



UZAY & SAVUNMA TEKNOLOJİLERİ

SDT Uzay ve Savunma Teknolojileri A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu

2 Aralık 2022



İçindekiler	Sayfa
• Kısaltmalar	3
• Raporun Amacı & Etik İlkeler	4
• Yönetici Özeti	6
• Temel Yatırım Unsurları	8
• Değerleme Özeti	11
• Şirket Profili	12
• Satışlar	16
• Finansal Analiz	22
• Değerleme Yöntemleri	28
• İndirgenmiş Nakit Akışı	29
• Piyasa Çarpanları	42
• Nihai Değer	45
• Sektör	46

KISALTMALAR

Kısaltma

A.B.D.	Amerika Birleşik Devletleri
A.D.	Anlamlı Değil
A.Ş.	Anonim Şirket
ABD Doları, Dolar, USD	Amerika Birleşik Devletleri'nin resmi para birimi
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
AR-GE	Araştırma ve Geliştirme
BİST	Borsa İstanbul
CRR	Sermaye Yeterlilik Oranı (Toplam Yatırım/Satış)
DME	Mesafe Ölçüm Cihazı (distance measuring equipment)
EBIT	Esas Faaliyet Karı
EBITDA	FAVÖK-Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar
ELINT	Elektronik İstihbarat (Electronic intelligence ve Signal intelligence)
EMI/EMC	Elektromanyetik Girişim / Elektromanyetik Uyumluluk
ESM	Elektronik Harp Destek Tedbirleri (Electronic Warfare Support Measures)
EV	Firma Değeri
EVA	Ekonomik Katma Değer
FVFM	Finansal Varlıkların Fiyatlaması Modeli
GSYH	Gayrisafi Yurt İçi Hasıla
ILS	Aletli İniş sistemi (Instrument landing system)
İNA	İndirgenmiş Nakim Akımları
Info Yatırım	Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
KDV	Katma Değer Vergisi
Kurul, SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
M.D.	Mevcut Değil
MSB	T.C. Milli Savunma Bakanlığı
ROA	Aktif Karlılık
ROE	Özkaynak Getirisi
SASAD	Savunma ve Havacılık Sanayii İmalatçılar Demeği
SIGINT	Sinyal İstihbaratı (Signal Intelligence, ELINT ve COMINT Sistemlerini kapsar)
SİPRI	Stockholm Barış Araştırmaları Enstitüsü
SMM	Satılan Malın Maliyeti
SSB	T.C. Savunma Sanayi Başkanlığı
Şirket, SDT	SDT Uzay ve Savunma Teknolojileri A.Ş.
Tamgör	Tamgör Elektronik Sanayi ve Ticaret Limited Şirketi
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	Türk Lirası
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı
YK	Yönetim Kurulu

RAPOR ÖZETİ

Raporun Amacı

Bu rapor, Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Info Yatırım) ile SDT Uzay ve Savunma Teknolojileri A.Ş. (Şirket) arasında 27 Eylül 2022 tarihinde imzalanmış olan halka arza aracılık sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerlerin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Etik İlkeler

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

Yapılan değerlendirme çalışması değerlendirme ilkeleri ve UDS standartlarına uygun olarak gerçekleştirilmiş, dürüst ve doğru bir şekilde yürütülmüştür.

Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.

Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamıştır.

Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görev kabul edilmemiştir. Değerleme projesi gizlilik içerisinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.

Müşteri ile imzalanan değerlendirme sözleşmesi kapsamında gerekli çalışma yapılmış, zamanında müşteriye teslim edilmiştir.

Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.

Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.

Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız ve objektif tavsiyelere bağlı değildir.

Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden, Finnet ve Bloomberg gibi data sağlayıcılar ile bağımsız denetim raporlarından elde edilen verilerden oluşmaktadır.

Sınırlayıcı Şartlar

Değerlememizde kullanılan veriler, Şirket adına Ram Bağımsız Denetim ve Danışmanlık Anonim Şirketi tarafından 2019-2020-2021 ve 2022/09 dönemleri için hazırlanan bağımsız denetim raporuna, kamuya açık olan kaynaklardan elde edilen bilgilere Bloomberg-Finnet-Rasyonet veri tabanına ve talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilere dayanmaktadır.

