

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Global Menkul Değerler A.Ş. (Global Menkul) tarafından hazırlanan Onur Yüksek Teknoloji A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

Onur Yüksek Teknoloji A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Onur Yüksek Teknoloji A.Ş.	
Borsa Kodu	ONRYT
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı & Ortak Satışı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Toplama ve Borsa'da Satış
Kote Olunacak Pazar	Ana Pazar
Talep Toplama Tarihleri	22-23 Mayıs 2024
Halka Arz Öncesi Sermaye	50.000.000 TL
Sermaye Artırımı	12.830.000 TL
Ortak Satışı	6.900.000 TL
Ek Satış	0 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	62.830.000 TL
Halka Açıklık Oranı	31,40%
Talep Toplama Fiyatı	49,50 TL
Halka Arz Büyüklüğü	976.635.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	2.475.000.000 TL
Halka Arz Öncesi Net Borç (Net Nakit) 2023/12	252.756.744 TL
Firma Değeri	2.727.756.744 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	3.110.085.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2023/12	29,31
FD/FAVÖK 2023/12	12,63
PD/DD 2023/12	2,51

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2023/12	29,62
FD/FAVÖK 2023/12	12,63
PD/DD 2023/12	1,92

Özet Bilgi

Şirket'in başlıca faaliyetleri; gerek sivil gerek savunma sanayine yönelik askeri projelerde kullanılmak üzere görev kritik (mission critical) ses ve veri haberleşme sistemlerine yönelik yüksek teknoloji elektronik donanım ürünlerinin tasarımı ve mühendislik hizmetlerinin yürütülmesi, geliştirilen donanımlarda çalışacak nitelikli yazılım bileşenlerinin geliştirilmesi, geliştirilen ürünlerin uluslararası standartlara uyumluluğunun sağlanması, üretimi, entegrasyonu, sistemlerin yurt içinde ve yurt dışında kurulumu ve hizmete verilmesi faaliyetlerinin yürütülmesi ve bu sistemlerin satış sonrası destek hizmetlerinin sağlanmasıdır.

Şirket iletişim ve havacılık alanında yürütmüş olduğu faaliyetlerin yanında, yenilenebilir enerji(GES ve RES) üretim tesislerine ilişkin teknolojiler geliştirilmesi, santral sahası ve proje geliştirilmesi, üretim tesisleri inşasına ilişkin mühendislik, proje yönetimi, satın alma ve yapım faaliyetlerinin anahtar teslimi ve bu kapsamda yatırımlar yapılması, enerji üretim tesislerinin işletilmesi ve elektrik üretiminden gelir elde edilmesi konularında faaliyetler yürütmektedir. Şirket'in halihazırda toplam 11,45 MWp kurulu güçte iki adet GES tesisi bulunmaktadır.

31.12.2023 tarihli finansal tablo dönemi itibarıyla Şirket'in 157 çalışanı bulunmaktadır.

Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri

Şirket, sermaye artışı yoluyla ihraç edilecek yeni payların halka arzından elde edilecek gelirin,

- %12,50'ini Şirket'in iletişim ve havacılık teknolojiler bölümünde iş geliştirme faaliyetleri ve sermaye ihtiyaçlarının karşılanmasında,
- %57,50'sini yenilenebilir enerji teknolojileri bölümünde elektrik üretim tesisi yatırımlarına ilişkin proje geliştirme, birleşme, tesis yapım faaliyetlerinin finansmanında
- %20'sinin kısa/orta vadeli finansal borç ödemelerinde
- %5'ini AR-GE faaliyetlerinin çeşitlendirilmesinde
- %5'inin ofis ve teknik alanlar kapasitesinin artırılmasında

kullanılması planlanmaktadır.

