

ALTNY Analist Toplantısı Notu

Altınay Savunma Teknolojileri analist toplantısına katıldık.

Öne Çıkan Başlıklar

- Yönetim 2026 yılı için 101,1 milyon USD ciro hedefliyor; 2030 yılına kadar 220,6 milyon USD ciroya ulaşılması öngörülüyor.
- 2026'da marjların konjonktürel olarak toparlanmasını bekliyor; brüt marjın %40 üzerine, FAVÖK marjının %30'lara, FAVÖK tutarının ise 30–35 milyon USD'ye ulaşması hedefleniyor.
- Backlog 182 milyon USD seviyesinde olup Nisan 2026 itibarıyla yaklaşık 200 milyon USD'ye yükseldi; açık teklif havuzu ise 650 milyon USD'ye ulaşmış durumda.
- 2025 yılında yeni sözleşme temini 72 milyon USD'ye geriledi; yönetim bu düşüşün kaybolan iş değil, müşteri kaynaklı değişiklikler nedeniyle 2026'ya sarkan projelerden kaynaklandığını aktardı.

Operasyonel Görünüm

Altınay Savunma Grubu, üç temel şirket üzerinden faaliyetlerini sürdürmektedir. Ana şirket Altınay Savunma, hareket kontrol sistemleri, silah sistemleri, test sistemleri ve mühimmat sistemleri alanlarında üretim yapmaktadır. %100 bağlı ortaklık DASAL, döner ve sabit kanat İHA platformlarında uzmanlaşmıştır. %50 Altınay Savunma – %50 TUSAŞ ortaklığıyla kurulan TAAC ise HÜRJET ve KAAN platformları için uçuş kontrol eyleyicileri ve iniş takımı sistemleri üretmektedir. Yönetim, grup içi ciro dağılımının kabaca %40 Altınay Savunma, %40 TAAC ve %20 DASAL düzeyinde olduğunu aktarmış, ancak grup firmalarının birbirinin müşterisi olabilmesi nedeniyle bu oranların değişkenlik gösterebileceğini belirtmiştir.

Şirket iş modelini dört farklı kategori üzerinden tanımlamaktadır. **İlk kategori**, müşteri finansmanı ile yürütülen ve seri üretim aşamasına taşınmayan geliştirme işleridir. **İkinci kategori**, geliştirme ve seri üretimin birlikte yürütüldüğü projelerdir. **Üçüncüsü**, başkasının tasarladığı ürünün Altınay tarafından üretilmesini kapsayan OEM veya fason üretim kategorisidir; bu kalem 2025 yılı cirosunda %30–35 pay oluşturmuştur. **Dördüncüsü** ise Şirket'in kendi inisiyatifiyle geliştirdiği ürünlerden oluşan ve 2024 yılı sonunda kurulan ürün yönetimi ekibiyle birlikte büyümeye başlayan yeni bir ayaktır.

Altınay Savunma

Hisse Detayları

| Bloomberg Kodu | ALTNY TI |
|--------------------------|----------|
| Hisse Fiyatı (TL) | 16,38 |
| Fiili Dolaşım Oranı | 39,97% |
| Piyasa Değeri (mn TL) | 16.380 |
| Piyasa Değeri (mn \$) | 366 |
| BIST-100 Endeks Ağırlığı | 0,15% |
| BIST Tüm Endeks Ağırlığı | 0,11% |
| Yabancı Yatırımcı Oranı | 5,37% |
| Emeklilik Fonları Oranı | 6,44% |
| Yatırım Fonları Oranı | 16,32% |

Kaynak: Matriks, Finnet, PhillipCapital Araştırma

Fiyat ve piyasa değeri 21/04/2026 itibarıyla

Finansal Veriler

| (mn TL) | 4Ç24 | 4Ç25 | 12A24 | 12A25 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| Gelirler | 824 | 1.397 | 2.313 | 3.140 |
| Brüt Kâr | 445 | 253 | 1.183 | 993 |
| Brüt Kâr Marjı | 54,0% | 18,1% | 51,1% | 31,6% |
| FAVÖK | 367 | 196 | 928 | 736 |
| FAVÖK Marjı | 44,5% | 14,0% | 40,1% | 23,4% |
| Net Kâr | 237 | 82 | 398 | 163 |
| Net Kâr Marjı | 28,8% | 5,8% | 17,2% | 5,2% |
| Net Borç | -75 | 1.593 | -75 | 1.593 |

Piyasa Çarpanları

| | 2023 | 2024 | Son |
|----------|------|------|-------|
| F/K | - | 53,4 | 100,2 |
| PD/DD | - | 4,8 | 3,5 |
| FD/FAVÖK | - | 22,9 | 24,4 |