Info Yatırım değerlendirme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere Info Yatırım'a sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış, bu bilgilerin güvenilirliği ve doğruluğu teyit edilmemiştir.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği ve Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu gözlemlenmiş ve aykırı bir husus tespit edilmemiştir. Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup, güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Farklı tarihlerdeki finansal verilerle değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir. Tarafımızca Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki, vergisel ve finansal durum tespit çalışması yapılmamıştır.

Değerlemesi Yapılacak Varlık

Yapılan değerlendirme kapsamında Şirket paylarının tamamının değeri bulunarak 1 TL nominal değerli payın değeri hesaplanmıştır.

Değerleme Tarihi

Değerleme tarihi aynı zamanda rapor tarihi olan 2 Aralık 2022'dir.

Değerleme Para Birimi

Yapılan değerlendirme çalışmasında para birimi olarak Türk Lirası kullanılmıştır.

Değer Esası

Değerleme görevinin koşulları ve amacına uygun şekilde değer esası olarak Pazar Değeri kapsamında İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Piyasa Çarpanları dikkate alınmıştır.

Uluslararası değerlendirme standartları uyarınca Pazar Değeri, bir varlık ya da yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda, istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında, tarafların bilgili ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri muvazaasız bir işlem ile değerlendirme tarihi itibarıyla el değiştirmesinde kullanılması gerektiği görülen tahmini tutardır.

Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar Başlığının F Maddesinin 9. Maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelere uyduğumuzu, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Değerleme Uzmanına İlişkin Bilgiler

Hüseyin GÜLER, Genel Müdür Yardımcısı

Hüseyin Güler, 2006 yılında Marmara Üniversitesi Sermaye Piyasası ve Borsa Bölümünden mezun olup, 2010 yılında Marmara Üniversitesi'nde Sermaye Piyasası alanında yüksek lisans derecesine sahip olmuştur. 2005 – 2013 yılları arasında Turkish Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'de Kurumsal Finansman ve Araştırma departmanlarında görevler üstlenmiştir. 2005 yılından itibaren yapılan gerek lider olarak gerekse de konsorsiyum üyesi olarak girilen halka arzlarda aktif rol almış, şirket değerlemesi, halka arz, sermaye artırımına aracılık, pay alım teklifi projelerinde çeşitli görevler üstlenmiştir. Araştırma bölümünde günlük raporlamalara ek olarak dayanıklı tüketim, enerji, çimento, hava-ulaşım, gayrimenkul sektörlerine yönelik şirket değerlendirme ve sektör raporları da hazırlamıştır. Mart 2013 – Nisan 2019 dönemleri arasında A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'de kurumsal finansman müdürü olarak görev yapmış olan Hüseyin GÜLER, 9 şirketin halka arz projesi, 2 şirketin de özel sektör bono ihracı projelerinde görev almıştır. Bununla birlikte halka arz konsorsiyum üyelikleri, sermaye artırımı, pay alım teklifi ve ayrılma hakkı işlemlerine aracılık, marka ve şirket değerlemesi projelerini aktif olarak yürütmüştür. 2019 yılı Nisan ayından itibaren Info Yatırım'da kurumsal finansmandan sorumlu genel müdür yardımcısı olarak görev yapan Hüseyin Güler, Info Yatırım bünyesinde 11 şirketin halka arz projesi, 6 şirketin özel sektör bono ihracı, çeşitli şirketlerin sermaye artırımını, pay alım teklifi & ayrılma hakkı ve değerlendirme projelerini yürütmüş olup, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3, Türev Araçlar ve Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı'na sahiptir.