Ortaklık Yapısı

Onur Yüksek Teknoloji Ortaklık Yapısı		Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
Hissedar	Grubu	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı
Cengiz Dede	A	2.000.000	4,00%	2.000.000	3,18%
	B	10.500.000	21,00%	7.300.000	11,62%
Noyan Burçin Dede	A	1.500.000	3,00%	1.500.000	2,39%
	B	13.500.000	27,00%	11.900.000	18,94%
Tolga Dede	A	1.500.000	3,00%	1.500.000	2,39%
	B	13.500.000	27,00%	11.900.000	18,94%
Zeynep Dede Zülfikar	B	6.250.000	12,50%	6.250.000	9,95%
Nurgül Dede	B	1.250.000	2,50%	750.000	1,19%
Halka Açık Kısım				19.730.000	31,40%
Toplam		50.000.000	100,0%	62.830.000	100,0%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Mali Tablolar

Onur Yüksek Teknoloji A.Ş. Bilanço, TL				
VARLIKLAR	2021	2022	2023	2024/03
Dönen Varlıklar	316.535.015	491.478.613	413.630.597	489.756.790
Nakit Ve Nakit Benzerleri	36.858.415	8.475.891	6.882.210	5.374.405
Finansal Yatırımlar	27.327	11.998	680.212	680.212
Ticari Alacaklar	150.898.679	99.170.406	139.379.132	123.123.277
<i>İlişkili Taraflar</i>	342.045	740.567	118.390	68.058
<i>Diğer Taraflar</i>	150.556.634	98.429.839	139.260.742	123.055.219
Diğer Alacaklar	12.876.075	18.901.036	20.908.928	26.174.451
<i>İlişkili Taraflar</i>	12.623.254	16.420.887	20.841.338	26.116.828
<i>Diğer Taraflar</i>	252.821	2.480.149	67.590	57.623
Sözleşme Varlıkları	95.251.202	214.373.250	155.133.148	240.753.732
Stoklar	10.632.966	130.639.975	78.770.451	77.973.898
Peşin Ödenmiş Giderler	9.119.437	9.542.430	10.682.762	12.127.891
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar		3.786	30.190	270.176
Diğer Dönen Varlıklar	870.914	10.359.841	1.163.564	3.278.748
Duran Varlıklar	773.962.337	785.757.359	957.858.139	1.110.774.236
Finansal Yatırımlar		823.865	823.865	947.968
Diğer Alacaklar	451.752	321.569	172.041	155.997
<i>Diğer Taraflar</i>	451.752	321.569	172.041	
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	11.728.210	15.999.450	18.837.000	21.674.535
Kullanım Hakkı Varlıkları				5.190.831
Maddi Duran Varlıklar	549.061.237	547.384.828	682.997.508	782.015.592
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	212.345.543	220.999.002	254.784.376	300.789.313
Peşin Ödenmiş Giderler			18.428	
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Duran Varlıklar	375.595	228.645	224.921	
TOPLAM VARLIKLAR	1.090.497.352	1.277.235.972	1.371.488.736	1.600.531.026
KAYNAKLAR	2021	2022	2023	2024/03
Kısa Vadeli Yükümlülükler	342.679.799	311.099.085	257.765.020	299.560.519
Kısa Vadeli Borçlanmalar	82.980.498	79.419.809	124.670.285	137.289.233
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısmı	116.290.170	97.556.687	54.261.709	51.471.280
<i>Diğer Finansal Yükümlülükler</i>	798.290	282.879	595.561	795.331
Ticari Borçlar	73.498.474	67.388.002	47.230.978	41.268.561
<i>Diğer Taraflar</i>	73.498.474	67.388.002	47.230.978	
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	5.444.866	7.452.417	11.380.232	17.494.477
Diğer Borçlar	90.477			376.356
<i>İlişkili Taraflar</i>	90.477			
Sözleşme Yükümlülükleri	37.678.463	51.214.733	4.828.845	31.238.118
Ertelenmiş Gelirler	1.400.667			
Kısa Vadeli Karşılıklar	1.426.281	2.874.337	11.375.627	17.005.096
<i>Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler</i>	23.071.613	4.910.221	3.421.783	2.622.067
Uzun Vadeli Yükümlülükler	353.885.400	280.507.322	259.952.049	314.408.998
Uzun Vadeli Borçlanmalar	175.548.817	114.065.353	80.129.251	77.386.359
Ticari Borçlar	688.115	418.894	254.225	254.225
<i>Diğer Taraflar</i>	688.115	418.894	254.225	
Diğer Borçlar	793.052	693.219	1.128.852	952.843
<i>İlişkili Taraflar</i>			466.492	290.483
<i>Diğer Taraflar</i>	793.052	693.219	662.360	662.360
Ertelenmiş Gelirler	18.075.033		1.677.374	1.073.757
Uzun Vadeli Karşılıklar	5.466.815	4.340.330	5.896.157	5.434.296
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	153.313.568	160.989.526	170.866.190	229.307.518

