

Altınay Savunma Teknolojileri A.Ş.

Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Alnus Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Alnus Yatırım") Kurumsal Finansman Birimi tarafından, Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'nin ("TSKB") Altınay Savunma Teknolojileri A.Ş. ("Altınay", "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında hazırladığı 19 Nisan 2024 tarihli fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Alnus Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1. HALKA ARZA İLİŞKİN GENEL BİLGİLER

Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler	
Halka Arz Tarihleri	8-9-10 Mayıs 2024
Halka Arz Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı – Ortak Satışı
Mevcut Ödenmiş Sermaye	200.000.000,00 TL
Halka Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	35.294.118 TL nominal (Sermaye Artışı) 23.529.412 TL nominal (Ortak Satışı)
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	235.294.118,00 TL
Halka Arz Büyüklüğü	1.882.352.960 TL
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar (40.588.236 TL) (%69) Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar (17.647.059 TL) (%30) Şirket Çalışanlarından Oluşan Yatırımcılar (588.235 TL) (%1)
Halka Arz Fiyatı	32,00 TL
Halka Açıklık Oranı	%25,00
Borsa Kodu	ALTNY
Taahhütler	Şirket halka arzdan sonraki 1 yıl süreyle, Şirket paylarının dolaşımdaki pay miktarının artmasına (bedelli ve bedelsiz sermaye artırımları da dahil olmak üzere) yol açacak şekilde satışa veya halka arza konu etmeyeceğine, bu doğrultuda bir karar almayacağına ve/veya Borsa İstanbul'a veya SPK'ya veya yurt dışındaki herhangi bir menkul kıymetlere ilişkin düzenleyici kurum, borsa veya kotasyon otoritesine başvuruda bulunmayacağını ve bu süre boyunca ileride yeni bir satış veya halka arz yapılacağına dair bir açıklama yapmayacağını beyan ve taahhüt etmiştir. Ortaklar 1 yıl boyunca sermayede sahip olduğu payların halka arz fiyatının altında bir fiyattan borsada satılmayacağını ve bu payların halka arz fiyatının altında Borsa İstanbul'da satılması sonucunu doğuracak şekilde herhangi bir işleme tabi tutulmayacağını taahhüt etmiştir.
Fiyat İstikrarı	Payların Borsa'da işlem görmeye başlamasından itibaren 15 gün süre ile yapılması planlanmaktadır.

Altınay Savunma Teknolojileri A.Ş.

2. ŞİRKET HAKKINDA GENEL BİLGİLER

Savunma sanayisi alanında faaliyetlerine 2006 yılında başlayan Altınay Teknoloji Grubu, 2014 yılında 924793 Ticaret Sicil numarasıyla, Sanayi Mah. Teknopark Bulvarı No:1/4A No:201-202 Pendik/İSTANBUL adresinde kurulan İhraççı ile birlikte kurumsal kimliğe kavuşmuştur. Aynı zamanda Çankaya/ANKARA adresinde 1 (bir) irtibat ofisi ve Çayırova/KOCAELİ adresinde 1 (bir) üretim tesisi mevcuttur.

Şirket'in merkez ve şubelerinde büyük çoğunluğu mühendislerden oluşan 188 (yüz seksen sekiz) adet çalışanı, Bağlı Ortaklıklar'ı olan DASAL bünyesinde 86 (seksen altı), TAAC bünyesinde ise 188 (yüz seksen sekiz) adet personel çalışmakta olup savunma sanayi sektöründe hızlı bir büyüme dönemi içerisinde.

Şirket, kara, deniz ve hava platformlarına yönelik ana sistem ve alt sistem seviyesinde ortaya koyduğu anahtar teslim çözümler ile yerli ve yabancı ihtiyaçları karşılamaktadır. Şirket'in ürünleri ve kritik alt sistemleri iç pazarda olduğu gibi uluslararası pazarda da yer almaya başlamıştır. Şirket, ortaya koyduğu ürün, hizmet ve teknoloji ile Türk savunma ve havacılık sanayisinin özel sektör paydaşları arasında faaliyet göstermektedir.

