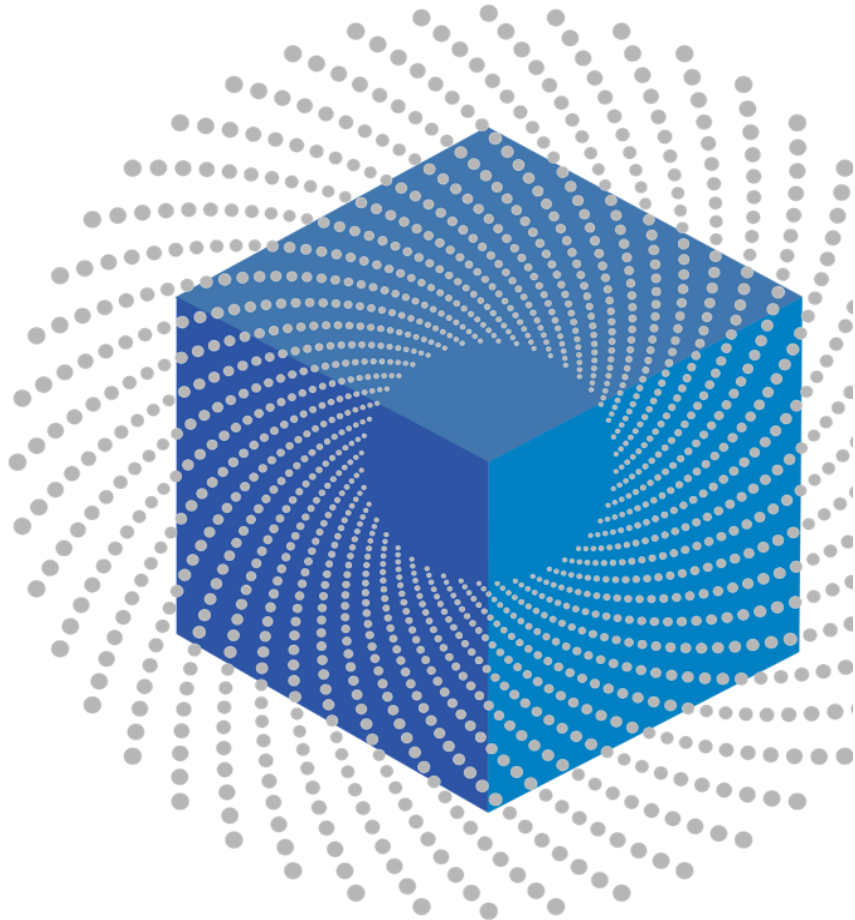


Altınay Savunma Teknolojileri A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

7 Mayıs 2024



İçindekiler

Önemli Not	3
1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler	4
2 Şirket Hakkında Bilgi.....	5
2.1 Genel Bakış	5
2.2 Şirket'in Faaliyet Alanları ve Ürün Gamı	5
2.1.1 Hareket Kontrol Sistemleri	5
2.1.2 İnsansız Sistemler	7
2.1.3 Deniz Sistemleri	8
2.1.4 Silah Sistemleri.....	9
2.1.5 Mühimmat İmha ve Kritik Üretim Sistemleri.....	9
3 Finansal Durum	11
4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi.....	14
4.1 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)	14
4.1.1 Değerleme Çalışmasında Kullanılan Finansal Veriler	14
4.1.2 Konsolide Net Borç Hesaplaması	14
4.1.3 Piyasa Çarpanları Analizi	15
4.2 Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi).....	16
4.2.1 Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM).....	16
4.2.2 İndirgenmiş Nakit Akımları	17
4.3 Değerleme Sonucu	19
5 Görüş	20
5.1 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)	20
5.2 Gelir Yaklaşımı (İNA Analizi).....	20
5.3 Sonuç	20

Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'nin ("TSKB") halka arza aracılık eden yetkili kuruluş olduğu Altınay Savunma Teknolojileri A.Ş. ("Altınay Savunma" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'nin 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 İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.



1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler

Tablo 1: Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Konsorsiyum Eş Liderleri	Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.
Dağıtım Yöntemi	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar için Eşit Dağıtım
Mevcut Çıkarılmış Sermaye	200.000.000 TL
Halka Arz Oranı	%25,00
Halka Arz Metodu	%60,0 Sermaye Artırımı %40,0 Ortak Satışı
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	58.823.530 TL
Ek Satış	Yoktur
Satmama Taahhüdü	Şirket ve Ortaklar için 1 Yıl
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel: %69 Altınay Grubu Çalışanları: %1 Yurt İçi Kurumsal: %30
Fiyat İstikrarı	15 Gün
Halka Arz Büyüklüğü	1.882 milyon TL
Talep Toplama	8-9-10 Mayıs 2024
Halka Arz Fiyatı	32,00 TL
Bağımsız Denetçi	Eren Bağımsız Denetim A.Ş.

Kaynak: İzahname

Tablo 2: Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortaklar	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
Hakan Altınay	A	54.000.000	27,00%	54.000.000	22,95%
	C	106.000.000	53,00%	94.235.294	40,05%
Letven Capital Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi A.Ş. Milres Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	B	100	0,0% (1%'den düşük)	100	0,0% (1%'den düşük)
	C	39.999.900	20,00%	28.235.194	12,00%
Halka Açık	C	0	0,00%	58.823.530	25,00%
TOPLAM		200.000.000	100%	235.294.118	100%

Kaynak: İzahname



Tablo 3: Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Alanları

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri	Kullanım Tutarı (%)
Yeni Tesis ve Üretim Teknolojileri Yatırımları	%50
Test ve Doğrulama Teknolojileri ile Ar-Ge ve Ür-Ge Yatırımları	%15
Global Satış ve Pazarlama Ağı Yatırımları	%5
İşletme Sermayesinin Güçlendirilmesi	%15
Finansal Borç Ödemeleri	%5
Şirket Satın Alımı ve/veya İş Ortaklıkları Kurulması	%10

Kaynak: Fon Kullanım Yeri Raporu

2 Şirket Hakkında Bilgi

2.1 Genel Bakış

Altınay Savunma, faaliyetlerine 2006 yılında başlamış olup, 2014 yılında 924793 Ticaret Sicil numarasıyla, Sanayi Mah. Teknopark Bulvarı No: 1/4A İç Kapı No: 201-202 Pendik/İSTANBUL adresinde kurulan İhraççı ile birlikte kurumsal kimliğe kavuşmuştur ve faaliyetlerini aynı adreste sürdürmektedir. Aynı zamanda Mustafa Kemal Mah. Dumlupınar Bulvarı C Blok No: 226 C/67 Çankaya/ANKARA adresinde 1 irtibat ofisi ile Şekerpınar Mah. Defne Sok. No:22A Çayırova/KOCAELİ adresinde 1 (bir) üretim tesisi mevcuttur.