Temur KAYHAN, Kurumsal Finansman Departmanı Müdür

Boğaziçi Üniversitesi Matematik bölümünden 2007 yılında mezun olmuştur. 2010 yılında Bilgi Üniversitesinde finans masterını 2017 yılında Yeditepe Üniversitesinde finansal iktisat alanında doktorasını tamamlamıştır. İş hayatına 2007-2010 yılları arasında Kuveyttürk Katılım bankasında Hazine analisti olarak başlamıştır. Bu süre zarfında bankanın döviz pozisyonunun yönetilmesinde, türev ürünlerin fiyatlanmasında, geliştirilmesinde ve müşterilere uygun türev ürün çözümlerinin tespit edilmesinde görev almıştır. 2011 yılında bir aracı kurum olan Blzım Menkul Değerler A.Ş.'de kurumsal finansman ve araştırma departmanında sermaye piyasalarına adım atmıştır. Bu dönem zarfında çok sayıda halka arz, bedelli sermaye artışı, proje finansmanı ve due diligence projesinde yer almıştır. 2017 sonunda Bahreyn merkezli Investrade Portföy Yönetim A.Ş.'nin kuruluşu ve lisans alım sürecini yönetmiş ve kurucu portföy yöneticisi olarak çalışmaya başlamıştır. Toplamda 25 mn USD tutarındaki fonun yönetimini gerçekleştirmiştir. 2020 Aralık ayında Info Yatırım kurumsal finansman departmanında kurumsal finansman müdürü olarak çalışmaya başlamıştır.. 2021-2022 arası dönemde 10'dan fazla şirketin halka arzında görev almıştır. 15 yıllık finansal piyasalar tecrübesi bulunmaktadır.

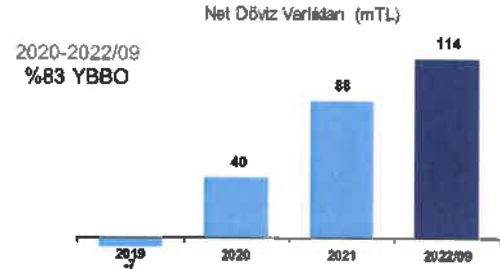
Yatırım Tezi

Grafik:1 Projelerdeki dönemselliği etkisi ile EBITDA marjlarında dalgalanma beklenirken 2022-2026 arası dönemde EBITDA YBBO'sunun %31 seviyesine ulaşması öngörülmektedir...



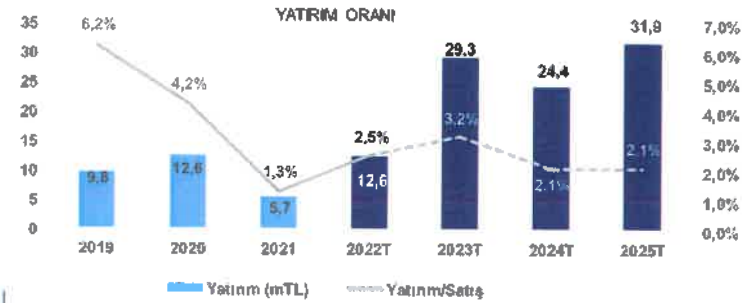
Kaynak: Şirket Tahminleri

Grafik:3 Şirket kurların yükseldiği bir dönemde önemli tutarda döviz varlığı tutmaktadır...



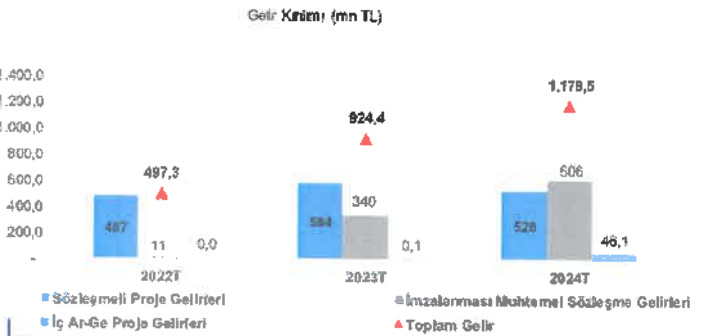
Kaynak: Şirket

Grafik:3 Yatırım harcamaları maddi duran varlık ve ürün geliştirme için yapılan Ar-Ge harcamalarından oluşurken yatırım/satış rasyosunun %2,1 bandına oturması beklenmektedir...



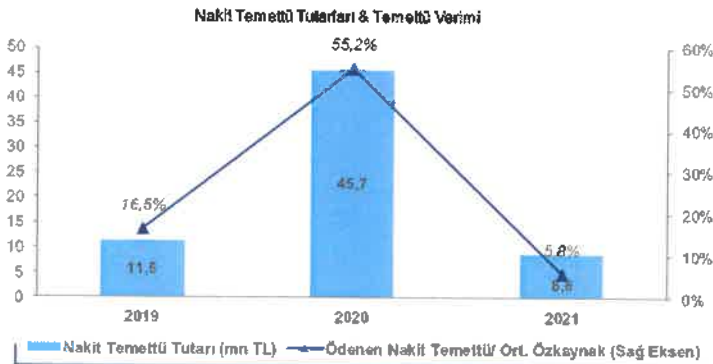
Kaynak: Şirket Tahminleri

Grafik:4 İç Ar-Ge projelerin 2023 yılından itibaren gelir üretmesi beklenirken 2024 itibari ile imzalanması kuvvetle muhtemel proje gelirlerinin sözleşmeli proje gelirlerini geçmesi beklenmektedir...