2006 yılında Altınay Robot tarafından Roketsan Roket Sanayii ve Ticaret A.Ş.("Roketsan") ile ilk savunma projesinin imzalanması, 2010 yılında Altınay Robot tarafından elde edilen NATO Destek ve Tedarik Ajansı ("NSPA") onaylı tedarikçiliği, 2014 yılında kurulan Altınay Havacılık'ın Teknopark İstanbul Teknoloji Geliştirme Bölgesi ("Teknopark İstanbul") tesisleri ve yine aynı yıl Şekerpınar üretim tesislerinin devreye alınması, 2016 tarihli ABD Deniz Kuvvetleri'nin kullanımı için ihracatı yapılan demilitarizasyon sistemi, 2018 yılında Aselsan ve Roketsan ile imzalanan stratejik ortaklık anlaşmaları, 2018 yılında elde edilen T.C. Milli Savunma Bakanlığı ("MSB") tesis güvenlik belgesi, 2019 yılında sertifikasyonu tamamlanan AS9100 Kalite Yönetim Sistemi, 2021 yılında Savunma Sanayii Başkanlığı ("SSB") tarafından belgelendirilen Endüstriyel Değerlendirme ve Destekleme Projesi ("EYDEP") Sertifikası gibi gelişmeler Şirket tarihçesinin önemli kilometre taşlarıdır.

Şirket, faaliyet alanlarında sistem mühendisliği, konfigürasyon yönetimi, mekanik tasarım, elektronik tasarım, yazılım geliştirme, üretim, montaj, entegrasyon, test, doğrulama, entegre lojistik destek ve proje/program yönetimi gibi faaliyetleri entegre olarak sağlamaktadır. Faaliyet alanlarında milli kaynakları ve üstün nitelikli iş gücünü temel alarak oluşturduğu yüksek katma değer ile başta Türk Silahlı Kuvvetleri ("TSK") olmak üzere Türkiye'de ihtiyaç duyulan teknolojileri hayata geçirme hedefiyle kabiliyet ve imkanlarını artırma yolunda çalışmalarına aralıksız devam etmektedir.

Şirket, faaliyetlerini 5 (beş) temel alanda yönetmektedir;

1. Hareket Kontrol Sistemleri
2. İnsansız Sistemler
3. Deniz Sistemleri
4. Silah Sistemleri
5. Mühimmat İmha ("DEMİL") ve Kritik Üretim Sistemleri

Şirket, 2019 yılında ulusal ve uluslararası ihtiyaçlara yönelik tek ve çok rotorlu insansız hava aracı/araçları ("İHA") ve bu araçlara ait her türlü ekipman, sistem ve alt sistem bileşenlerinin projelendirilmesi, tasarlanması, geliştirilmesi, modellenmesi, üretimi, test, montaj ve entegrasyonu amacıyla ile DASAL'ı kurmuştur. Aselsan Elektronik Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ("Aselsan"),

Alnus Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Esentepe Mah. Haberler Sk. No:10 Şişli / İSTANBUL
T : +90 (212) 213 08 00 F : +90 (212) 346 09 89
Zincirlikuyu V.D. : 6150025212
Mersis No : 0615002521200015

Altınay Savunma Teknolojileri A.Ş.

2020 yılında DASAL'a %40 oranında iştirak etmiş olup, Temmuz 2023 tarihinde DASAL'da yapılan sermaye artırımını neticesinde Şirket %51, Aselsan %49 oranında pay sahibi haline gelmiştir.

Şirket, 1 Temmuz 2019 tarihinde Türk Havacılık ve Uzay Sanayii A.Ş. ("TUSAŞ") ile havacılık standartlarındaki kritik uçuş kontrol sistemleri, iniş takımı sistemleri ve test sistemlerinin yerli olarak geliştirilebilmesi amacıyla TAAC'ı kurmuştur. TAAC kanopi eyleyici sistemleri, iniş takımı sistemleri, test sistemleri geliştirilmesi faaliyetlerini sürdürmektedir.

Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Unvanı/Adı Soyadı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Sermayedeki Payı (TL)	(%)	Sermayedeki Payı (TL)	(%)
Hakan Altınay	160.000.000,00	80,00	148.235.294,00	63,00
Letven Capital Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi A.Ş. Milres Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	40.000.000,00	20,00	28.235.294,00	12,00
Halka Açık	-	-	58.823.530,00	25,00
Genel Toplam	200.000.000,00	100,00	235.294.118,00	100,00

Kaynak: Altınay Savunma Teknolojileri Anonim Şirketi Fiyat Tespit Raporu

Halka Arz Gelirinin Kullanımı

Şirket'in, sermaye artırımını dolayısıyla ihraç edilecek yeni payların halka arzı neticesinde elde edeceği brüt halka arz gelirinden ilgili masraflar ve maliyetler düşüldükten sonra fonun aşağıda gösterilen oranlarda ve amaçlarda kullanılması planlanmaktadır.