Şirket'in merkez ve şubelerinde büyük çoğunluğu mühendislerden oluşan 184 adet çalışanı, Bağlı Ortaklıklar'ı olan DASAL bünyesinde 81, TAAC bünyesinde ise 186 adet personel çalışmakta olup savunma sanayisi sektöründe hızlı bir büyüme dönemi içerisinde.

Şirket, kritik sistem ve alt sistemlerin geliştirilmesi, üretilmesi, satılması ile dağıtım ve pazarlama faaliyetlerinde bulunmaktadır. 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.

2.2 Şirket'in Faaliyet Alanları ve Ürün Gamı

2.1.1 Hareket Kontrol Sistemleri

Şirket'te Hareket Kontrol Sistemleri alanında Robotlar, Stabilize Hareket Platformları, Mastlar, Eyleyiciler, Gimballer ve Test Sistemleri gibi birçok alanda kritik alt sistem ve sistem bazında mühendislik faaliyetleri yürütülmektedir. Şirket bu faaliyetlere ilişkin üretim, montaj, test, entegrasyon ve satış sonrası destek konularında hizmet sunmaktadır.

2.1.1.1 Eyleyici Sistemler

Eyleyiciler, bir mekanizmayı veya bir sistemi kontrol eden ya da hareket ettiren ve bir enerji kaynağı tarafından çalıştırılan elemanlardır. Mekanik, hidrolik, pnömatik, termal, piezoelektrik ve elektriksel tipleri olan eyleyicilerin hepsi temelde enerjiyi harekete dönüştürmek için kullanılırlar. Şirket, Altay Tankı Atış Kontrol Hareket Sistemi'nin yan ve yükseliş eksen eyleyicilerini, Fırtına OBÜS Namı Yolu Kilitini ve Fırtına OBÜS Mermi Transfer Kolu Sistemi projesini gerçekleştirmiştir. Şirket, Leopard 2A4 Tankı Yan Eksen Eyleyici Yerleştirme projesinin 2024 yılında başlatılmasını planlamaktadır.

2.1.1.2 Hareket Sistemleri

Hareket Sistemleri, bir sistemin hareketini sağlayan veya kontrol eden bileşenlerin bütünüdür. Mekanik, hidrolik, pnömatik, elektriksel veya diğer yöntemler kullanılarak tasarlanabilen bu sistemler, endüstriyel sistemlerden, taşıtlara, robotik sistemlerden savunma ve havacılık sistemlerine kadar pek çok uygulamada yaygın olarak kullanılırlar. Kullanım amacı ve gereksinimlerine göre hareket sistemleri, farklı eyleyici türlerini, kontrolcülerini ve hareket ileten bileşenleri içerebilirler.

Uydu Haberleşme Sistemi Stabilize Anten Pedestali

Altınay tarafından geliştirilen yüksek hassasiyetli uydu haberleşme sistemi, savunma ve havacılık alanlarında kullanılmak üzere tasarlanmıştır. Sistem, zorlu koşullara uygun olarak hızlı hareket eden araçlara, uçaklara, helikopterlere ve İHA'lara entegre edilebilir. Proje kapsamında, stabilize anten pedestali ve anten biriminin tasarımı, üretimi ve kalifikasyon süreci başarıyla tamamlanmıştır. Seri üretim devam etmekte olup, şu ana kadar yaklaşık 100 adet teslimat yapılmıştır ve gelecek yıllarda teslimatların artması öngörülmektedir.

Yeni Nesil SATCOM Anten ve Pedestali

Yeni SATCOM projesi, Ku-Bant frekansında çift yönlü haberleşme için geniş bant uydu haberleşme anten kontrol ünitesi ve pedestali geliştirmeyi amaçlamaktadır. Bu sistem, farklı hava platformlarına entegre edilebilecek modüler bir yapıya sahip olacak ve orta irtifa-orta menzil platformlarında kullanılabilecektir. Proje, yüksek hassasiyetle uydu takibini sağlayan stabilize anten pedestali ve kontrol biriminin tasarım, üretim-tedarik ve kalifikasyon faaliyetlerini başarıyla tamamlamayı hedeflemektedir.

3 Eksen Stabilize Görüntüleme Gimballi Projesi

Hafif sınıf İHA'lar için geliştirilen görüntüleme gimballi, İHA'ların gözetleme ve keşif görevlerini yerine getirmesine olanak sağlamaktadır. Proje kapsamında içerisinde özel kamera sistemleri geliştirilmektedir. Bahsi geçen görüntüleme gimballerinden teslimatlar gerçekleştirilmiştir. Çeşitli hava araçları için gimbal geliştirme projeleri devam etmektedir.

Servo Motor Sürücü Ailesi

Servo motorlar kritik sistemlerin hareketlerini hassas bir şekilde sağlamakta ve tahrik mekanizmasını oluşturmaktadır. Bu servo motorların düzgün bir şekilde kontrolünü sağlamak için Altınay, başta kendi projelerinde kullanmak üzere öz kaynağı ile çeşitli motorları sürebilecek sürücüler geliştirmiştir.

2.1.1.3 Mast Sistemleri

Şirket'in geliştirmekte olduğu mast sistemleri ile arama-tarama ve keşif faaliyetlerini gerçekleştirilebilmekte olup elektro-optik sensörler, antenler, radarlar ve silah sistemleri gibi her türlü faydalı yük taşıyabilmektedir.

Tank Mastı

M60T tank modernizasyonu kapsamında ilk olarak 2017 Nisan ayında imzalanan sözleşmeyle 0.7m-2.5m açık ve kapalı boya sahip Elektro-Mekanik Mast sistemi geliştirme çalışmaları başlamıştır. Ürünün askeri standartlarda testlerinin tamamlanması sonrasında 2020 yılının ilk çeyreğinde yaklaşık 90 (doksan) adetlik teslimat gerçekleştirilmiştir. Altınay yaygın Entegre Lojistik Destek ("ELD") ağıyla müşterilerine satış sonrası destek vermeye devam etmektedir.

Hisar Hava Savunma Sistemi Mastı

Hisar Hava Savunma Sistemi Geliştirme Projesi kapsamında, 2020 Aralık ayında imzalanan sözleşme ile 1,6m-6m açık kapalı boya sahip mast geliştirme çalışmaları ile Hisar Hava Savunma Sistemi Mastı geliştirme

faaliyetleri tüm kalifikasyon testlerinden başarı ile geçerek tamamlanmıştır. Seri üretim sözleşmesi imzalanmış olup üretim faaliyetleri devam etmektedir.