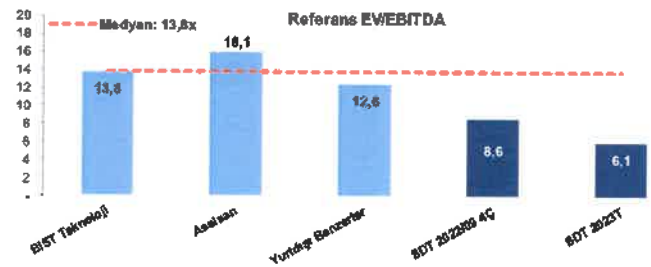
Kaynak: Şirket

Grafik:5 2019-2021 arası dağıtılan toplam temettü miktarı 66 m TL...



Kaynak: Şirket

Grafik: 6 Ulaşılan halka arz EV/EBITDA çarpanı referans değerlerin altındadır...



Kaynak: Bloomberg & Finnet

Temel Yatırım Unsurları

Şirket finansal güçlülük, büyüme beklentisi, özkaynakların verimli kullanımı, borçluluk ve getiril açısından önemli bir konumda yer alıyor

Savunma sanayiine yönelik projeler ön plana çıkmakta

Niş bir alanda geniş yelpazede ürün üretimi önemli bir hikaye

Geçmiş yıllarda yurtiçine satılan jammer projesinin gelecekte yurtdışı potansiyeli bulunmakta

Sektöre giriş bariyeri yüksek

Değerleme görüşü. Şirket, kamunun yatırım harcamalarının arttığı bir sektörde 2005 yılından bu yana önemli bir AR-GE kültürü ve birikimi oluşturmıştır. SDT, son 3 yılda yüksek EBITDA büyümesi, düşük finansal borçluluk, net nakit pozisyonu, her dönem sürdürülebilir karlılığın üretilmesi, özkaynakların verimli kullanımı (yüksek ROE) ve döviz fazlası ile sektörde ön plana çıkmaktadır. Şirket'in 2022/09'da aktiflerinin önemli bir kısmı nakit pozisyonundan oluşmaktadır. ARGE projelerinde 2028 yılına kadar vergi teşvikinin yanı sıra oldukça niş ve gelişmekte olan savunma sanayiine yönelik projelerin geliştirilmesi ve 2020 yılında Savunma Sanayii Başkanlığı'nca Şirket'in akredite kurum haline gelmiş olması güçlü bir yatırım hikayesine işaret etmektedir.

Stratejik bir sektörde faaliyet gösterilmesi. Şirket özellikle kamunun son yıllarda harcamalarının arttığı ve gelecekte hedef sektör olarak gördüğü savunma sanayiinde faaliyet göstermektedir. Savunma sanayii ürün ve hizmetleri niş bir alan olması sebebiyle savunma sanayii başkanlığına akredite belirli sayıda şirket sektörde yer almaktadır. SDT, 2020 yılında savunma sanayii başkanlığına akredite bir kurum olmuş olup bu dönem sonrası Şirket, savunma sanayii başkanlığına teminat mektubu yerine teminat senedi vermeye başlamıştır. Ayrıca Aselsan son dönemde Şirket'ten teminat mektubu taleplerini azaltmıştır. Son yıllarda kamunun birçok alanda harcamaları kısılrken savunma sanayiine aktarılan fonlarda önemli bir artış olmuştur. Ayrıca savunma sanayiinde yerleşme politikaları her geçen yıl artmaktadır. Savunma sanayii son derece stratejik ve uzmanlık isteyen bir alan olduğu için şirketlerin yetenekleri ve uzmanlıkları ön plana çıkmakta; daha önce çalışılan yerli ortaklara öncelik verilmektedir. Şirket'in projelerinin önemli bir kısmının kar marjı yüksek savunma sanayii kaynaklı olması bir avantaj olarak görülmektedir.