ÖZKAYNAKLAR	393.932.153	685.629.565	853.771.667	986.561.509
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	393.932.153	685.629.565	853.771.667	
Ödenmiş Sermaye	2.000.000	50.000.000	50.000.000	50.000.000
Sermaye Düzeltme Farkları	33.480.964	94.644.900	94.644.900	116.433.663
Kar veya Zararda Yen. Sınıflandırılmayacak Bir. Diğ. Kap. Gel. veya Gid.	148.189.251	1.163.186.996	246.900.416	286.055.395
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	1.129.213	22.476.415	22.667.033	26.081.509
Geçmiş Yıllar Karları	48.154.623	78.621.587	355.130.636	505.772.879
Net Dönem Karı	160.978.102	276.699.667	84.428.682	2.218.063
TOPLAM KAYNAKLAR	1.090.497.352	1.277.235.972	1.371.488.736	1.600.531.026

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Onur Yüksek Teknoloji A.Ş. Gelir Tablosu

TL	2021	2022	2023	2023/03	2024/03	Son 4Ç
Hasılat	495.786.212	605.251.535	589.328.891	133.287.286	152.738.783	608.780.388
Yıllık Değişim		22,1%	-2,6%		14,6%	
Satışların Maliyeti (-)	-221.994.308	-352.590.914	-340.275.900	-61.281.527	-55.707.154	-334.701.527
Yıllık Değişim		58,8%	-3,5%		-9,1%	
Brüt Kar/Zarar	273.791.904	252.660.621	249.052.991	72.005.759	97.031.629	274.078.861
Yıllık Değişim		-7,7%	-1,4%		34,8%	
Brüt Kar Marjı	55,2%	41,7%	42,3%	54,0%	63,5%	45,0%
Pazarlama Giderleri (-)	-3.036.927	-2.301.873	-3.223.706	-1.489.513	-3.097.670	-4.831.863
Genel Yönetim Giderleri (-)	-26.879.078	-29.798.996	-53.556.474	-14.535.391	-26.833.608	-65.854.691
Faaliyet Karı	243.875.899	220.559.752	192.272.811	55.980.855	67.100.351	203.392.307
Yıllık Değişim		-9,6%	-12,8%		19,9%	
Faaliyet Kar Marjı	49,2%	36,4%	32,6%	42,0%	43,9%	33,4%
Amortisman	14.875.445	23.338.486	23.683.922	2.912.968	5.761.627	26.532.581
FAVÖK1	258.751.344	243.898.238	215.956.733	58.893.823	72.861.978	229.924.888
Yıllık Değişim		-5,7%	-11,5%		23,7%	
FAVÖK1 Marjı	52,2%	40,3%	36,6%	44,2%	47,7%	37,8%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	56.291.688	130.489.823	70.099.333	60.217.885	31.562.920	41.444.368
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-47.837.750	-27.735.003	-65.114.919	-76.298.456	-3.985.809	7.197.728
Esas Faaliyet Karı	252.329.837	323.314.572	197.257.225	39.900.282	94.677.462	252.034.405
Yıllık Değişim		28,1%	-39,0%		137,3%	
FAVÖK2	267.205.282	346.653.058	220.941.147	42.813.250	100.439.089	278.566.986
Yıllık Değişim		29,7%	-36,3%		134,6%	
FAVÖK2 Marjı	53,9%	57,3%	37,5%	32,1%	65,8%	45,8%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	8.422.363	7.405.261	13.130.183	72.042	270.268	13.328.409
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-10.123	-1.293.407				
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	260.456.610	329.603.252	210.393.833	39.972.324	94.947.730	265.369.239
Finansman Giderleri (-)	-155.816.691	-101.483.128	-128.752.491	-12.357.728	-35.150.230	-151.544.993
Net Parasal Pozisyon Kazançları / (Kayıpları)	86.970.698	68.349.268	-35.399.700	-31.235.503	-25.531.021	-29.695.218
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı / (Zararı)	191.610.617	296.469.392	46.241.642	-3.620.907	-34.266.479	15.596.070
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir / (Gideri)	-30.632.515	-19.769.725	38.187.040	-14.745.271	-32.048.416	20.883.895
Dönem Vergi Gelir / (Gideri)	-196.337					
Ertelenmiş Vergi Gelir / (Gideri)	-30.436.178	-19.769.725	38.187.040	-14.745.271	-32.048.416	20.883.895
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı/ (Zararı)	160.978.102	276.699.667	84.428.682	-18.366.178	2.218.063	105.012.923
Dönem Karı / (Zararı)	160.978.102	276.699.667	84.428.682	-18.366.178	2.218.063	105.012.923