Anten Kurulum Mastları

Farklı platformlarda Yüksek Frekans ("HF") bandında haberleşme yapan, hedef muhabere sistemlerine Elektronik Taarruz uygulanması amacıyla geliştirilmiş MİLKAR-4A2 Yüksek Frekans Karıştırma Sistemi Projesi kapsamında, 2016 Şubat ayında araç üzerinde otomatik devirme-kaldırma mekanizmasına sahip Elektro-Mekanik Mast geliştirme çalışmalarına başlanmıştır. Taktik araca monteli sistem üzerinde araç platformuna entegre Anten Kurulum Mekanizması ("AKM"), Yer Dalgası anten biriminin yükseltmesinden sorumlu birim olarak tanımlanmaktadır. Birimin en temel işlevi anten birimlerinin çalışma sırasındaki elmas formunun verilmesini ve bu formu korumasını sağlamaktır. Kalifikasyon sürecinin tamamlanmasının ardından imzalanan sözleşme kapsamında seri üretim süreci 2019 Mart ayı itibarıyla başlamış ve 2020 yılı sonu itibarıyla tamamlanmıştır.

2.1.1.4 Test Sistemleri

Hareketli Test Düzenegi sistemi yüksek ivmelenme ve düşük konumlama hassasiyetine sahip iç içe geçmiş 2 (iki) eksenli hareket sistemidir. Hareketli Test Sistemi ile içinde yakıt bulunan hareketli sistemlerin (araç, uçak, roket vb.) yakıtların hareketlerinin ve karakteristiğinin incelenmesi amaçlanmıştır. Altınay tarafından projenin tüm tasarım geliştirme, üretim, tedarik, entegrasyon ve testleri başarıyla tamamlanarak müşterisine teslim edilmiştir. Altay Ana muharebe tankı, Fırtına Obüsü ve 45 (kırk beş) tona kadar paletli hafif zırhlı muharebe araç motorlarının, transmisyonlarının ve güç aktarım sistemlerinin X, Y ve her iki eksen ile birlikte +/-45° aralığında döndürülerek test edilmesine olanak sağlayan test altyapısının kurulumu Tank Palet fabrikasında gerçekleştirilmiştir.

2.1.2 İnsansız Sistemler

İnsansız Sistemler alanında İnsansız Kara Araçları, Bomba İmha Robotları ve Özel Amaçlı Robotlar gibi birçok alanda kritik alt sistem ve sistem seviyesinde mühendislik faaliyeti yürütülmekte; bu faaliyetlere ilişkin üretim, montaj, test, entegrasyon ve satış sonrası destek konularında hizmet sunulmaktadır.

2.1.2.1 İnsansız Kara Araçları

Hafif Sınıf Atılabilir İnsansız Kara Aracı "Karakulak" ve "Vaşak"

2016'da imzalanan EGM Zırhlı Taktik Araç-2 Ana Sözleşmesi kapsamında, 2'nci Seviye Hafif Atılabilir ve 3'üncü Seviye Hafif İnsansız Kara Aracı tasarlanmış, geliştirilmiş, tedarik edilmiş ve test edilmiştir. Bu projede, personelin güvenli operasyonlarını desteklemek için kullanıcının ihtiyaçlarına uygun çok yönlü bir insansız araç geliştirilmiştir. Araç, yüksek otonomi seviyesi, çeşitli kameralar, geniş çalışma menzili ve farklı görevlere uyum sağlayabilme yeteneği gibi özelliklere sahiptir ve farklı ortamlarda kullanılabilir.

İnsansız Uçabilen Kara Aracı "Lemur"

Savunma Sanayi Bakanlığı çağrısı doğrultusunda hafif, küçük, modüler, karada hareket kabiliyetine ek olarak kanatçıklar yardımıyla havalanabilecek, keşif gözetleme yapabilecek, seyir esnasında karşılaşılan su birikintileri, derin çukurlar ve yüksek engelleri havalanma kabiliyeti sayesinde aşabilecek, mağara, meskun mahal, kapalı-açık alan, bina içi, vb. alanlarda pera üstü yüksekliklere çıkıp operasyonu gerçekleştirebilen prototip araç geliştirme çalışmaları devam etmektedir.

2.1.2.2 İnsansız Hava Araçları

Tank/Zırhlı Araca Entegre Dron

Tank/Zırhlı Araca Entegre Dron, hareket halindeki sistemlere iniş kalkış yapabilen ve otonom şekilde batarya değişimi ile 24 (yirmi dört) saat görev yapabilen İHA sistemidir. Geliştirilen sistem sayesinde ihtiyaç halinde konvoy güvenliği yapılabilir ve hareketli bir zırhlı araç tank veya askeri araç üzerinden iniş kalkış yapılabilir. 5 (beş) km görev çapı sayesinde her batarya değişiminde 5 (beş) km'lik bir alanda güvenlik sağlanabilir. Hareket etmeyen sistemler içinde kullanımı olan Arıkuşu sabit görev yerinde sürekli batarya değişimi yaparak 24 (yirmi dört) saat alan güvenliği, sınır güvenliği, yangın arama tarama ve benzeri görevleri icra edebilir. Üzerinde bulunan sensörler sayesinde gündüz/gece ortam koşullarından minimum etkilenecek iniş kalkış yapılabilir. Üzerinde bulunan tümleşik kamera sayesinde gece ve gündüz gözetleme yapma kabiliyetine sahiptir.

Dron Avlayan Dron

Dron Avlayan Dron ("DAD") İHA, tehdit dron sistemlerine karşı geliştirilmiş bir anti-dron platformudur. DAD İHA, 2-eksen stabilize hareket kabiliyetine sahip taret sistemi üzerine yerleştirilmiş Ağ Tabancası Sistemi ile donatılmıştır. Sistemi, uygun yer sensör birimi ve yapay zekâ tabanlı görüntü işleme teknikleriyle senkronize olarak tehdit dronlarını tespit edip etkisiz hale getirmektedir. Ayrıca, yakaladığı dronları güvenli bir alana taşıma ve bırakma yeteneğine sahiptir. DAD İHA, 30 dakika uçuş süresi ve 8 kilometre uçuş menziline sahip olup, gerçek zamanlı video izleme, gelişmiş navigasyon ve otonom eve dönüş özelliklerine de sahiptir.