Sektörün rakip yapısı. Savunma sanayii sektöründe güçlü ve büyük firmalar ve görece küçük firmalar yer almakta olup Yönetim'in beyanına göre orta ölçekli şirket sayısı azdır. SDT, Yönetim'e göre orta ölçekli bir yapıda konumlanmış olması sebebiyle sektörde önemli bir boşluğu doldurmaktadır. Zira büyük firmaların küçük firmalarla entegre çalışabilmesi bazı durumlarda sorunlar yaratmaktadır.

Know-how birikimi. Şirket, 2005 yılından buyana ARGE'ye yatırım yapmaktadır. 2022/06 itibarıyla brüt maddi olmayan duran varlık yatırımı 27 m TL'nin üzerinde olup bu yatırımlara ek olarak her yıl ortalamada 10 m TL ARGE harcaması faaliyet giderlerinde kaydedilmektedir. SDT, sektörde önemli bir üretim şirketi olup sipariş-tasarım-üretim-test gibi tüm süreçleri tamamlayıp anahtar teslim proje üretebilmektedir.

Geniş ürün gamı. Şirket, radar elektronik harp sistemleri, hava muhabereleleri manevra aletleri, simülasyon sistemleri ve bilişim teknolojileri, görev sistemleri ve üretim programları olmak üzere geniş bir yelpazede ürün üretmektedir. Yönetim beyanına göre bu kadar niş bir alanda geniş yelpazede ürün üretebilecek tecrübenin olduğu şirket sayısı azdır.

Yüksek giriş bariyeri. Şirket'in 17 yılı aşkın sektörde faaliyet göstermesi ile oluşan AR-GE kültürüne ek olarak akredite kuruluşlar ve yerel/ulusal otoriteler tarafından belgelendirilmiş firmaya özgü sertifikasyonlar ve yetenekler, niş ve giriş bariyeri yüksek savunma sanayii için önem arz etmektedir.

Yakın ve Türkiye Cumhuriyetler güçlü potansiyel. Şirket, savunma alanında elde etmiş olduğu tecrübeyi uluslararası standartlara uygun AR-GE ürünlerine dönüştürmeyi ve bu ürünleri ulusal/uluslararası savunma sanayii firmalarına pazarlamayı hedeflemektedir. Özellikle savunma alanında geliştirilen ürünlerin Türkiye Cumhuriyetler, Ürdün, Azerbaycan ve Pakistan'da devlet desteği ile pazarlanma potansiyeli önemli bir yatırım hikayesi oluşturabilir.

Temel Yatırım Unsurları

**AR-GE projelerinin dost ülkelere
devlet desteği ile pazarlanması
önemli bir potansiyel**

2028 yılına kadar vergi teşviki

**2019-2022/09 döneminde EBITDA
YBBO %49,1**

**Kamunun savunma sanayii
harcamalarının ekonomik konjonktür
nedeniyle 2022 yılından 2023 yılına
sarkması ve yeni alınan projelerinin
etkisiyle 2023 yılında güçlü EBITDA
büyümesi beklenmekte**

Bakım gelirleri devamlılık anlamına gelmekte. Mevcutta alınmış olan projelerin devamı veya bakımı kapsamında yapılacak olan projelerde diğer firmalara göre rekabet avantajının sağlanabilmesi yeni donanım alımları kadar mevcut donanımların da bakım faaliyetlerinin artması ve bu konuda Şirket'in yetkinliğinin olması devamlılığı olan müşteri portföyü oluşturmaktadır.

Güçlü mali veriler ve vergi teşviki. Teknokent avantajları nedeniyle 2028 yılına kadar ARGE projelerinde vergi avantajı bulunmakta birlikte Şirket'in net nakit pozisyonunda olması gelecek dönem yatırımları için avantaj olarak görülmektedir. Bu durum Şirket için borçlanma kapasitesi anlamına gelmektedir. 2019-2022/09 dönemi incelendiğinde Şirket her dönem sürdürülebilir bir şekilde net dönem karı ürettiği gibi faaliyetler için büyük bir sabit kıymet yatırımına ihtiyaç duymamıştır. Yurtiçi ve yurtdışı projelerden alınan avanslar da işletme sermayesi açısından Şirket'i finanse etmektedir. Bu durumun doğal bir sonucu olarak Şirket son 3 yılda nakit temettü dağıtmış ve düşük finansal borçluluğa sahip bir konumda yer almıştır. Düşük borçluluğa ek olarak Şirket'in gelirlerinde %80-85 bandında döviz korele gelirlere karşın maliyetlerde döviz bazlı tutarın yaklaşık %50'lerde kalması kurların yükseldiği bir ortamda Şirket için bir avantaj yaratmaktadır. Şirket, 2022/09 itibarıyla 114 m TL net döviz varlığına sahiptir.

