
Nakit ve Nakit Benzerleri	39.852.709	5.577.416	3.901.632
Finansal Yatırımlar	402.274	184.697	225.311
Ticari Alacaklar	26.779.394	14.908.227	18.482.173
Diğer Alacaklar	38.541.127	625.110.578	483.392.965
Stoklar	36.311.898	16.766.782	28.140.363
Peşin Ödenmiş Giderler	*26.648.329*	*1.694.537*	*502.647*
Diğer Dönen Varlıklar	3.969.185	1.834.014	1.960.567
ARA TOPLAM	**172.504.916**	**666.076.251**	**536.605.658**
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Duran Varlıklar	223.000	546.250	-
TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR	**172.727.916**	**666.622.501**	**536.605.658**
DURAN VARLIKLAR			
Finansal Yatırımlar	-	319.625	319.625
Diğer Alacaklar	108.518	108.518	108.518
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	-	52.650	186.595
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	37.062.720	-	-
Maddi Duran Varlıklar	189.959.998	45.490.101	40.039.779
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	184.283	124.269	131.006
Ertelenmiş Vergi Varlığı	446	434	422
TOPLAM DURAN VARLIKLAR	**227.315.965**	**46.095.597**	**40.785.945**
TOPLAM VARLIKLAR	**400.043.881**	**712.718.098**	**577.391.603**

	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER			
Kısa Vadeli Borçlanmalar	20	63.128.970	76.754.439
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	144.785.845	61.427.314	100.743.688
Ticari Borçlar	13.902.963	26.622.933	21.257.155
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	844.458	912.479	1.550.790
Diğer Borçlar	1.725.577	347.327.119	251.795.763
Ertelenmiş Gelirler	4.690.281	4.738.146	7.866.097
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	350.437	23.529	-
Kısa Vadeli Karşılıklar	682.023	751.595	1.149.631
TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	**166.981.604**	**504.932.085**	**461.117.563**
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER			
Uzun Vadeli Borçlanmalar	134.574.071	145.174.934	60.690.194
Diğer Borçlar	2.656.360	-	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	2.371.471	1.309.817	1.311.579
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	3.729.853	3.649.455	2.261.892
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	**143.331.755**	**150.134.206**	**64.263.665**
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	**310.313.359**	**655.066.291**	**525.381.228**
ÖZKAYNAKLAR			
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	**89.730.522**	**57.615.380**	**51.958.995**
Ödenmiş Sermaye	65.000.000	65.000.000	65.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	22.758.078	25.132.237	20.359.119
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	1.174.034	1.174.034	1.174.034
Diğer Yedekler	-	142.683	142.683
Geçmiş Yıllar Zararları	-32.996.745	-34.226.161	-40.905.259
Net Dönem Karı	33.795.155	392.587	6.188.418
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-	**36.427**	**51.380**
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	**89.730.522**	**57.651.807**	**52.010.375**
TOPLAM KAYNAKLAR	**400.043.881**	**712.718.098**	**577.391.603**

Dönen Varlıklar, 2018 yılında 536,61 milyon TL iken 2019 yılında % 24,23 artış ile 666,62 milyon TL olarak gerçekleşen dönen varlıklar 2020 yılında % 74,09 azalış ile 172.73 milyon TL'ye düşmüştür.

Dönen varlıklar içerisindeki önemli değişimlerin temel sebebi; İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar kaleminin 2019 yılında 624,49 milyon TL iken, 2020 yılında yaklaşık 38,12 milyon TL'ye düşmesidir. İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar kalemindeki %93,90 oranındaki bu azalışın temel sebepleri; ilişkili taraflara olan borçların alacaklar ile netleştirilmesi, ilişkili taraflardan gerçekleştirilen nakit tahsilatlar ve yatırım amaçlı gayrimenkul ve maddi duran varlık alımlarıdır.

624,49 milyon TL olan İlişkili taraflardan diğer alacak hesabında, 31.12.2020 tarihli Bağımsız Denetim Raporunun "2.2.Önemli Muhasebe Politikalarının Özeti" bölümünde yer alan netleştirme/mahsup esaslarına uygun olarak 285.02 milyon TL Borç/Alacak netleştirme işlemi yapılmıştır. Dönem içinde İlişkili taraflardan 132,11 milyon TL nakit tahsilat yapılmıştır. Ayrıca dönem içinde İlişkili taraflardan 169,24 milyon TL duran varlık alımı yapılmıştır.

2019 yılında 5,58 milyon TL olan **Nakit ve Nakit Benzerleri** kaleminin 2020 yılında % 614,53 artış ile 39,85 milyon TL'ye çıkmasının temel sebebi; ilişkili taraflardan olan diğer alacaklara mahsuben yapılan tahsilatların bir kısmının banka mevduatı olarak değerlendirilmesidir.

AHLATCI YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

2019 yılında 14,91 milyon TL olan **Ticari Alacaklar** kaleminin 2020 yılında % 79,61 artışla 26,78 milyon TL 'ye çıkmasının temel sebebi; 2019 yılında 154,9. milyon TL olarak gerçekleşen satış hasılatının 2020 yılında %.52,97 artışla 236,9 milyon TL olarak gerçekleşmiş olmasıdır.

2019 yılında 1,69 milyon TL olan Peşin Ödenmiş Giderler kaleminin 2020 yılında 26,64 milyon TL' ye çıkmasının temel sebebi; İlişkili taraflardan olan alacaklara mahsuben gerçekleştirilen tahsilatların bir kısmı ile; Aralık 2020 döneminde un ve makarna ihracatında Ticaret Bakanlığı nca Dâhilde İşleme İzni Kapsamında, üretimde ithal buğday kullanma zorunluluğu getirilmesi nedeniyle; yapılacak buğday ithalatında birim fiyatın sabitlenmesi amacıyla tedarikçilere sipariş avansı ödemesinde bulunulmasıdır.

2019 yılında 16,77 milyon TL olan Stoklar kaleminin 2020 yılında % 117,36 artışla 36,31 milyon TL 'ye çıkmasının temel sebebi; 2020 yılı son döneminde ilişkili taraflardan yapılan tahsilatın bir kısmıyla peşin ve avantajlı fiyatlardan hammadde temin edilmiş olmasıdır.

Duran Varlıklar, 2018 yılında 40,79 milyon TL iken 2019 yılında % 13,01 artış ile 46,10 milyon TL olarak gerçekleşen duran varlıklar 2020 yılında % 393,14 artış ile 227,32 milyon TL olmuştur.

Duran varlıklar içerisindeki önemli değişimlerin temel sebebi; 2020 yılı içerisinde değerleme raporuna istinaden İlişkili taraflardan satın alınan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller hesabına ve Maddi Duran Varlıklar hesabına kaydedilen duran varlıklardır.

Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler, 2018 yılında 461,12 milyon TL iken 2019 yılında % 9,50 artış ile 504,93 milyon TL olarak gerçekleşen toplam kısa vadeli yükümlülükler 2020 yılında % 66,93 azalış ile 166,98 milyon TL'ye düşmüştür.

Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler içerisindeki önemli değişimlerin temel sebebi; İlişkili Taraflara Diğer Borçlar kaleminin 2019 yılında 347,16 milyon TL iken, 2020 yılında 139.000 TL'ye düşmesidir. İlişkili Taraflara Diğer Borçlar kalemindeki bu azalışın temel sebebi; ilişkili taraflara olan diğer borçların, Dönen Varlıklar içerisindeki İlişkili taraflardan diğer alacaklar ile netleştirilmesidir.

2019 yılında 63,14 milyon TL olan Kısa Vadeli Borçlanmalar kaleminin 2020 yılında 20 TL olarak gerçekleşmesinin sebebi, 2020 yılında yeniden yapılandırılan Kısa Vadeli Banka Borçlarının, Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları kalemine aktarılmasıdır. Aynı sebeple 2019 yılında 61,43 milyon TL olan Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları kalemi, 2020 yılında 144,79 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

2019 yılında 26,62 milyon TL olan Ticari Borçlar kaleminin 2020 yılında % 47,75 azalışla 13,90 milyon TL olarak gerçekleşmesinin sebebi, ilişkili taraflardan olan diğer alacaklara mahsuben yapılan tahsilatların bir kısmı ile Ticari Borçların ödenmesidir.

- **Bilanço Oran Analizleri**

i) **Likidite Oranları:** Şirket'in likiditesi açısından dönen varlıkların ne oranda güvenli olduğunu gösteren oranlardır. İşletmenin likidite durumu, vadesi gelen borçları ödeme gücünü, beklenmedik piyasa şartlarında ve ekonomik durumlarda işletmenin faaliyetlerini sürdürebilme yeteneğinin de göstergeleridir.

a-) Cari Oran: Kısa vadeli borçların ödenmesine bir zorluğun olup olmadığını gösterir.

b-) Asit-Test (Likidite) Oranı: Dönen varlıklardan stokların çıkarılması sonucu elde edilen değerin kısa vadeli yabancı kaynaklara bölünmesi ile bulunur.

c-) Nakit Oranı: İşletmeye hiçbir nakit girişi olmaması durumunda elde bulunan nakitler ve menkul kıymetlerle kısa vadeli borçların ne kadarının ödenebileceğini gösterir.

AHLATCI YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Likidite Oranları			
Oranlar	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Cari Oran (Dönen Varlıklar/Kısa Vadeli Yükümlülükler)	1,16	1,32	1,03
Asit-Test Oranı ((Dönen Varlıklar- Stoklar)/Kısa Vadeli Yükümlülükler)	1,10	1,29	0,82
Nakit Oran (Nakit ve Nakit Benzerleri/Kısa Vadeli Yükümlülükler)	0,01	0,01	0,24

i) **Mali Yapı Oranları:** Şirket'in kaynak yapısını ve Şirket'in varlıklarının hangi kaynaklarla ne oranlarda karşılandığını gösteren oranlardır. Bu oranlar ile bir ölçüde Şirket'in uzun vadeli borçlarını ödeme gücü gibi mali yapı durumu analiz edilebilir.

a-) Kaldıraç Oranı: Varlıkların yüzde kaçının yabancı kaynaklarla finanse edildiğini gösterir.

b-) Kısa Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar: Varlıkların yüzde kaçının kısa vadeli yükümlülüklerle fonlandığını gösterir.

c-) Uzun Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar: Varlıkların yüzde kaçının uzun vadeli yükümlülüklerle fonlandığını gösterir.

d-) Özkaynaklar/Toplam Varlıklar: Varlıkların yüzde kaçının öz kaynaklarla fonlandığını gösterir.