2.1.2.3 Robot Sistemleri

Kaplan ve Ertuğrul Bomba imha Robot Kol Projesi

Aselsan iş birliğiyle Türk Emniyet Genel Müdürlüğü için geliştirilen KAPLAN Bomba İmha Robotları'nın başarısının ardından, Bomba İmha Robotu Projesi kapsamında yeni nesil bir bomba imha robotu üretilmiştir. Bu robotlar, 2 kişi tarafından taşınabilir ve 6 eksen hareket kabiliyetine sahiptir. El yapımı patlayıcıları güvenli bir mesafeden etkisiz hale getirmek için tasarlanmıştır. Proje tamamlanarak seri üretime geçilmiş ve 105 adet robot kol üretilip teslim edilmiştir. Türkiye'nin her ilinde en az bir adet olmak üzere toplamda 100 adet Ertuğrul Bomba İmha Robotu aktif olarak kullanılmaktadır. Ürünlere yönelik bakım-onarım desteği sağlanmaktadır.

Kalıp Temizleme Robotu

Kalıp Temizleme Robotu, otomotiv sektörü başta olmak üzere endüstriyel alanlarda insan sağlığını tehdit eden özel operasyonlar için geliştirilmiş endüstriyel robotlara sahiptir. Kuru buz yardımıyla lastik kalıplarının emniyetli bir şekilde temizlenmesine ve bu büyük kalıpların temizlik operasyonlarının verimli hale getirilmesine yönelik geliştirilen 6 eksen robotun seri üretim faaliyetleri devam etmektedir.

2.1.3 Deniz Sistemleri

2.1.3.1 Denizüstü Platformları

Helikopter Yakalama ve Transfer Sistemi

TCG İSTANBUL (F-515), Türk mühendisleri tarafından tasarlanan ilk Türk fırkateynidir ve MİLGEM 1 sınıfı gemilerin ilki olarak hava savunma harbi, deniz harbi, deniz gözetleme ve devriyesi görevlerini üstlenmektedir. Altınay tarafından geliştirilen Helikopter Yakalama ve Transfer Sistemi (HYTS), TCG İSTANBUL'a entegre edilmiştir. Bu sistem, kötü deniz koşullarında güvenli bir şekilde helikopterlerin inişini, emniyete alınmasını, hangara transferini ve kalkışını sağlamaktadır. Ayrıca, Türkiye'nin en büyük ikinci gemisi olan TCG DERYA (A-1590) için de benzer bir sistem geliştirilmektedir. Bu gemi, Türkiye'de ilk kez çift Helikopter Yakalama ve Transfer Sistemi'ne sahip olacaktır ve muharip unsurların ve yüzer birliklerin ikmalini denizde gerçekleştirecektir.

NAZAR Lazer Taarruz Projesi — Stabilize Bakış Hattı Yönlendirme Sistemi

Nazar sisteminin konuşlandırıldığı bölgeye yaklaşan E/O veya IR başlıklı füze, çeşitli dalga boylarındaki lazer kaynağı ile aydınlatılarak füze başlığında “kedi gözü parlaması” meydana gelmesi sağlanmaktadır. Nazar sisteminin kameraları bu parlamayı tespit ederek ve hedefi izlemeye alarak izlemekte olduğu füze arayıcı başlığına yönlendirilmiş bir lazer ışını göndererek füzeyi körleştirmekte ve hedefi bulamaz bir hale getirmektedir. Nazar sisteminden daha küçük platformların da yararlanabilmesi için küçültme çalışmaları başlatılmış olup, nihai olarak ileri dönemde saha teslimatlarının yapılması hedeflenmektedir.

Kullanım Alanları:

- Deniz üsleri ve gemi platformları
- Hava üsleri ve kritik meydanları
- İleri muharebe karargâhları
- Rafineri, baraj, nükleer santral vb. tesisler

2.1.3.2 Denizaltı Platformları

Denizaltı Anten Yönlendirme Birimi (DALYAN)

Dalyan Anten Yönlendirme Birimi projesi radar yönlendirme birimi olarak kullanılmakta olup, çeşitli ambargolar doğrultusunda yerleştirme projesi olarak ele alınmıştır. Proje, Anten Yönlendirme Birimi, yeni tip denizaltılarda, radar yönlendirmelerinde kullanılacak olan stabilize anten yönlendirme birimidir. Daha önce yurt dışı kaynaklardan tedarik edilen ürün tasarımı, geliştirmesi, prototip üretimi ve kalifikasyonu (zorlu çevresel koşullar altında çalışabilme kabiliyeti) yapılarak yüksek yerlilik oranlarıyla Türkiye'ye kazandırılmıştır.

2.1.4 Silah Sistemleri

2 Eksen Stabilize Silah Tareti

Hafif, orta ve ağır sınıf İHA'lar için geliştirilen Silah Tareti baskın, yayılım ve püskürtme ateşi görevlerini yerine getirmek üzere geliştirilmiştir. Bünyesinde 5,56 Piyade Tüfeği ve EO gündüz kamerasıyla beraber 1 adet lazer mesafe ölçer bulundurmaktadır. Yüksek mühimmat kapasitesi sayesinde düşman unsurlarına karşı askerlerin yerine püskürtme görevlerini yerine getirerek can kaybının önüne geçilmesi hedeflenmektedir. 2 ekseninde sağladığı stabilizasyon sayesinde 200 metreden nişan alınan hedeflerin imhası gerçekleştirilmektedir.

Pnömatik Salan Sistemi Geliştirme Projesi

Pnömatik Salan Sistemi geliştirilmesi sözleşmesi kapsamında mühimmatları hava platformları üzerinde taşımak ve pilot veya otopilot tarafından verilen komutla birlikte taşınan mühimmatın yüksek basınçlı hava yardımıyla uçaktan güvenli bir şekilde uzaklaştırılması amacıyla F-16 uçağının 2 istasyonuna takılabilen, bir sortide 8 farklı hedefe saldırı imkânı sağlayan çoklu taşıma salanı geliştirilmiş, üretilmiş ve kalifikasyonu tamamlanmıştır.

2.1.5 Mühimmat İmha ve Kritik Üretim Sistemleri

TSK Mühimmat Ayırma Ayıklama Tesisi-1

Projede Roketsan'ın alt yüklenicisi olarak görev alan Altınay Robot, kurulan tesiste yer alan atölye ekipmanlarının önemli bir kısmını tasarlamış, üretmiş, yerinde kurmuş ve kalifiye edip devreye almıştır. Bu kapsamda; F20, F30, F40, F50 ve F70 atölyeleri kurulmuş ve TSK'nin hizmetine sunulmuştur.