Şirket, halka arzdan elde edilecek fonun;

- %50'sine karşılık gelen tutarın yeni tesis ve üretim teknolojileri ve yatırımlarında,
- %15'ine karşılık gelen tutarın test ve doğrulama teknolojileri ile Ar-Ge ve Ür-Ge yatırımlarında,
- %5'ine karşılık gelen tutarın global satış ve pazarlama ağı yatırımlarında,
- %15'ine karşılık gelen tutarın işletme sermayesinin güçlendirilmesinde,
- %5'ine karşılık finansman borç ödemelerinin ve
- %10'una karşılık gelen tutarın şirket satın alımı ve/veya iş ortaklıkları kurulması amacıyla kullanılmasına karar verilmiştir.

3. FİNANSAL TABLOLAR

3.1. Bilanço

Finansal Durum Tablosu (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Varlıklar			
Dönen Varlıklar	805.978.574	476.102.073	868.866.974
Nakit ve nakit benzerleri	556.412.118	40.793.441	90.010.911
Ticari alacaklar	121.122.668	258.629.500	359.155.842
İlişkili taraflardan ticari alacaklar	80.056.022	192.505.947	242.114.920
İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	41.066.646	66.123.553	117.040.922
Diğer alacaklar	421.874	2.030.731	950.904
İlişkili taraflardan diğer alacaklar	--	1.596.533	247.771
İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	421.874	434.198	703.133
Stoklar	40.905.821	65.581.011	86.748.708
Devam eden proje maliyetleri	--	--	166.026.731
Peşin ödenmiş giderler	75.054.584	38.430.075	46.681.449
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar	595.077	614.247	8.467.515

Alnus Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Esentepe Mah. Haberler Sk. No:10 Şişli / İSTANBUL