Mali Oranlar			
Oranlar	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Kaldıraç Oranı (Toplam Yükümlülükler/Toplam Varlıklar)	0,91	0,92	0,78
Kısa Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar	0,80	0,71	0,42
Uzun Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar	0,11	0,21	0,36
Özkaynaklar/Toplam Varlıklar	0,09	0,08	0,22
Alacak Devir Gün Sayısı	50	39	32
Stok Devir Gün Sayısı	94	58	52
Borç Devir Gün Sayısı	84	61	40
Nakit Döngü Süresi	59	36	44

- **Net Finansal Borç**

Şirket'in 31.12.2020 tarihi itibariyle kısa vadeli finansal borcu 177.498.127 TL, uzun vadeli finansal borcu ise 60.690.194 TL olmak üzere toplam finansal borcu 238.188.321 TL'dir. Nakit ve nakit benzerleri ise finansal yatırımlar da dâhil olmak üzere 40.254.983 TL'dir.

Borçluluk (TL)	31.12.2018	31.1.2.2019	31.12.2020
Nakit ve Benzerleri	4.126.943	5.762.113	40.254.983
Finansal Borçlar	238.188.321	269.731.218	279.359.936
Net Borç	**234.061.378**	**263.969.105**	**239.104.953**

- **İşletme Sermayesi İhtiyacı**

Şirket'in 31.12.2018, 31.12.2019 ve 31.12.2020 yıllarına ait mali tablolarına göre hesaplanan işletme sermayesi ihtiyacına ilişkin tablo aşağıdadır.

AHLATCI YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Selva Gıda (Bin TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Ticari Alacak	18.482.173	14.908.227	26.779.394
Stok	28.140.363	16.766.782	36.311.898
Ticari Borç	21.257.155	26.622.933	13.902.963
İşletme Sermayesi	25.365.381	5.052.076	49.188.329
İşletme Sermayesi/Ciro	13,9%	3,3%	20,8%
İşletme Sermayesi Değişimi		**-20.313.305**	**44.136.253**

- **Duran Varlıklar**

31.12.2020 tarihi itibariyle Şirket'in Duran Varlıkları toplam 227.315.965 TL'dir. Duran varlıklar içerisindeki 2020 yılına ait önemli değişimlerin temel sebebi, 2020 yılı içerisinde değerleme raporuna istinaden İlişkili taraflardan satın alınan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller hesabına ve Maddi Duran Varlıklar hesabına kaydedilen duran varlıklardır. Duran Varlıkların 2020 yılında %83,57'sini oluşturan Maddi Duran Varlıklara ilişkin detaylı tablo aşağıdaki gibidir.

Maddi Duran Varlık Yatırımları (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Arazi ve arsalar	12.691.153	14.004.973	150.254.838
Yer altı ve yer üstü düzenlemeleri	391.551	391.551	391.551
Binalar	16.809.820	21.825.000	18.467.000
Tesis, makine ve cihazlar	29.326.153	29.752.324	40.733.863
Taşıtlar	772.057	707.278	2.656.939
Demirbaşlar	2.806.020	2.810.045	2.848.540
Özel maliyetler	11.836	-	-
Birikmiş Amortismanlar (-)	22.768.811	24.001.070	25.392.733
Toplam	**40.039.779**	**45.490.101**	**189.959.998**
Toplam Aktif İçindeki Payı	**11%**	**10%**	**54%**

9. SEKTÖR HAKKINDA BİLGİLER

- **İhracat**

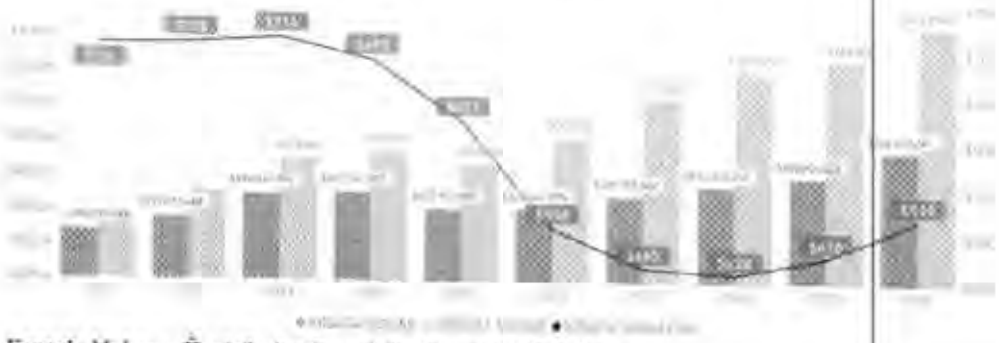
Türkiye'de üretim gösteren 22 tane makarna üreticisinin toplam üretim kapasitesi 2.500.000 ton civarındadır. Bu kapasitenin büyük bir çoğunluğu ihracatta kullanılmaktadır. TÜİK verileri kapsamında 2019 yılında 1.273 bin Ton, 609 milyon Dolar olan makarna ihracatı 2020 yılında miktar olarak 2019 yılına göre %15,7 artışla 1.474 bin ton olurken değer olarak artış yıllık bazda %25,5 artışla 764 milyon Dolar olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılı ihracat verilerinde Türkiye makarna birim satış fiyatı 518 dolar/ton iken Selva Gıda San. A.Ş. olarak birim satış fiyatı 597 dolar/ton olarak gerçekleşmiştir. Sektörde faaliyet gösteren rakiplerine göre gerek katma değerli üretmiş olduğu ürünler gerekse hedef pazarı itibari ile avantajlı durumdadır.

Birçok sektör Covid-19 salgını nedeniyle 2020 yılını büyük kayıplarla kapatırken, makarna sektörü bu süreçte başarılı bir sınav verdi. 2020 yılı başından itibaren Dünya ile birlikte ülkemizi de etkisi altına alan Covid-19 salgını, gerek üretim ve tedarik zincirine gerekse lojistik başta olmak üzere uluslararası ticarete olumsuz yansımaları nedeniyle, birçok sektörde hammadde ve ürün tedarikinde zorlukları ve fiyat artışlarını beraberinde getirdi. Mart ayında ülkemizde ilk vakaların görülmeye başlanmasıyla birlikte, tarım ve gıda üretiminin önemi bir kez daha ortaya çıkarken, makarna sektörü bu süreçte öne çıkan sektörlerin başında geldi. Artan taleple market raflarında en fazla rağbet gören gıdalardan birisi makarna olurken, üretimlerini kesintisiz sürdüren makarna üreticisi firmalar, yeterli ürünü, zamanında ve eksiksiz olarak tüketiciye sundu.

Türkiye İstatistik Kurumu'nun dış ticaret verileri de, Türkiye Makarna Sektörünün, içerde tüketicinin ihtiyacını karşılarken, ihracatını artırmayı başardığını da ortaya koydu. Salgın ortamında dünyada artan talebi doğru bir şekilde değerlendiren makarna sektörü ihracatını hem miktar hem değer bazında artırırken, bu durum, ihracat birim fiyatına sınırlı yansıdı.

Makarna ihracatı yıllara göre incelendiğinde birim ihracat fiyatının 700 dolar/ton seviyelerinden 450 dolar seviyelerine gerilediği görüldü. 2011 yılından bugüne elde edilen en yüksek yıllık değer 714 dolar/ton ile 2013 yılı olurken en düşük birim ihracat değeri 458 dolar/ton ile 2018 yılında elde edildi. 2019 yılı itibarı ile durum buğdayı maliyetlerinin yükselmesi ile ihracat birim fiyatı da artarken 2020 yılı Aralık ayı itibarı ile 518 dolar/ton seviyesinde gerçekleşti.

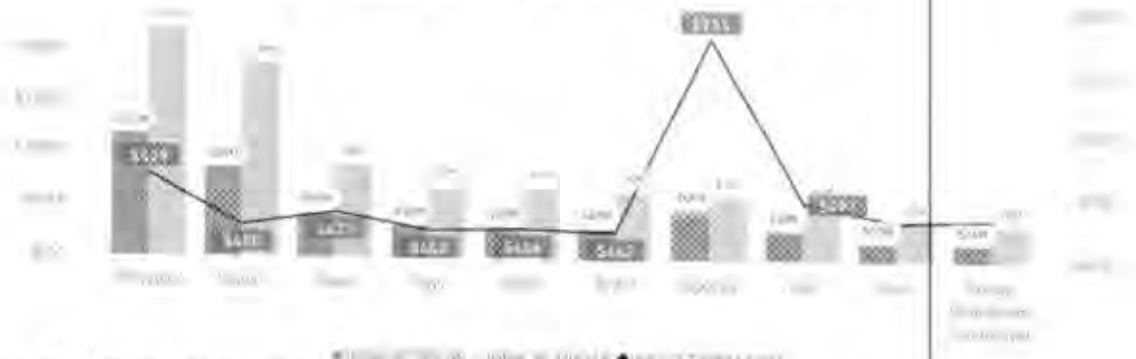
Yıllara Göre Makarna İhracatı



Kaynak: Makarna Üreticileri ve Sanayicileri Derneği Sektör Raporu

2020 yılı Ocak - Aralık döneminde miktar olarak en fazla ihracat 221 bin ton ile Venezuela ile yapılırken bu ülkeyi sırasıyla Somali ve Gana ülkeleri takip etti. Değer olarak ihracatta ilk sırada 117 milyon dolar ile Venezuela yer alırken ikinci sırada Somali üçüncü sırada ise Japonya yer aldı. 2020 yılında en çok ihracat yapılan 10 ülke verisine birim fiyat bazında bakıldığında 755 dolar/ton ile Japonya ilk sırada yer alırken, 442 dolar ile Benin en düşük ihracat fiyatına sahip ülke oldu.

Ülke Bazında Makarna İhracatı (Ocak-Aralık 2020)

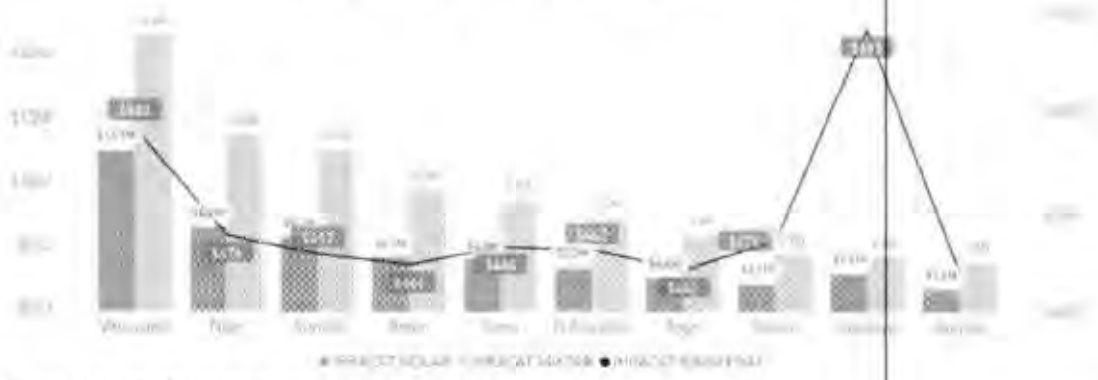


Kaynak: Makarna Üreticileri ve Sanayicileri Derneği Sektör Raporu

2020 yılı Aralık ayında miktar olarak en fazla ihracat 21 bin ton ile Venezuela gerçekleştirirken bu ülkeyi Nijer ve Somali takip etmektedir. Aralık ayında en çok ihracat yaptığımız 10 ülke arasında birim fiyat bazında bakıldığında ise 683 dolar/ton ile Japonya ilk sıradadır. Bu ülkeyi 583 dolar/ton ile Venezuela ve 476 dolar/ton ile Nijer takip etmektedir. En düşük fiyat ise 439 dolar/ton ile Angola gerçekleştirmektedir.