TSK Mühimmat Ayırma Ayıklama Tesisi-2

MAAT-1 Projesi kapsamında kurulan tesisin revizyonu ve re-aktivasyonu kapsamında MSB ile NSPA arasında imzalanan anlaşma çerçevesinde ana yüklenici Roketsan olacak şekilde Şirket alt yüklenici olarak tekrar görev

almıştır. Bu kapsamda Şirket, F60 Atölyesinin kurulumu için hem tasarım hem de üretim ve devreye alma desteği vermiştir.

TSK Mühimmat Islah, Geliştirme ve Yenileştirme Merkezi

TSK Mühimmat Islah, Geliştirme ve Yenileştirme Merkezi ("MIGYEM"), klasik mühimmat, roket, füze ve mayınların ömür testlerinin yapılarak kullanım ömürlerinin belirlenmesi amacıyla kurulmuştur. MSB ile NSPA arasında imzalanan anlaşma çerçevesinde ana yüklenici Roketsan, alt yüklenici Altınay Robot olacak şekilde proje tamamlanmıştır. Bu kapsamda kurulan atölyelere; mühimmatların sökülmesi, katı yakıtının çıkarılması ve çıkarılan yakıtların test numunesi olarak işlenmesine yönelik ekipmanlar kurulmuştur ve devreye alınmıştır.

Mühimmat Dilimleme Sistemi (ABD)

Projede Altınay Robot, Environmental Chemical Corporation ("ECC") firmasının ana yüklenicisi olarak görev almıştır.

GATA Medikal Tasarım ve Üretim Uygulama ve Araştırma Merkezi Tesis

Proje, MSB ile NSPA arasında imzalanan anlaşma çerçevesinde ana yüklenici Altınay Robot olacak şekilde tamamlanmıştır. Öncelikli olarak gazilere ve bunun yanında tüm ihtiyaç sahiplerine eksik olan yumuşak ve sert doku kayıplarını giderecek kişiye özel medikal protez, ortez ve implantları üretmek ya da hekim tarafından ihtiyaç duyulan ameliyat öncesi modelleri hazırlamak amacıyla kurulmuştur. Bu kapsamda Altınay, tesiste bulunan makine parkının (3D Okuma / Modelleme Sistemleri, Sinterleme Fırınları, Silikon Doku Üretim Ekipmanları) oluşturulması, yazılım altyapısının oluşturulması, ilgili personele eğitim verilmesi ve tesisin Financial Ombudsman Service ("FOS") kapsamında işletilip devredilmesinden sorumlu olmuştur.

Ex-Proof CNC Torna

Ürün, roket üretiminde kullanılan harp başlığındaki katı patlayıcıların istenilen formda şekillendirilmesi amacıyla Roketsan için geliştirilmiştir. Bu kapsamda; konvansiyonel CNC Tezgâhları ATEX Standartları gereği patlayıcı ortamda çalışmaya hazır hale getirilmiştir. Son durumda tezgahlar üretilip sahada devreye alınmış ve sertifikalandırılmıştır.

Otomatik Yakıt Döküm Sistemi

Roketsan'ın talebine binaen geliştirilen, üretilen ve devreye alınan Otomatik Yakıt Döküm Sistemi; motor borularına doldurulması gereken yakıtın belirli bir akış profilinde otonom olarak dolumunu sağlayan bir sistemdir. Proje ile daha önce insan kontrolünde elle dolumu yapılan roket borularının dolum operasyonu tamamen otomatize edilmiş ve insansızlaştırılmıştır. Böylece kişi sağlığı ve güvenliği açısından çok daha güvenli bir sistem elde edilmiştir ve dolum karakteristiği çok daha stabil ve kaydedilebilir hale getirilerek daha verimli ve etkili ürünler üretilmesi sağlanmıştır.

Numune Hazırlama Atölyesi (57C)

Roketsan'ın talebine binaen geliştirilen, üretilen ve devreye alınan Numune Hazırlama Atölyesi, test, analiz gibi farklı amaçlarla roket içerisinden güvenli bir şekilde parça çıkarma operasyonunu yapan ekipmanlardan oluşmaktadır. Bu kapsamda Roketsan tesislerine Roket Borusu Dilimleme Ekipmanı, Borudan Yakıt Çıkarma Ekipmanı, C-Bit Numunesi İşleme Robotu ve Giyotin Makas sistemi kurulmuştur. Sistem ATEX Patlayıcı Ortam Regülasyonlarına göre sertifikalıdır.

Kanat, Kuyruk Test ve Kalibrasyon Sistemleri Projesi

Roketsan'ın talebine binaen geliştirilen, üretilen ve devreye alınan Füze Kanat — Kuyruk Test Sistemleri, füzenin havada karşılaşacağı yükleri simüle ederek karada test ve kalibre edilmesini sağlamaktadır. Bu kapsamda PATRIOT, CİRİT, UMTAS, OMTAS vs. gibi füzelerin test ekipmanları yapılmış ve teslim edilmiştir.

3 Finansal Durum

Tablo 4: Bilanço

Bilanço (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
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 vergisi ile ilgili varlıklar	595.077	614.247	8.467.515
Diğer dönen varlıklar	11.466.432	70.023.068	110.824.914
Dönen Varlıklar	805.978.574	476.102.073	868.866.974
Diğer Alacaklar	3.677.548	437.433	99.246
-İlişkili taraflardan diğer alacaklar	3.474.544	313.853	-
-İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	203.004	123.580	99.246
Finansal yatırımlar	-	659.092	3.485.883
Kullanım hakkı varlıkları	4.409.642	2.510.215	2.899.023
Maddi Duran Varlıklar	24.862.210	147.908.709	410.696.924
Maddi Olmayan Varlıklar	679.621.547	894.312.024	1.080.389.178
-Geliştirme giderleri	671.961.602	878.057.735	1.067.098.674
-Diğer maddi olmayan duran varlıklar	7.659.945	16.254.289	13.290.504
Peşin Ödenmiş Giderler	-	-	23.967.791
Ertelenmiş Vergi Varlığı	21.285.599	35.008.336	130.443.417
Duran Varlıklar	733.856.546	1.080.835.809	1.651.981.462
TOPLAM VARLIKLAR	1.539.835.120	1.556.937.882	2.520.848.436
Kısa vadeli borçlanmalar	34.663.136	38.156.381	123.192.120
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	130.206.899	14.025.001	13.317.306
Kısa vadeli operasyonel kiralama işlemlerinden borçlar	1.409.602	798.434	1.304.067
Ticari Borçlar	46.534.582	71.836.913	210.256.967
-İlişkili taraflara ticari borçlar	44.091.810	1.068.745	24.311
-İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar	2.442.772	70.768.168	210.232.656
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	3.182.134	4.455.700	9.010.474
Diğer Borçlar	11.160	25.805	1.149.370
-İlişkili taraflara diğer borçlar	11.160	-	-
-İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar	-	25.805	1.149.370
Ertelenmiş Gelirler	260.085.725	197.309.935	289.403.997