Güçlü projeler ve yurtdışı gelirler. 2019 yılında portföye giren yaklaşık 34 m dolarlık uçak durdurma projesinin Şirket bünyesinde yapılabilmesi önemli bir know how'a işaret etmektedir. İlgili UDS projesi 2022 yılında tamamlanacak olmakla birlikte Yönetim projesinin devamını beklemektedir. Yönetim UDS projesinin Amerika ve İsraililer tarafından yapılabilmesi iddiası etmektedir. Ayrıca 2022'de portföye giren Pakistan Acı projesi önemli bir ikame proje olmakla birlikte gelecekte Acı'nın Ürdün, Azerbaycan ve diğer ülkelere satılabilmesi için güçlü bir referans oluşacaktır. Yönetim'e göre Acı projesinin Amerika ve İsrail firmalarına rakip olacak şekilde Türkiye'den bir şirket tarafından üretilmesi güçlü bir kredibilite anlamına gelmektedir.

Büyüme beklentisi. Şirket, 2019-2022/09 döneminde yıllık bileşik %49,1'lik büyüme ile EBITDA üretme başarıları göstermiştir. Projelerin pey der pey devreye girmesi ile 2023 yılında 2022 yılına göre önemli bir EBITDA büyümesi beklenmektedir. Yüksek EBITDA büyümesine karşın Şirket'in önemli boyutta sabit kıymet ve işletme sermayesi yatırımı bulunmaması yüksek nakit akımı anlamına gelmektedir. Üretilen nakit ise yatırımcılar için değer maksimizasyonu ya da temettü potansiyeli barındırmaktadır.

INFO
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Sancaktepe Mahallesi Büyükdere Caddesi
Kat: 4 K: 7 D: 76 Kat: 4 K: 7 D: 76
Tic. Sic. No: 271100 Şişli / Beşiktaş / İstanbul
Tic. Sic. No: 271100 Şişli / Beşiktaş / İstanbul
Tic. Sic. No: 271100 Şişli / Beşiktaş / İstanbul

Riskler

İnsan kaynağının kaybedilmesi en büyük risk unsuru

İnsan kaynağı. Sektörün en büyük yatırımı ve gideri yetişmiş insan kaynağıdır. Bu minvalde planlanan yeni yazılım projeleri için yeterli yetkinliğe sahip insan kaynağının temin edilememesi ya da mevcut insan kaynağının kaybedilmesi nakit akış tahminleri için bir risk unsuru olarak görülmektedir.

Tekrarlanan gelirin az olması. Şirket büyük oranda ihalelerden gelir elde ederek hasılat oluşturmaktadır. İhalelerde ilgili projenin bakım hizmeti Şirket'e verilmiş olsa da tekrarlanan gelir seviyesinin mevcut durumda az olduğu dikkat çekmektedir. Alınan bir ihalenin yenilenmesi durumunda Şirket'in yeni ihalelerde ön planda olduğu Yönetim tarafından beyan edilmektedir. Yeni ihalelerin alınması sonrası bakım hizmetlerinin artacağı ve tekrarlanan gelirlerin gelecekte yükseleceği Yönetim tarafından öngörülmektedir.

Kamunu askeri harcamaları kısması önemli bir risk

Makroekonomik dalgalanma. Döviz kurlarında son dönemde yaşanan şoklar ve artan enflasyon tüketicinin ve kamunun satın alma gücünü aşağı yönlü baskılamaktadır. Ayrıca enflasyonla fiyatlama mekanizmalarının bozulması yeni yazılım ya da şirket satın alma yatırımları için belirsizlik yaratmaktadır.

Kamunun askeri harcamaları kısması. Sektörde en büyük ve nihai oyuncu kamu olduğu için kamunun askeri harcamaları kısması Şirket için en büyük risk olarak görülmektedir. Niş bir alan olması sebebiyle sektörde az sayıda müşteri bulunması da Şirket için müşteri yoğunlaşması anlamına gelmektedir.