GES Tesislerinin Değerlemesi Değerlemesi

- Global Menkul, Onur Yüksek Teknoloji'nin GES Tesislerinin değerlemesinde indirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Çarpan metodunu kullanmış olup, İNA%60 ve Çarpan Analizi %40 ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.

Piyasa Çarpanları Analizi

- Şirket'in operasyonlarını ve finansal yapısını göz önünde bulundurarak, Çarpan Analizi kapsamında "FD/Satışlar" (Firma Değeri/Satışlar), "FD/FAVÖK" (Firma Değeri/Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kâr), "PD/DD" (Piyasa Değeri/Defter Değeri) ve "F/K"(Fiyat/Kazanç) çarpanlarına dayanmaktadır.

1.) Yurt İçi Çarpan Analizi

Enerji sektöründeki dinamikler dikkate alınarak, FD/Satışlar çarpanında 10,0x ve üzeri, FD/FAVÖK değerinde ise 20,0x üzerindeki çarpanlar uç değer olarak elimine edilmiş ve ortalama hesaplamasına dahil edilmemiştir.

Yurt İçi Benzer Şirketler			
Şirket		FD/FAVÖK	FD/Satışlar
HUNER	Hun Yenilenebilir Enerji	16,87	11,04
TATEN	Tatlıpınar Enerji Üretim	20,35	13,14
ESEN	Esenboğa Elektrik	26,77	8,85
KARYE	Kartal Yen. Enerji	29,97	13,22
AKFYE	Akfen Yen. Enerji	17,37	12,07
GWIND	Galata Wind Enerji	13,19	10,22
AYDEM	Aydem Enerji	12,5	8,20
Medyan		17,37	11,04
Ortalama		14,98	8,52

Şirket'in 2023 yılı gerçekleşen GES gelirleri ve FAVÖK verisini de içeren çarpan analizi özet tablosu aşağıdaki gibidir.

Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Değeri	USD
Net Satışlar	2.691.276
FAVÖK	1.874.656
FD/Satışlar	8,52
FD/FAVÖK	14,98
FD/Satışlar Çarpanının Göre GES Faaliyetleri	22.942.953
FD/FAVÖK Çarpanına GES Faaliyetleri	28.087.743
Ortalama	25.515.348

2.)Yurt Dışı Çarpan Analizi

Benzer şirket olarak yurt dışında halka açık ve yenilenebilir enerji şirketleri, özellikle güneş enerjisi santralleri olan şirketler göz önüne alınmıştır. Yurt içi benzer şirketler analizinde olduğu gibi ortalama

değerler kullanılmış olup, FD/Satışlar çarpanında 10,0x ve üzeri, FD/FAVÖK değerinde ise 20,0x üzerindeki çarpanlar uç değer olarak elimine edilmiştir.

Şirket'in 2023 yılı gerçekleşen GES gelirleri ve FAVÖK verisini de içeren çarpan analizi özet tablosu aşağıdaki gibidir.

Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Değeri	USD
Net Satışlar	2.691.276
FAVÖK	1.874.656
FD/Satışlar	5,48
FD/FAVÖK	11,60
FD/Satışlar Çarpanın Göre GES Faaliyetleri	14.740.714,00
FD/FAVÖK Çarpanına GES Faaliyetleri	21.754.531
Ortalama	18.247.623

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi

Şirket'in öngörülere, geçmiş performansı, makroekonomik tahminler gibi birçok varsayımsal parametreye dayanmaktadır. Söz konusu projeksiyonlar ileriye yönelik bir taahhüt anlamına gelmemekle beraber İNA yönteminde değerlemeye etki eden parametrelerin çokluğunun yanında değerlemeyi yapan uzmanın bakış açısına bağlı olarak ulaşılan değerler değişiklik gösterebilmektedir. OYT'nin GES tesislerinin İNA yöntemi ile değerlemesinde kullanılan ana varsayımlar aşağıdaki gibidir.

- Şirket'in mevcut kapasitesinin devamı haricinde yeni bir yatırımı olmayacağı varsayılmıştır.
- 2018 yılı başında devreye alınan santrallerin 2028 yılına kadar YEKDEM mekanizmasına dahil olması sebebiyle 10 yıllık YEKDEM süresi içerisinde YEKDEM fiyatından (0,133 USD) ve 2028 yılı ve sonrası PTF fiyatının kWh başı 0,12 USD olacağı ve 2028 sonrası yıllık %2 oranında elektrik fiyatının artış göstereceği varsayılmıştır. Söz konusu 2028 yılı PTF fiyatı tahmininde ABD Enerji Bilgi Yönetim İdaresi tahminleri, EU Trends to 2050 projeksiyonları, Uluslararası Enerji Ajansı'nın tahminleri incelenmiş ve Global Kurumsal Finansman Ekibi tarafından MWe başı 0,12 USD olacağı varsayılmıştır. Mevcut PTF'lerin 0,064 USD seviyesinde olduğu göz önünde bulundurulduğunda 2028 sonrası elektrik fiyat tahmininin iyimser olduğu kanaatindeyiz.
- Projeksiyon dönemi sonunda santralin hurda değerinin 1 MW GES yatırımı için ekipman maliyetlerinin %30'u olacağı kabul edilmiştir. Söz konusu hurda bedeli 2047 yılında ilgili AOSM kadar indirgenmiş ve nakit akışına eklenmiştir. Bununla beraber GES ekipmanlarının faydalı ömürleri göz önünde bulundurularak İNA'ya yenileme yatırımının eklenebileceğini düşünmekteyiz. Projeksiyon dönemi sonundaki hurda değerinin nakde dönme ihtimalinin zayıf olduğu göz önünde bulundurularak hurda değerinin nakit akımlarına dahil edilmemesi gerektiği kanaatindeyiz.
- Vergi oranının projeksiyon döneminde Şirket'in iletişim ve havacılık alanından kaynaklı vergi indirimleri de dikkate alınarak %10 olacağı varsayılmıştır.

- Şirket'in enerji tarafında temel faaliyetinin elektrik üretim ve satışı olması, ticari borç ve ticari alacak sürelerinin sabit ve kısa olması, stok gerektiren bir iş modeli olmaması nedeniyle işletme sermayesi ihtiyacı olmayacağı varsayılmıştır.
- Sistem kullanım bedeli, EPDK tarafından onaylanan ve 1 Ocak 2024 tarihinden itibaren uygulanmakta olan tarifeye göre hesaplanmıştır. Hesaplama 2024 yılı ortalaması için 35 USD/TL kur veri alınmış YEKDEM süresince 0,02106 USD/kWh ve YEKDEM sonrası dönem için 0,005 USD/kWh sistem kullanım bedeli hesaplanmış olup YEKDEM sonrasındaki giderin yaklaşık dörtte birine düşüşünün gerekçesi anlaşılamamıştır.
- Degradasyon oranı olarak, Şirket'in geçmiş dönem verileri ve benzer santrallerde kullanılan degradasyon oranı dikkate alınarak *40,5 olarak dikkate alınmıştır. Lisans katkı payı, güncel mevzuat dikkate alınarak 2028 ilk çeyrek döneme kadar alınmamış ve 2028 yılı ilk çeyrek sonrasında 415 olarak dikkate alınmıştır.
- Operasyon ve pazarlama giderleri, piyasada benzer santraller ve Şirket'in geçmiş yıl verileri dikkate alınarak, toplamda %2,5 olarak dikkate alınmıştır. Projeksiyon döneminde operasyonel giderler 2024 yılında itibaren yıllık %2 oranında (terminal değer kadar) artırılmıştır. Operasyonel gider, santrallerde çalışan beki ve tekniker maaşları ile temizlik giderleri ve diğer muhtelif giderlerden oluşmaktadır.
- Yapılan İNA analizi neticesinde Şirket'in mevcut enerji operasyonlarının değeri 15.983.540 USD olarak hesaplanmıştır.
- Şirket'in GES operasyonlarının değer tespiti çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi (İNA) ve Çarpan Analizi olmak üzere iki yöntemle değer tespiti yapılmıştır. Şirket'in yenilenebilir enerji teknolojileri değerlendirme çalışmasında, yurt içi benzer şirketler değerlendirilmiş olup örneklem sayısının az olmasından kaynaklı değerlemede dikkate alınmamıştır. Değerlemede Şirket'in GES operasyonlarının gelecek dönem nakit akımlarının öngörülebilirliğinin yüksek olduğu dikkate alınarak İNA yöntemine %60 ve Piyasa Çarpanları yöntemine %40 ağırlık verilmiştir.