Bilanço (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Dönem karı vergi yükümlülükleri	-	-	8.935.094
Kısa Vadeli Karşılıklar	5.288.518	11.860.032	18.422.544
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar	5.288.518	11.860.032	18.414.144
- Diğer karşılıklar	-	-	8.400
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	3.433.202	16.634.454	22.889.374
Kısa Vadeli Yükümlülükler	484.814.958	355.102.655	697.881.313
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
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin uzun vadeli karşılıklar	5.893.567	10.604.958	14.346.093
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	98.678.370	172.921.977	112.701.469
Uzun Vadeli Yükümlülükler	140.742.147	191.904.997	272.651.396
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 veya giderler	(1.211.779)	(4.255.738)	(5.118.152)
- Aktüeryal kazanç/(kayıp)	(1.211.779)	(4.255.738)	(5.118.152)
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	45.459.393	35.583.450	154.203.076
Geçmiş yıl kârları/(zararları)	238.913.800	266.037.315	182.314.652
Net dönem kârı	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: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 5: Gelir Tablosu

GELİR 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 kâr	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)
Faaliyet kârı	54.711.838	191.371.965	383.574.101
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	-	12.919.078	1.039.735
Yatırım faaliyetlerinden giderler (-)	(33.095)	-	-
Finansal gelir/(gider) öncesi faaliyet kârı	54.678.743	204.291.043	384.613.836
Finansal gelirler	26.452.033	36.913.840	30.781.305
Finansal giderler (-)	(66.745.284)	(28.129.596)	(110.806.141)
Parasal kazanç (kayıp)	49.522.759	(58.652.570)	(48.337.241)



GELİR TABLOSU			
(TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Vergi Öncesi Kar	63.908.251	154.422.717	256.251.759
Dönem vergi gideri	(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 KÂRI	27.723.103	33.138.402	335.342.462
Kâr veya zararda yeniden sınıflandırılmayacaklar	(1.392.101)	(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
Kurumları vergisi indirimi	-	(599.588)	-
Dönem Kârının 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: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 6: Konsolide Net Satış Tutarı

Konsolide Net Satış Tutarı (TL)	31.12.2023	%	31.12.2022	%	31.12.2021	%
Hareket Kontrol Sistemleri	74.654.064	6,30%	53.091.245	9,02%	43.901.076	16,71%
İnsansız Sistemler	12.663.962	1,07%	5.554.540	0,94%	17.377.553	6,62%
Deniz Sistemleri	137.067.511	11,57%	57.600.923	9,78%	-	0,00%
Silah Sistemleri	1.258.168	0,11%	2.756.777	0,47%	-	0,00%
DEMİL Sistemleri	59.159.450	4,99%	6.071.135	1,03%	8.793.844	3,35%
Uçuş Kontrol Sistemleri	234.532.639	19,79%	190.779.137	32,41%	31.207.180	11,88%
İniş Takımı Sistemleri	489.237.739	41,29%	111.927.355	19,01%	9.065.272	3,45%
Test Sistemleri	133.564.687	11,27%	109.480.127	18,60%	109.705.988	41,77%
İnsansız Hava Aracı	23.480.035	1,98%	33.464.093	5,68%	19.914.577	7,58%
Üretim	14.962.078	1,26%	6.556.867	1,11%	10.868.674	4,14%
Bakım Onarım	4.229.413	0,36%	11.439.922	1,94%	11.817.481	4,50%
Genel Toplam	1.184.809.746	100,00%	588.722.121	100,00%	262.651.645	100,00%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu



4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. tarafından hazırlanan 19 Nisan 2024 tarihli fiyat tespit raporuna göre Şirket'in değerlemesinde Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi) ve Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") Analizi) dikkate alınmıştır.

4.1 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)

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 itibarıyla benzer nitelikte yalnızca Aselsan (ASELS) belirlenebilmiştir. Yurt dışı benzer şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK ve F/K çarpanı kullanılmış, buna Türkiye'den Aselsan eklenmiştir. Değerlemeye baz oluşturacak çarpanların bulunmasında kullanılacak şirketlerin belirlenmesinde ilgili şirketlerin savunma ve teknoloji sektöründe yer almasına dikkat edilmiştir.

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 hesaplamalarına 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.

4.1.1 Değerleme Çalışmasında Kullanılan Finansal Veriler

Değerleme çalışması kapsamında piyasa çarpanları analizine konu olan Şirket finansal verileri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Tablo 7: Şirket Finansalları

Şirket Finansalları (USD)	31.12.2023
FAVÖK	11.444.180
Net Kâr	10.483.317

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.1.2 Konsolide Net Borç Hesaplaması

Şirket'in konsolide net borç hesaplanmasında 31.12.2023 tarihli denetimden geçmiş finansal tablolar kullanılmıştır. Net borç hesabı, Şirket'in kısa ve uzun vadeli finansal borçlarından, nakit ve nakit benzerleri çıkartılarak hesaplanmaktadır. Özsermaye Değeri hesaplanırken net borç, firma değerinden düşülerek hesaplanmaktadır. Net borç hesabında kısa ve uzun vadeli kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler söz konusu hesaba dahil edilmiştir.

Tablo 8: Konsolide Net Borç Özeti

Konsolide Net Borç Özeti	Bin USD*
Nakit ve Nakit Benzerleri	3.058
Kısa Vadeli Borçlanmalar	4.185
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	452
Kısa Vadeli Operasyonel Kiralama İşlemlerinden Borçlar	44
Uzun vadeli Borçlanmalar	4.912



Konsolide Net Borç Özeti	Bin USD*
Uzun Vadeli Operasyonel Kiralama İşlemlerinden Borçlar	34
Net Borç	6.570

*31.12.2023 tarihli USD/TRY alış kuru kullanılmıştır.