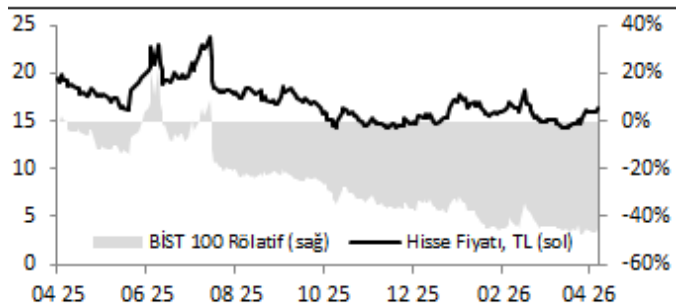
Kaynak: Şirket Verisi, PhillipCapital Araştırma

Ortaklık Yapısı

| Hisse Sayısı (milyon) | Oran | |
|-----------------------|--------------|-------|
| Hakan Altınay | 600 | 60,0% |
| Diğer | 400 | 40,0% |
| Toplam | 1.000 | |

Kaynak: Şirket Verisi

Hisse Fiyat Performansı



Kaynak: BİST, Finnet

| | 1a | 3a | 6a | 1y |
|---------------------|-------|--------|--------|--------|
| Nominal | 8,5% | 0,2% | 12,3% | -14,5% |
| Rölatif | -1,5% | -11,3% | -18,2% | -44,6% |
| Ort.İşl.Hacmi (mn₺) | 10,7 | 13,3 | 10,9 | 14,2 |

Kaynak: BİST, Finnet

Anıl Öztürk

anil.ozturk@phillip.com.tr

İş Grubu Bazında Ciro Kompozisyonu

| Ürün ve Çözümler | 2022 | | 2023 | | 2024 | | 2025 | |
|--------------------|------|-----|------|-----|------|-----|------|-----|
| Eyleyiciler | 7,39 | 40% | 14,2 | 35% | 18,9 | 35% | 14,5 | 18% |
| Uçuş Sistemleri | 8,85 | 48% | 23,7 | 59% | 31,4 | 58% | 31,6 | 40% |
| Platformlar | 1,76 | 9% | 1,8 | 5% | 2,9 | 5% | 25,7 | 32% |
| İnsansız Sistemler | 0,6 | 3% | 0,5 | 1% | 0,7 | 1% | 7,6 | 10% |

2025 yılında ciro kompozisyonu, Platformlar ve İnsansız Sistemler segmentlerinin payının birlikte %42 seviyesine ulaşmasıyla belirgin bir değişim sergilemiştir. Yönetim bu eğilimin 2030 yılına kadar süreceğini ve özellikle insansız sistemlerin payındaki artışın devam edeceğini öngörmektedir.

KAAN Programındaki Stratejik Konum

Yönetim, KAAN savaş uçağının en kritik alt-sistemlerinin %35'inin Altınay Grubu tarafından üstlenildiğini vurgulamıştır. Bu pay; iniş takımları, uçuş kontrol eyleyicileri ve silah sistemlerini kapsamaktadır. Savunma Sanayii Başkanlığı projeksiyonlarına göre toplam 200 adet KAAN üretimi planlanmakta olup, program tek başına önümüzdeki on yılın ana ciro motorlarından biri olma potansiyeli taşımaktadır. KAAN'dan atılacak tüm hava-hava ve hava-yer mühimmat sistemleri de Altınay Savunma tarafından üstlenilmiş durumdadır.

Öne Çıkan Projeler

- **BOTAŞ Sludge Temizleme Robotu.** Prototip çalışmaları tamamlanmış olup, Ankara tesisinde son denemeler gerçekleştirilecektir. Gelecek dönemde seri üretim geliri beklenmekte olup, proje savunma tecrübesinin sivil alana aktarılması açısından önemli bir referans niteliği taşımaktadır.
- **MİKON Kamikaze İHA.** Savunma Sanayii Başkanlığı iznine bağlı olarak isimleri açıklanmayan 4 ülkeye ihracat gerçekleştirilmiştir.
- **Sabit Kanat Gözcü İHA.** Yaklaşık 60 sistem, SSB izni gereği ismi açıklanmayan bir ülkeye ihraç edilmiştir. Şirket bu ürünle daha önce Afrika kıtasına da ihracat yapmıştır.
- **ALKARA Hava Savunma Drone.** 350 km/h hızda ve 10.000 feet altında hava tehditlerine karşı geliştirilen sistem için kalifikasyonun yıl ilk çeyreğinde tamamlanması beklenmektedir.
- **PUHU-C75 Ağır Sınıf Kargo İHA.** Yüksek irtifa görev bölgelerinde helikopter alternatifi olarak kullanılmaktadır.
- **PUHU-C100.** Bir sonraki nesil ağır sınıf kargo platformu olup, son kullanıcıyla ön gösteri önümüzdeki aylarda gerçekleştirilecektir.
- **Roketsan Roket Üretim Hattı.** Tamamen robotik yapıda olan hat, mevcut kapasiteyi on katına çıkarmakta olup devreye alınmıştır.