AHLATCI YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Ülke Bazında Makarna İhracatı (Aralık 2020)

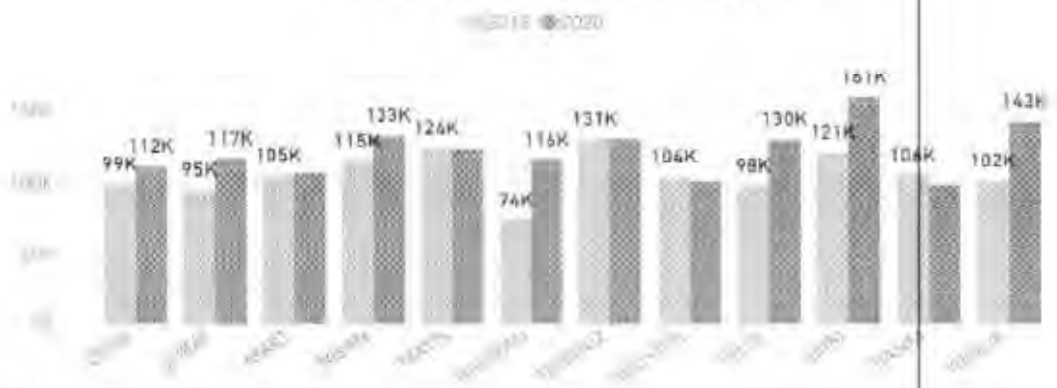


Kaynak: Makarna Üreticileri ve Sanayicileri Derneği Sektör Raporu

Makarna ihracatı yıllara göre değerlendirildiğinde 2020 yılı Ekim ayında elde edilen 81.26 milyon dolarlık ihracat şimdiye kadar yapılan en yüksek ihracat değeri oldu. Birim ihracat fiyatı aylara göre değerlendirildiğinde ise yine 544 dolar/ton ile Ağustos ayında son yılların en yüksek değerini aldı.

Yıllara göre aylık ihracat miktarlarına bakıldığında en yüksek ihracatın 2020 yılı Ekim ayında 160,51 bin ton, sonraki en yüksek ikinci ihracatın ise Aralık ayında elde edilen 143,3 bin tonluk değerin olduğu görülmektedir.

Karşılaştırmalı Makarna İhracatı (Kg)



Kaynak: Makarna Üreticileri ve Sanayicileri Derneği Sektör Raporu

Dünya'da makarna ürünlerine olan talep, artan gelir düzeyi ile birlikte batı tarzı yemek alışkanlıklarına yönelen tüketici tercihi ve bu ürünlerin lezzeti, ucuzluğu, besleyici olması, kolay hazırlanması, uzun süre muhafaza edilebilmesi gibi özelliklerinden dolayı istikrarlı bir artış göstermektedir. Makarna ürünlerinin üretiminin temel hammaddesi olan durum buğdayına bağımlılığı ve makarnalık sert buğday türünün dünyanın belirli bölgelerinde yetişiyor olması bu ürünlerin talep edildiği ancak üretimin yurt içi talebi karşılamaya yetmediği veya hiç üretimin yapılmadığı ülkeleri net ithalatçı konumuna sokmaktadır. Ülkeler bazı zamanlarda kendi iç pazarlarında ürün çeşitliliğini sağlamak amacıyla da ithalat yapabilmektedir.

AHLATCI YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Türkiye dünya makarna ihracatında söz sahibi ülkelerden birisidir. Ülkemizin dünya makarna ihracatından aldığı pay 1992–1997 yılları arasında devamlı artarak 1996 yılında %2,9 ve 1997 yılında da %3,5'a ulaşmıştır. Ülkemiz 1996 ve 1997 yıllarında İtalya ve Çin'in ardından en büyük 3'üncü ihracatçı ülke konumuna yerleşmiştir. 1998 yılında İtalya ve ABD'nin ardından 3'üncü önemli ülke konumunu sürdüren Türkiye bu yıldan itibaren ihracatımızda kaydedilen düşüşlerle birlikte dünya makarna ürünleri ticaretinde önemli ölçüde gerilemiştir. Ancak, Türkiye'nin Ortadoğu ve Afrika ülkeleri gibi yeni pazarlara yönelmesi sonucu özellikle 2003 yılından sonra makarna ihracatı hızlı bir biçimde artış kaydetmiş, 2005 yılına gelindiğinde Türkiye dünya makarna ihracatı sıralamasında tekrar ilk on ülke içerisine girmiştir. Trademap verilerine göre 1902.19 GTİP'li makarna ihracatında Türkiye 2019 yılında %28,1'luk (2018 yılı %26,9) bir payla İtalya'nın ardından ikinci sıradadır. Ancak 20 bin tonun üzerinde ihracat yapmış ülkelere arasında 475 $/ton birim ihracat değeri ile sonuncu sıradadır. Görünüme ilişkin detaylı tablo aşağıdaki gibidir.

ÜLKE	İHRACAT TON	İHRACAT PAYI	BİRİM DEĞER $/TON
Italy	1.863.629	%43,2	$1.070
Turkey	1.213.993	%28,1	
Spain	324.267	%7,5	$746
Belgium	93.767	%2,2	$936
[illegible]	61.186	%1,4	$795
Saudi Arabia	49.199	%1,1	$8.127
Peru	37.505	%0,9	$771
Czech Republic	32.560	%0,8	$650
Latvia	28.904	%0,7	$617
Russian Federation	27.030	%0,6	$750
[illegible]	27.022	%0,6	$1.259
Guatemala	24.426	%0,6	$800
Egypt	23.591	%0,5	$496
Argentina	23.353	%0,5	$584
Thailand	20.644	%0,5	$1.050

- **Üretim – Tüketim**

Günümüzde Türk makarna sanayi içerisinde bölgesel talebi karşılamaya yönelik çalışan tesislerin yanı sıra teknolojik açıdan gelişmiş ülkelerle rekabet edebilecek düzeye gelmiş, üretiminin önemli bir bölümünü ihracata yönlendirmiş, büyük entegre tesisler de dahil olmak üzere çok sayıda fabrika faaliyet göstermektedir. Türkiye artık 2,5 milyon tonu aşan kurulu kapasitesi ile dünyanın en büyük makarna üreticisi ülkelerinden birisidir.[1]

2019 yılında tüm dünyada üretilen makarna miktarı 14,5 milyon ton olarak raporlanmıştır Üretimde ilk sırayı % 31 ile Avrupa Birliği almaktadır. İtalya üretim başlığında 3,4 milyon ton ile ilk sırada yer alırken, Türkiye 1,9 milyon ton ile 3. sıradadır. Tüketim başlığında ise İtalya kişi başına 23,1 kg yıllık makarna tüketimi ile ilk sırada yer almakta, onu 17 kg ile Tunus, 12 kg ile Venezuela takip etmektedir. Ülkemizdeki makarna tüketimi ise yıllık kişi başı 7,3 kg'dır. Makarna ihracatında Türkiye İtalya'nın ardından 2. sıradaki yerini güçlendirerek korumaktadır.

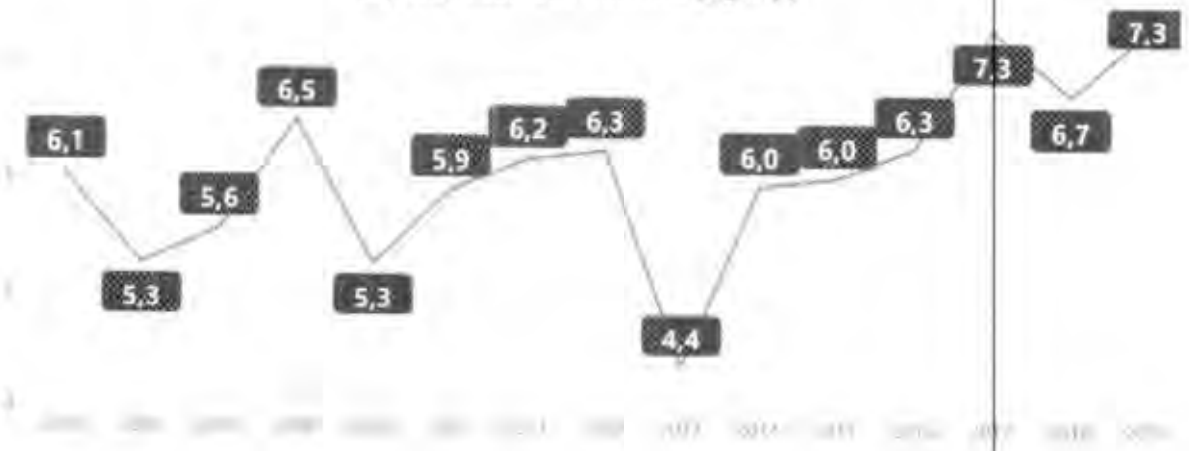
Türkiye'deki kurulu makarna üretim kapasitesi 2,5 milyon ton civarındadır.[2]

Türkiye'de kişi başına makarna tüketimi son 15 yılda 4,4 ile 7,3 kg. arasında dalgalanma göstermiştir. 2005 yılında kişi başına makarna tüketimi 6,1 kg. iken 2013 yılında 4,4 kg olmuştur. 2013 yılından sonra

[1] https://www.turbaito.org.tr/wp-content/uploads/2019/12/Makarna-Sekt%C3%B6r%C3%BC.pdf
[2] IPO Verisi

kişi başına tüketim artışa geçerek toplanan son veri yılı olan 2019 yılına kadar ortalama 6,6 kg. olmuştur. Kişi başı tüketimde 2017 ve 2019 yılları 7,3 kg. 15 yıllık periyotta en yüksek değerleri görmüştür.[3]

Kişi Başı Makarna Tüketimi (Kg/Kişi)



Euro Monitor verilerine göre iç piyasada ise makarna tüketiminin yıllar itibariyle artış trendinde olduğu görülmektedir. 2019 yılında 612,9 bin ton olan iç pazar tüketimi 2020 yılında 734,3 bin tona kadar yükselmiştir. Mevcut iç pazarda aşağıdaki tablodan da görülebileceği gibi Selva Gıda'nın pazar payı %1.3 ile ilk 10 içerisinde yer almaktadır.

