



**ALTINAY SAVUNMA TEKNOLOJİLERİ A.Ş.**

**Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Hazırlanan Analist Raporu**



**7 Mayıs 2024**

## İÇİNDEKİLER

1. RAPORUN AMACI .....	3
2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ .....	3
3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ .....	3
3.1. Ortaklık Yapısı .....	4
4. HALKA ARZDAN SAĞLANACAK FONUN KULLANIMI .....	4
5. FİNANSAL TABLOLAR .....	4
6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ .....	5
6.1. Pazar Yaklaşımı (Piyasa Çarpanları Analizi).....	5
6.2. Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi).....	6
7. SONUÇ .....	8
8. GÖRÜŞ .....	8

## 1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Meksa Yatırım") tarafından, Altınay Savunma Teknolojileri A.Ş. ("Altınay", "İhraççı" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ("TSKB") tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Meksa Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

## 2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

<b>İhraççı</b>	Altınay Savunma Teknolojileri A.Ş.
<b>Halka Arz Kodu</b>	ALTNY
<b>Halka Arz Büyüklüğü</b>	Sermaye Artırımı : 35.294.118 TL Ortak Satışı : 23.529.412 TL
<b>Halka Arz Öncesi Sermaye</b>	200.000.000 TL Nominal
<b>Halka Arz Sonrası Sermaye</b>	235.294.118 TL Nominal
<b>Satan Ortaklar</b>	Hakan Altınay, Letven Capital Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi A.Ş. Milres Girişim Sermayesi Yatırım Fonu
<b>Halka Açıklık Oranı</b>	%25,00
<b>Talep Toplama Tarihleri</b>	8-9-10 Mayıs 2024
<b>Aracılık Yöntemi</b>	En İyi Gayret Aracılığı
<b>Halka Arz Yöntemi</b>	Sabit Fiyat İle Talep Toplama
<b>Dağıtım Yöntemi</b>	Eşit Dağıtım
<b>Fiyat</b>	32,00 TL
<b>Tahsisat Grupları</b>	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar : %69 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar : %30 Grup Çalışanları : %1
<b>Satmama Taahhüdü</b>	Şirket ve Şirket Ortaklar için 12 Ay
<b>Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler</b>	BİST'te İşlem Görmeye Başladıktan Sonraki 15 Gün Boyunca Yapılması Planlanmaktadır.

Kaynak: Altınay Halka Arz İzahnamesi, Tasarruf Sahiplerine Satış Duyurusu ve Fiyat Tespit Raporu

## 3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

1994 yılında kurulmuş olan Altınay Robot Teknolojileri Sanayi ve Ticaret A.Ş. bünyesinde oluşturulan savunma iş birimi tarafından 2006 yılında imzalanan ilk savunma projesi ile birlikte nüvesi oluşturulan yetkinlikler ve bu tarihten itibaren sürekli gelişen teknolojik kabiliyetler, 2014 yılında yurt içi ve yurt dışı tüm hedef sektörler, rekabetçi ve yenilikçi teknolojik ürünlerle katma değerli mühendislik hizmetleri sunmak, savunma sanayinde ürünler geliştirmek üzere Altınay Havacılık ve İleri Teknolojiler San. Tic. A.Ş.'nin kurulması ile önemli bir ivme kazanmıştır. 01.02.2021 tarihinde şirket ünvanı Altınay Savunma Teknolojileri A.Ş. olarak değiştirilmiştir.

Şirket, faaliyetlerini esas olarak Sanayi Mh. Teknopark Blv. No: 1/4A İç kapı No: 201-202 Pendik/ İstanbul'da yer alan merkez adresinde sürdürmektedir. Şirket'in aynı zamanda Mustafa Kemal Mh. Dumlupınar Blv. C blok No: 266 C/67 Çankaya/ Ankara adresinde bir irtibat ofisi ile Şekerpinar Mh. Defne Sk No:22A Çayırova/ Kocaeli adresinde bir üretim tesisi mevcuttur.

Şirket'in merkez ve şubelerinde büyük çoğunluğu mühendislerden oluşan 162 adet çalışanı, bağlı ortaklıkları olan DASAL Havacılık Teknolojileri A.Ş.'de 81 ve TAAC Havacılık Teknolojileri Sanayi ve Ticaret A.Ş.'de ise 154 çalışanı bulunmaktadır.

