SELEDA BİYOGAZ ENERJİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş. DEĞERLEME RAPORU ÖZETİ

Bu rapor, InvestAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("**InvestAZ Yatırım"** ve/veya **"InvestAZ**") ile Gen İlaç ve Sağlık Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("**Gen İlaç**") arasında 21.10.2026 tarihinde imzalanan Şirket Değerleme Hizmet Sözleşmesi kapsamında, Seleda Biyogaz Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin ("**Seleda**" veya "**Şirket**") şirket değerinin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" ile Uluslararası Değerleme Standartları'na (UDS) uygun olarak tespit edilmesi amacıyla hazırlanmıştır.

2016 yılında kurulan Seleda, yenilenebilir enerji üretimi ile organik ve organomineral gübre üretimi alanlarında faaliyet gösteren bir şirkettir. Şirket'in ana faaliyetleri; organik atıkların biyogaz prosesinde değerlendirilerek elektrik ve ısı enerjisine dönüştürülmesi, biyogaz üretiminden elde edilen organik materyallerin gübre üretiminde kullanılması ve güneş enerjisinden elektrik üretilmesidir. Kırklareli'nin Babaeski ilçesinde bulunan entegre üretim tesisinde faaliyetlerini sürdüren Şirket, yenilenebilir enerji üretimi ile gübre üretimini bir araya getiren iş modeliyle döngüsel ekonomi ve sürdürülebilir tarım alanlarında faaliyet göstermektedir.

Değerleme çalışması, USD/TL kur değişiminin Şirket ürünlerinin fiyatlamalarına etki ettiği dikkate alınarak Şirket'in mevcut finansal verileri ve projeksiyonları USD cinsinden oluşturulmak suretiyle yapılmıştır.

Değerleme Tarihi: 30.06.2026

İşbu değerleme çalışması, SPK'nın III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" gereğince ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği'nin 23.06.2017 tarih ve 38 sayılı Genelgesi ile duyurulan, SPK'nın 22.06.2017 tarih ve 25/856 sayılı kararı ile uygun görülen ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği ile Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında yürütülmüş ve çalışmanın tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olmasına özen gösterilmiştir.

UDS'de belirtildiği üzere, şirket değerlemelerinde üç temel değerleme yaklaşımı uygulanmaktadır. Bu yöntemler;

a) Maliyet Yaklaşımı,

b) Gelir Yaklaşımı,

c) Pazar Yaklaşımı'dır.

Maliyet Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 60.1. maddesi uyarınca 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 ilkesine dayanılarak 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.

UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar standardının 70.1. maddesinde belirtildiği üzere, Maliyet yaklaşımı normalde işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde uygulanmaz. Bu kapsamda Seleda'nın bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması, Şirket'in

faaliyetlerini sürdüren bir işletme olması ve kuruluş döneminde olmaması nedenleriyle pay başına değerinin tespit edilmesinde bu yöntem kullanılmamıştır.

Gelir Yaklaşımı

UDS 105 40.1'e göre 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. UDS 105'in 40.3. maddesinin (b) bendinde belirtildiği üzere, gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin önemli belirsizliklerin bulunması halinde de gelir yaklaşımı uygulanabilmekte olup bu durumda değerlemeyi gerçekleştirenin, ulaşılan değeri desteklemek amacıyla diğer değerleme yaklaşımlarının uygulanabilirliğini ve ağırlıklandırılmasını da değerlendirmesi gerekmektedir.

Gelir yaklaşımının avantajları; şirketin değerinin belirlenmesinde projeksiyonlar sayesinde geleceğe dair geniş kapsamlı bir perspektif sunmaktadır. Şirketin ve sektörün geleceğine dair önemli bilgiler sağlamaktadır. Şirketin büyüme stratejileri, yatırım planları ve değerine etki eden önemli dinamiklere dair tahminler geliştirilmesine imkan vermektedir. Bununla birlikte projeksiyonlar üzerinden yapılan analizlerle piyasadaki koşullarda meydana gelen değişiklikleri ve farklı senaryoların şirket değerine olabilecek etkilerini değerlendirmek mümkündür. Bu kapsamda gelir yaklaşımı, yatırımcılar ve paydaşlar için bilinçli ve stratejik kararlar verilmesinde yardımcı olmaktadır.

Gelir yaklaşımının dezavantajları; analizin güvenilirliği büyük oranda kullanılan varsayımların doğru ve güvenilir şekilde elde edilmiş olmasına bağlıdır. Hesaplanan değer, değerlemedeki projeksiyonlarda yer alan maliyetler, kar marjları, büyüme oranları gibi temel faktörlerin doğruluğuna göre büyük oranda değişim gösterebilmektedir. Farklı varsayımların kullanılması, elde edilecek sonuçları tamamen değiştirme potansiyeline sahiptir. Bu durum da belirsizliklerin yüksek olduğu sektörlerde yöntemin sonuçlarına dair riskler oluşturmaktadır. Gelir yaklaşımı kullanılırken varsayımların iyi şekilde belirlenmesi ve alternatif senaryolarla desteklenerek sınanması önemlidir. Bunlardan dolayı, gelir yaklaşımı Şirket'in gelecek performansına dair geniş bir analiz sağlarken, varsayımlara karşı hassas olmasından dolayı dikkatli uygulanması gereken bir yöntemdir.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi – İNA

İndirgenmiş nakit akımları analizine göre, bir şirketin değeri, şirketin var olduğu süre boyunca yaratması beklenen tüm nakit akımlarının bugünkü değerine eşittir. Bu nakit akımları, iki ana bileşenden oluşur: 'projeksiyon dönemi' ve bu dönemden sonra gelen 'devam eden değer.' Projeksiyon dönemi, şirketin öngörülen gelecekteki performansını kapsarken, devam eden değer ise projeksiyon döneminin ötesindeki süresiz nakit akımlarını temsil eder.

Projeksiyon dönemi nakit akımları ve devam eden değer, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılarak bugünkü değere indirgenir ve bu şekilde elde edilen toplam değer, şirketin 'firma değerini' oluşturur. Firma değeri, şirketin öz kaynak ve borçlanma yollarıyla sağladığı finansman kaynaklarıyla yarattığı toplam değeri ifade eder. Firma değerinden, son döneme ait 'net finansal borcun' düşülmesiyle 'şirket değeri' ya da 'öz kaynak değeri' hesaplanır. Net finansal borç, şirketin bilançosunda yer alan kısa ve uzun vadeli finansal borçlardan, nakit, nakit benzerleri ve finansal varlıkların düşülmesiyle bulunur.

TMS 29'un, temel olarak bir muhasebesel gösterim şekli olması nedeniyle projeksiyon döneminde etkilerini öngörmek mümkün olmadığından, projeksiyonlar güncel satış fiyatları ve

maliyetler baz alınarak 2026/2 – 2035 dönemi için tahmin edilen enflasyon etkileriyle oluşturulmuştur. Aynı döneme ilişkin satış miktarları, brüt kâr marjı, ticari işletme sermayesi ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplamaları da benzer şekilde ele alınmış ve muhafazakar bir yaklaşımla tahmin edilmiştir.