10. ŞİRKETİN GÜÇLÜ YÖNLERİ ve AVANTAJLARI

GÜÇLÜ YANLAR	AVANTAJLAR
Bazı bölge ve ülkelerde oluşmuş marka gücünden dolayı Türkiye ortalama fiyatlarının üzerinde fiyatlarla mal satabilme imkânı	Şirket'ın kazanmış olduğu Monde Selection ve ITQI gibi prestijli ödülleri, uzak doğu pazarlarında şirkete yeni fırsatlar sunabilir
Yurtdışı müşteriler nezdinde, politika ve uygulamalarında istikrarlı olduğu algısı	Sahip olduğu ihracat bilgi, birikim ve ürün kalitesi, Amerika gibi potansiyeli olan pazarlarda büyüme fırsatı verebilir.
Kapasite ölçüsünde yurtdışı pazarlara yönelik Private Label üretim gerçekleştirebiliyor olması	Özellikle Uzak doğu pazarlarında görülen yeni ve farklı ürün taleplerine hızlı cevap verme yeteneği bu pazarda yeni satış bağlantıları kurma fırsatı verebilir.
Uzun yıllara dayalı ihracat bilgi, birikim ve deneyimi	Makarna ürün gamında portföy zenginliği, yurtdışı pazarlarında henüz ulaşılamamış müşterilere hitap etme kabiliyeti ile yeni satış bağlantıları kurma fırsatı verebilir.
Yurtdışı pazarlama ve marka yönetimine dönük pozitif yaklaşımı	Kişi başına milli geliri yükselen ülkelerde batı tipi beslenme alışkanlığının ve dolayısıyla makarna tüketiminin artmasını fırsata çevirebilir.
Yeni ürün geliştirme yeteneği ve sektörde yenilikçi marka algısı iç piyasada satış büyümesini destekleyici güçlü bir yönüdür	Dünya'da temel gıda ihtiyacının artan bir ivmeyle devam etmesini fırsata çevirebilir.
Ürün portföyü zenginliğinin iç piyasada satış büyümesini sağlayabiliyor olması	Mevcut markalarının büyüme ve gelişme potansiyeli

[3] https://musad.org/wp-content/uploads/2021/02/Makarna-Sektor-Raporu-12-Aylik-2020.pdf

Güçlü bayi yapılanmasının iç piyasada satış büyümesini desteklemesi	Yüksek seviyede kalite ve gıda güvenliği anlayışıyla ürettiği ürünlerin , yurtiçinde yeni neslin doğal, katkısız, besleyici gıda tüketimi anlayışına hitap eder nitelikte olması satış hacminin artışını destekleyici bir fırsata dönüşebilir.

11. HALKA ARZIN GEREKÇESİ VE HALKA ARZDAN ELDE EDİLECEK GELİRİN KULLANIM YERLERİ

Halka arzın gerekçeleri: Şirket'in öz kaynaklarının güçlendirilmesi, kapasite artırımı ve revizyon yatırımları gerçekleştirmek sureti ile rekabet gücünü artıracak maliyet avantajının sağlanması, mevcut büyüme hedeflerinin devamlılığının sağlanması, Şirket'in bilinirliğinin yurt içi ve yurt dışında artırılması, potansiyel müşteriler nezdinde güvenilirliğin geliştirilmesi, mevcut kurumsal yapının geliştirilerek güçlendirilmesi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik düzeyinin yükseltilmesi, şirket sermayesini temsil eden payların likit hale getirilmesi sureti ile kredi verenler nezdinde gerekmesi durumunda daha düşük maliyetle borçlanma imkanı oluşturulması olarak sayılabilir.

Halka arz eden ortak olan İttifak Holding A.Ş.' nin 13.000.000 adet payın satışından elde edeceği gelirden, İttifak Holding A.Ş. ye düşen halka arz maliyetinin çıkarılması ile elde edilecek net gelir öncelikli olarak İttifak Holding A.Ş' nin Selva Gıda Sanayi A.Ş.' ye olan ilişkili taraf borcunun ödenmesinde kullanılacaktır. İttifak Holding A.Ş. tarafından 05.04.2021 tarihinde alınan Yönetim Kurulu Kararı ile, halka arz tarihindeki Şirkete olan ilişkili taraf borcunun tamamının halka arz gelirinin İttifak Holding A.Ş. hesaplarına girişini izleyen 2 iş günü içinde kapatılacağına dair taahhütname verilmiştir.

Şirket'in halka arz kapsamında gerçekleştireceği 13.000.000-TL nominal bedelli sermaye artırımı sonucu elde edilecek gelirden, Şirkete düşen halka arz maliyetinin çıkarılması ile elde edilecek net gelir yatırımların fonlanmasında kullanılacaktır. Şirket'in halka arz geliri ile finanse etmeyi planladığı yatırımların finansman ihtiyacı 4.186.626-EURO olup; detayları şu şekildedir:

1- **Çelik Buğday Depolama Silosu Yatırımı:** İşletmenin mevcut buğday depolama kapasitesi 4.500-tondur. Bu kapasite mevcut durumda işletmenin 14 günlük buğday ihtiyacını karşılamaktadır. Makarna tevsi yatırımı ile bu süre 10 güne düşecektir. İşletmenin kendi arazisine kurulacak 20.000-ton kapasiteli çelik buğday depolama silosu yatırımı ile; hasat döneminde işletmenin 2 aylık buğday ihtiyacının çok daha düşük maliyetle tedarik edilmesi, lisanslı depo kira bedeli ve nakliye giderlerinin oluşmaması sağlanacaktır. Yatırımın maliyeti 1.078.229-EURO, geri dönüş süresi 6 yıl olarak öngörülmektedir.

2- **İrmik Değirmeni Revizyon Yatırımı:** İşletmenin irmik değirmeni 2 üniteden oluşmaktadır. Geçtiğimiz yıl diyagram revizyonu yapılan 1. Ünitenin bu yıl 3 eleğinin değiştirilmesi planlanmaktadır. 2. Ünitede helvalık iri irmik üretim kapasitesinin artırılmasını da içeren kapsamlı diyagram revizyon yatırımı planlanmıştır. Bu kapsamda 2. Ünitenin 8 vals, 10 sasör ve 3 eleği değiştirilecek; irmik üretim kapasitesinin artırılması ile de ürün çeşitlendirme yatırımında bulunan 25 kg lık vakum paketlemesinin irmik ihtiyacı karşılanmış olacaktır. Yatırımın maliyeti 510.193-EURO olarak öngörülmektedir.

3- **Makarna Üretim Kapasitesi Artırımı Yatırımı:** Şirket'in 65.000-ton olan yıllık makarna üretim kapasitesinin %10 artırılarak 71.500-tona çıkarılmasını öngören 2 ayrı yatırım planlanmaktadır. Lazanya-tagliatelle üretim hattı ve paketlemesi yatırımı ile yeni müşteri fırsatlarının değerlendirilmesi, satışlarda yurt dışına bağımlılığın azaltılması planlanmaktadır. Bu yatırım ile makarna üretim kapasitesi 4.000-ton/yıl artırılacaktır. Yatırımın maliyeti 1.175.750-EURO, geri dönüş süresi 9,8 yıl olarak öngörülmektedir. Buna ilaveten 500.000-EURO maliyetli 3,6 yıl geri ödeme süresi öngörülen zımba makinesi yatırımı ile de makarna üretim kapasitesinin 2.500-ton/yıl artırılması planlanmaktadır.

4- **Ürün Çeşitlendirme Yatırımı:** Ürün çeşitlendirme yatırımları ile Uzak doğu pazarlarında alternatif paket tipleri ile Pazar payının artırılması ve Premium ürünler için özel paketleme tiplerinin pazara sunulması ile standart ürünlere de talep yaratacak müşteri kitlesine ulaşmak hedeflenmektedir. Bu kapsamda: Karusel Paketleme Makinesi yatırımı, 25 kg'lık Vakum İrmik Paketleme Makinesi ve Bundle Paketleme Hattı yatırımlarının yapılması planlanmaktadır. Karusel Paketleme Makinesi yatırım maliyeti 331.728-EURO, geri ödeme süresi 2 yıl olarak öngörülmektedir. 25 kg'lık Vakum Irmik Paketleme Makinesi yatırım maliyeti 222.250-EURO, geri ödeme süresi 3,5 yıl olarak öngörülmektedir. Bundle Paketleme Hattı yatırım maliyeti 228.476-EURO, geri ödeme süresi 1 yıl olarak öngörülmektedir.

5- **İyileştirme Yatırımı:** 50.000-EURO bütçe ile kazan dairesi iyileştirilmesi, 20.000-EURO bütçe ile yazılım programlarının iyileştirilmesi, 50.000-EURO bütçe ile üretim hatlarının iyileştirilmesi, 20.000-EURO bütçe ile üretimin gerçekleştirildiği binalara dönük iyileştirme çalışmaları yapılması planlanmaktadır. İyileştirme yatırımları sonrası, ısıl kayıpların ortadan kaldırılarak verimliliğin artırılması hedeflenmektedir.

Şirket, hakim ortağı İttifak Holding A.Ş.' nin vermiş olduğu taahhüt kapsamında ortak satışından elde edeceği gelirden Şirkete ödeyeceği ilişkili taraf alacağının tamamını finansal borç anapara ve faiz ödemelerinde kullanacaktır.

12. DEĞERLEME ÇALIŞMASI

Değerleme çalışması; SPK' nun III-62.1 "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında oluşturulmuş ve ilgili standartlara uygun olmasına dikkat edilmiştir. Buna göre: Şirket değerlemelerinde üç temel yaklaşım uygulanır. Bu temel değerleme yaklaşımlarının her biri farklı, ayrıntılı uygulama yontemlerini içerir. Değerleme yaklaşımlarının uygun ve değerlenen varlıkların içeriği ile ilişkili olmasına dikkat edilmesi gerekir. Bu yöntemler;

a) **Pazar Yaklaşımı, (Piyasa Çarpanları)**
b) **Gelir Yaklaşımı, (İndirgenmiş Nakit Akımları İNA)**
c) **Maliyet Yaklaşımı**

olarak sıralanabilir.

Pazar yaklaşımı, değerleme konusu şirketi, piyasada satılmış benzer nitelikteki şirketlerle, şirket mülkiyet haklarıyla ve menkul kıymetlerle karşılaştırmaktadır. Pazar yaklaşımında kullanılan veri kaynakları arasında en sık kullanılan üçü, benzer nitelikteki şirketlerin mülkiyet haklarının alınıp satıldığı halka açık hisse senedi piyasaları, şirketlerin blok satışının yapıldığı piyasalar ve değerleme konusu Şirket'in mülkiyetine yönelik daha önceden gerçekleştirilmiş işlemlerdir. Pazar yaklaşımında, benzer nitelikteki şirketlerle yapılan karşılaştırmaların makul bir esası olmalıdır. Bu benzer nitelikteki şirketler, değerleme konusu şirket ile aynı sektörde veya aynı ekonomik değişkenlere bağlı olan bir sektörde olmalıdır. Bu karşılaştırma anlamlı bir şekilde gerçekleştirilmeli ve yanıltıcı olmamalıdır. Gelir yaklaşımı, gösterge niteliğindeki değerin, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlar. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir.

Maliyet yaklaşımı, bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine

eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir. Maliyet yaklaşımı Uluslararası Değerleme Standartları 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 70.2. veya 70.3. no.lu maddelerinde yer verilen kriterleri nadiren sağlamaları nedeniyle normalde işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde, uygulanamamaktadır.