Finansal Görünüm

Gelir Tablosu Özeti

| (M USD) | 2023 | 2024 | 2025 | YoY |
|-----------------------|------|------|------|--------|
| Hasılat | 40,3 | 53,8 | 79,5 | 48% |
| Brüt Kâr | 15,8 | 27,5 | 25,1 | -9% |
| Brüt Marj | 39% | 51% | 32% | -19 pp |
| FAVÖK | 15,1 | 24,3 | 14,3 | -41% |
| FAVÖK Marjı | 37% | 45% | 18% | -27 pp |
| Vergi Öncesi Kâr | 8,7 | 22,4 | 7,1 | -68% |
| Ana Ortaklık Net Kârı | 13,7 | 14,9 | 4,1 | -72% |

2025 yılında hasılatla %48 seviyesindeki güçlü büyüme korunmuş olsa da, marj tarafında belirgin bir daralma gözlemlenmiştir. Yönetim, daralmanın üç temel dinamikten kaynaklandığını aktarmıştır.

• **Birincisi**, müşterinin kendi mühendislik çalışmasıyla geliştirdiği ürünleri Altınay'a ürettirdiği fason üretim işlerinin ciro içindeki ağırlığı 2025 yılında artmış olup, bu işlerin yapısal olarak düşük brüt marjla çalışması Şirket'in kârlılığını baskılamıştır. Yönetim, 2026 yılında Şirket'in kendi Ar-Ge çalışmalarıyla geliştirdiği ürünlerin seri üretime geçmesiyle birlikte ürün karmasının daha yüksek marjlı tarafa kayacağını öngörmektedir.

• **İkincisi**, TL bazlı maliyetlerde enflasyon-kur makasıdır. 2025 yılında kurdaki %20 seviyesindeki artışa karşın enflasyon %30 düzeyinde gerçekleşmiş olup TL maliyetler işletme giderleri üzerinde belirgin bir baskı oluşturmuştur.

• **Üçüncüsü**, finansman yapısındaki değişimdir. 2024 yılında halka arzdan elde edilen kaynağın yatırımlara yönlendirilmesi sırasında paralel bir finans geliri doğmuş ve bu kalem dönem kârına olumlu yansımıştır. Ancak söz konusu etki geçici nitelik taşıdığından 2025 yılında ortadan kalkmış, yatırım için kullanılan kaynağın finansman gideri dönemin kârına yansımıştır.

Toplam Ar-Ge harcaması 2024 yılında 11,0 milyon USD iken 2025 yılında %90 artışla 20,9 milyon USD seviyesine yükselmiştir. Bu tutarın 17,0 milyon USD'lik kısmı sözleşmeli Ar-Ge kapsamında maliyete yansımış olup, yönetim toplam Ar-Ge harcamalarının %81'inin satışa dönüşen maliyetlerden oluştuğunu teyit etmiştir.

2026 Beklentileri

Yönetim 2026 yılı için marj toparlanmasına yönelik öngörüler paylaşmıştır. Brüt marjın %32 seviyesinden %40'ın üzerine çıkması, FAVÖK marjının %18'den %30'lara dönmesi, FAVÖK tutarının 14,3 milyon USD'den 30-35 milyon USD'ye ulaşması ve net kâr marjının %9'dan %20'nin üzerine çıkması beklenmektedir.

2026 Yönetim Öngörülleri

| | 2025 | 2026T | Değişim |
|---------------|------|---------|-----------|
| Brüt Marj | 32% | 40% | +8 pp |
| FAVÖK Marjı | 18% | 30% | +12 pp |
| FAVÖK (M USD) | 14,3 | 30 - 35 | +%110-145 |
| Net Kâr Marjı | 9% | 20% | +11 pp |

Bilanço Özeti

| (M USD) | 2024 | 2025 |
|---------------------------|-------|-------|
| Toplam Aktifler | 193,9 | 225,5 |
| Özkaynaklar | 115,1 | 118,9 |
| Net İşletme Sermayesi | 43,2 | 26,7 |
| Finansal Borçlar | 22,9 | 44,6 |
| Nakit ve Nakit Benzerleri | 24,8 | 8,7 |
| Net Finansal Borç | -1,9 | +35,8 |