Pazar Yaklaşımı

UDS 105 20.1'e göre Pazar Yaklaşımı, varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımı ifade eder. UDS 105 20.2'nin b bendinde belirtildiği üzere bu yaklaşımın kullanılmasına olanak sağlayan durumlardan biri de değerleme konusu varlığın veya buna büyük ölçüde benzeyen varlıkların aktif olarak işlem görmesi olarak karşımıza çıkmaktadır.

Pazar yaklaşımı yönteminin avantajları; şirketlerin değerlenmesinde pratik ve kolay uygulanabilir bir yöntemdir. Finansal tablolar üzerinden hızla hesaplama yapılabilmesi sayesinde değerleme süreci kolaylaşmaktadır. Pazar yaklaşımı aynı sektörde faaliyet gösteren şirketler arasında karşılaştırma yapma imkanı vererek sektörlerin trendlerinin ve piyasa beklentilerinin ne yönde olduğunun anlaşılmasını sağlar. Analizde kullanılan çarpanlar piyasa fiyatını dolayısıyla da yatırımcıların piyasa şartlarında hisse fiyatları için biçmiş oldukları değeri göstermesi sebebiyle gerçekçi bir değer gösterir. Bununla birlikte verilerin eksik olduğu durumlarda maliyet ve/veya gelir yaklaşımlarına da alternatif bir analiz olma potansiyeline de sahiptir. Ayrıca piyasanın beklentilerini öngörme konusundaki faydaları sayesinde şirketlerin büyüme potansiyelini ve sektör içindeki konumları hakkında da bilgi sunmaktadır.

Pazar yaklaşımı yönteminin dezavantajları; piyasa koşullarına duyarlılığı yüksektir. Analizde kullanılan şirketler sonuca doğrudan etki etmekte olup bu sebeple de analize dahil edilen şirketlerin seçimi önem arz etmektedir. Piyasada aşırı veya düşük değerlerin oluştuğu dönemlerde ise çarpan yaklaşımı gerçeğe uygun sonuçlar vermeyebilir. Ayrıca çoğunlukla geçmiş finansal verilere dayanıyor olması gelecekte büyüme potansiyelleri ya da piyasada oluşan değişiklikleri yansıtmayabilmektedir. Şirketlerin kurumsal yönetimini, stratejik avantajlarının ya da özel riskleri gibi içsel durumunu yansıtan dinamikleri göz ardı etmesi ise analizi kısıtlayan bir başka faktördür. Bununla birlikte sektör dinamiklerine hassaslığından dolayı kriz ya da balon dönemlerde Pazar Yaklaşımı'nın doğrudan sonuçlar vermesi güçleşmektedir. Pazar yaklaşımı, geleceğe yönelik projeksiyonların oluşturulmasındaki sınırlardan dolayı da hızlı büyüyen şirketlerin değerinin tespiti konusunda yetersiz kalabilmektedir.

Çarpan Analizi

Çarpan analizi yöntemi, pay piyasalarının etkin işlediği varsayılarak halka açık olmayan şirketlerin işlem gören benzer nitelikteki şirketlerle karşılaştırılarak değerlerinin tespit edilmesi esasına ve payların rayiç değerinin gelecek dönemlerde beklenen kazanç artışları ve bu duruma bağlı risk düzeyinin yansıtıldığı varsayımlarına dayanmaktadır. Bu yöntem kapsamında kullanılan başlıca çarpanlar aşağıda yer almaktadır.

- **Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK):** Benzer sektörlerde faaliyet göstermekte olan fakat farklı borç/sermaye oranlarına sahip olan şirketlerin operasyonel faaliyetlerinin performanslarını karşılaştırılabilir kılmaktadır. İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki piyasa değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net finansal borcunun toplanmasıyla hesaplanan firma değerinin ilgili tarih itibarıyla

açıklanmış olan son 12 aylık veya gelecek dönem faiz, amortisman, vergi öncesi karına bölünmesiyle hesaplanır.

- **Firma Değeri/Satışlar (FD/Satışlar):** Nihai tüketiciye yönelik ürün geliştiren veya satış yapan ve satış hacmiyle pazar payı elde edilmesinin önemli olduğu sektörlerde ön plana çıkmaktadır. İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki piyasa değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net borcunun toplanmasıyla hesaplanan firma değerinin yine aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan finansal tablolarında yer alan son 12 aylık veya gelecek dönem net satışlarına (hasılat) bölünmesiyle hesaplanır.
- **Fiyat/Kazanç (F/K):** Borsada işlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki piyasa değerinin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan finansal tablolarında yer alan son 12 aylık veya gelecek dönem ana ortaklık net karına (kazanç veya net dönem karı veya ana ortaklık net dönem karı) bölünmesiyle hesaplanır.
- **Piyasa Değeri/Öz Kaynaklar (PD/DD):** İşlem gören bir şirketin belirli tarihteki piyasa değerinin aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan öz kaynaklarına bölünmesiyle hesaplanır.

Yukarıda sıralanan değerleme yöntemlerinin avantajları ve dezavantajları kapsamında Seleda'nın finansal yapısı, faaliyet gösterdiği sektör ve genel uygulamalar da dikkate alınarak pay başına değerinin tespit edilmesinde UDS'de açıklanan ilgili maddeler uyarınca gelir yaklaşımı ve pazar yaklaşımı kullanılmıştır.

Çarpan Analizi Yöntemi'nde Şirket'in net finansal borcunun hesaplanmasında 30.06.2026 tarihli, TMS 29 uyarınca hazırlanmış bilanço verileri, firma değerinin hesaplanmasında ise 2026 yılının ikinci yarısı ile 2027 yılının ilk yarısını kapsayan döneme ilişkin projekte FAVÖK tutarı kullanılmıştır.[1]

Net Borç

Seleda'nın net (finansal) borç pozisyonu 30.06.2026 tarihi itibarıyla 5.494.041 USD'dir. Net borç pozisyonunun hesaplanmasında dikkate alınan bilanço kalemleri yükümlülük tarafında; kısa vadeli borçlanmalar, uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları, kısa vadeli kiralama işlemlerinden borçlar, diğer borçlar (Kısa vadeli) kaleminin ilişkili taraflara olan diğer borçlar kısmı ve uzun vadeli borçlanmalar ile uzun vadeli kiralama işlemlerinden borçlar kalemlerinden oluşmakta olup varlık tarafında ise; nakit ve nakit benzerleri kaleminden oluşmaktadır.

Net Borç Pozisyonu	30.06.2026 (USD)
Kısa Vadeli Borçlanmalar	3.652.076
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	31.063
Kısa Vadeli Kiralama İşlemlerinden Borçlar	68.116
Diğer Borçlar (İlişkili Taraflara Olan Diğer Borçlar)	5.323.094
Uzun Vadeli Borçlanmalar	34.968
Uzun Vadeli Kiralama İşlemlerinden Borçlar	19.594
Borçlar (A)	**9.128.910**
Nakit ve Nakit Benzerleri (B)	**3.634.869**
Net Borç Pozisyonu (A-B)	**5.494.041**

[1] Takip eden bölümlerde yer alan tablolardaki verilerin toplamlarındaki farklılıklar yuvarlama farklılıklarından kaynaklanmaktadır.