Buna göre Selva Gıda'nın faaliyet gösterdiği sektör göz önüne alındığında; Selva Gıda için yapılan değerleme çalışmasında "**Pazar Yaklaşımı**" ile "**Gelir Yaklaşımı**" yöntemleri kullanılmışır.

12.1 "PAZAR YAKLAŞIMI" (PİYASA ÇARPANLARI) YÖNTEMİ İLE PİYASA DEĞERİ TESPİTİ

"Pazar Yaklaşımı" (Piyasa Çarpanları) yöntemi ile gerçekleştirilen Şirket piyasa değeri hesaplamasında;

1) **Firma Değeri / FVAÖK (FD/FVAÖK)**
2) **Fiyat / Kazanç (F/K)**
3) **Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD)**

çarpanları kullanılmıştır.

Şirket, Gıda Sektöründe faaliyet göstermekte ve ana faaliyet konusu Un ve unlu mamuller, makarna, irmik üretimidir. Şirket için piyasa çarpanları yöntemiyle yapılan değerlemede baz alınan rasyolarda ***(a)*** *BİST-Gıda Sektörü* ***(b)*** *BİST-Sınai Sektörü ve* ***(c)*** *BİST - Ana Pazar* olarak sınıflandırılan halka açık ortaklıkların 16.04.2021 tarihi itibarıyla hesaplanan çarpan değerleri kullanılmıştır.

Şirket'in gıda sektöründe faaliyet gösteriyor olması nedeniyle BİST-Gıda sektörüne ait şirketler piyasa çarpanları analizinde dikkate alınmıştır. Fakat bu sektördeki şirketlerin hepsi değerleme çalışmasına dâhil edilmemiştir. Borsa İstanbul'da işlem gören ve Gıda Sektöründe faaliyet gösteren şirketler arasında Selva Gıda gibi doğrudan makarna, un ve irmik üretimi faaliyetine sahip şirket bulunmamaktadır. Ayrıca yurtdışı benzer olabilecek şirketler de araştırılmış fakat ana faaliyeti makarna 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 de değerleme çalışmasına dahil edilmemiştir. Selva Gıda ile kısmen benzer faaliyetlere sahip şirketlerden birisi Ulusoy Un Sanayi ve Tic. A.Ş. diğeri ise Pınar Et ve Un Sanayi A.Ş. (Pınar Et) olarak belirlenmiştir. Ayrıca özellikle son bir yıl içerisinde çarpan değerlerinde oluşan yüksek seviyeler dikkate alınarak uç değerlere sahip şirketler de değerleme dışında bırakılmıştır.

Sonuç olarak; yüksek değerlerin elimine edilmesi, kısmen benzer faaliyete sahip olan şirketlerin seçilmesi ve Selva Gıda ile yakın sermaye rakamına sahip şirketlerin belirlenmesi sonucu Ulusoy Un ve Pınar Et piyasa çarpanları analizine dahil edilmiştir. Analizde bu iki şirketin çarpan değerlerinin ortalaması baz alınmıştır.

Piyasa çarpanları analizinde BİST-Gıda sektörü ile birlikte Şirket'in faaliyet göstereceği sektörler arasında olacak BİST-Sınai sektörüne ait şirketler de değerleme çalışmasında kullanılmıştır.

BİST-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 ayıklanmıştır. Geri kalan 144 adet şirket çarpanlarının medyan sonuçları değerleme çalışmasında kullanılmıştır.

Şirket'in halka arz sonrasında işlem göreceği pazarın BİST-Ana Pazar olması beklendiğinden hareketle BİST-Ana Pazar'da yer alan şirketler de değerleme çalışmasına dahil edilmiştir. Bu pazara dahil olan değerlemeye baz alınacak şirketler arasından Bankalar, Faktoring Şirketleri, Finansal Kiralama Şirketleri, Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları, Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları, Holdingler ve Spor şirketleri ve Gıda Sektörü şirketleri dışarıda bırakılmıştır. Bu bağlamda BİST-Ana Pazar içinden 119 adet Şirket'in çarpanlarının medyan değerleri değerlemeye tabi tutulmuştur. Bu şirketler içerisinden ise BİST-Ana Pazar şirketleri seçiminde FD/FAVÖK, F/K çarpanları değeri 40 üzerinde olan ve PD/DD için çarpan değeri 20 üzerinde olan şirketler çalışma dışında bırakılmıştır

Yıldız Pazarda işlem gören Şirketler ise büyüklük olarak Selva Gıda'dan farklı ölçeğe sahip oldukları için pazar yaklaşımına dahil edilmemişlerdir.

Piyasa çarpanları analizinde baz alınacak Selva Gıda'nın temel finansal göstergeleri aşağıdaki tablodaki gibidir.

Temel Göstergeler (Bin TL)	
Selva Gıda Değerlemeye Baz Alınan Veriler	**2020/12**
Net Satışlar	236.932
FAVÖK	32.359
Özsermaye	89.731
Net Kar	33.795
Net Borç	239.105
Ödenmiş Sermaye	65.000

a) BİST – Gıda Sektörü:

Değerlemede baz alınan BİST-Gıda Sektörü şirketlerinin 16.04.2021 tarihi itibariyle ortalama rasyoları aşağıdaki gibidir.

	FD/FAVÖK	Fiyat/Kazanç	PD/DD	Sermaye (Bin TL)
AVOD	42,48	0,00	9,25	90.000
BANVT	55,73	0,00	6,38	100.024
DARDL	17,57	15,13	11,64	53.282
ERSU	433,21	297,76	3,97	36.000
FADE	59,71	80,01	5,50	70.500
FRIGO	13,68	24,31	7,97	11.100
KERVT	8,58	8,85	3,05	662.000
KRVGD	15,31	26,11	3,84	187.500
KNFRT	16,38	23,75	3,61	33.000
MERKO	36,87	0,00	8,18	58.967
OYLUM	15,71	27,18	2,46	27.618
PENGD	21,20	1.238,02	2,33	175.000
PETUN	11,77	10,97	1,34	43.335
TATGD	10,43	7,97	1,89	136.000
TUKAS	12,66	16,69	3,89	272.650
ULUUN	14,08	30,53	3,44	84.500
ULKER	5,86	7,45	1,33	342.000
VANGD		26,29	4,74	25.000
Ortalama	**12,93**	**20,75**	**2,39**	

BİST-Gıda Sektörü Çarpanları			
Çarpan	**FD/FAVÖK**	**Fiyat/Kazanç**	**PD/DD**
Ortalama Çarpan Değeri	12,93	20,75	2,39
Selva Gıda Piyasa Değeri (Bin TL)	179.154	701.217	214.216
Ağırlık	45%	15%	40%
Ağırlıklandırılmış Toplam Piyasa Değeri (Bin TL)		**271.488**	

BİST - Gıda Sektörü şirketleri ile yapılan hesaplamaya göre şirket değeri **271.488.142 TL** olarak hesaplanmaktadır.

b) BİST – Sınai Sektörü

BİST-Sınai Sektörü şirketleri seçiminde FD/FAVÖK, 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 ayıklanmıştır. Geri kalan 144 adet şirket çarpanlarının medyan sonuçları değerleme çalışmasında kullanılmıştır.

BİST-Sınai Sektörü Çarpanları			
Çarpan	**FD/FAVÖK**	**Fiyat/Kazanç**	**PD/DD**
Medyan Çarpan Değeri	13,94	16,86	3,89
Selva Gıda Piyasa Değeri (Bin TL)	211.939	569.880	348.979
Ağırlık	45%	15%	40%
Ağırlıklandırılmış Toplam Piyasa Değeri (Bin TL)		**320.446**	

BİST - Sınai Sektörü şirketleri ile yapılan hesaplamaya göre şirket değeri **320.446.187 TL** olarak hesaplanmaktadır.

c) BİST – Ana Pazar

Bu pazara dahil olan değerlemeye baz alınacak şirketler arasından Bankalar, Faktoring Şirketleri, Finansal Kiralama Şirketleri, Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları, Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları, Holdingler ve Spor şirketleri ve Gıda Sektörü şirketleri dışarıda bırakılmıştır. Bu bağlamda BİST-Ana Pazar içinden 119 adet Şirket'in çarpanlarının medyan değerleri değerlemeye tabi tutulmuştur. Bu şirketler içerisinden ise BİST-Ana Pazar şirketleri seçiminde FD/FAVÖK, F/K çarpanları değeri 40 üzerinde olan ve PD/DD için çarpan değeri 20 üzerinde olan şirketler çalışma dışında bırakılmıştır.

BİST- Ana Pazar Çarpanları			
Çarpan	**FD/FAVÖK**	**Fiyat/Kazanç**	**PD/DD**
Medyan Çarpan Değeri	16,87	20,96	3,89
Selva Gıda Piyasa Değeri (Bin TL)	306.678	708.405	349.424
Ağırlık	45%	15%	40%
Ağırlıklandırılmış Toplam Piyasa Değeri (Bin TL)		**384.036**	

BİST - Ana Pazar şirketleri ile yapılan hesaplamaya göre şirket değeri **384.035.812 TL** olarak hesaplanmaktadır.

PİYASA ÇARPANLARI ANALİZİ SONUÇ

Şirket için BİST – Gıda Sektörü, BİST – Sınai Sektörü ve BİST – Ana Pazar ile işbu rapor tarihi olan 16.04.2021 tarihli çarpan değerleri eşit ağırlıklandırılmış olup bu şekilde yapılan hesaplamaya göre şirket özsermaye değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Çarpan Analizi	Piyasa Değeri (Bin TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Şirket Piyasa Değeri (Bin TL)
BİST-Gıda Sektörü	271.488	33%	89.591
BİST-Sınai Sektörü	320.446	33%	105.747
BİST - Ana Pazar	384.036	33%	126.732
Toplam			**322.070**
Sermaye (Bin TL)			65.000
Pay Başına Fiyat			**4,95**

12.2 GELİR YAKLAŞIMI YÖNTEMİ İLE PİYASA DEĞERİNİN TESPİTİ

Gelir yaklaşımı, gösterge niteliğindeki değerin, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlar.

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi;

Uluslararası alanda kabul görmüş ve şirketlerin orta-uzun vadeli değerlerini yansıtan İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi'ne göre firma değeri veya şirket paylarının değeri, Şirket'in faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratması muhtemel nakit akımlarının bugüne indirgenmiş değeri olarak kabul edilir.

Nakit akımları projeksiyonları, genellikle 5 ila 10 yıllık zaman dilimi için yapılmakta ve projeksiyon döneminin son senesindeki nakit akımı baz alınarak nihai değer (uç değer) hesaplanmaktadır.

