



ALTINAY SAVUNMA TEKNOLOJİLERİ

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analist Raporu

07.05.2024

İÇİNDEKİLER

AMAÇ.....	2
I. HALKA ARZ BİLGİLERİ.....	2
II. ŞİRKET FAALİYETLERİ HAKKINDA ÖZET BİLGİ.....	3
III. HALKA ARZ ÖNCESİ VE SONRASI ORTAKLIK YAPISI.....	5
IV. HALKA ARZ GEREKÇESİ VE HALK ARZ GELİRLERİNİN KULLANIMI.....	5
V. FİNANSAL TABLOLAR.....	5
VI. FİYAT TESPİT RAPORUNDA KULLANILAN DEĞERLEME YÖNTEMLERİ.....	6
VII. DEĞERLEME ÖZETİ.....	8
VIII. HALKA ARZ FİYATI HAKKINDA DEĞERLENDİRME VE SONUÇ.....	9

AMAÇ

İşbu rapor, Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ("TSKB")'nin Altınay Savunma Teknolojileri Anonim Şirketi için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla Dinamik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. Maddesine istinaden hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir.

Raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Bu raporda bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Dinamik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

I.HALKA ARZ BİLGİLERİ

Halka arz fiyatı 32,00 TL olarak belirlenirken, halka arz büyüklüğü 1.882.352.960 TL olarak hesaplanmaktadır. Halka arz edilecek paylar; 35.294.118 TL sermaye artırımını ve 23.529.412 TL ortak satışı olarak planlanmıştır. Talep toplama işlemi 8 – 9 – 10 Mayıs 2024 tarihleri arasında "Borsa Dışında Satış- Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Satış" yöntemi ile gerçekleştirilecektir. Şirket, Borsa İstanbul'da Yıldız Pazar'da işlem görecektir.

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Şirket	Altınay Savunma Teknolojileri Anonim Şirketi
Borsa Kodu	ALTNY
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	200.000.000 TL
Halka arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	235.294.118 TL
Halka Arz Miktarı ve Türü	Sermaye Artışı : 35.294.118 TL nominal
	Ortak Satışı : 23.529.412 TL nominal
	Toplam: 58.823.530 TL nominal
Halka Arz Büyüklüğü	1.882.352.960 TL
Halka Açıklık Oranı	%25,00
Halka Arz Fiyatı	32,00 TL
Halka Arz Tarihleri	8 - 9 - 10 Mayıs 2024
Halka Arz Talep Toplama Yöntemi	Borsa Dışında Satış - Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış
Borsada İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar
Tahsisatlar	Yurt İçi Bireysel Yatırımcı: 40.588.236 TL nominal (%69)
	Altınay Grubu Çalışanları: 588.235 TL nominal (%1)
	Yurt İçi Kurumsal Yatırımcı: 17.647.059 TL nominal (%30)

Taahhütler	Şirket: 1 yıl boyunca satmama, bedelli ve bedelsiz sermaye artırımını yapmama ve dolaşımdaki pay miktarını artırmama taahhüdü vermiştir,
	Ortaklar: 1 yıl boyunca Borsa'da satmama, dolaşımdaki pay miktarını artırmama, 180 gün boyunca başka yatırımcı hesaplarına virmanlamama veya Borsa'da özel emir ile ve/veya toptan satış işlemine konu etmeme taahhüdü vermişlerdir.

Kaynak: Altınay Halka Arz İzahnamesi

II.ŞİRKET FAALİYETLERİ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

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 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 ortaklıkları olan DASAL Havacılık Teknolojileri A.Ş. (DASAL) bünyesinde 81, TAAC Havacılık Teknolojileri Sanayi ve Ticaret A.Ş. (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 sağlanmaktadır.

Şirket'in ana faaliyetlerini kara, deniz ve hava platformlarına yönelik 5 temel faaliyet alanı olan hareket kontrol sistemleri, insansız sistemler, deniz sistemleri, silah sistemleri, mühimmat imha (DEMİL) ve kritik üretim sistemleri oluşturmaktadır. Şirket, faaliyet alanlarında milli kaynakları ve nitelikli iş gücünü temel alarak oluşturduğu yüksek katma değer ile başta Türk Silahlı Kuvvetleri olmak üzere Türkiye'de ihtiyaç duyulan teknolojileri hayata geçirmektedir.