Net finansal borç pozisyonu, 2024 yıl sonundaki net nakit pozisyonundan 2025 yıl sonunda 35,8 milyon USD seviyesine yükselmiştir. Yönetim bu değişimi iki temel gerekçeye bağlamıştır. **İlk olarak**, 2024 yıl sonundaki net nakit pozisyonu geçici bir duruma işaret etmekteydi; halka arz kaynağının bir bölümü henüz yatırıma dönüştürülmemişti. **İkinci olarak**, 2025 yılında stok ve Ar-Ge tarafında yoğunlaşan yatırımlar nakit pozisyonunu baskılamıştır.

Backlog ve Sözleşme görünümü

| (M USD) | 2024 | 2025 | Nisan 2026 |
|------------------|-------|------|------------|
| Yıl Sonu Backlog | 195 | 182 | ~200,0 |
| Yeni Sözleşme | 155,3 | 72 | - |
| Ciro | 53,8 | 79,5 | - |

Yeni sözleşme temini 2025 yılında 72 milyon USD'ye gerileyerek yıllık bazda %54 oranında düşüş göstermiştir. Ancak yönetim bu düşüşün kalıcı bir momentum kaybına işaret etmediğini net bir şekilde vurgulamıştır; kaybolan bir iş bulunmamakta, yalnızca zamanlama kayması yaşanmıştır. 2025 yılında imzalanması öngörülen bazı projeler, müşteri taleplerindeki değişiklikler nedeniyle 2026 yılına ötelenmiştir. Bu değişikliklerin büyük bölümü, sahadan gelen güncel savaş doktrini gereksinimlerinden kaynaklanmıştır. 2026 yılı için 212,6 milyon USD seviyesinde hedeflenen yeni sözleşme büyüklüğünün iddialı görünmesinin arkasında, 2025 yılından kayan projelerin ve yılın normal akışındaki yeni işlerin aynı dönemde birikmiş olması yatmaktadır.

Backlog Projeksiyonu

| (M USD) | 2025 | 2026 | 2030 |
|------------------|-------|-------|-------|
| Yıl Sonu Backlog | 182,0 | 273,1 | 750,3 |
| Yeni Sözleşme | 72,0 | 212,6 | 514,1 |
| Ciro | 79,5 | 101,1 | 220,6 |

PhillipCapital Türkiye Görüşü

2025 yıl sonu itibarıyla backlog cironun 2,3 katı, açık teklif havuzu ise 8,2 katı seviyesindedir; bu iki gösterge, Şirket'in önümüzdeki yıllarda yüksek ciro büyümesini sürdürebileceğine sinyal olabilir.

Bununla birlikte, büyüme hikayesinin önümüzdeki dönemde sınanacağı alanın marj tarafı olacağı düşüncesindeyiz. 2025 yılında yaşanan daralma yapısal nitelik taşıyamamakla birlikte, 2026 yılında öngörülen toparlanmanın gerçekleşme hızı en kritik değişken konumundadır.

Şirketin 2026 beklentilerinde yer alan brüt marjın %32 seviyesinden %40 üzerine çıkması ve FAVÖK tutarının iki katına yaklaşması göz önünde bulundurulduğunda Mayıs sonunda yayınlanması beklenen 1Ç26 finansalları bu açıdan ilk önemli katalist olarak öne çıkmaktadır. Bununla birlikte, yönetim proje bazlı iş modeli nedeniyle çeyreklik rakamların dalgalanabileceğini ifade etmiş olup, tek çeyreğe dayalı değerlendirmenin sınırlılığı göz önünde bulundurulmalıdır. Benzer şekilde, yeni sözleşme temininin 2025 yılındaki 72 milyon USD seviyesinden 2026 yılı için öngörülen 212 milyon USD'ye sıçraması beklenmekte olup, bu hedefin gerçekleşme temposunu yakından takip edeceğiz.

Yasal Uyarı

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve analizler genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Tüm yorum ve tavsiyeler; öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişiklikler görülebilir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. Raporda yer alan bilgi ve veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından PhillipCapital hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, PhillipCapital ve tüm çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlara ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Sunulan yorum ve tavsiyelerin objektifliğini etkileyebilecek nitelikte bilinen herhangi bir ilişki ve koşul bulunmamakta olup, gerek Şirketimiz gerekse müşterileri arasında doğabilecek önemli çıkar çatışmalarına yol açmayacak şekilde hazırlanması için azami dikkat ve özen gösterilmiştir. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Bu raporun tümü veya bir kısmı PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.