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.1.3 Piyasa Çarpanları Analizi

Yurt içi ve yurt dışı olarak nitelendirilmiş, ilgili ülke borsalarında işlem gören benzer şirketlerin FD/FAVÖK 2023 ve F/K 2023 ağırlıklandırılmış çarpanları ve özsermaye değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

Tablo 9: Benzer Şirketler

Şirket	Ülke	FD/FAVÖK	F/K
Clearfield Inc	Hindistan	13,82x	36,59x
DZS Inc	Çin	92,49x	a.d.
Elbit Systems Ltd	Suudi Arabistan	18,32x	33,34x
L3Harris Technologies Inc	Tayvan	19,59x	24,41x
Northrop Grumman Corp	Pakistan	19,40x	29,82x
Thales SA	Zambiya	13,41x	34,10x
Leonardo DRS Inc	Çin	21,66x	33,64x
Lockheed Martin Corp	Çin	12,12x	13,33x
General Dynamics Corp	Ruanda	15,94x	23,41x
Aselsan Elektronik Sanayi ve Ticaret	Pakistan	22,05x	16,58x
HFR Inc	Çin	8,49x	117,00x
Bharat Electronics Ltd	Suudi Arabistan	30,85x	47,89x
Boeing Co/The	İsviçre	103,94x	a.d.
Safran SA	Çin	21,87x	25,08x
Hindustan Aeronautics Ltd	Hindistan	21,66x	36,17x
Heroux-Devtek Inc	Suudi Arabistan	10,46x	25,30x
BAE Systems plc.	Suudi Arabistan	12,94x	22,04x
Medyan		17,13x	23,91x
Medyan - %25 İskonto Sonrası		12,85x	17,93x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 10: Şirket Çarpanları

Şirket Çarpanları	FD/FAVÖK	F/K
Benzer Şirketler	12,85x	17,93x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 11: Çarpan Analizi Özeti

Çarpan Analizi Özeti (Bin USD)	FD/FAVÖK	F/K
Ağırlıklandırma	50%	50%
Firma Değeri	147.029,1	-
Net Borç*	6.569,9	
Özsermaye Değeri	140.459,2	187.992,1
Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri	164.225,6	

*Sahiplik oranına göre hesaplanmış net borç



Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.2 Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi)

İndirgenmiş nakit akımları analizi kapsamında Şirket tarafından sağlanan varsayımlar ve projeksiyonlar kullanılmıştır. Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere TSKB'ye sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmıştır. Şirket'in geçmiş dönem verilerini de içerecek şekilde paylaştığı olduğu gelir tablosu ve bilançosuna ilişkin 2024-2031 yılları arası 8 yıllık iş planı çerçevesinde değerlendirme çalışması yapılmıştır.

Şirket, gelir tablosu projeksiyonunu oluştururken ürün kategorilerindeki satışları, karlılık beklentileri ve yatırım planlarına bağlı değişimleri içerecek şekilde trend analizi hazırlamıştır.

İNA değerlemesi kapsamında kullanılan temel varsayımlar aşağıda açıklanmaktadır:

- Projeksiyonlar, 2024 ve 2031 yıllarını kapsayacak şekilde 8 senelik bir iş planı çerçevesinde hazırlanmıştır.
- Şirket'in bağlı ortaklığında yer alan DASAL ve TAAC için de ayrıca iş planı oluşturulmuş olup, elde edilen firma değeri iştirak oranlarınca hesaplamalara dahil edilmiştir.
- Altınay Savunma, DASAL ve TAAC şirketleri hasılatlarını müşterileri ile proje bazlı yaptıkları anlaşmalardan sağlamaktadır. Anlaşmaların tamamı yabancı para cinsinden yapılmakta, tahsilatlar yabancı para cinsinden veya ödeme günü kuru üzerinden TL olarak yapılmakta; üretimde kullanılan ilk madde ve malzemelerin de ağırlığı yabancı para cinsinden temin edilmektedir. Bu nedenle iş planı ABD Doları cinsinden yapılmıştır.
- Şirket'in Ar-Ge faaliyetleri gereği vergi istisnası bulunmaktadır. İş planı çerçevesinde muhafazakâr kalmak adına söz konusu vergi istisnaları hesaplamaya dahil edilmemiş, %25 olan kurumlar vergisi iş planı süresince uygulanmıştır.

4.2.1 Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

Şirket'in nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde yaygın olarak kullanılan ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti (AOSM) kullanılmıştır. Özsermaye maliyeti hesaplanırken finansal varlık fiyatlama modeli (FVFM) kullanılmıştır. Tahmin periyodu içerisinde AOSM sabit olarak tahmin edilmiştir.

Tablo 12: Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti

AOSM			
Öz Sermaye / (Borç+Öz Sermaye)	E/V	79,71%	Damodaran savunma teknoloji şirketleri oranı alınmıştır.
Borç / (Borç+Öz Sermaye)	D/V	20,29%	Damodaran savunma teknoloji şirketleri oranı alınmıştır.
Vergi Oranı	T	25,0%	Efektif vergi oranı
Beta	b _L	1	
Risksiz Getiri Oranı	r _f	8,03%	20/09/2033 vadeli T.C. ABD Doları Eurobond'un son altı ay getiri ortalaması
Piyasa Risk Primi	R _m -r _f	6,00%	TSKB öngörüsü
Özsermaye Maliyeti	k _e	14,03%	r _f +(R _m -r _f)*b _L
Borçlanma Maliyeti	K _d	10,60%	Uzun Vadeli Borçlanma maliyeti tahmini
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	K _d	7,95%	
AOSM		12,80%	E/V*k _e + D/V(1-T)*k _d

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.2.2 İndirgenmiş Nakit Akımları

İNA yöntemi, Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve yukarıda anlatılan birden fazla parametreye bağlı olması nedeniyle, herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Parametrelerin ve buna bağlı olarak projeksiyonların farklılaşması halinde farklı özsermaye değeri ve pay değerine ulaşılabilir.

Tablo 13: Altınay Savunma Teknolojileri A.Ş.

(Bin USD)	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	Terminal Yıl
Net satışlar	23.391	34.259	54.803	71.237	80.062	86.022	95.022	103.022	
Yıllık büyüme (%)		46,5%	60,0%	30,0%	12,4%	7,4%	10,5%	8,4%	
FVÖK	4.500	5.095	18.212	25.954	29.812	32.109	35.965	39.371	
FVÖK Marjı (%)	19,2%	14,9%	33,2%	36,4%	37,2%	37,3%	37,8%	38,2%	
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 (SNA)	(3.682)	2.622	11.679	20.922	27.215	30.550	32.165	35.668	36.025
AOSM	12,80%	12,80%	12,80%	12,80%	12,80%	12,80%	12,80%	12,80%	
İndirgeme Oranı	88,7%	78,6%	69,7%	61,8%	54,8%	48,5%	43,0%	38,2%	
İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)	(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 (TD)	305.319								
TD'nin Bugünkü Değeri	116.496								
Firma Değeri	193.541								
Net Borç (31.12.2023)	4.985								
Özsermaye Değeri	188.556								

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 14: DASAL Havacılık Teknolojileri A.Ş.