Bu yönteme göre Şirket'in; gelecekte elde edeceği tahmin edilen nakit akımlarının, bugünkü değerine indirgenmesi sonucunda Şirket'in gerçek değerine ulaşılmaktadır. Sonuç olarak;

a) Esas faaliyet karından, vergi, işletme sermayesi değişimi ve nakit akım tablosunda yer verilen yatırım faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akışları da düşürülüp, amortismanın eklenmesiyle ilgili yıla ait serbest nakit akımı hesaplanmaktadır.

b) İlgili projeksiyon döneminde gerçekleşeceği varsayılan serbest nakit akımları da ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti (AOSM) ile bugüne indirgenip nihai olarak da net finansal borç düşülerek Şirket değeri tespit edilir.

Şirket'in **"İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi"**ne göre yapılan değerlemesinde kullanılan temel varsayımlar aşağıdaki gibidir;

1) Projeksiyonlar Türk Lirası üzerinden yapılmıştır. Aksi belirtilmedikçe projeksiyondaki parasal büyüklükler bin TL cinsinden kullanılmıştır.

2) İndirgenmiş Nakit Akımı analizi gelecek beş yıllık dönem esas alınarak hesaplanmıştır.

3) 2021-2025 yıllarını kapsayan analize konu olan dönemde Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesaplamasında kullanılan terimler ve hesaplanmaları aşağıda gösterilmiştir.

12.2.1 Gelir Tablosu Projeksiyonu

Satışların Projeksiyonu

Şirket yönetimi, projeksiyonlarını "tümevarım" yaklaşımını kullanarak Şirket'in her bir ürün grubundaki yurt içi ve yurt dışı büyüme öngörüleri, Şirket'in gerçekleştireceği iyileştirme yatırımları, kapasite artışlarını dikkate alarak kırılımlandırarak oluşturmuştur. Oluşturulan veri seti ile birlikte Şirket tarafından 2021-2025 yıllarına yönelik 5 yıllık net satış projeksiyonu hesaplanmıştır.

Şirket'in 2019 yılında yurt içinde yaşanan yoğun rekabetçi fiyat politikalarından etkilenmesi nedeniyle yurt içi makarna satışlarındaki düşüş oluşması satış gelirlerinin 2018'e kıyasla düşüş yaşanmasında etken olmuştur. 2020 yılında ise gerek Covid -19 salgını nedeniyle yaşanan pandemi sürecinin sınırlı etkisi, gerekse de Şirket'in 2019 yılında yurtiçi makarna piyasasında yaşanan yoğun rekabete uyum sağlayacak politikaları geliştirebilmiş olması nedeniyle, yurtiçi makarna satış hasılatı 2018 yılına kıyasla %36.55; 2019 yılına kıyasla %204.23 oranında artış göstermiş ve satış gelirleri 2020 yılında 2019'a göre %53 artış göstermiştir. Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş 2016 yılı finansal sonuçları ile 2020 yılı sonu finansal sonuçlarını karşılaştırdığımızda net satış hasılatının yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) %11.3 olarak gerçekleşmiştir.

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 yansıyacağı 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 yansıyacağı düşünülmektedir.

Şirket, yurt dışı için Güney Amerika kıtasında makarna başlığında Türkiye ve dolayısı ile 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. Hızlı reaksiyon gösteren Afrika pazarında, özellikle Selva Gıda'nın bilinirliğinin yüksek olduğu yerler olan Benin, Nijerya, Nijer üçgeninde oluşan sıkıntıların ortadan kalkması ile birlikte yüksek montanlı bir büyüme olacağı düşünülmektedir. Bununla birlikte Şirket, ihracat pazarının miktar olarak yeni gözdesi konumundaki Somali pazarında yeni bayilikler oluşturmaktadır. Ayrıca potansiyeli yüksek bir diğer ülke olan Gana ile ilgili görüşülen ciddi alıcılar bulunmaktadır. Şirket'in odak pazarı olan Uzak Doğu ile ilgili mevcut müşterilerde kayıp yaşamadan yeni müşterilere ulaşmayı hedeflemektedir. Tüm bu başlıkların devreye girmesi durumunda 2022 yılı ihracat tonajlarında artışların olacağı beklenmektedir. Şirket'in birim satış fiyatları ve miktar bazında projeksiyonları ve bu tablodan oluşturulan yurt içi, yurt dışı ve diğer gelirlerden oluşan toplam hasılatına aşağıdaki tablolarda yer verilmiştir.

Satış projeksiyonu oluşturulurken yurt içi için her bir ürün grubu için birim fiyatların 2021-2025 yılları arasındaki artışları için TCMB'nin son beklenti anketindeki enflasyon tahminleri ve Şirket'in beklentileri dikkate alınmıştır. Bu beklentilerle oluşturulan fiyat artışlarının muhafazakâr olduğu düşünülmektedir. Yurt dışı satışlar için birim fiyat hesaplamasında USD/TRY ortalama kuru tahmini için TCMB beklenti anketleri, şirket beklentileri ile harmanlanmış bir politika izlenmiştir. Buna göre 2021-2025 yılları aralığında ortalama kur tablosu aşağıdaki gibidir. Bu tahminin de muhafazakâr bir yaklaşım ortaya koyduğunu düşünüyoruz.

	2021	2022	2023	2024	2025
Ortalama USD/TRY	7,70	8,62	9,06	9,51	9,98

Yurtiçi Birim Fiyatlar TL/Kg

	2021	2022	2023	2024	2025
Makarna	**3,93**	**4,38**	**4,80**	**5.18**	**5,55**
Yıllık Değişim	-	*11,5%*	*9,5%*	*8,0%*	*7,1%*
İrmik	**4,29**	**4,78**	**5,23**	**5,65**	**6.05**
Yıllık Değişim		*11,3%*	*9,5%*	*8,0%*	*7,1%*
Un	**3,48**	**3,88**	**4,25**	**4,59**	**4,91**
Yıllık Değişim		*11,3%*	*9,5%*	*8,0%*	*7,1%*
Niş Ürünler	**4,17**	**4,64**	**5,08**	**5,49**	**5,88**
Yıllık Değişim		*11,3%*	*9,5%*	*8,0%*	*7,1%*

Yurtiçi Miktar (Ton)

	2021	2022	2023	2024	2025
Makarna	**19.630**	**22.575**	**25.961**	**29.595**	**31.075**
Yıllık Değişim		*15,0%*	*15,0%*	*14,0%*	*5,0%*
İrmik	**1.775**	**1.970**	**2.127**	**2.340**	**2.691**
Yıllık Değişim	-	*11,0%*	*8,0%*	*10,0%*	*15,0%*
Un	**2.773**	**5.546**	**7.210**	**9.373**	**12.185**
Yıllık Değişim		*100,0%*	*30,0%*	*30,0%*	*30,0%*
Niş Ürünler*	**914**	**1.005**	**1.074**	**1.181**	**1.417**
Yıllık Değişim	-	*10,0%*	*6,8%*	*10,0%*	*20,0%*

Yurtdışı Birim Fiyatlar TL/Kg

	2021	2022	2023	2024	2025
Makarna	**4,66**	**4,97**	**5,15**	**5,36**	**5,63**
Yıllık Değişim	-	*6,7%*	*3,5%*	*4,2%*	*5,0%*
İrmik	**4,37**	**4,85**	**5.05**	**5,25**	**5,46**
Yıllık Değişim	-	*11,0%*	*4,0%*	*4,0%*	*4,0%*
Un	**3,44**	**3,82**	**3,97**	**4,17**	**4,34**
Yıllık Değişim	-	*11,0%*	*4,0%*	*5,0%*	*4,0%*

Yurtdışı Miktar (Ton)

	2021	2022	2023	2024	2025
Makarna	31.400	39.250	47.100	53.694	56.916
Yıllık Değişim	-	*25,0%*	*20,0%*	*14,0%*	*6,0%*
İrmik	3.000	3.300	3.630	3.993	4.392
Yıllık Değişim		*10,0%*	*10,0%*	*10,0%*	*10,0%*
Un	300	3.000	3.900	4.680	6.084
Yıllık Değişim	-	*900,0%*	*30,0%*	*20,0%*	*30,0%*

Yurt İçi Satışlar (Bin TL)

	2021	2022	2023	2024	2025
Makarna	**77.206**	**98.820**	**124.496**	**153.279**	**172.370**
Yıllık Değişim	-	*28,0%*	*26,0%*	*23,1%*	*12,5%*
İrmik	**7.614**	**9.406**	**11.129**	**13.221**	**16.283**
Yıllık Değişim		*23,5%*	*18,3%*	*18,8%*	*23,2%*
Un	**9.663**	**21.509**	**30.633**	**43.008**	**59.880**
Yıllık Değişim		*122,6%*	*42,4%*	*40,4%*	*39,2%*
Niş Ürünler	**3.811**	**4.666**	**5.460**	**6.486**	**8.336**
Yıllık Değişim		*22,4%*	*17,0%*	*18,8%*	*28,5%*

Yurt Dışı Satışlar (Bin TL)

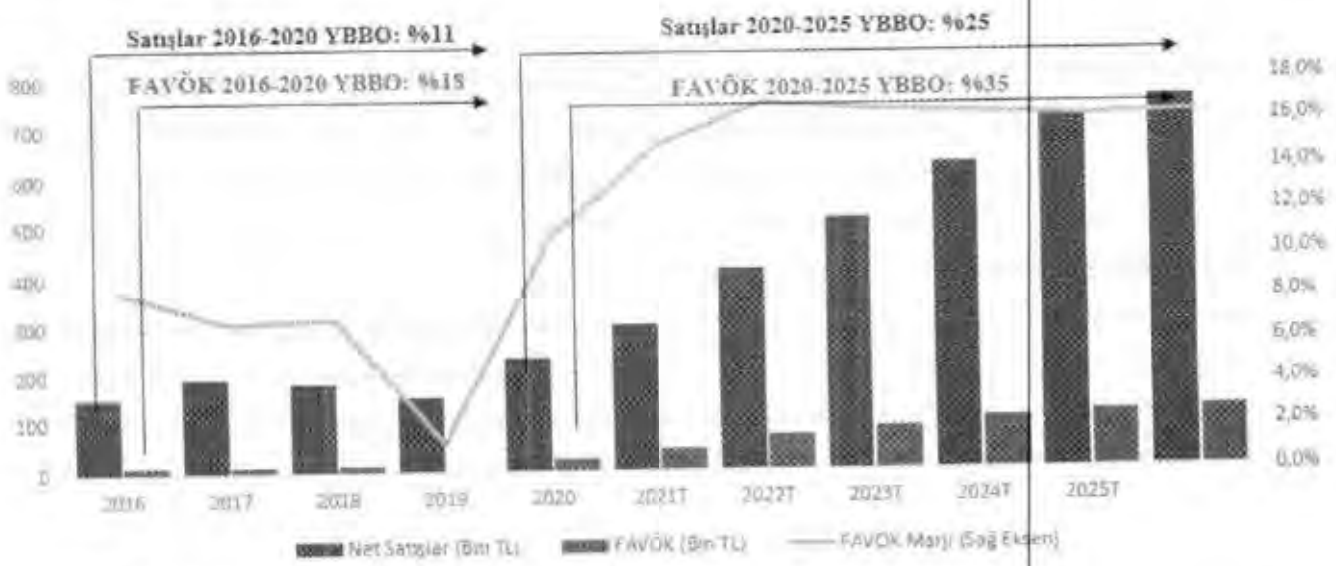
	2021	2022	2023	2024	2025
Makarna	**146.297**	**195.204**	**242.408**	**287.873**	**320.444**
Yıllık Değişim	-	*33,4%*	*24,2%*	*18,8%*	*11,3%*
İrmik	**13.109**	**16.011**	**18.324**	**20.970**	**23.997**
Yıllık Değişim		*22,1%*	*14,5%*	*14,4%*	*14,4%*
Un	**1.031**	**11.449**	**15.486**	**19.518**	**26.396**
Yıllık Değişim		*1010,3%*	*35,3%*	*26,0%*	*35,2%*