Projekte FAVÖK

Seleda'nın Çarpan Analizi Yöntemi'nde şirketin operasyonel karlılığını daha iyi yansıttığı düşüncesiyle hesaplanan projekte FAVÖK tutarı aşağıdaki tablodaki gibidir.

Finansal Veriler (Bin USD)	2026/2 – 2027/1
Projekte FAVÖK	11.172
İskonto Faktörü	0,93
İskontolu Projekte FAVÖK	**10.435**

Gelecek 12 aya ilişkin yıllıklandırma yapılırken Şirket'in 2026 yılının ikinci yarısına ilişkin projekte FAVÖK'ü ile 2027 yılına ilişkin projekte FAVÖK'ünün yarısı toplanmış ve bu şekilde yukarıdaki tabloda yer verilen Projekte FAVÖK hesaplanmıştır. Hesaplanan bu değer Şirket'in AOSM'si ile değerleme tarihi olan 30.06.2026 tarihine iskonto edilmiştir. FAVÖK iskonto edilirken bu büyüklüğün yılın geneline yayılan bir yapıda olması dikkate alınarak ara dönem indirgeme yaklaşımı kullanılmıştır.

Çarpan Analizi Yöntemi'nde Kullanılan Benzer Şirketler Çarpanları

Şirket'in değerinin hesaplanmasında, Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin FD/FAVÖK çarpanı dikkate alınmıştır. Bu çarpan, uluslararası alanda kabul görmüş olması, yaygın bir şekilde kullanılması ve iş hacmi, nakit yaratma kapasitesi ile kârlılık performansını en iyi şekilde yansıttığı düşüncesiyle değer tespitinde kullanılmış olup söz konusu şirketlerin bu oranlarının medyan değerlerinin kullanılması uygun bulunmuştur.

Şirket'in gübre satışı ve elektrik satışına ilişkin faaliyet konuları dikkate alındığında gübre firmalarının da dahil olduğu BIST Kimya, Petrol, Plastik Endeksi ve elektrik firmalarının dahil olduğu BIST Elektrik Endeksi kapsamındaki seçilmiş şirketler analize dahil edilmiştir.

Değerlemede, benzer şirketlere ait uç değerler hariç tutulmuş ve medyan değerleri kullanılmıştır. Uç değerlerin belirlenmesinde medyandan belirgin şekilde farklılaşan çarpan seviyeleri dikkate alınmıştır. Hesaplamalar kapsamında, ilgili tarihte FAVÖK'ü pozitif olmayan veya geçerli FD/FAVÖK çarpanı bulunmayan şirketler dışarıda bırakılmış ayrıca FD/FAVÖK çarpanı endeks medyanının 0,5 katı ile 1,5 katı arasında olanlar seçilmiştir. Bu aralık dışında kalanlar uç değer kabul edilerek değerlendirme dışı bırakılmıştır.

BIST Kimya, Petrol, Plastik Endeksi (XKMYA) Şirketleri

Seleda'nın temel olarak gübre satışı ile uğraşan bir şirket olması göz önünde bulundurularak, gübre firmalarının da dahil olduğu BIST Kimya, Petrol, Plastik Endeksi kapsamında yer alan şirketlerin piyasa çarpanları emsal grup olarak alınmış ve bu şirketlerin verileri Finnet programından 30.06.2026 tarihli kapanış verileri üzerinden temin edilmiştir. Bir önceki bölümde belirtilen şekilde hesaplamalara dahil edilen BIST Kimya, Petrol, Plastik Endeksi şirket verilerine aşağıdaki tabloda yer verilmektedir.

Firma Kodu	Firma Adı	PD (Milyon TL)	FD/FAVÖK
ACSEL	Acıpayam Selüloz	1.490	16,37
AKSA	Aksa	47.009	9,91
ALKIM	Alkim Kimya	5.352	~~23,18~~
ANGEN	Anatolia Tanı Ve Biyoteknoloji	2.281	~~53,34~~
AYGAZ	Aygaz	46.927	12,08
BAGFS	Bagfaş	3.426	8,58
BAHKM	Bahadır Kimya	6.287	~~50,98~~

BAYRK	Bayrak Taban Sanayi	1.145	17,67
BRISA	Brisa	26.240	~~4,55~~
BRKSN	Berkosan Yalıtım	725	~~4,09~~
DEVA	Deva Holding	14.331	~~6,43~~
DNISI	Dinamik Isı Makina Yalıtım	2.713	~~36,67~~
DYOBY	Dyo Boya	4.212	~~6,08~~
EGGUB	Ege Gübre	9.950	~~5,42~~
EGPRO	Ege Profil	21.255	~~6,40~~
EPLAS	Egeplast	1.058	14,37
EUREN	Europen Endüstri	9.303	13,65
FRMPL	Formül Plastik	5.600	7,66
GEDZA	Gediz Ambalaj	1.438	~~4,10~~
GENKM	Gentaş Kimya	8.343	10,36
GOODY	Good-Year	4.539	~~48,55~~
GUBRF	Gübre Fabrik.	147.879	11,29
HEKTS	Hektaş	27.819	~~0,00~~
ISKPL	Işık Plastik	9.345	18,11
IZFAS	İzmir Fırça	11.987	~~845,07~~
KBORU	Kuzey Boru	16.080	~~24,36~~
KMPUR	Kimteks Poliüretan	9.330	7,58
KOPOL	Koza Polyester	8.430	14,50
KPEKS	Kapeks Kimya	-	~~0,00~~
KRPLS	Koroplast Temizlik Ambalaj	1.575	~~4,24~~
MARMR	Marmara Holding	7.209	~~0,00~~
MEDTR	Meditera Tıbbi Malzeme	3.361	11,91
MERCN	Mercan Kimya	4.934	11,56
MRSHL	Marshall	23.143	~~31,84~~
NETGL	Net Global Endustrıyel Yat.	-	~~0,00~~
ONCSM	Oncosem Onkolojik Sistemler	5.963	20,61
ORZAX	Orzaks İlaç	-	~~0,00~~
OZRDN	Özerden Ambalaj	2.074	~~71,57~~
PETKM	Petkim	48.432	~~45,74~~
POLTK	Politeknik Metal	20.166	~~243,91~~
RNPOL	Rainbow Polikarbonat	1.404	10,30
RTALB	RTA Laboratuvarları	1.735	~~0,00~~
SANFM	Sanifoam Endüstri	3.248	~~105,07~~
SASA	Sasa Polyester	115.250	20,98
SEKUR	Sekuro Plastik	1.957	11,14
SEYKM	Seyitler Kimya	978	~~62,65~~
TARKM	Tarkim Bitki Koruma	10.826	~~33,75~~
TKNKA	Teknika Plastik	-	~~0,00~~
TMPOL	Temapol Polimer Plastik	6.386	~~37,73~~
TUPRS	Tüpraş	438.346	~~3,04~~
Medyan		**6.336**	**11,91**

Yukarıdaki tabloda piyasa değeri medyanı, Finnet'ten gelen pozitif piyasa değerlerinin tümünün medyanı olup FD/FAVÖK medyanı yalnızca seçilen şirketlerin medyanıdır.