T : +90 (212) 213 08 00 F : +90 (212) 346 09 89

Zincirlikuyu V.D. : 6150025212

Mersis No : 0615002521200015

www.alnusyatirim.com

Diğer dönen varlıklar	11.466.432	70.023.068	110.824.914
Duran varlıklar	733.856.546	1.080.835.809	1.651.981.462
Diğer alacaklar	3.677.548	437.433	99.246
<i>İlişkili taraflardan diğer alacaklar</i>	<i>3.474.544</i>	<i>313.853</i>	<i>--</i>
<i>İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar</i>	<i>203.004</i>	<i>123.580</i>	<i>99.246</i>
Finansal yatırımlar	--	659.092	3.485.883
Kullanım hakkı varlığı	4.409.642	2.510.215	2.899.023
Maddi duran varlıklar	24.862.210	147.908.709	410.696.924
Maddi olmayan duran varlıklar	679.621.547	894.312.024	1.080.389.178
<i>Geliştirme giderleri</i>	<i>671.961.602</i>	<i>878.057.735</i>	<i>1.067.098.674</i>
<i>Diğer maddi olmayan duran varlıklar</i>	<i>7.659.945</i>	<i>16.254.289</i>	<i>13.290.504</i>
Peşin ödenen giderler	--	--	23.967.791
Ertelenmiş vergi varlığı	21.285.599	35.008.336	130.443.417
Toplam varlıklar	1.539.835.120	1.556.937.882	2.520.848.436
Kaynaklar			
Kısa vadeli yükümlülükler	484.814.958	355.102.655	697.881.313
Kısa vadeli borçlanmalar	34.663.136	38.156.381	123.192.120
Uzun vadeli borçlanmaları kısa vadeli kısımları	130.206.899	14.025.001	13.317.860
Kısa vadeli operasyonel kiralama işlemlerinden borçlar	1.409.602	798.434	1.304.067
Ticari borçlar	46.534.582	71.836.913	210.232.656
<i>İlişkili taraflara ticari borçlar</i>	<i>44.091.810</i>	<i>1.068.745</i>	<i>24.311</i>
<i>İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar</i>	<i>2.442.772</i>	<i>70.768.168</i>	<i>210.232.656</i>
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	3.182.134	4.455.700	9.010.474
Diğer borçlar	11.160	25.805	1.149.370
<i>İlişkili taraflara diğer borçlar</i>	<i>11.160</i>	<i>--</i>	<i>--</i>
<i>İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar</i>	<i>--</i>	<i>25.805</i>	<i>1.149.370</i>
Ertelenmiş gelirler	260.085.725	197.309.935	289.403.997
Dönem karı vergi yükümlülüğü	--	--	8.935.094
Kısa vadeli karşılıklar	5.288.518	11.860.032	18.422.544
<i>Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin kısa vadeli karşılıklar</i>	<i>5.288.518</i>	<i>11.860.032</i>	<i>18.414.144</i>
<i>Diğer kısa vadeli karşılıklar</i>	<i>--</i>	<i>--</i>	<i>8.400</i>
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	3.433.202	16.634.454	22.889.374
Uzun vadeli yükümlülükler	140.742.147	191.904.997	272.651.396
Uzun vadeli borçlanmalar	33.680.982	7.256.365	144.588.669
Uzun vadeli operasyonel kiralama işlemlerinden borçlar	2.489.228	1.121.697	1.015.165
Uzun vadeli karşılıklar	5.893.567	10.604.958	14.346.093
<i>Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin uzun vadeli karşılıklar</i>	<i>5.893.567</i>	<i>10.604.958</i>	<i>14.346.093</i>
Ertelenmiş vergi yükümlülüğü	98.678.370	172.921.977	112.701.469
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar			
Ödenmiş sermaye	50.000.000	55.555.600	200.000.000
Sermaye düzeltme farkları	138.992.361	148.474.204	395.000.076
Hisse senetleri ihraç primleri	405.259.091	405.259.091	14.288.819
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler ve giderler	(1.211.779)	(4.255.738)	(5.118.152)
<i>Aktüeryal kazanç/(kayıpları)</i>	<i>(1.211.779)</i>	<i>(4.255.738)</i>	<i>(5.118.152)</i>
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	45.459.393	35.583.450	154.203.076
Geçmiş yıllar karları (zararları)	238.913.800	266.037.315	182.314.652
Net dönem karı	27.723.103	33.138.402	335.342.462
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	9.142.046	70.137.906	274.284.794
Özkaynaklar	914.278.015	1.009.930.230	1.550.315.727
Toplam kaynaklar	1.539.835.120	1.556.937.882	2.520.848.436

Kaynak: Altınay Savunma Teknolojileri Anonim Şirketi Fiyat Tespit Raporu

Oran Analizleri

Şirket'in finansal tablo dönemleri itibarıyla likidite ve mali yapı oranları aşağıda yer alan tablolarda gösterilmiştir.

Oranlar	2021	2022	2023
Likidite Oranları			
Cari Oran (Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yükümlülükler)	1,66	1,34	1,25

Alnus Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Esentepe Mah. Haberler Sk. No:10 Şişli / İSTANBUL

T : +90 (212) 213 08 00 F : +90 (212) 346 09 89

Zincirlikuyu V.D. : 6150025212

Mersis No : 0615002521200015

www.alnusyatirim.com

Asit-Test Oranı (Dönen Varlıklar-Stoklar) / Kısa Vadeli Yükümlülükler)	1,58	1,16	1,12
Nakit Oran (Nakit ve Nakit Benzerleri / Kısa Vadeli Yükümlülükler)	1,15	0,11	0,13

Finansal Yapı Oranları	2021	2022	2023
Kaldıraç Oranı (Toplam Yükümlülükler / Toplam Varlıklar)	0,41	0,35	0,39
Kısa Vadeli Yükümlülükler / Toplam Varlıklar	0,31	0,23	0,28
Uzun Vadeli Yükümlülükler / Toplam Varlıklar	0,09	0,12	0,11
Özkaynaklar / Toplam Varlıklar	0,59	0,65	0,61