Değerleme

Değerleme Özeti

Halka arz iskontosunu öncesi 2.039 m TL adli piyasa değeri elde edilirken halka arz iskontosu sonrası 1.600 m TL değere ulaşılmıştır

Gerek 2022 yılının sonuna gelinmiş olması gerekse imzalanması kuvvetle muhtemel projelerin etkisi kendini 2023 yılında göstermeye başlayacak olması nedeniyle 2023 sonu beklenen EBITDA verisine göre EV/EBITDA çarpanının göz önünde bulundurulmasını daha adil bulmaktayız.

Halka arz fiyatı ile belirlenen Şirket değeri, 2022 cari ve 2023'de beklenen EBITDA verilerine göre sırasıyla 8,6x ve 6,1x EV/EBITDA çarpanlarına işaret etmektedir

02.12.2022 Kapanışına Göre

Değerleme Özeti	Değer (mTL)	Ağırlık (%)	Pay Başlı Değer (TL)
Metodolojiler			
İNA	1.817	70%	36,33
BIST Teknoloji	2.558	30%	51,16
Yurtdışı Benzerler	2.785	0%	55,71
İskonto Öncesi Piyasa Değer (TL)	2.039	100%	40,78
Halka Arz İskontosu (%)	22%		
Halka Arz Piyasa Değeri	1.600		32,00
Değer Çarpanları		2022/09 4Ç	2023T
EV/EBITDA		8,6	6,1
F/K		9,9	N.A
EV/Net Satış		3,1	1,5
PD/DD		5,6	N.A

İNA Duyarlılık Analizi

Piyasa çarpanları ve İNA yaklaşımı için iyimser ve kötümser senaryolar simüle edilmeye çalışılmış; değerlerin oynaklığı ortaya konulmuştur. Baz senaryoda İNA değerinin yaklaşık %70,4'ü projeksiyon dönemindeki beklentilerden kaynaklanırken, İNA modeli iyimser ve kötümser senaryolarda 1.548-2.450 m TL bandında hareket etmektedir. Tüm değer senaryoları ise 1.206 m TL ve 2.510 m TL bandında hareket etmektedir.