1- Hareket Kontrol Sistemleri

a- Eyleyici Sistemler

b- Hareket Sistemler

Uydu Haberleşme Sistemi Stabilize Anten Pedestali

Yeni Nesil SATCOM Anten ve Pedastali

3 Eksen Stabilize Görüntüleme Gimbali Projesi

Servo Motor Sürücü Ailesi

c- Mast Sistemleri

Tank Masti

Hisar Hava Savunma Sistemi Masti

Anten Kurulum Mastları

d- Test Sistemleri

2- İnsansız Sistemler

a- İnsansız Kara Araçları

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

İnsansız Uçabilen Kara Aracı "Lemur"

b- İnsansız Hava Araçları

Tank/Zırhlı Araca Entegre Dron

Dron Avlayan Dron

c- Robot Sistemleri

Kaplan ve Ertuğrul Bomba imha Robot Kol Projesi

Kalıp Temizleme Robotu

3- Deniz Sistemleri

a- Denizüstü Platformları

Helikopter Yakalama ve Transfer Sistemi

NAZAR Lazer Taarruz Projesi - Stabilize Bakış Hattı Yönlendirme Sistemi

b- Denizaltı Platformları

Denizaltı Anten Yönlendirme Birimi (DALYAN)

4- Silah Sistemleri

2 Eksen Stabilize Silah Tareti

Pnömatik Salan Sistemi Geliştirme Projesi

5- Mühimmat İmha ve Kritik Üretim Sistemleri

TSK Mühimmat Ayırma Ayıklama Tesisi-1

TSK Mühimmat Ayırma Ayıklama Tesisi-2

TSK Mühimmat İslah, Geliştirme ve Yenileştirme Merkezi

Mühimmat Dilimleme Sistemi (ABD)

GATA Medikal Tasarım ve Üretim Uygulama ve Araştırma Merkezi Tesisi

Ex-Proof CNC Torna

Otomatik Yakıt Döküm Sistemi

Numune Hazırlama Atölyesi (57C)

Kanat, Kuyruk Test ve Kalibrasyon Sistemleri Projesi

III.HALKA ARZ ÖNCESİ VE SONRASI ORTAKLIK YAPISI

Halka arz sonucunda Şirket sermaye yapısının aşağıdaki tablodaki gibi olması planlanmaktadır.

Ortaklar	Grup	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		(TL)	(%)	(TL)	(%)
Hakan Altınay	A	54.000.000	27,00	55.049.316	2,95
	C	106.000.000	53,00	217.927.291	40,05
Letven Capital Girişim Sermayesi PY A.Ş., Milres Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	B	100	(%1'den Az)	100	(%1'den Az)
Letven Capital Girişim Sermayesi PY A.Ş., Milres Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	C	39.999.900	20,00	28.235.194	12,00
Halka Açık	C	-	-	96.336.345	25,00
TOPLAM		200.000.000	100,00	235.294.118	100,00

Kaynak: Altınay Halka Arz İzahnamesi

IV.HALKA ARZ GEREKÇESİ VE HALK ARZ GELİRLERİNİN KULLANIMI

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri	Kullanıma İlişkin Yüzdese Aralık
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
NET HALKA ARZ GELİRİ	1.078.116.194 TL

Kaynak: Altınay Halka Arz İzahnamesi

V.FİNANSAL TABLOLAR

Tablo 5: Bilanço

BİLANÇO (Mn TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Toplam Dönen Varlıklar	806	476	869
Nakit ve Nakit Benzerleri	556	41	90
Ticari Alacaklar	121	259	359
Stoklar	41	66	87
Diğer	88	111	333

Toplam Duran Varlıklar	734	1,081	1,652
Maddi Duran Varlıklar	25	148	411
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	680	894	1,08
Diğer	29	39	161
Toplam Varlıklar	1.540	1.557	2.521
KV Yükümlülükler	485	355	698
KV Finansal Borçlar	35	38	123
KV Ticari Borçlar	47	72	210
Diğer	404	245	364
UV Yükümlülükler	141	192	273
UV Finansal Borçlar	34	7	145
Diğer	107	185	128
Özkaynaklar	914	1010	1550
Ödenmiş Sermaye	50	56	200
Diğer	864	954	1,35
Toplam Kaynaklar	1.540	1.557	2.521

Kaynak: Altınay Fiyat Tespit Raporu

Tablo 6: Gelir Tablosu

GELİR TABLOSU			
(Mn TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Satışlar	263	589	1,185
Satışların Maliyeti (-)	-96	-288	-719
Brüt Kar	167	301	466
Faaliyet Giderleri (-)	-67	-70	-102
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir-Giderler (Net)	-45	-39	20
Esas Faaliyet Karı	55	191	384
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir-Giderler (Net)	0	13	1
Net Finansman Gelir-Giderler (Net)	9	-50	-128
Vergi Gideri (Geliri)	-41	-60	147
Diğer	5	-61	-68
Net Kar	28	33	335

Kaynak: Altınay Fiyat Tespit Raporu

VI.FİYAT TESPİT RAPORUNDA KULLANILAN DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında "Piyasa Çarpanları" ve "İndirgenmiş Nakit Akımları" yöntemleri kullanılmıştır.

VI.I PAZAR YAKLAŞIMI (ÇARPAN ANALİZİ)

ABD Doları	31.12.2023
FAVÖK	11.444.180
Net kar	10.483.317

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.