Kaynak: Altınay Savunma Teknolojileri Anonim Şirketi Bağımsız Denetim Raporu

3.2. Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Hasılat	262.651.645	588.722.121	1.184.809.746
Satışların Maliyeti (-)	(96.007.673)	(287.906.010)	(719.207.344)
Brüt kar	166.643.972	300.816.111	465.602.402
Genel yönetim giderleri (-)	(13.659.840)	(31.597.956)	(35.330.199)
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri (-)	(3.651.585)	(145.613)	(2.314.887)
Araştırma giderleri (-)	(49.652.456)	(38.279.488)	(64.040.502)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	126.210.982	84.865.125	291.419.560
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	(171.179.235)	(124.286.214)	(271.762.273)
Esas faaliyet karı/(zararı)	54.711.838	191.371.965	383.574.101
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	--	12.919.078	1.039.735
Yatırım faaliyetlerinden giderler (-)	(33.095)	--	--
Finansman gelirleri gideri öncesi faaliyet karı/(zararı)	54.678.743	204.291.043	384.613.836
Finansman gelirleri	26.452.033	36.913.840	30.781.305
Finansman giderleri (-)	(66.745.284)	(28.129.596)	(110.806.141)
Parasal kazanç (kayıp)	49.522.759	(58.652.570)	(48.337.241)
Vergi öncesi karı / (zararı)	63.908.251	154.422.717	256.251.759
Dönem vergi gideri / geliri	(64.179)	--	(8.935.094)
Ertelenmiş vergi geliri / gideri	(40.677.826)	(59.817.984)	155.861.015
Kontrol gücü olmayan paylar	4.556.857	61.466.331	(67.835.218)
DÖNEM KARI	27.723.103	33.138.402	335.342.462
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacaklar	(1.382.101)	(3.411.132)	(821.705)
Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kazanç/(kayıpları)	(1.740.125)	(3.514.430)	(1.027.131)
Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kazanç/(kayıpları) ertelenmiş vergi etkisi	348.024	702.886	205.426
Kurumlar vergisi indirimi	--	(599.588)	--
Dönem Karının Dağılımı			
Kontrol gücü olmayan paylar	4.556.857	(61.466.331)	(67.835.218)
Ana ortaklık payları	23.166.246	94.604.733	403.177.680

Kaynak: Altınay Savunma Teknolojileri Anonim Şirketi Fiyat Tespit Raporu

Oranlar	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Brüt Kar Marjı	%63,4	%51,1	%39,3
Net Kar Marjı	%10,6	%5,6	%28,3
Faaliyet Karı Marjı	%20,8	%32,5	%32,4

Altınay Savunma Teknolojileri A.Ş.

4. DEĞERLEME

Şirket'in pay başına değeri hesaplanırken; İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi ve Piyasa Çarpanları Analizi eşit olarak ağırlıklandırılmış ve böylelikle; 8,7 milyar TL özsermaye değeri bulunmuştur. Elde edilen bu değere %26,48 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz pay fiyatı 32,00 TL olarak hesaplanmıştır.

4.1. İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

Şirket'e ait ilerleyen dönemler içerisinde oluşacağı tahmin edilen nakit akımlarının bugünkü değerinin tespiti için kullanılan AOSM değerleri ve ilgili açıklamalarına aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

AOSM HESAPLAMASI		
Özsermaye / (Borç+Özsermaye)	%79,71	Damodaran savunma teknoloji şirketleri oranı alınmıştır
Borç / (Borç+Öz Sermaye)	%20,29	Damodaran savunma teknoloji şirketleri oranı alınmıştır.
Vergi Oranı	%25	Efektif vergi oranı
Beta	1,00	
Risksiz Getiri Oranı	%8,03	20/09/2033 vadeli T.C. ABD Doları Eurobond'un son altı ay getiri ortalaması
Piyasa Risk Primi	%6,00	TSKB öngörüsü
Öz Sermaye Maliyeti	%14,03	
Borçlanma Maliyeti	%10,60	Uzun vadeli USD borçlanma maliyeti tahmini
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	%7,95	
AOSM	%12,80	

Kaynak: Altınay Savunma Teknolojileri Anonim Şirketi Fiyat Tespit Raporu

Altınay Savunma Teknolojileri A.Ş.