BIST Elektrik Endeksi (XELKT) Şirketleri

Seleda'nın temel olarak gübre satışı ile uğraşan bir şirket olmasının yanı sıra elektrik satışı yaptığı da dikkate alınarak elektrik firmalarının dahil olduğu BIST Elektrik Endeksi kapsamında yer alan şirketlerin piyasa çarpanları da emsal grup olarak alınmış ve bu şirketlerin verileri Finnet programından 30.06.2026 tarihli kapanış verileri üzerinden temin edilmiştir. Bir önceki bölümde belirtilen şekilde hesaplamalara dahil edilen BIST Elektrik Endeksi şirket verilerine aşağıdaki tabloda yer verilmektedir.

Firma Kodu	Firma Adı	PD (Milyon TL)	FD/FAVÖK
A1YEN	A1 Yenilenebilir Enerji Üretim	1.776	7,08
AHGAZ	Ahlatcı Doğalgaz	104.000	~~5,21~~
AKENR	Akenerji	8.597	~~54,79~~
AKFYE	Akfen Yen. Enerji	26.860	13,14
AKSEN	Aksa Enerji	99.640	12,82
AKSUE	Aksu Enerji	2.577	~~151,14~~
ALFAS	Alfa Solar Enerji	17.362	~~25,64~~
ARASE	Doğu Aras Enerji	28.975	~~3,28~~
ARFYE	Arf Bio Yenilenebilir Enerji	5.686	~~106,09~~
AYDEM	Aydem Enerji	17.710	9,24
AYEN	Ayen Enerji	9.690	8,89
BESTE	Best Brands Grup Enerji	6.248	~~32,62~~
BIGEN	Birleşim Grup Enerji	53.084	~~82,67~~
BIOEN	Biotrend Çevre ve Enerji	9.555	~~120,09~~
CANTE	Çan2 Termik	13.700	~~5,68~~
CATES	Çates Elektrik	6.720	~~52,33~~
CONSE	Consus Enerji	2.066	~~25,19~~
CWENE	Cw Enerji	40.975	12,37
ECOGR	Ecogreen Enerji Holding	21.719	15,34
ENDAE	Enda Enerji Holding	7.848	10,99
ENERY	Enerya Enerji	96.750	12,93
ENJSA	Enerjisa Enerji	120.941	~~4,54~~
ENTRA	IC Enterra Yen. Enerji	18.748	16,64
ESEN	Esenboğa Elektrik	6.643	~~30,67~~
GWIND	Galata Wind Enerji	13.759	10,50
HUNER	Hun Yenilenebilir Enerji	3.970	11,92
IZENR	İzdemir Enerji	24.438	~~25,12~~
KLYPV	Kalyon Güneş Teknolojileri	25.016	~~21,00~~
LYDYE	Lydia Yeşil Enerji	25.728	~~2.120,16~~
MAGEN	Margün Enerji	92.512	~~192,28~~
MASFN	Masfen Enerji	-	~~0,00~~
METEN	Metgün Enerji	-	~~0,00~~
MOGAN	Mogan Enerji	33.015	11,13
NATEN	Naturel Enerji	5.330	~~99,93~~
NTGAZ	Naturelgaz	7.859	~~3,88~~

ODAS	Odaş Elektrik	11.662	~~3,43~~
PAMEL	Pamel Elektrik	2.789	~~0,00~~
SMRTG	Smart Güneş Enerjisi Tek.	20.794	13,00
TATEN	Tatlıpınar Enerji Üretim	15.259	13,49
VEYAS	Türker Vangölü Enerji	-	~~0,00~~
ZEDUR	Zedur Enerji	1.751	~~269,06~~
ZOREN	Zorlu Enerji	13.800	12,83
Medyan		**13.800**	**12,60**

Yukarıdaki tabloda piyasa değeri medyanı, Finnet'ten gelen pozitif piyasa değerlerinin tümünün medyanı olup FD/FAVÖK medyanı yalnızca seçilen şirketlerin medyanıdır.

Çarpan Analizi Yöntemi Sonucu

Seleda'nın çarpan değerlemesi çalışmasında, yukarıda belirtildiği gibi BIST'teki benzer şirket gruplarının çarpan değerleri dikkate alınmıştır. Bu kapsamda BIST Kimya, Petrol, Plastik Endeksi'nde yer alan şirketler ve BIST Elektrik Endeksi'nde yer alan şirketlerin çarpanlarıyla hesaplamalar yapılmıştır. Her bir grup için özkaynak değerleri ve hisse başına fiyatlar ayrı ayrı değerlendirilmiştir.

Öte yandan, Seleda'nın gelirlerinin çoğunluğunun gübre satışından oluşması ve projeksiyon döneminde de gelirlerinin ağırlıklı olarak gübre satışlarından gelmesinin beklendiği de dikkate alınarak BIST Kimya, Petrol, Plastik Endeksi'nde yer alan emsal şirketlere %80, BIST Elektrik Endeksi'nde yer alan şirketlere ise %20 ağırlık verilmesi uygun görülmüştür.

Ayrıca çarpanları alınan şirketlerin likit bir borsada işlem gören şirketler olduğu dikkate alınarak her iki şirket grubunun çarpan verisine %2 likidite iskontosu uygulanmıştır.

Aşağıdaki tabloda BIST Kimya, Petrol, Plastik Endeksi (XKMYA) Şirketler Grubu ile BIST Elektrik Endeksi (XELKT) çarpanları üzerinden hesaplanan ortalama özkaynak değeri ve hisse başına fiyatı gösterilmektedir.

Şirketler Grubu	Özkaynak Değeri (Milyon USD)	Hisse Başı Fiyat (USD)	Ağırlık (%)
Özkaynak Değeri (FD/FAVÖK) (XKMYA)	116	0,78	80%
Özkaynak Değeri (FD/FAVÖK) (XELKT)	123	0,82	20%
Ortalama Özkaynak Değeri	**118**	**0,78**	**100%**

Bu kapsamda FD/Projekte FAVÖK çarpanı kullanılarak yapılan çalışmada Seleda'nın özkaynak değeri **117.728.609,94 USD**, pay başına fiyatı ise **0,78 USD** olarak hesaplanmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine Göre Şirket Değeri

Sınırlayıcı Koşullar ve Varsayımlar

İndirgenmiş nakit akımları analizinde kullanılan projeksiyonların oluşturulmasında Şirket yetkililerinin sağladığı UFRS esasına göre hazırlanmış finansal veriler temel alınmıştır. Üretim ve satışlarla ilgili olarak miktar, fiyat, gelir, gider, işletme sermayesi ve gelecek dönemlerde yapılması planlanan yatırım harcamalarına ilişkin projeksiyonlar, mevcut ekonomik koşulları ve öngörüleri yansıtacak şekilde hazırlanmıştır. Şirket'in satışını yaptığı ürünlerin girdilerinde ve fiyatlamalarında dolar kurunun etkili olduğu da dikkate alınarak projeksiyonlar 2035 yılı

sonuna kadar oluşturulmuş ve bu projeksiyonlar ile devam eden değer hesaplamaları dolar cinsinden yapılmıştır.[2]

Hasılat projeksiyonlarının dolar cinsinden yapılması ile bağlantılı olarak kârlılık marjları, ticari işletme sermayesi gereklilikleri ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplamalarında da benzer yöntem ve varsayımlar kullanılmıştır.