### 3.1. Ortaklık Yapısı

Şirket'in son durum itibarıyla pay sahiplerine ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Ortağın Ticaret Unvanı / Adı Soyadı	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası	
	Pay Grubu	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)	Nominal Değer	Pay Oranı (%)
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	0,00	100	0,00
	C	39.999.900	20,00	28.235.194	12,00
Halka Açık	C	-	-	58.823.530	25,00
<b>Toplam</b>	<b>C</b>	<b>200.000.000</b>	<b>100,00</b>	<b>235.294.118</b>	<b>100,00</b>

Kaynak: Altınay Halka Arz İzahnamesi

### 4. HALKA ARZDAN SAĞLANACAK FONUN KULLANIMI

NET HALKA ARZ GELİRİ	1.078.116.194 TL
NET HALKA ARZ GELİRİNİN KULLANIM YERLERİ	Oran (%)
Yeni Tesis ve Üretim Teknolojileri Yatırımları	%50
Test ve Doğrulama Teknolojileri ile Ar-Ge ve Ür-Ge Yatırımları	%15
İşletme Sermayesinin Güçlendirilmesi	%15
Şirket Satın Alımı ve/veya İş Ortaklıkları Kurulması	%10
Global Satış ve Pazarlama Ağı Yatırımları	%5
Finansman Borç Ödemeleri	%5
<b>Toplam</b>	

Kaynak: 23.11.2023 Tarih ve 2023/11 Sayılı Sermaye Artırımından Elde Edilecek Fonun Kullanımına İlişkin Yönetim Kurulu Kararı

### 5. FİNANSAL TABLOLAR

#### Özet Finansal Durum Tablosu

TL	2021	2022	2023
Dönen Varlıklar	805.978.574	476.102.073	868.866.974
Duran Varlıklar	733.856.546	1.080.835.809	1.651.981.462
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>1.539.835.120</b>	<b>1.556.937.882</b>	<b>2.520.848.436</b>
Kısa Vadeli Yükümlülükler	484.814.958	355.102.655	697.881.313
Uzun Vadeli Yükümlülükler	140.742.147	191.904.997	272.651.396
<b>Özkaynaklar</b>	<b>914.278.015</b>	<b>1.009.930.230</b>	<b>1.550.315.727</b>
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>1.539.835.120</b>	<b>1.556.937.882</b>	<b>2.520.848.436</b>

Kaynak: Altınay Halka Arz İzahnamesi

#### Özet Kar-Zarar Tablosu

TL	2021	2022	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/Zarar	166.643.972	300.816.111	465.602.402
Esas Faaliyet Kar/ Zarar	54.711.838	191.371.965	383.574.101
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	54.678.743	204.291.043	384.613.836
Vergi Öncesi Kar/Zarar	63.908.251	154.422.717	256.251.759
<b>Dönem Karı/Zararı</b>	<b>27.723.103</b>	<b>33.138.402</b>	<b>335.342.462</b>

Kaynak: Altınay Halka Arz İzahnamesi

## 6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Altınay'ın pay başına değerinin belirlenmesi için aşağıda belirtilen iki temel değerlendirme yöntemi kullanılmıştır:

Gelir Yaklaşımı- İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Pazar Yaklaşımı- Piyasa Çarpanları Analizi

### 6.1. Pazar Yaklaşımı (Piyasa Çarpanları Analizi)

Şirket Finansalları (USD)*	31.12.2023
FAVÖK	11.444.180
Net Kar	10.483.317

\*Sahiplik oranına göre ağırlıklandırılmış FAVÖK ve net kar tutarı

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 üzerinde olan çarpan değerleri uç değer olarak kabul edilmiş ve değerlendirme hesaplamalarına dahil edilmemiştir.

Yapılan değerlendirme çalışmasında benzer şirketlerin yoğunluklu olarak yurt dışı şirketlerden oluşması sebebiyle hem FD/FAVÖK hem F/K çarpanlarına %25 iskonto uygulanarak hesaplamalar yapılmıştır.

#### Benzer Şirketler

Yurt Dışı Benzer Şirketler	FD/FAVÖK	F/K
Clearfield Inc	13,82x	36,59x
DZS Inc	92,49x	a.d.
Elbit Systems Ltd	18,32x	33,34x
L3Harris Technologies Inc	19,59x	24,41x
Northrop Grumman Corp	19,40x	29,82x
Thales SA	13,41x	34,1x
Leonardo DRS Inc	21,66x	33,64x
Lockheed Martin Corp	12,12x	13,33x
General Dynamics Corp	15,94x	23,41x
Aselsan Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	22,05x	16,58x
HFR Inc	8,49x	117x
Bharat Electronics Ltd	30,85x	47,89x
Boeing Co/The	103,94x	a.d.
Safran SA	21,87x	25,08x
Hindustan Aeronautics Ltd	21,66x	36,17x
Heroux-Devtek Inc	10,46x	25,30x
BAE Systems Plc.	12,94x	22,04x
<b>Medyan</b>	<b>17,13x</b>	<b>23,91x</b>
<b>Medyan-%25 İskonto Sonrası</b>	<b>12,85x</b>	<b>17,93x</b>