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi									Termin al Yıl
Bin USD	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	
Net Satışlar	23.391	34.259	54.803	71.237	80.062	86.022	95.022	103.022	36.025
Yıllık büyüme (%)		46,50	60,00	30,00	12,40	7,40	10,50	8,40	
FVÖK	4.500	5.095	18.212	25.954	29.812	32.109	35.965	39.371	
FVÖK marjı (%)	19,20	14,90	33,20	36,40	37,20	37,30	37,80	38,20	
Net İşletme Sermayesi Değişimi	8.353	5.756	11.413	8.904	4.721	3.203	4.858	4.321	
Yatırım Harcamaları	2.234	843	1.048	1.212	1.301	1.360	1.450	1.530	
Vergi	1.125	1.274	4.553	6.489	7.453	8.027	8.991	9.843	
Serbest Nakit Akımları	(3.682)	2.622	11.679	20.922	27.215	30.550	32.165	35.668	
AOSM (%)	12,80	12,80	12,80	12,80	12,80	12,80	12,80	12,80	
İndirgeme Oranı (%)	88,70	78,60	69,70	61,80	54,80	48,50	43,00	38,20	
İndirgenmiş Nakit Akımları	(3.265)	2.061	8.138	12.924	14.903	14.831	13.844	13.609	
İNA Toplamı	77.045								
Terminal Büyüme Oranı (%)	1,00								
Terminal Değer	305.319								
T.D Bugünkü Değeri	116.496								
Firma Değeri	193.541								
Net Borç (31.12.2023)	4.985								
Özsermaye Değeri	188.556								

Kaynak: Altınay Savunma Teknolojileri Anonim Şirketi Fiyat Tespit Raporu

Alnus Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
 Esentepe Mah. Haberler Sk. No:10 Şişli / İSTANBUL
 T : +90 (212) 213 08 00 F : +90 (212) 346 09 89
 Zincirlikuyu V.D. : 6150025212
 Mersis No : 0615002521200015

www.alnusyatirim.com

Altınay Savunma Teknolojileri A.Ş.

DASAL Havacılık Teknolojileri A.Ş.

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi									Termin al Yıl
Bin USD	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	
Net Satışlar	12.146	24.880	54.955	77.044	88.082	94.055	102.155	110.955	
Yıllık büyüme (%)		104,80	120,90	40,20	14,30	6,80	8,60	8,60	
FVÖK	1.116	5.763	20.145	35.504	40.826	45.410	50.914	56.518	
FVÖK marjı (%)	9,20	23,20	36,70	46,10	46,40	48,30	49,80	50,90	
Net İşletme Sermayesi Değişimi	2.024	2.825	5.904	4.316	2.112	1.130	1.538	1.703	
Yatırım Harcamaları	1.607	1.444	2.948	4.052	4.604	4.903	5.308	5.748	
Vergi	279	1.441	5.036	8.876	10.207	11.352	12.728	14.129	
Serbest Nakit Akımları	(1.006)	920	11.004	21.243	28.980	32.605	35.927	39.525	39.921
AOSM (%)	12,80	12,80	12,80	12,80	12,80	12,80	12,80	12,80	
İndirgeme Oranı (%)	88,70	78,60	69,70	61,80	54,80	48,50	43,00	38,20	
İndirgenmiş Nakit Akımları	(892)	723	7.667	13.121	15.870	15.829	15.463	15.081	
İNA Toplamı	82.863								
Terminal Büyüme Oranı (%)	1,00								
Terminal Değer	338.338								
T.D Bugünkü Değeri	129.095								
Firma Değeri	211.958								
Net Borç (31.12.2023)	194								
Özsermaye Değeri	252.152								

Kaynak: Altınay Savunma Teknolojileri Anonim Şirketi Fiyat Tespit Raporu

TAAC Havacılık Teknolojileri Sanayi ve Ticaret A.Ş.