InvestAZ Yatırım, indirgenmiş nakit akımları analizini esas alarak projeksiyonların değerini belirlemiştir. Analiz kapsamında, Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesaplanmış ve 30.06.2026 tarihli bağımsız denetim raporunda yer alan tablolardan belirlenen net finansal borç dikkate alınarak Şirket değeri tespit edilmiştir. Bu yaklaşım, ekonomik varsayımlar ve finansal verilerin dikkatli bir şekilde değerlendirilmesiyle desteklenmiştir.

Makro Veriler

Şirket'in hasılat, maliyetler ve faaliyet giderleri projekte edilirken temel alınan makro değişkenler ile projeksiyonlarda kullanılan diğer bazı değişkenlere aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

Makro Tahminler													
	2026/1	2026/2T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
TÜFE	17,76%	9,04%	28,40%	21,00%	13,50%	9,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
10 Yıllık Hazine Tahvili	32,18%	32,18%	32,18%	23,79%	15,30%	10,20%	5,67%	5,67%	5,67%	5,67%	5,67%	5,67%	5,67%
USD/TRY (Yıl/Dönem sonu)*	46,62	51,55	51,55	61,15	68,05	72,72	74,86	77,06	79,32	81,66	84,06	86,53	89,08
ABD Enflasyonu	2,11%	0,08%	2,20%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
10 Yıllık ABD Tahvili**	4,47%	4,02%	4,02%	3,62%	3,26%	2,93%	2,64%	2,37%	2,14%	2,14%	2,14%	2,14%	2,14%
10 Yıllık Türkiye Eurobond***	6,91%	6,22%	6,22%	5,60%	5,04%	4,53%	4,08%	3,67%	3,30%	3,30%	3,30%	3,30%	3,30%

** USD kuru, Türkiye ve ABD enflasyon tahminleri dikkate alınarak göreli satın alma gücü paritesi yaklaşımı doğrultusunda projekte edilmiştir.*
*** USGG10YR kodlu 10 yıllık ABD tahvilinin Haziran 2026'daki günlük yıllıklandırılmış tahvil getirilerinin ortalamasıdır.*
**** 900123DN7 kodlu 10 yıllık Eurobond'unun Haziran 2026'daki günlük bazda alınan yıllık getirilerin ortalamasıdır.*

Satışlar

Daha önce de belirtildiği gibi Şirket, yenilenebilir enerji üretimi ile organik ve organomineral gübre üretimi alanlarında faaliyet göstermek üzere Ankara Ticaret Sicil Müdürlüğü nezdinde 9 Şubat 2016 tarihinde tescil edilmiştir. Şirket, Kırklareli ilinin Babaeski ilçesinde bulunan entegre üretim tesisinde organik atıkların enerjiye ve tarımsal üretimde kullanılabilecek katma değerli ürünlere dönüştürülmesine yönelik faaliyetlerini sürdürmektedir.

Şirket'in ürün bazında satış miktarlarına ilişkin gerçekleşme ve projeksiyonlara aşağıdaki tabloda yer verilmektedir.

Ürün Bazında Satış Miktarları ve Projeksiyonları (Ton/Bin USD/GWh)																
(Ton/Bin USD/GWh)	2023	2024	2025	2025/1	2026/1	2026/2T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T
Gübre Satışı (Ton)	25.408	21.784	35.983	17.991	29.443	21.792	51.235	66.450	77.660	82.725	86.200	89.725	93.250	96.775	100.300	103.825
Elektrik Satışı (GWh)	25,31	24,90	27,66	14,33	17,56	10,91	28,47	29,20	29,93	30,30	31,03	31,39	31,76	32,12	32,49	32,84
Diğer Satışlar (Bin USD)	597	224	825	35	98	-	98	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Karbon Satışları (Adet)	-	-	-	-	-	-	-	720.000	120.000	120.000	120.000	120.000	120.000	120.000	120.000	120.000

Yukarıdaki tabloda yer verildiği üzere Şirket'in sürdürülebilirlik ve karbon azaltım faaliyetleri kapsamında, 2027 yılından itibaren karbon sertifikalarının satışına başlaması öngörülmektedir. Söz konusu faaliyetlerin, şirketin sürdürülebilirlik odaklı gelir kaynaklarını çeşitlendirmesine ve gelecekte ilave gelir yaratmasına katkı sağlaması beklenmektedir. 2027 yılından itibaren biriktirilen karbon kredilerinin satışı öngörülmüş olup sonraki yıllarda da yıllık bazda tablodaki adetlerde satış yapılmasının öngörüldüğü Şirket tarafından iletilmiştir. Karbon sertifikası fiyatlamaları arz ve talebe göre değişkenlik gösterebilmekte olup Şirket ile de görüşülerek projeksiyon dönemi boyunca sabit 7,5 USD olacak şekilde dikkate alınmıştır.

[2] 2036 yılı da dolar cinsinden sabit hasılat büyümesi olarak projeksiyonlara ayrıca dahil edilmiştir.

Şirket'in mevcut elektrik üretim lisansında yıllık azami üretim miktarı 29.876.000 kWh olarak belirlenmiş olup, tesisin fiili üretimi hâlihazırda bu sınırlar içerisinde gerçekleşmekle birlikte, mevcut lisans kapasitesine göre kullanım oranı %100 seviyesine yaklaşmaktadır. Bununla birlikte, 5346 sayılı Kanun'un 6'ncı maddesinin sekizinci fıkrası ve Elektrik Piyasası Lisans Yönetmeliği'nin 23'üncü maddesinin üçüncü fıkrasının (b) bendi dayanak alınarak yayımlanan, 02.04.2026 tarihli ve 14435 sayılı EPDK Kurul Kararı'nın 1'inci maddesinin (b) bendi kapsamında, biyokütle kaynaklı elektrik üretim tesisleri için yıllık azami üretim miktarının hesaplanmasında esas alınan eşdeğer çalışma süresi 7.500 saat, kapasite faktörü ise %85,6 olarak belirlenmiştir. Aynı Karar'ın 1'inci maddesinin (c) bendi uyarınca, birden çok kaynaklı elektrik üretim tesislerinin lisanslarına derç edilecek yıllık üretim miktarının belirlenmesinde ana kaynağa ilişkin kapasite faktörü esas alınmakta; fiili üretimin lisansa derç edilen miktardan farklı gerçekleşmesi halinde ise talep üzerine gerçekleşen üretim miktarının lisansa işlenmesi öngörülmektedir. Bu düzenleme çerçevesinde, ana üretim kaynağı biyogaz, yardımcı üretim kaynağı güneş enerjisi olan şirketin, mevcut 4,268 MWe biyogaz elektriksel kurulu gücü üzerinden 7.500 saatlik çalışma süresine karşılık gelen yıllık 32.010.000 kWh üretim seviyesine ulaşması hedeflenmektedir. Ayrıca, ilerleyen dönemlerde gerçekleştirilecek operasyonel iyileştirmeler ve verimlilik artışlarıyla yıllık eşdeğer çalışma süresinin kademeli olarak 7.750 saate, buna karşılık gelen üretim miktarının ise yaklaşık 33.077.000 kWh seviyesine yükseltilmesi öngörülmektedir. Söz konusu üretim artışlarının fiilen gerçekleşmesini takiben, 14435 sayılı Kurul Kararı'nın 1'inci maddesinin (c) bendi kapsamında EPDK'ya başvurularak lisansa derç edilen yıllık üretim miktarının gerçekleşen üretim seviyeleri doğrultusunda güncellenmesi planlanmaktadır. Şirket'in uzun vadeli elektrik üretim projeksiyonları, mevcut kurulu güçte artış öngörülmeksizin, ilgili mevzuat hükümleri ve planlanan operasyonel verimlilik iyileştirmeleri dikkate alınarak oluşturulmuştur. Öte yandan Şirket'in kapasite raporunda biyogazdan yıllık elektrik üretim kapasitesi yaklaşık 32.838 MWh olarak belirlenmiş olup projeksiyon döneminin son yılında elektrik satış miktarının bu seviyeye ulaşacağı öngörülmüştür. Bu kapsamda elektrik satış projeksiyonları, Şirket'in mevcut teknik üretim kapasitesi de göz önünde bulundurularak oluşturulmuştur.