Diğer Gelirler (Bin TL)

	2021	2022	2023	2024	2025
Yan Ürün	**40.145**	**50.949**	**63.883**	**77.962**	**91.856**
Yıllık Değişim	-	*26,9%*	*25,4%*	*22,0%*	*17,8%*
İhracat Teşvikleri	**1.507**	**1.733**	**1.993**	**2.292**	**2.636**
Yıllık Değişim		*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*
Diğer Satışlar	**2.493**	**2.867**	**3.297**	**3.791**	**4.360**
Yıllık Değişim		*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*

Selva Gıda (Bin TL)	**2021T**	**2022T**	**2023T**	**2024T**	**2025T**
Yurt İçi Satışlar	98.294	134.402	171.717	215.994	256.870
Yurt Dışı Satışlar	160.437	222.664	276.219	328.361	370.837
Diğer Gelirler	44.145	55.549	69.173	84.045	98.852
TOPLAM	**302.876**	**412.615**	**517.108**	**628.400**	**726.558**

*Şirket'in NİŞ ürün grubunda tanımladığı ürünleri; Bulgur, Special Makarna, Akıllı Makarna, Mısır Nişastası, Buğday Nişastası, Galeta Unu, Mısır Unu, Pirinç Unu, Anadolu Lezzetleri ve Soslardan oluşmaktadır.



Satışların Maliyeti Projeksiyonu

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. Yıllara sari olarak maliyet oranlarında önemli değişiklikler olmamaktadır. Satılan malın maliyeti için oluşturulan projeksiyonda buğday alım maliyeti ile diğer maliyet unsurları için önceki yıllardan modellemeler yapılarak projeksiyon oluşturulmuştur.

Faaliyet Giderleri Projeksiyonu

Şirket'in genel olarak satış gelirlerinin genel olarak 4-5%'i civarında işçilik gideri, 4-6% genel üretim giderleri ve 6-10% düzeyinde pazarlama, satış ve dağıtım giderleri oluşmaktadır. Pazarlama, Satış ve Dağıtım giderlerinin Satış gelirlerine olan oranının son üç yıldaki ortalaması 6,5% düzeyindedir. Bun istinaden bu gider için bu ortalama oran projeksiyon döneminde kullanılmıştır. Genel Yönetim Giderlerinin Satış Gelirlerine oranı ise yine aynı dönemlerdeki ortalaması 3,5% olarak gerçekleşmiştir. Bu giderler için de projeksiyon dönemi için ortalama 3,5% oranı kullanılmıştır. Şirket'in son üç yılda faaliyet giderlerinin satışlara oranı ortalama 10.6% düzeyinde gerçekleşmiştir. Projeksiyon oluşturulurken bu oranlar dikkate alınarak faaliyet giderleri tahmin edilmiştir.

Selva Gıda (Bin TL)	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Faaliyet Giderleri (-)	***22.582***	***12.712***	***20.782***	***30.317***	***41.302***	***51.968***	***63.159***	***73.030***
Satışlara Oranı	*12,4%*	*8,2%*	*11,1%*	*10,0%*	*10,0%*	*10,0%*	*10,1%*	*10,1%*
Genel Yönetim Giderleri	**7.791**	**5.618**	**9.782**	**10.601**	**14.442**	**18.099**	**21.994**	**25.430**
Satışlara Oranı	*4,3%*	*3,6%*	*2,5%*	*3,5%*	*3,5%*	*3,5%*	*3,5%*	*3,5%*
Pazarlama Satış Dağ. Giderleri	**14.615**	**6.887**	**10.970**	**19.687**	**26.820**	**33.612**	**40.846**	**47.226**
Satışlara Oranı	*8,0%*	*4,4%*	*6,9%*	*6,5%*	*6,5%*	*6,5%*	*6,5%*	*6,5%*
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	**176**	**207**	**30**	**30**	**40**	**257**	**319**	**374**
Satışlara Oranı	*0,1%*	*0,1%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,1%*	*0,1%*

Gelir Tablosu

Selva Gıda (Bin TL)	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	**182.331**	**154.889**	**236.932**	**302.876**	**412.615**	**517.108**	**628.400**	**726.558**
Yıllık Değişim		*-15,1%*	*53,0%*	*27,8%*	*36,2%*	*25,3%*	*21,5%*	*15,6%*
Satışların Maliyeti (-)	**148.701**	**142.241**	**186.235**	**230.186**	**307.398**	**385.246**	**468.158**	**541.286**
Satışlara Oranı	*81,6%*	*91,8%*	*78,6%*	*76,0%*	*74,5%*	*74,5%*	*74,5%*	*74,5%*
Brüt Kar	**33.630**	**12.649**	**50.697**	**72.690**	**105.217**	**131.863**	**160.242**	**185.272**
Brüt Kar Marjı	*18,4%*	*8,2%*	*21,4%*	*24,0%*	*25,5%*	*25,5%*	*25,5%*	*25,5%*
Faaliyet Giderleri (-)	**22.582**	**12.712**	**20.782**	**30.317**	**41.302**	**51.968**	**63.159**	**73.030**
Satışlara Oranı	*12,4%*	*8,2%*	*8,8%*	*10,0%*	*10,0%*	*10,0%*	*10,1%*	*10,1%*
Faaliyet Karı	**11.048**	**-63**	**29.916**	**42.373**	**63.915**	**79.895**	**97.084**	**112.243**
Faaliyet Kar Marjı	*6,1%*	*0,0%*	*12,6%*	*14,0%*	*15,5%*	*15,5%*	*15,4%*	*15,4%*
Amortisman	**2.014**	**2.109**	**2.443**	**2.844**	**5.487**	**5.358**	**5.301**	**4.872**
Satışlara Oranı	*1,1%*	*1,4%*	*1,0%*	*0,9%*	*1,3%*	*1,0%*	*0,8%*	*0,7%*
FAVÖK	**13.062**	**2.046**	**32.359**	**45.217**	**69.402**	**85.252**	**102.385**	**117.115**
FAVÖK Marjı	*7,2%*	*1,3%*	*13,7%*	*14,9%*	*16,8%*	*16,5%*	*16,3%*	*16,1%*

12.2.2 İşletme Sermayesi İhtiyacı

İşletme sermayesine ilişkin yaşanan değişiklikler ve projeksiyon dönemi için beklentiler aşağıdaki tablodaki gibidir.

Selva Gıda	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Ticari Alacak Devir - Gün	50	39	32	40	40	40	40	40
Stok Devir - Gün	94	58	52	65	65	65	65	65
Ticari Borç Devir - Gün	84	61	40	62	62	62	62	62
Nakit Döngü Süresi	59	36	44	45	45	45	45	45
Selva Gıda (Bin TL)	**2018**	**2019**	**2020**	**2021T**	**2022T**	**2023T**	**2024T**	**2025T**
Ticari Alacak	18.482	14.908	26.779	33.192	45.218	56.669	68.866	79.623
Stok	28.140	16.767	36.312	40.992	54.742	68.605	83.371	96.393
Ticari Borç	21.257	26.623	13.903	39.100	52.216	65.439	79.523	91.944
İşletme Sermayesi	25.365	5.052	49.188	35.084	47.745	59.836	72.714	84.072
İşletme Sermayesi/Ciro	13,9%	3,3%	20,8%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
İşletme Sermayesi Değişimi		**-20.313**	**44.136**	**-14.104**	**12.661**	**12.091**	**12.878**	**11.358**

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 84, 2019 yılında 61 ve 2020 yılında 40 gün alacak süresi hesaplanırken 2021'den itibaren bu rakamların ortalaması olan 62 gün kullanılmıştır.

12.2.3 Yatırım Harcamaları

Şirket, projeksiyon dönemi boyunca kapasite artırımı ve revizyon yatırımları gerçekleştirmeyi planlamaktadır.

OPEX (TL)	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Mevcut Bakım Onarım	1.032.646	1.191.260	1.358.394	1.534.986	1.720.872	1.929.270
Yatırım Bakım Onarım	-	-	107.012	401.362	401.362	401.362
Toplam	**1.032.646**	**1.191.260**	**1.465.407**	**1.936.348**	**2.122.234**	**2.330.632**

CAPEX (TL)	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Yatırım 1	-	-	29.434.965	-	-	-
Yatırım 2	-	10.701.240	-	-	-	-
Toplam	**-**	**10.701.240**	**29.434.965**	-	-	-
Genel Toplam	**1.032.646**	**11.892.500**	**30.900.372**	**1.936.348**	**2.122.234**	**2.330.632**

Makinaların üretim ve kurulum sürelerine göre yatırım harcamaları ikiye ayrılmıştır. Yatırımlara ilişkin detaylı bilgiler İzahnamenin **28.2. numaralı "Halka arzın gerekçesi ve halka arz gelirlerinin kullanım yerleri"** kısmında yer almaktadır.

Yatırım 1: İmalatı ve kurulumu uzun sürecek makarna hattı gibi yatırımlara ilişkin harcamaları

Yatırım 2: Hızlı teslimat ve kuruluma uygun paketleme ve iyileştirme yatırım harcamalarını ve sipariş avanslarını kapsamaktadır.

Mevcut makine alt yapısının bakım-onarım masrafları için geçmiş dönemlerden modelleme yapılmıştır. Yeni yatırımlar için ise yatırımdan 1 yıl sonra başlamak üzere %1 bakım bütçesi ayrılmıştır.

12.2.4 Amortisman

Şirket'in mevcut ve maddi ve maddi olmayan duran varlıklarının projeksiyon dönemi boyunca tükenecek yıllık amortismanlarına yeni yatırım harcamalarının projeksiyon döneminde 10 yıllık tükenmeye tabi yıllık amortismanları ilave edilerek projeksiyon dönemi boyunca yıllık toplam amortisman giderleri aşağıdaki tabloda görüldüğü şekilde hesaplanmıştır.

	2021	2022	2023	2024	2025
Yıllık Amortisman (TL)	2.844.022	5.487.212	5.357.590	5.301.335	4.872.298

12.2.5 Net Finansal Borç

Şirket'in 31.12.2020 tarihi itibariyle kısa vadeli finansal borcu 177.498.127 TL, uzun vadeli finansal borcu ise 60.690.194 TL olmak üzere toplam finansal borcu 238.188.321 TL'dir. Nakit ve nakit benzerleri ise finansal yatırımlar da dâhil olmak üzere 40.254.983 TL'dir.