Kaynak: Altınay Fiyat Tespit Raporu  
Bloomberg, Thomson Reuters, 21.03.2024

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;

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

Kaynak: Altınay Fiyat Tespit Raporu

Çarpan Analizi Özeti (Bin USD)	FD/FAVÖK	F/K
Ağırlıklandırma	%50,00	%50,00
Firma Değeri	147.029,1	-
Net Borç*	6.569,9	
Özsermaye Değeri	140.459,2	187.992,1
<b>Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri</b>	<b>164.225,6</b>	

Kaynak: Altınay Fiyat Tespit Raporu

\*Sahiplik oranına göre hesaplanmış net borç

## 6.2. Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi)

### Varsayımlar

İNA değerlemesi kapsamında kullanılan temel varsayımlar aşağıdaki gibidir;

- Projeksiyonlar, 2024 ve 2031 yıllarını kapsayacak şekilde 8 senelik bir iş planı çerçevesinde hazırlanmıştır.
- Şirket'in bağlı ortaklıklarında yer alan DASAL ve TAAC için de ayrıca iş planı oluşturulmuş olup elde edilen firma değeri iştirak oranlarınca hesaplamalara dahil edilmiştir.
- Altınay Savunma, DASAL, 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.

### AOSM Hesaplaması

AOSM Hesaplaması			
Özsermaye / (Borç+Özsermaye)	E/V	%79,71	Damodaran savunma teknoloji şirketleri oranı alınmıştır.
Borç / (Borç+Özsermaye)	D/V	%20,29	Damodaran savunma teknoloji şirketleri oranı alınmıştır.
Vergi Oranı	T	%25,00	Efektif vergi oranı
Beta	$b_L$	1,00	
Risksiz Getiri Oranı	$r_f$	%8,03	20.09.2033 vadeli T.C. ABD Doları Eurobond'un son 6 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 USD borçlanma maliyeti tahmini
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	$K_d$	%7,95	
<b>AOSM</b>		<b>%12,80</b>	

Kaynak: Altınay Fiyat Tespit Raporu

### İndirgenmiş Nakit Akımları

#### Altınay Savunma Teknolojileri A.Ş.

Bin USD	Serbest Nakit Akımları								Terminal Yıl
	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	
<b>Net Satışlar</b>	<b>23.391</b>	<b>34.259</b>	<b>54.803</b>	<b>71.237</b>	<b>80.062</b>	<b>86.022</b>	<b>95.022</b>	<b>103.022</b>	
Yıllık Büyüme (%)		46,50	60,00	30,00	12,40	7,40	10,50	8,40	
<b>FVÖK</b>	<b>4.500</b>	<b>5.095</b>	<b>18.212</b>	<b>25.954</b>	<b>29.812</b>	<b>32.109</b>	<b>35.965</b>	<b>39.371</b>	
FVÖK Marjı (%)	19,20	14,90	33,20	36,40	37,20	37,30	37,80	38,20	
<b>Net İşletme Sermayesi Değişimi</b>	<b>8.353</b>	<b>5.756</b>	<b>11.413</b>	<b>8.904</b>	<b>4.721</b>	<b>3.203</b>	<b>4.858</b>	<b>4.321</b>	
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	
<b>Serbest Nakit Akımları</b>	<b>(3.682)</b>	<b>2.622</b>	<b>11.679</b>	<b>20.922</b>	<b>27.215</b>	<b>30.550</b>	<b>32.165</b>	<b>35.668</b>	<b>36.025</b>
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	
<b>İndirgenmiş Nakit Akımları</b>	<b>(3.265)</b>	<b>2.061</b>	<b>8.138</b>	<b>12.924</b>	<b>14.903</b>	<b>14.831</b>	<b>13.844</b>	<b>13.609</b>	
<b>İNA Toplamı</b>	<b>77.045</b>								
Terminal Büyüme Oranı (%)	1,00								
Terminal Değer	305.319								
<b>TD'nin Bugünkü Değeri</b>	<b>116.496</b>								
<b>Firma Değeri</b>	<b>193.541</b>								
Net Borç (31.12.2023)	4.985								
<b>Özsermaye Değeri</b>	<b>188.556</b>								