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi									Termin al Yıl
Bin USD	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	
Net Satışlar	42.663	55.533	74.615	85.597	94.584	106.750	122.280	137.320	
Yıllık büyüme (%)		30,20	34,40	14,70	10,50	12,90	14,50	12,30	
FVÖK	14.200	13.565	28.068	31.079	30.338	31.061	35.864	40.434	
FVÖK marjı (%)	33,30	24,40	37,60	36,30	32,10	29,10	29,30	29,40	
Net İşletme Sermayesi Değişimi	7.963	3.220	3.509	2.450	2.254	2.920	3.417	3.315	
Yatırım Harcamaları	627	755	946	1.056	1.146	1.268	1.423	1.573	
Vergi	3.550	3.391	7.017	7.770	7.585	7.765	8.966	10.109	
Serbest Nakit Akımları	2.060	6.198	16.596	19.804	19.354	19.108	22.058	25.437	25.692
AOSM (%)	12,80	12,80	12,80	12,80	12,80	12,80	12,80	12,80	
İndirgeme Oranı (%)	88,70	78,60	69,70	61,80	54,80	48,50	43,00	38,20	
İndirgenmiş Nakit Akımları	1.826	4.871	11.564	12.233	10.599	9.276	9.494	9.706	
İNA Toplamı	69.568								
Terminal Büyüme Oranı (%)	1,00								
Terminal Değer	217.743								
T.D Bugünkü Değeri	83.081								
Firma Değeri	152.649								
Net Borç (31.12.2023)	1.779								
Özsermaye Değeri	150.870								

Kaynak: Altınay Savunma Teknolojileri Anonim Şirketi Fiyat Tespit Raporu

Alnus Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Esentepe Mah. Haberler Sk. No:10 Şişli / İSTANBUL

T : +90 (212) 213 08 00 F : +90 (212) 346 09 89

Zincirlikuyu V.D. : 6150025212

Mersis No : 0615002521200015

Altınay Savunma Teknolojileri A.Ş.

Şirket'in iştirak olarak gösterdiği üç şirket için ayrı ayrı İNA analizi gerçekleştirilmiş olup, her bir şirket için firma değeri hesaplaması yapılmıştır. Şirketlerin her biri için gerçekleşmiş net finansal borç tutarları firma değerinden çıkarılmış olup, Şirket'in iştirak ettiği oran ile çarpılarak Şirket'in özsermaye değeri hesaplanmıştır:

İNA Değerleme Özeti (Bin USD)	Özsermaye Değeri	İştirak Oranı (%)	İştirak Oranı İtibariyle Özsermaye Değeri
Altınay Savunma Teknolojileri A.Ş.	188.555,7	100,00	188.555,7
DASAL Havacılık Teknolojileri A.Ş.	212.152,1	51,00	108.197,6
TAAC Havacılık Teknolojileri A.Ş.	150.870,4	50,00	75.435,2
Toplam Özsermaye Değeri			372.188,5

Kaynak: Altınay Savunma Teknolojileri Anonim Şirketi Fiyat Tespit Raporu

4.2. Piyasa Çarpanları Yöntemi

Halka açık benzer şirket çarpan analizi kapsamında hem Türkiye hem de yurt dışında benzer faaliyetlerde bulunan halka açık şirketler incelenmiştir. Söz konusu analiz kapsamında, Türkiye'de sektörel olarak şirkete yakın faaliyetlerde bulunan halka açık şirketlerin büyük bir bölümünün 2023 yıl sonu finansal verilerinin ilgili tarih göz önünde bulundurulduğunda henüz kamuya açıklanmadığı gözlemlenmiş ve buna ilaveten Türkiye'de Altınay'a faaliyetlerinin kapsamı itibariyle benzer nitelikte yalnızca Aselsan (ASELS) belirlenebilmiştir. Yurt dışı benzer şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK ve F/K çarpanı kullanılmış, buna Türkiye'den Aselsan eklenmiştir.

Şirket'in değerlendirme çalışması kapsamında, 2023 yılı FD/FAVÖK ve F/K çarpanları kullanılmıştır.

Piyasa Çarpanları analizi kapsamında, FD/FAVÖK çarpanı hesabında 5,00x ve altında, 25,00x ve üzerinde ve F/K çarpanında ise 5,00x ve altında, 30,00x ve üzerinden olan çarpan değerleri "uç değer" olarak kabul edilmiş ve değerlendirme hesaplamasına dahil edilmemiştir.

Piyasa Çarpanları Analizi kapsamında yapılan değerlendirme çalışmasında benzer şirketlerin yoğunluklu yurt dışı şirketlerden oluşması sebebiyle hem FD/FAVÖK hem F/K çarpanlarına %25 iskonto uygulanarak hesaplamalar yapılmıştır.

4.2.1. Benzer Şirket Analizi

Benzer şirketler, Şirket'in faaliyet gösterdiği benzer sektörde faaliyetleri olan ve anlamlı sonuç verdiği değerlendirilen 17 adet şirket seçilmiştir. Yabancı benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanına göre özkaynak değeri 140,5 milyon ABD doları, F/K çarpanına göre ise özkaynak değeri 188 milyon ABD doları olarak hesaplanmıştır.