Borçluluk (TL)	2018	2019	20220
Nakit ve Benzerleri	4.126.943	5.762.113	40.254.983
Finansal Borçlar	238.188.321	269.731.218	279.359.936
Net Borç	**234.061.378**	**263.969.105**	**239.104.953**

12.2.6 Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

Şirket'in ilerleyen dönemlerde sağlayacağı tahmin edilen nakit akımlarının bugünkü değerinin tespiti için kullanılan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) parametreleri ve bunlarla ilgili açıklamalar aşağıda belirtilmiştir.

AOSM Hesaplama	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	T
Risksiz Getiri Oranı	18,00%	18,00%	18,00%	18,00%	18,00%	18,00%
Özsermaye Risk Primi	5,33%	5,33%	5,33%	5,33%	5,33%	5,33%
Beta	1,57	1,58	1,61	1,61	1,61	1,61
Özsermaye Maliyeti	**26,36%**	**26,44%**	**26,56%**	**26,56%**	**26,56%**	**26,56%**
Borç Maliyeti	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
Kurumlar Vergisi	25,00%	23,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	**15,00%**	**15,40%**	**16,00%**	**16,00%**	**16,00%**	**16,00%**
Borç / Varlık Ağırlığı	75,69%	75,69%	75,69%	75,69%	75,69%	75,69%
Özsermaye / Varlık Ağırlığı	24,31%	24,31%	24,31%	24,31%	24,31%	24,31%
AOSM	**17,76%**	**18,08%**	**18,57%**	**18,57%**	**18,57%**	**18,57%**

Risksiz Getiri Oranı (R_F): 16.04.2021 tarihi itibariyle 10 yıllık devlet tahvili (TRT131130T14) faizi %17.96 olarak gerçekleşmiştir. (*Kaynak: Matriks Terminal*). Buna göre risksiz getiri oranı olarak 18% kullanılması uygun görülmüştür.

Özsermaye Risk Primi (R_P) : New York Üniversitesi profesörlerinden Aswath Damodaran tarafından hazırlanan (aşağıdaki linkten ulaşılabilir) çalışmaya göre Türkiye için ülke risk primi 8 Ocak 2021 tarihli son çalışmasına göre 5,33% seviyesindedir.

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

Genel uygulamada ise; BIST'te son yıllarda gerçekleşen halka arzlarda risk primi, 5-6% bandı aralığında kullanılmaktadır. Piyasadaki genel ekonomik, ekonomi dışı konjonktür ve Aswath Damodaran'ın çalışmaları da göz önünde bulundurulduğunda piyasa risk primi olarak 5,33% oranının kullanması uygun görülmüştür.

Beta (β): Beta katsayısı, pazardaki değişkenliğin hisse fiyatındaki değişkenliğe oranıdır. Bir başka deyişle Beta, pazarın kovaryansının hisse senedinin varyansına oranı olarak ifade edilebilir. Bir hisse senedinin beklenen getirisi, bu hisse senedinin Beta katsayısı ile doğrudan ilgilidir.

Beta katsayısı hesaplamasında Şirket henüz Borsa İstanbul'da işlem görmediği için piyasa Betası ("1") referans alınmış, Şirket'in mevcut finansal borçluluk faktörü göz önünde bulundurularak kaldıraçlı Beta hesaplaması yapılmıştır. Hesaplamada Şirket'in finansal borçlarının toplam kaynaklarındaki ağırlığı 75,69% ve kurumlar vergisi yukarıda 2021-2025 yılları arasında belirtilen değişikliklere göre dikkate alınmıştır. Buna göre kaldıraçlı Beta 2021-2025 yılları arasında 1,57-1,61 aralığında oluşmaktadır.

Öz Sermaye Maliyeti (R_E): Piyasa risk priminin beta katsayısı ile çarpılması sonucu elde edilen rakamın risksiz faiz oranına eklenmesi ile hesaplanmakta olup;

$R_E = R_F + \beta * R_P$ formülünden yukarıdaki tabloda görülebileceği gibi yıllar itibariyle hesaplanmıştır.

Terminal(Uç) Büyüme: Şirket'in 2025 yılından sonrasına ilişkin terminal (uç) büyüme oranı 5% olarak alınmıştır.

Kurumlar Vergisi Oranı: 16.04.2021 tarihinde hali hazırda 20% olarak alınan kurumlar vergisinin 2021'de 25%, 2022'de 23% olarak alınmasını öngören kanun teklifi Meclis'te kabul edildi. Bu nedenle 2021 yılı için Kurumlar Vergisi oranı 25%, 2022 yılı için 23% ve sonraki yıllar için 20% dikkate alınmıştır.

Borç Maliyeti: Şirket'in 31.12.2020 tarihli bağımsız denetim raporuna göre uzun vadeli kredilerinin ortalama faiz oranı 12.75%'dir. Aynı dönem için kısa vadeli kredisi bulunmamaktadır. 2019 yılı için

AHLATCI YATIRIM MENKUL DEĞERLER

kısa vadeli kredilerinin faiz oranı bağımsız denetim raporuna göre 17.31%, uzun vadeli kredilerinin faiz oranı ise 17.72%'dir. Muhafazakâr bakış ile borçlanma maliyeti Risksiz Faiz Oranı + 2% ile 20% olarak kabul edilmiştir.

Vergi Sonrası Borç Maliyeti: Borçlanma Faizi x (1-Kurumlar Vergisi Oranı) ile hesaplanmıştır.

Borç / Varlık Ağırlığı: Aşağıdaki tablodaki şekilde hesaplanmıştır.

Borçluluk Tablosu (TL)	31.12.2020
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	20
Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları	144.785.845
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	134.574.071
Toplam Özsermaye	89.730.522
Borç / Varlık Ağırlığı	**75,69%**

12.2.7 İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)

İNA yönteminin doğası gereği gerçekleştirilen projeksiyonlar Şirket'in öngörüleri ile oluşturulması ve birçok varsayıma dayalı parametreyi içinde barındırması nedeniyle geleceğe yönelik herhangi bir taahhüt anlamı ortaya koymamaktadır. Projeksiyonların farklılaşması durumunda farklı öz sermaye değerine ve pay başı değere ulaşılabilmesi mümkündür. Yukarıdaki varsayımlara göre yapılan hesaplama sonucunda İNA analizine göre şirket değeri **199.247.872 TL** olarak bulunmuştur.

Nakit Akım Projeksiyonu (Bin TL)	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	T*
Faaliyet Karı	42.373	63.915	79.895	97.084	112.243	
Vergiler	10.593	0	14.680	19.417	22.449	
Amortisman	2.844	5.487	5.358	5.301	4.872	
Çalışma Sermayesi Değişimi	-14.104	12.661	12.091	12.878	11.358	
Sermaye Harcamaları	11.893	30.900	1.936	2.122	2.331	
Serbest Nakit Akımları	**36.835**	**27.141**	**55.246**	**67.968**	**80.977**	**626.731**
FAVÖK	45.217	69.402	85.252	102.385	117.115	

İndirgenmiş Nakit Akımları	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	T
İndirgeme Faktörü	0,884606	0,747604	0,626042	0,528008	0,445326	0,445326
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	32.585	19.319	35.400	35.888	36.061	279.100

Projeksiyon Yıl Sayısı:	5
Son Terminal Değer AOSM:	18,57%
Terminal Büyüme Oranı:	5%
Terminal Değeri	626.731
Terminal Değerinin Net Bugünkü Değeri	279.100
Nakit Akımlarının Net Bugünkü Değeri	159.253
Şirket Değeri	**438.353**
Net Borç	239.105
Piyasa Değeri (Bin TL)	**199.248**

*2025 sonrası devam eden nakit akımları için Gordon Büyüme modeli kullanılmıştır.

Terminal Değer= $(C_i x(1+g))/(k-g)$

C_i : Projeksiyonun Son Yılındaki Nakit Akımı

g : Terminal Büyüme Oranı

k: İskonto Oranı (AOSM)

AHLATCI YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Not: Yapılacak yatırımlar "Yatırım Teşvik Belgesi" kapsamındadır. Buna göre KDV, Gümrük Vergisi Muafiyeti ayrıca yatırım tamamlama sonrası Yatırıma Katkı tutarı olan % 40 bedel, ödenecek Kurumlar vergisinden indirim suretiyle teşvikten yararlanılmış olacaktır. Buna göre projeksiyonda 2022 yılı için Kurumlar vergisi için hesaplanan 14.701.512 TL (Faaliyet Karının 23%'ü) vergi indirimi kapsamında düşülmüş, 16.000.000 TL için kalan tutar 2023 yılı Vergi tutarından düşülmüştür.

TEŞVİK BELGESİ KAPSAMINDA TAHMİNİ FAYDA TABLOSU (TL)	
TOPLAM YATIRIM	40.000.000
KDV MUAFİYETİ (ithal ve yerli makine alımında %18 KDV ödenmeyecek)	7.200.000
40.000.000 TL x 18% KDV	
GÜMRÜK VERGİSİ MUAFİYETİ (ithal makine alımında örneğin 7%)	2.800.000
40.000.000 TL x 7% Gümrük Vergisi	
VERGİ İNDİRİMİ	
Yatırıma Katkı oranı %40 (2022 yılı sonuna kadar yapılacak harcama)	16.000.000
40.000.000 x 40%	

13. SONUÇ

Şirket'in değerlemesinde Piyasa Çarpanları Analizine 40%, İNA Analizi ile elde edilen değere ise 60% ağırlık verilmiş ve sonuç olarak Şirket'in 248.376.782 TL piyasa değerine ulaşılmıştır. Buna göre Şirket'in halka arz pay başına piyasa değeri **3,82 TL** olarak hesaplanmıştır. 20% halka arz iskontosu sonrası ise piyasa değeri 198.701.425 TL ve pay başına değer ise **3,06 TL** olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri (Bin TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Şirket Piyasa Değeri (Bin TL)
1) Piyasa Çarpanları	322.070	40%	128.828
2) İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi	199.248	60%	119.549
Toplam (Bin TL)			**248.377**
Pay Başına Fiyat (İskontosuz)			**3,82**
20% İskonto Tutarı (Bin TL)			49.675
İskontolu Şirket Değeri (Bin TL)			**198.701**
Sermaye (Bin TL)			**65.000**
Pay Başına Fiyat			**3,06**

SELVA GIDA SANAYİ A.Ş. HALKA ARZ ÖZETİ	
Çıkarılmış Sermaye	65.000.000 TL
Ortak Satışı	13.000.000 TL
Sermaye Artırımı	13.000.000 TL
Halka Arz Edilecek Toplam Nominal Tutar	26.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	78.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	33,33 %
Halka Arz Büyüklüğü	79.480.570 TL
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz İskontosu	20 %
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontosuz)	3,82 TL
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontolu)	3,06 TL
Şirket Piyasa Değeri (İskontosuz)	248.376.782 TL
Şirket Piyasa Değeri (İskontolu)	198.701.425 TL

AHLATCI YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.