GES Tesisleri Değerleme Sonucu(USD)	Firma Değeri	Ağırlık
İNA Analizine Göre GES Faaliyetleri	15.983.540	60%
Yurt İçi Çarpan Analizine Göre Ges Faaliyetleri	25.515.348	0%
Yurt Dışı Çarpan Analizine Göre Ges Faaliyetleri	18.247.623	40%
Ortalama	16.889.173	
OYT Kurulu Güç	11,45 MWp	
MWp Başı Firma Değeri	1.475.037	

İletişim ve Havacılık Değerlemesi

Global Menkul, Onur Yüksek Teknoloji'nin iletişim ve havacılık teknolojilerinin değerlendirilmesinde indirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Çarpan metodunu kullanmış olup, İNA %50 ve Çarpan Analizi %50 ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.

Piyasa Çarpanları Analizi

1.) Yurt İçi Çarpan Analizi

Faaliyet alanı ve finansal benzerliklerin dikkate alındığı yurt içi çarpan analizinde BIST Teknoloji şirketleri ile savunma sanayi şirketleri olan SDT Uzak ve Savunma Teknolojileri A.Ş. ve ASELSAN çarpanları kullanılmıştır. Genel olarak teknoloji ve savunma sanayi alanında değerlendirilen çarpanlarının diğer sektörlere göre yüksek olmasından kaynaklı olarak uç değerlerin eliminasyonunda F/K ve FD/FAVÖK çarpanları için x40 ve üstü değerler ile x5 altı değerler, FD/Satışlar ve PD/DD çarpanları için x10 ve üstü değerler ile x1 altı değerler uç değer olarak kabul edilmiştir. Değerleme çalışmasında uç değerler elimine edildikten sonra ortalama değerler kullanılmıştır.

Yurt İçi Benzer Şirketler					
Şirket	Piyasa Değeri(Mn TL)	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	FD/Satışlar
ARDYZ	7.966	14,87	7,91	12,78	9,10
ATATP	10.856	53,02	18,05	45,75	11,69
EDATA	3.807	19,29	8,83	49,62	4,42
ESCOM	4.104	9,81	6,66		6,307
FONET	5.040	64,85	21,34	75,69	26,34
FORTE	5.427	40,93	11,03	41,73	9,96
KFEIN	2.968	24,61	9,66	24,10	4,16
LINK	4.865	87,67	46,32	192,49	95,79
LOGO	9.430	18,19	6,57	15,06	4,03
MIATK	35.716	67,28	33,53	62,34	33,93
MTRKS	3.578	40,46	25,89	31,44	8,32
OBASE	2.616	48,12	11,11	147,81	9,31
PAPIL	4.359	35,58	16,79	575,19	76,07
PKART	2.616	151,25	16,02	32,11	1,79
SMART	1.730	37,02	12,75	18,88	14,29
SNKRN	377		6,94		44,46
VBTYZ	4771	39,95	15,72	56,08	3,16
ASELS	254.448	15,98	5,19	21,58	5,44
SDTTR	20155	50,56	23,48	70,64	25,71
Ortalama		23,92	7,400	22,28	5,97
Ortalama %15 İskontolu		20,33	6,29	18,94	5,07
Medyan		18,19	6,94	21,580	4,93

Uygulanan iskonto sonrasında yurt içi benzer FD/FAVÖK çarpanı 18,94x olarak dikkate alınmıştır.