Kaynak: Altınay Fiyat Tespit Raporu

**DASAL Havacılık Teknolojileri A.Ş.**

Serbest Nakit Akımları									
Bin USD	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	Terminal Yıl
<b>Net Satışlar</b>	<b>12.146</b>	<b>24.880</b>	<b>54.955</b>	<b>77.044</b>	<b>88.082</b>	<b>94.055</b>	<b>102.155</b>	<b>110.955</b>	
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	
<b>Net İşletme Sermayesi Değişimi</b>	<b>2.024</b>	<b>2.825</b>	<b>5.904</b>	<b>4.316</b>	<b>2.112</b>	<b>1.130</b>	<b>1.538</b>	<b>1.703</b>	
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	
<b>Serbest Nakit Akımları</b>	<b>(1.006)</b>	<b>920</b>	<b>11.004</b>	<b>21.243</b>	<b>28.980</b>	<b>32.605</b>	<b>35.927</b>	<b>39.525</b>	<b>39.921</b>
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	
<b>İNA Toplamı</b>	<b>82.863</b>								
Terminal Büyüme Oranı (%)	1,00								
Terminal Değer	338.338								
<b>TD'nin Bugünkü Değeri</b>	<b>129.095</b>								
<b>Firma Değeri</b>	<b>211.958</b>								
Net Borç (31.12.2023)	194								
<b>Özsermaye Değeri</b>	<b>212.152</b>								

Kaynak: Altınay Fiyat Tespit Raporu

**TAAC Havacılık Teknolojileri Sanayi ve Ticaret A.Ş.**

Serbest Nakit Akımları									
Bin USD	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	Terminal Yıl
<b>Net Satışlar</b>	<b>42.663</b>	<b>55.533</b>	<b>74.615</b>	<b>85.597</b>	<b>94.584</b>	<b>106.750</b>	<b>122.280</b>	<b>137.320</b>	
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	
<b>Net İşletme Sermayesi Değişimi</b>	<b>7.963</b>	<b>3.220</b>	<b>3.509</b>	<b>2.450</b>	<b>2.254</b>	<b>2.920</b>	<b>3.417</b>	<b>3.315</b>	
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	
<b>Serbest Nakit Akımları</b>	<b>2.060</b>	<b>6.198</b>	<b>16.596</b>	<b>19.804</b>	<b>19.354</b>	<b>19.108</b>	<b>22.058</b>	<b>25.437</b>	<b>25.692</b>
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	
<b>İNA Toplamı</b>	<b>69.568</b>								
Terminal Büyüme Oranı (%)	1,00								
Terminal Değer	217.743								
<b>TD'nin Bugünkü Değeri</b>	<b>83.081</b>								
<b>Firma Değeri</b>	<b>152.649</b>								
Net Borç (31.12.2023)	1.779								
<b>Özsermaye Değeri</b>	<b>150.870</b>								

Kaynak: Altınay Fiyat Tespit Raporu

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
<b>Toplam Özsermaye Değeri</b>			<b>372.188,5</b>

Kaynak: Altınay Fiyat Tespit Raporu

## 7. SONUÇ

Değerleme çalışmasında indirgenmiş nakit akımları ve halka açık benzer şirketlerden elde edilen piyasa çarpanları analizi eşit ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir.

Değerleme Özeti (Bin USD)	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	372.188,5	%50,00	186.094,2
Piyasa Çarpanları Analizi	164.225,6	%50,00	82.112,8
<b>Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri</b>			<b>268.207,1</b>

Kaynak: Altınay 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.

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

Kaynak: Altınay Fiyat Tespit Raporu

## 8. GÖRÜŞ

- TSKB tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu görüşündeyiz.
- Piyasa Çarpanları Analizi yönteminde hem yurt içi hem de yurt dışı benzer şirketlerin çarpanlarının değerlemeye dahil edilmesinin makul olduğu görüşündeyiz.
- Piyasa Çarpanları Analizi yönteminde FD/FAVÖK çarpanının kullanılmasının ve ilgili çarpanlar için belirlenen uç değerlerin elimine edilmesinin makul olduğu görüşündeyiz.
- Piyasa Çarpanları Analizi yönetiminde hesaplanan medyan değere uygulanan %25 iskontonun makul olduğu görüşündeyiz.
- İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yönteminde kullanılan varsayımların makul olduğu görüşündeyiz. Bununla birlikte, İndirgenmiş Nakit Akımları yönteminde şirket değeri geleceğe yönelik tahminlere göre belirlenmektedir. Bu doğrultuda, farklı sonuçların gerçekleşmesi halinde değerlendirme sonucunun değişebileceği görüşündeyiz.
- Altınay'ın değerlemesinde Pazar Yaklaşımı ve Gelir Yaklaşımı yöntemlerinin eşit ağırlıklandırılmasının makul olduğu görüşündeyiz.
- Hesaplanan şirket değerine uygulanan %26,48 halka arz iskontosunun makul olduğu görüşündeyiz.

Sonuç olarak, Borsa Kılavuz Emsaller Yöntemi ve İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi kullanılarak bulunan Şirket Değeri'ne göre bulunan 43,52-TL birim pay değerine uygulanan %26,48'lik halka arz iskontosu ile hesaplanan 32,00-TL halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.