Yukarıdaki tabloda yer alan satış miktarları dikkate alınarak oluşturulan hasılat gerçekleşme ve projeksiyonlarına aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

Hasılat Gerçekleşmesi ve Projeksiyonları																	
(Bin USD)	**2023**	**2024**	**2025**	**2025/1**	**2026/1**	**2026/2T**	**2026T**	**2027T**	**2028T**	**2029T**	**2030T**	**2031T**	**2032T**	**2033T**	**2034T**	**2035T**	**YBBO***
Ürünler																	
Gübre Satışı	*16.774*	*10.631*	*19.784*	*9.786*	*15.326*	*12.839*	*28.164*	*39.228*	*49.266*	*54.891*	*59.437*	*63.567*	*67.812*	*72.093*	*76.502*	*80.567*	*12,96%*
Değişim (%)	-	*-36,62%*	*86,10%*	-	*56,60%*	*28,41%*	*42,36%*	*39,28%*	*25,59%*	*11,42%*	*8,28%*	*6,95%*	*6,68%*	*6,31%*	*6,11%*	*5,31%*	
Elektrik Satışı	*4.801*	*4.164*	*4.115*	*2.685*	*2.477*	*1.538*	*4.015*	*4.118*	*3.644*	*3.637*	*3.674*	*3.724*	*3.774*	*3.825*	*3.876*	*3.928*	*0,06%*
Değişim (%)	-	*-13,25%*	*-1,20%*	-	*-7,77%*	*7,63%*	*-2,42%*	*2,56%*	*-11,51%*	*-0,19%*	*1,01%*	*1,36%*	*1,35%*	*1,35%*	*1,34%*	*1,33%*	
Diğer Satışlar	*597*	*224*	*825*	*35*	*98*	-	*98*	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Değişim (%)	-	*-62,44%*	*267,76%*	-	*183,44%*	*-100,00%*	*-88,13%*	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Karbon Satışları	-	-	-	-	-	-	-	*5.400*	*900*	*900*	*900*	*900*	*900*	*900*	*900*	*900*	
Değişim (%)	-	-	-	-	-	-	-	-	*-83,3%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	
Toplam	***22.171***	***15.020***	***24.724***	***12.506***	***17.900***	***14.377***	***32.277***	***48.746***	***53.810***	***59.428***	***64.011***	***68.191***	***72.486***	***76.819***	***81.278***	***85.394***	***11,59%***
Değişim (%)	-	***-32,26%***	***64,61%***	-	***43,13%***	***17,67%***	***30,55%***	***51,02%***	***10,39%***	***10,44%***	***7,71%***	***6,53%***	***6,30%***	***5,98%***	***5,80%***	***5,06%***	

**Yıllık bileşik büyüme oranları (YBBO), 30.06.2026 tarihi itibarıyla son 12 aylık gerçekleşen hasılat ile 2035 yılı için projekte edilen hasılat esas alınarak 9,5 yıllık dönem üzerinden hesaplanmıştır.*

Seleda bünyesinde elektrik ve gübre üretim faaliyetleri, birbirini tamamlayan ve ortak kaynakların kullanıldığı entegre bir üretim modeli çerçevesinde yürütülmektedir. Tesiste organik atıkların biyogaz prosesinde işlenmesi sonucunda elde edilen biyogazın bir kısmı elektrik üretiminde kullanılarak üretilen elektrik YEKDEM kapsamında satılmakta, bir kısmı ise gübre üretim prosesindeki kurutma işlemlerinde enerji kaynağı olarak değerlendirilmektedir. Benzer şekilde, biyogaz üretimi sonucunda ortaya çıkan digestat, gübre üretiminin temel hammaddelerinden biri olarak kullanılmaktadır. Söz konusu ara ürün ve enerji transferleri, Şirket'in entegre üretim süreçleri kapsamında gerçekleştiğinden, faaliyetler arasında ayrıca bir iç satış geliri veya karşılıklı maliyet kaydı oluşturulmamaktadır. Bu doğrultuda, elektrik ve gübre üretim faaliyetlerinin operasyonel ve ekonomik açıdan bütünleşik yapısı dikkate alınarak, Şirket'in maliyet yönetimi ve kârlılık performansı faaliyet bazında ayrı ayrı değil, toplam faaliyet sonuçları üzerinden değerlendirilmektedir. Bu nedenle değerleme çalışmasına esas finansal projeksiyonlar, elektrik ve gübre faaliyetleri için ayrı kârlılık oranları öngörülmesi yerine, tüm faaliyetleri kapsayan bütünleşik bir gelir-gider yapısı ve şirket genelinde belirlenen ortak kârlılık hedefleri esas alınarak hazırlanmıştır. Bu yaklaşımın, Şirket'in mevcut operasyonel işleyişini, kaynak kullanımındaki bütünlüğü ve entegre üretim modelinden kaynaklanan ekonomik ilişkileri daha doğru yansıttığı değerlendirilmektedir.

Şirket'in Borçlanma Maliyeti ve Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM), değerlemeye konu şirketin özkaynak maliyeti ve finansal borç maliyetlerinin belirlenip, bu maliyetlerin şirketin sermaye yapısını belirleyen borç ve özkaynak oranlarıyla ağırlıklandırılması prensibine dayanır. Burada esas alınan borç, şirketin finansal borçlarıdır. AOSM hesaplamasında dikkate alınan unsurlara aşağıda yer verilmektedir.

Risksiz getiri oranı (R_f): Yatırımın risksiz bir varlıkta elde edeceği getiriyi ifade etmekte olup bu çalışmada risksiz getiri olarak 900123DN7 kodlu 10 yıllık Eurobond'un 2026 yılının haziran ayındaki günlük bazda alınan yıllık getirilerin ortalaması dikkate alınmıştır. Risksiz getirinin projeksiyon döneminde enflasyon tahminlerine endeksli şekilde kademeli olarak gerileyeceği varsayılmakla beraber muhafazakar bir yaklaşımla AOSM hesaplamasında tüm yıllarda sabit alınmış ve %6,91 seviyesindeki getiri oranı yukarı yönlü yuvarlanarak %7 olarak dikkate alınmıştır.

Risk primi (R_m - R_f): Piyasadaki yatırımcıların beklediği getiri ile (R_m), risksiz getiri oranı arasındaki (R_f) farkı ifade etmekte olup çalışmada genel uygulamaya paralel olarak %5,5 seviyesinde sabit şekilde belirlenmiştir.