Benzer Şirketler Çarpan Analizi	Sonuç
FD / FAVÖK Çarpanı	12,85
FAVÖK (USD)	11.444.180
Şirket Değeri (Bin USD)	147.029,1
Net Borç / (Net Nakit) (Bin USD)	6.569,9
Özkaynak Değeri (Bin USD)	140.459,2
Benzer Şirketler Çarpan Analizi	Sonuç
F/K Çarpanı	17,93
Net Kar (USD)	10.483.317
F/K Çarpanına Göre Özkaynak Değeri (Bin USD)	187.992,1

Kaynak: Altınay Savunma Teknolojileri Anonim Şirketi Fiyat Tespit Raporu

Altınay Savunma Teknolojileri A.Ş.

4.2.2. Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları

Değerleme Çalışması kapsamında, 2 yöntemden FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına eşit ağırlık verilmiştir. Çarpan analizi sonucu Şirket'in özkaynak değeri 164,2 milyon ABD doları olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Yöntemi	Hesaplanan Özkaynak Değeri (Bin USD)	Ağırlık	Özkaynak Değeri (Bin USD)
Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi	140.459,2	50%	70.229,6
Benzer Şirketler F/K Çarpanı	187.992,1	50%	93.996,05
Özkaynak Değeri			164.225,6

Kaynak: Altınay Savunma Teknolojileri Anonim Şirketi Fiyat Tespit Raporu

5. DEĞERLEME SONUCU

Altınay Savunma Teknolojileri Anonim Şirketi için yapılan değerleme çalışmasında İNA ve Piyasa Çarpan Analizleri eşit ağırlıklandırılmış olup, 268,2 milyon ABD doları özsermaye değerine ulaşılmıştır. 18.04.2024 tarihli TCMB alış kuru olan 32,4551 ile çarpıldığında ağırlıklandırılmış özsermaye değeri 8,7 milyar TL olarak hesaplanmıştır. Değerleme yöntemleriyle hesaplanan halka arz öncesi özsermaye değeri üzerinden, %26,48 halka arz öncesi iskonto oranı uygulanarak, halka arz fiyatı hisse başına 32,00 TL olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Özeti (Bin USD)	Özkaynak Değeri	Ağırlık	Piyasa Değeri Katkısı
İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi	372.188,5	%50	186.094,2
Piyasa Çarpan Analizi	164.225,6	%50	82.112,8
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		%100	268.207,1

Değerleme Sonucu	
Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri (Bin USD)	268.207,1
18.04.2024 Tarihli TCMB Alış Kuru	32,4551
Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri (Bin TL)	8.704.687,2
Ödenmiş Sermaye (TL)	200.000.000
Birim Pay Değeri (TL)	43,52
Halka Arz İskontosu	%26,48
İskontolu Birim Pay Değeri (TL)	32,00

Kaynak: Altınay Savunma Teknolojileri Anonim Şirketi Fiyat Tespit Raporu

6. GÖRÜŞ

- Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. tarafından hazırlanan ve kap.org.tr'de yayımlanmış olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin analizimizde Şirket verilerinin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş, ayrıca mali veya hukuki inceleme yapılmamıştır.
- Hazırlanan fiyat tespit raporunda sektör ve Şirket ile ilgili bilgilerin bununla birlikte değerlemede kullanılan yöntem ve değerlerin detaylı bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- Şirket için yapılan değerleme çalışmasında Piyasa Çarpanları Yöntemi'ne %50, İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi'ne %50 oranında ağırlık verilmesini uygun buluyoruz.

Altınay Savunma Teknolojileri A.Ş.

- İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi'nde satış projeksiyonlarındaki varsayımlarının ve uç değer büyüme oranının makul olduğu düşüncesindeyiz.

Özetle; %26,48'lük iskonto oranı da göz önüne alındığında 32,00 TL olarak belirlenen halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.

Alnus Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Esentepe Mah. Haberler Sk. No:10 Şişli / İSTANBUL
T : +90 (212) 213 08 00 F : +90 (212) 346 09 89
Zincirlikuyu V.D. : 6150025212
Mersis No : 0615002521200015

www.alnusyatirim.com