Değerleme çalışmasında FD/FAVÖK çarpanı kullanılmış olup, değerlendirme özetini gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Değeri	USD
2023 Dönem FAVÖK	5.295.493
Yurt İçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı-%15 İskontolu	18,94
Ortalama	100.276.638

2.) Yurt İçi Çarpan Analizi

Yurt dışı benzer şirket tespitinde ağırlıklı olarak elektronik haberleşme ve savunma sanayi şirketleri dikkate alınmıştır. Yurt içi benzer şirketlerde olduğu gibi uç değerlerin eliminasyonunda F/K ve FD/FAVÖK çarpanları için x40 ve üstü değerler ile x5 altı değerler, FD/Satışlar ve PD/DD çarpanları için x10 ve üstü değerler ile x1 altı değerler uç değer olarak kabul edilmiştir. Değerleme çalışmasında uç değerler elimine edildikten sonra medyan değerler kullanılmıştır.

Değerleme çalışmasında FD/FAVÖK çarpanı kullanılmış olup, değerlendirme özetini gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Değeri	USD
2023 Dönem FAVÖK	5.295.493,00
Yurt Dışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı	17,52
Firma Değeri	92.770.425

3.) İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi

- Şirket'in iletişim ve havacılık faaliyetlerindeki gelirleri yüksek oranda döviz gelirlerinden oluşmakla birlikte, TL bazlı gelirleri de eskalasyona tabidir. Şirket'in 2020 yılında 9.630.716 USD olan iletişim ve havacılık gelirleri 2021-2022-2023 yıl sonunda sırasıyla 15,3 – 15,1 -17,2 milyon USD'ye ulaşmıştır. 2024 yılında %32, 2025'te %30, 2026'da %13 ve 2027'de %21 gelir büyümesi beklenmekte olup geçmiş 2 yıldaki büyüme oranları dikkate alındığında oldukça iyimser olduğu kanaatindeyiz.
- Şirket gelirlerinde artan ivmenin devam etmesi beklenmektedir. Söz konusu artışın gerekçeleri ana hatları ile aşağıdaki gibidir: Şirket'in mevcut ürün gruplarında yönetilen ürünlerin geliştirme faaliyetleri bitmiştir. Ürünler taktik sahada kanıtlamış ve son kullanıcıların güvenini kazanmış, sistemlerin yaygınlaştırılması ile ilgili projeler başlatılmıştır.
- Şirket'in sistemleri ilgili kullanıcıların kritik haberleşme ihtiyaçlarını karşıladığı için farklı ihtiyaçlara yönelik gerçekleştirilen projelerde de Şirket tarafından sağlanan sistemlerle entegrasyon talep edilmekte ve iş hacmi artmaktadır.
- Sahada yaygın olarak kullanılan sistemlerin garanti süreleri bitmekte ve tüm bu projeler için bakım destek sözleşmeleri imzalanarak iş hacmi artırılmaktadır.
- Artan kullanıcı ihtiyaçları çerçevesinde, daha önce teslim edilmiş olan bazı ürün grupları ve sistemlerde bakım destek süreçleri yerine, modernizasyon çalışmaları planlanmakta olup, söz konusu modernizasyon süreçlerinin satışlara olumlu etkisi olacağı değerlendirilmektedir.
- Savunma sanayindeki birinci seviye sistem entegratörleri (Aselsan, Havelsan, Tusaş vb.) Şirket'in yetkinlikleri ve stratejik iş birliği anlaşmaları çerçevesinde Şirket ürünlerini tercih etmektedir. Ek olarak son kullanıcılar da ürünlerin yetkinlikleri ve entegre lojistik destek ihtiyaçları kapsamında yeni projelerde Şirket'in ürünlerinin kullanımını teşvik etmektedir.
- İnsanlı sistemler özelinde gerek hava gerek deniz platformlarının çoğunda Şirket tarafından üretilen ses ve veri haberleşme sistemleri kullanılmaktadır. Türkiye'nin insansız sistemler konusundaki

atılımları ile paralel şekilde bu platformların satışları ile Şirket'in ürünlerinin de satış hacmi (hem Türkiye için hem de uluslararası pazarda) artmaktadır.