Beta (β): Şirketin piyasaya olan duyarlılığını ve sistematik riskini ölçen katsayı olup bu çalışmada 1 seviyesinde sabit kabul edilmiştir.

Kredi faiz oranı (R_d): Şirket'in finansal borçlanmalarda ödediği faiz oranıdır. Bu çalışmada Şirket'in kredi faiz oranı risksiz getiri olarak kabul edilen Eurobond getirisine 2 yüzde puan ilave edilerek projekte edilmiştir.

Kurumlar vergisi oranı (T): Şirket'in geçmiş dönemlerden gelen ve önümüzdeki yıllarda vergi yükünü hafifletecek teşvikleri olmakla beraber muhafazakar bir yaklaşımla projeksiyon dönemi boyunca kurumlar vergisi oranı olan sabit %25 olarak dikkate alınmıştır.

Finansal borç (D) ve özkaynak (E): Şirket'in 2023 – 2026/1 finansal dönemleri itibarıyla finansal borç ağırlığının ortalama %27,02 seviyesinde gerçekleştiği görülmüştür. Şirket'in mevcut üretim kapasitesi ve özkaynak ağırlıklı finansman yapısının yanı sıra, projeksiyon döneminde faaliyet hacmindeki büyümeye bağlı olarak artması beklenen işletme sermayesi finansman

ihtiyacı da göz önünde bulundurularak, tarihsel sermaye yapısına yakın bir seviyede finansal borç ağırlığı %28, özkaynak ağırlığı ise %72 olarak takdir edilmiştir.

Bunlara ilave olarak Şirket'in önümüzdeki dönemde projekte edilen satış miktarları, hasılat ve kar beklentilerine ilişkin operasyonel riskleri yansıtması amacıyla özkaynak maliyetine 5 yüzde puanlık risk primi de ilave edilmiştir.

Bu bileşenler bir araya getirilerek AOSM aşağıdaki şekilde hesaplanır.

AOSM = [E / (E + D)] ×((R$_f$ + β × Risk Primi) + Operasyonel Risk Primi) + [D / (E + D)] × [R$_d$ × (1 - T)]

Bu formül, Şirket'in sermaye maliyetini belirlerken, özkaynak ve borç finansmanının etkisini ayrı ayrı dikkate alır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti											
Yıllar	**2026T**	**2027T**	**2028T**	**2029T**	**2030T**	**2031T**	**2032T**	**2033T**	**2034T**	**2035T**	**2036T**
Risksiz Faiz Oranı	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
Beta	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Piyasa Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Vergi Oranı	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Finansal Borç Oranı	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%
Özkaynak Oranı	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%
Borç Primi	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Borç Maliyeti (Vergi Öncesi)	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Borç Maliyeti (Vergi Sonrası)	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%
Operasyonel Risk Primi	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Özkaynak Maliyeti	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%
AOSM	**14,49%**	**14,49%**	**14,49%**	**14,49%**	**14,49%**	**14,49%**	**14,49%**	**14,49%**	**14,49%**	**14,49%**	**14,49%**

Seleda'nın AOSM'sinin projeksiyon döneminden sonraki dönemlerde de projeksiyon döneminin son yılındaki %14,49 seviyesinde sabit kalacağı varsayılmıştır. Uzun dönem büyümesi ise uzun dönem ABD enflasyon oranı olan %2 seviyesinde belirlenmiştir.

Aşağıdaki tabloda Seleda'nın 2023 – 2026/1 gerçekleşmeleri, hasılata oranlar (Marjlar) ve 2026/2 – 2035 dönemine ilişkin projekte nakit akımlarına yer verilmektedir.

Bin USD	*GERÇEKLEŞME*					*PROJEKSİYON*									
	2023	2024	2025	2025/1	2026/1	2026/2T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T
Net Satışlar	22.171	15.020	24.724	12.506	17.900	14.377	48.746	53.810	59.428	64.011	68.191	72.486	76.819	81.278	85.394
Değişim (%)	-	*-32%*	*65%*	-	*43%*	*18%*	*51%*	*10%*	*10%*	*8%*	*7%*	*6%*	*6%*	*6%*	*5%*
Satışların Maliyeti	18.944	13.073	19.370	9.857	15.381	10.738	33.010	37.295	39.346	40.972	42.537	44.017	45.587	47.116	48.715
Marj (%)	*85%*	*87%*	*78%*	*79%*	*86%*	*75%*	*68%*	*69%*	*66%*	*64%*	*62%*	*61%*	*59%*	*58%*	*57%*
Faaliyet Giderleri	1.605	1.546	1.841	1.065	1.082	928	2.141	2.156	2.190	2.223	2.263	2.299	2.341	2.382	2.428
Marj (%)	*7%*	*10%*	*7%*	*9%*	*6%*	*6%*	*4%*	*4%*	*4%*	*3%*	*3%*	*3%*	*3%*	*3%*	*3%*
Faaliyet Karı (FVÖK)	**1.622**	**401**	**3.514**	**1.584**	**1.438**	**2.711**	**13.595**	**14.359**	**17.892**	**20.817**	**23.390**	**26.171**	**28.890**	**31.780**	**34.251**
Amortisman	1.795	1.816	1.995	1.016	1.023	879	1.568	955	764	619	574	436	397	312	303
FAVÖK	**3.416**	**2.216**	**5.509**	**2.600**	**2.461**	**3.591**	**15.162**	**15.314**	**18.656**	**21.436**	**23.964**	**26.607**	**29.287**	**32.092**	**34.554**
FAVÖK Marjı (%)	***15%***	***15%***	***22%***	***21%***	***14%***	***25%***	***31%***	***28%***	***31%***	***33%***	***35%***	***37%***	***38%***	***39%***	***40%***
Vergi Oranı	*25%*	*25%*	*25%*	*25%*	*25%*	*25%*	*25%*	*25%*	*25%*	*25%*	*25%*	*25%*	*25%*	*25%*	*25%*
FVÖK*(1-Vergi)	**1.216**	**301**	**2.635**	**1.188**	**1.078**	**2.034**	**10.196**	**10.769**	**13.419**	**15.612**	**17.542**	**19.628**	**21.668**	**23.835**	**25.688**
Amortisman	**1.795**	**1.816**	**1.995**	**1.016**	**1.023**	**879**	**1.568**	**955**	**764**	**619**	**574**	**436**	**397**	**312**	**303**
/ Net Satışlar	*8%*	*12%*	*8%*	*8%*	*6%*	*6%*	*3%*	*2%*	*1%*	*1%*	*1%*	*1%*	*1%*	*0%*	*0%*
Net İşletme Sermayesi Değişimi	-	- 617	- 263	-	373	- 1.025	2.146	553	1.661	1.630	1.678	1.817	890	916	846
/ Net Satışlar	*0%*	*-4%*	*-1%*	-	*2%*	*-7%*	*4%*	*1%*	*3%*	*3%*	*2%*	*3%*	*1%*	*1%*	*1%*
Yatırım Harcamaları	**1.581**	**1.891**	**611**	**623**	**143**	**107**	**200**	**935**	**250**	**250**	**150**	**150**	**250**	**300**	**150**