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
Medyan	17,13x	23,91x
Medyan-%25 İskonto Sonrası	12,85x	17,93x

Kaynak: Altınay Fiyat Tespit Raporu

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

Kaynak: Altınay Fiyat Tespit Raporu

Çarpan Analiz Özeti (bin ABD Doları)	FD/FAVÖK	F/K
Ağırlıklandırma	%50	%50
Firma Değeri	147.029,1	-
Net Borç		6.569,90
Özsermaye Değeri	140.459,2	187.992,1
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	164.225,60	

Kaynak: Altınay Fiyat Tespit Raporu

VI.II GELİR YAKLAŞIMI (İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI ANALİZİ)

Hazırlanan INA Analizinde 2024-2031 yılları için bir nakit akım projeksiyonu yapılmıştır. Bu çerçevede hesaplanan AOSM tablosu aşağıda verilmektedir.

Şirket'in iştirak gösterdiği üç şirket için (Altınay Savunma, DASAL, TAAC) için nakit akış oluşturuldu ve her bir şirket için firma değeri hesaplaması yapılmıştır. Şirketler'in her biri için gerçekleşmiş olan finansal borç tutarları firma değerinden çıkarılmış olup, Şirket'in iştirak ettiği oran ile çarpılarak Şirket'in özsermaye değeri hesaplanmıştır.

Şirketler 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.

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	bL	1,0	
Risksiz Getiri Oranı	rf	%8,03	20.09.2033 vadeli T.C. ABD Doları Eurobond'un son 6 ay getiri ortalaması
Piyasa Risk Primi	Rm-rf	%6,00	TSKB öngörüsü
Özsermaye Maliyeti	ke	%14,03	Rf+(Rm-rf)*bL
Borçlanma Maliyeti	Kd	%10,60	Uzun vadeli USD borçlanma maliyeti tahmini
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	Kd	%7,95	
AOSM		%12,80	

Kaynak: Altınay Fiyat Tespit Raporu

İNA Değerleme Özeti (bin ABD Doları)	Özsermaye Değeri	İştirak Oranı (%)	İştirak Oranı İtibarıyla Özsermaye Değeri
Altınay Savunma Teknolojileri A.Ş.	188.555,7	100	188.555,7
DASAL Havacılık Teknolojileri A.Ş.	212.152,1	51	108.197,6
TAAC Havacılık Teknolojileri San.ve Tic. A.Ş.	150.870,4	50	75.435,2
Toplam Özsermaye Değeri		372.188,5	

Kaynak: Altınay Fiyat Tespit Raporu

VII.DEĞERLEME ÖZETİ

Şirketin pay başına değerinin belirlenmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır:

- İndirgenmiş Nakit Akımları (%50)
- Piyasa Çarpanları Analizi (%50)

Değerleme Özeti (bin ABD Doları)	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
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		268.207,1	

Kaynak: Altınay Fiyat Tespit Raporu

Ödenmiş sermayesi 200.000.000 TL olan Şirket'in halka arz pay başına değeri 43,52TL olarak hesaplanmıştır. %26,48 halka arz iskontosu sonrasında ise pay başına değer 32,00TL olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Sonuçları (bin ABD Doları)	Ağırlık	Özkaynak Değeri
İndirgenmiş Nakit Akışı	%50	372.189
Çarpan Analizi	%50	164.226
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (bin ABD Doları)	%100	268.207
18.04.2024 Tarihli TCMB Alış Kuru		32,4551
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (bin TL)		8.704.687
Pay Adedi (milyon adet)		200
Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer		43,52
Halka Arz İskontosu		%26,48
Halka Arz Fiyatı		32,00

Kaynak: Altınay Fiyat Tespit Raporu

VIII. HALKA ARZ FİYATI HAKKINDA DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

- Altınay Savunma için TSKB tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nun oldukça açıklayıcı, yeterli ve kapsamlı olduğu görüşündeyiz.
- Raporda şirket ve sektör hakkında verilen bilgilerin yeterli olduğunu düşünüyoruz.
- Çarpan Analizi ve INA Analizi ile hesaplanan değerlerden, INA Analizine %50 Çarpan Analizine %50 ağırlık verilmesini ve bu şekilde hesaplanan değere uygulanan %26,48 oranındaki halka arz iskontosunun makul olduğunu düşünmekteyiz.
- Piyasa Çarpanları Analizi yönteminde FD/FAVÖK çarpanının kullanılmasının ve ilgili çarpanlar için belirlenen uç değerlerin elimine edilmesinin makul olduğu görüşündeyiz
- İndirgenmiş Nakit Akımı ile yapılan değerlemeyi makul olduğu görüşündeyiz.
- TSKB tarafından kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmalar dikkate alınarak yapılan incelemeler sonucunda, belirlenen 32,00 TL halka arz fiyatının makul olduğu görüşündeyiz.

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Dinamik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmış olup yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım Danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu raporda yer alan tüm veriler, Dinamik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan ve bu bilgilerin kullanılmasından doğabilecek zararlardan Dinamik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.