- Her iki ürün grubundaki sistemlerin siber güvenlik ihtiyaçları kapsamında, yeni ürünlerin geliştirilmesi için projeler imzalanmış olup geliştirilecek bu ürünlerin Şirket bünyesindeki üçüncü ürün grubunu oluşturması ve hasılatla olumlu etkisi olması planlanmaktadır.
- Şirket'in iletişim ve havacılık faaliyetlerinin değerlendirilmesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ve Çarpan Analizi Yöntemi eşit olarak ağırlıklandırılmış ve Şirket'in iletişim ve havacılık faaliyetlerinin adil firma değeri 102.015.018 USD olarak hesaplanmıştır.

İletişim ve Havacılık Değerleme Sonucu(USD)	Hesaplanan Firma Değeri	Ağırlık	Ağırlandırılmış Firma Değeri
Yurt İçi Çarpanlara Göre Firma Değeri	100.276.638	25%	25.069.159
Yurt Dışı Çarpanlara Göre Firma Değeri	92.770.425	25%	23.192.606
İNA Modeline Göre Firma Değeri	107.506.505	50%	100.276.638
Ağırlıklandırılmış Firma Değeri (USD)		100%	102.015.018

Halka Arz Değeri

Değerleme Sonucu			
	Hesaplanan Firma Değeri	Ağırlık	Değer
İNA Değeri, (USD,)	107.506.505	50,00%	53.753.253
Yurt İçi Çarpan Değeri(USD)	100.276.638	25,00%	25.069.159
Yurt Dışı Çarpan Değeri(USD)	92.770.425	25,00%	23.192.606
Ağırlıklı Şirket Değeri (\$)			102.015.018
GES'lerin Firma Değeri (USD)			16.889.173
GES'ler Dahil Toplam Firma Değeri(USD)			118.904.192
Net Borç Pozisyonu(USD)			-8.559.561
Şirket Özsermaye Değeri(USD)			110.344.631
19.03.2024 tarihli TCMB Döviz Satış Kuru			32,3372
Şirket Özsermaye Değeri(TL)			3.568.236.396
Halka Arz İskontosu			30,64%
İskontolu Özsermaye Değeri(USD)			76.535.036
İskontolu Özsermaye Değeri(TL)			2.474.928.764
İskontolu Pay Değeri			49,50

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA ve Çarpan Analizi eşit ağırlıklandırılmış olup %30,64 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 49,50 TL halka arz değeri tespit edilmiştir.

Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.

- İşbu raporun ilgili bölümlerinde yer verdiğimiz çekincelerimiz saklı kalmak kaydıyla Global Menkul'un İNA ve çarpan varsayımları dahilinde hesaplanan halka arz öncesi piyasa değeri ve bu değere uygulanan %30,64'lük iskontonun makul olduğu düşünülmektedir.
- Farklı İNA ve çarpan varsayımlarıyla farklı değerlere ulaşılabileceği göz önünde bulundurulmalıdır.

Halka arz piyasa değeri ve 31.12.2023 TMS 29 etkilerini içeren ve bütün gelir tablosu ve bilanço kalemlerini 31.12.2023 tarihine ilgili TÜFE katsayıları ile getiren mali verilere göre oluşan halka arz çarpanları aşağıda özetlenmiştir. Şirket değerlemelerinde sıkça kullanılan FD/FAVÖK çarpanı 12,63x seviyesinde hesaplanmaktadır. Şirket'in 31.03.2024 dönemine ait finansal tabloları izahnamenin ekinde yer almakta olup FTR'de yer almadığı için çarpan analizi 31.12.2023 tarihi mali veriler üzerinden yapılmıştır.

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2023/12	29,31
FD/FAVÖK 2023/12	12,63
PD/DD 2023/12	2,51

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2023/12	36,84
FD/FAVÖK 2023/12	12,63
PD/DD 2023/12	2,09