Net Satışlar	*7%*	*13%*	*2%*	*5%*	*1%*	*1%*	*0,4%*	*1,7%*	*0,4%*	*0,4%*	*0,2%*	*0,2%*	*0,3%*	*0,4%*	*0,2%*
Serbest Nakit Akımları	-	-	-	-	-	**3.831**	**9.418**	**10.236**	**12.272**	**14.351**	**16.288**	**18.098**	**20.924**	**22.931**	**24.995**
Serbest Nakit Akımı Değişimi (%)	-	-	-	-	-			*9%*	*20%*	*17%*	*13%*	*11%*	*16%*	*10%*	*9%*
İskonto Faktörü	-	-	-	-	-	***0,97***	***0,87***	***0,76***	***0,67***	***0,58***	***0,51***	***0,44***	***0,39***	***0,34***	***0,30***
Serbest Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	-	-	-	-	-	**3.702**	**8.217**	**7.801**	**8.169**	**8.343**	**8.271**	**8.027**	**8.106**	**7.759**	**7.387**

Seleda'nın projeksiyon dönemindeki nakit akımları iskonto edilirken nakit akımlarının yılın geneline yayılan bir yapıda olması dikkate alınarak ara dönem indirgeme yaklaşımı kullanılmıştır. Bu yöntemle, projeksiyon döneminde yaratılan serbest nakit akımlarının yılın sonunda değil, ortalama olarak yılın ortasında elde edildiği varsayılmıştır. Bu nedenle indirgeme katsayısı her yıl için tam yıl yerine yarım yıl erken uygulanmıştır. Böylece, nakit akımlarının gerçekleşme zamanlamasına daha uygun bir modelleme yapılmıştır.

Seleda'nın devam eden değer büyümesi, detaylı projeksiyon döneminin son yılı olan 2035'ten sonraki dönemde Seleda'nın hasılat büyümesinin %2 seviyesinde olacağı varsayılarak hesaplanmıştır. Buna göre hasılat, 2035'ten sonra yıllık olarak %2 oranında arttırılmış ve brüt kar, faaliyet karı, amortismanlar, net işletme sermayesi değişimleri ve yatırım harcamaları gibi kalemlerin 2035 yılından sonra projeksiyon döneminin son 3 yılındaki hasılata oranının aritmetik ortalaması kadar olacağı varsayılmış ve bu ortalama marjlar 2035 sonrasındaki dönemde sabit kabul edilmiştir. Bu şekilde hesaplanan serbest nakit akımları sabit bir büyüme hızına ulaştığında Seleda'nın devam eden değer büyümesi belirlenmiş ve sabit büyüme modeline ve iskonto oranına göre devam eden değerin bugünkü değeri bulunmuştur. Söz konusu hesaplamalara ilişkin detaylara aşağıdaki tabloda yer verilmektedir.

Devam Eden Hasılat Büyümesi						
(Bin USD)	**Ortalama Marj**	**2036T**	**2037T**	**2038T**	**2039T**	**2040T**
Hasılat		87.102	88.844	90.621	92.434	94.282
SMM		50.624	51.636	52.669	53.722	54.797
Marj (%)	*58,12%*					
Brüt Kar		36.479	37.208	37.952	38.711	39.486
Marj (%)	*41,88%*					
Faaliyet Giderleri		2.561	2.613	2.665	2.718	2.773
Marj (%)	*2,94%*					
FVÖK		33.917	34.596	35.287	35.993	36.713
Marj (%)	*38,94%*					
Vergi Oranı		*25%*	*25%*	*25%*	*25%*	*25%*
FVÖK*(1-Vergi)		25.438	25.947	26.466	26.995	27.535
Amortisman		364	372	379	387	394
Marj (%)	*0,42%*					
Net İşletme Sermayesi Değişimi		951	970	990	1.010	1.030
Marj (%)	*1,09%*					
Yatırım Harcamaları		253	258	263	268	273
Marj (%)	*0,29%*					
Serbest Nakit Akımları		24.598	25.090	25.592	26.104	26.626
Serbest Nakit Akımı Değişimi (%)		*-1,59%*	*2,00%*	*2,00%*	*2,00%*	*2,00%*
İskonto Faktörü		***0,26***				
2036 Yılı Serbest Nakit Akımının Bugünkü Değeri		**6.350**				
Serbest Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri		**82.130**				

Devam Eden (Sonsuz) Değerin 2036 Yılı Ortası Değeri	**200.882**
Devam Eden (Sonsuz) Değerin Bugünkü Değeri	**51.854**

Yukarıdaki tabloda yer verildiği üzere nakit akımları 2037 yılından itibaren sabit büyüme hızına ulaşmaktadır. Bu kapsamda, projeksiyon dönemi nakit akımlarının bugünkü değeri 2026/2 – 2036 dönemi için hesaplanmış olup 2037 yılı serbest nakit akımı esas alınarak ve takip eden dönemlerde nakit akımlarının yıllık %2 oranında büyüyeceği varsayılarak Devam Eden Değer hesaplanmıştır.

Yukarıdaki nakit akım hesaplamalarından hareketle bulunan Seleda'nın firma ve özkaynak değerlerine aşağıdaki tabloda yer verilmektedir.

Şirket Değeri	
	Bin USD
2026 / 2 - 2036 Dönemi Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	82.130
Devam Eden (Sonsuz) Değer	51.854
Firma Değeri	**133.984**
Net Borç	5.494
Özkaynak Değeri	**128.490**

Yukarıdaki tabloda yer verildiği üzere Seleda'nın İNA yönteminde AOSM ve devam eden değer büyümesine göre hesaplanan değeri **128.489.747,32 USD** olup pay fiyatı **0,86 USD**'dir.

SONUÇ

Şirket'in gelecekteki nakit yaratma kapasitesinin ve büyüme potansiyelinin İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ile, benzer faaliyet alanlarında faaliyet gösteren halka açık şirketlere ilişkin piyasa fiyatlamalarının ise Çarpan Analizi Yöntemi ile değerlemeye yansıtılması amaçlanmıştır. Finansal projeksiyonların gerçekleşmesine ilişkin belirsizlikler ile emsal şirketlerin faaliyet yapıları ve finansal özellikleri bakımından Şirket ile farklılıklar gösterebilmesi birlikte değerlendirilerek, her iki yöntemin birbirini tamamlayıcı nitelikte olduğu kanaatine varılmış ve nihai özkaynak değerinin belirlenmesinde her iki yönteme %50 oranında ağırlık verilmesi uygun görülmüştür.

Değerleme çalışmasına göre, Seleda'nın 30.06.2026 tarihi itibarıyla ağırlıklı ortalama özkaynak değeri **123.109.178,63 USD** ve pay fiyatı **0,82 USD** olarak tespit edilmiştir.

Değerleme Yöntemi (USD)	Şirket Değeri	Ağırlık	Birim Pay Değeri
İndirgenmiş Nakit Akımları	128.489.747,32	50%	0,86
Çarpan Analizi	117.728.609,94	50%	0,78
BIST Kimya, Petrol, Plastik Endeksi	*116.329.177,63*	*80%*	*0,78*
BIST Elektrik Endeksi	*123.326.339,17*	*20%*	*0,82*
Ortalama Özkaynak Değeri	**123.109.178,63**		**0,82**