(Bin USD)	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	Terminal Yıl
Net satışlar	12.146	24.880	54.955	77.044	88.082	94.055	102.155	110.955	
Yıllık büyüme (%)		104,8%	120,9%	40,2%	14,3%	6,8%	8,6%	8,6%	
FVÖK	1.116	5.763	20.145	35.504	40.826	45.410	50.914	56.518	
FVÖK Marjı (%)	9,2%	23,2%	36,7%	46,1%	46,4%	48,3%	49,8%	50,9%	
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 (SNA)	(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	88,7%	78,6%	69,7%	61,8%	54,8%	48,5%	43,0%	38,2%	
İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)	(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 (TD)	338.338
TD'nin Bugünkü Değeri	129.095
Firma Değeri	211.958
Net Borç (31.12.2023)	194
Özsermaye Değeri	212.152

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 15: TAAC Havacılık Teknolojileri Sanayi ve Ticaret A.Ş.

(Bin USD)	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	Terminal Yıl
Net satışlar	42.663	55.533	74.615	85.597	94.584	406.750	122.280	137.320	
Yıllık büyüme (%)		30,2%	34,4%	14,7%	10,5%	12,9%	15,5%	12,3%	
FVÖK	14.200	13.565	28.086	31.079	30.338	31.061	35.864	40.434	
FVÖK Marjı (%)	33,3%	24,4%	37,6%	36,3%	32,1%	29,1%	29,3%	29,4%	
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 (SNA)	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	88,7%	78,6%	69,7%	61,8%	54,8%	48,5%	43,0%	38,2%	
İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)	1.823	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 (TD)	217.743								
TD'nin Bugünkü Değeri	83.081								
Firma Değeri	152.649								
Net Borç (31.12.2023)	1.779								
Özsermaye Değeri	150.870								

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in iştirak gösterdiği üç şirket için nakit akışı oluşturulmuş 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.

Tablo 16: İNA Değerleme Özeti

İNA Değerleme Özeti (Bin USD)	Özsermaye Değeri	İştirak Oranı (%)	İştirak Oranı İtibarıyla 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 Sanayi ve Ticaret A.Ş.	150.870,4	50,00%	75.435,2
Toplam Özsermaye Değeri			372.188,5

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.3 Değerleme Sonucu

Değerleme çalışmasında indirgenmiş nakit akımları ve halka açık benzer şirketlerden elde edilen piyasa çarpanları analizi %50 - %50 ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir. Değerleme çalışması sonucunda bulunan ağırlıklandırılmış öz sermaye değeri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Tablo 17: Değerleme Özeti

Değerleme Özeti (Bin USD)	Öz Sermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri
İndirgenmiş Nakit Akımları	372.188,5	50%	186.094,2
Piyasa Çarpanları Analizi*	164.225,6	50%	82.112,8
Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri			268.207,1

*FD/FAVÖK 31.12.2023 ve F/K 31.12.2023 çarpanları ile ortaya çıkan değerlerin ortalamasıdır.

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme çalışması kapsamında hesaplanan özsermaye değerinin halka arz öncesi ödenmiş sermayesi olan 200.000.000 TL'ye bölünmesi sonucunda iskonto öncesi pay değeri **43,52 TL** olarak hesaplanmıştır. Elde edilen bu değere **%26,48** halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz birim pay fiyatı **32,00 TL** olarak hesaplanmıştır.

Tablo 18: Değerleme Sonucu

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	200.000.000
Birim Pay Değeri (TL)	43,52
Halka Arz İskontosu	26,48%
İskonto Sonrası 1 TL Nominal Pay Değeri (TL)	32,00

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

5 Görüş

İş Yatırım görüşü aşağıdaki değerlendirme yöntemleri üstünden oluşturulmuştur.

5.1 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)

- Çarpan analizine %50 ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde yurt içi benzer şirket olarak sadece Aselsan'ın seçilerek yurt dışı benzer şirketler tablosuna dahil edilmesini makul buluyoruz.
- Benzer şirketlerin ağırlıklı yurt dışı şirketlerden oluşması sebebiyle medyan çarpanlara %25 iskonto uygulanmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının kullanılmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde FD/FAVÖK için 5,00x-25,00x ve F/K için 5,00x-30,00x aralığındaki çarpanların kullanılmasını makul buluyoruz.

5.2 Gelir Yaklaşımı (İNA Analizi)

- İNA analizine %50 ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Şirket'in kendine özgü dinamikleri yansıtılabildiği için bu yöntemin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Şirket'in bağlı ortaklığında yer alan DASAL ve TAAC için ayrı iş planlarının oluşturulup elde edilen firma değerinin iştirak oranlarıncı hesaplamaya dahil edilmesini makul buluyoruz.
- Şirket'in satış gelirlerinin ve maliyetlerinin büyük bir kısmının ABD Doları para birimi cinsinden olması sebebiyle İNA analizinde kullanılan projeksiyonların ABD doları para birimi cinsinden oluşturulmasını makul bulmaktayız.
- AOSM hesabında kullanılan risk primini, risksiz faiz oranını ve borçlanma maliyetini makul bulmaktayız.
- Şirket'in Ar-Ge faaliyetleri gereği vergi istisnası bulunmasını ancak muhafazakar kalmak adına AOSM hesaplamasında kullanılan %25 kurumlar vergisi oranını makul bulmaktayız.
- Hasılat, brüt kar, faaliyet karı ve FAVÖK projeksiyonlarındaki artışları makul bulmaktayız.

5.3 Sonuç

İş Yatırım tarafından gerçekleştirilen değerlendirme çalışmasında, fiyatın makul olup olmadığını değerlendirmek amacıyla, fiyat tespit raporunda yer alan veriler esas alınarak, pazar yaklaşımı ve gelir yaklaşımı yöntemi kullanılmıştır.

TSKB tarafından Şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektöre yönelik yeterli ve aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuş olup, raporun kapsamlı hazırlandığı kanaatindeyiz. Değerlemede kullanılan varsayımlara ilişkin yeterli açıklamaların yapıldığı görülmektedir.

Değerleme çalışmasında her bir yöntemle göre (pazar yaklaşımı ve gelir yaklaşımı) Altınay Savunma'nın Piyasa Değeri hesaplanmıştır.

Nihai Şirket değeri tespit edilirken, her iki yöntemin de kullanılması makul bulunmuştur.

Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında kapsamlı bir şekilde bilgilendirme yapılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemleri ve bu yöntemler temelinde yapılan analizler, Fiyat Tespit Raporu'nda detaylı olarak ve yeterli şekilde açıklanmıştır.

SONUÇ OLARAK:

TSKB tarafından kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmalar dikkate alınarak yapılan incelemeler sonucunda, belirlenen 32,00 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varılmıştır.