Duyarlılık Analizi

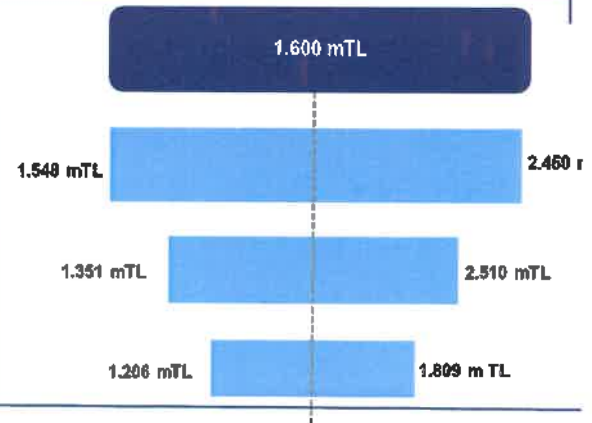
Firma Değeri Kırılımı



(1) İNA

(2) Yurtdışı Benzerler

(3) BIST Teknoloji



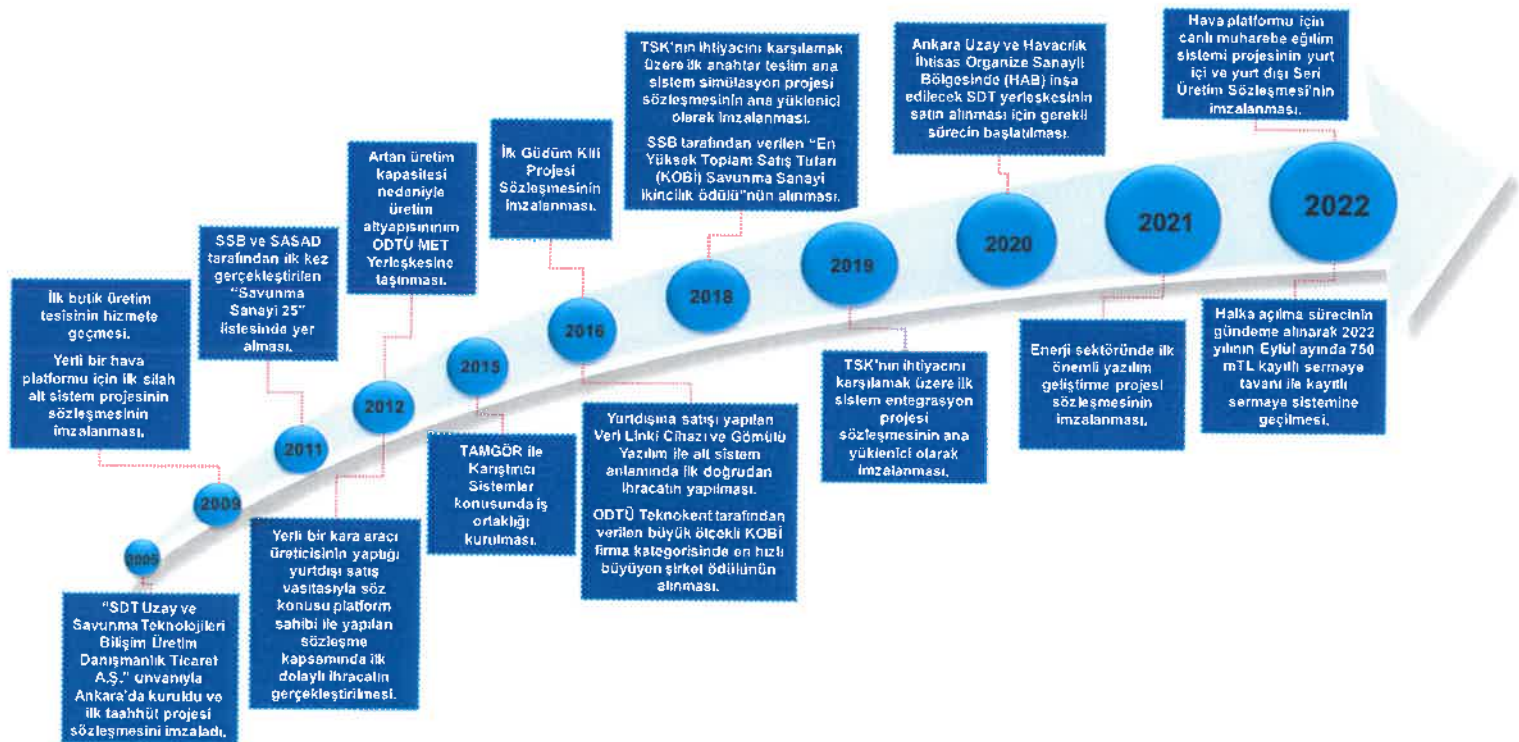
Şirket Profili

17 yıllık sektörel tecrübe

**Stratejik öneme sahip bir
sektörde, nitelikli iş gücü talep
eden ve yetiştiren, katma değerli
iş modeli**

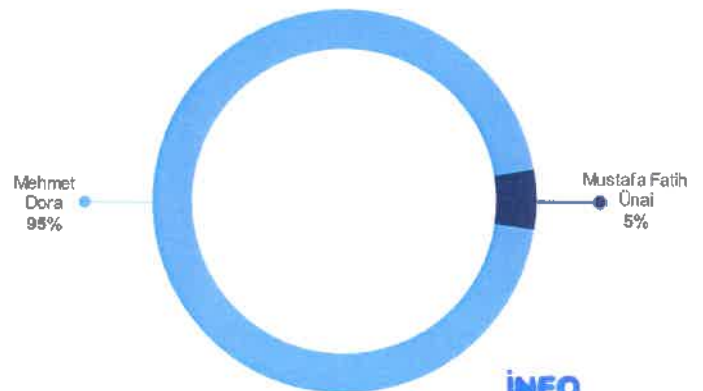
2005 yılında kuruldu. Şirket, “SDT Uzak ve Savunma Teknolojileri Bilişim Üretim Danışmanlık Ticaret A.Ş.” unvanıyla Şubat 2005’te Ankara’da kurulmuş olup Temmuz 2017’de ticaret unvanını şimdiki unvanı olan “SDT Uzak ve Savunma Teknolojileri A.Ş.” olarak değiştirmiştir. Şirket’in ana faaliyet konusu uzay ve savunma teknolojileriyle ilgili her türlü elektro teknik, elektronik, elektromekanik ve mekatronik mamullerin üretimi, ithalatı, ihracatı, dahill toptan ve perakende ticaret faaliyetlerinde bulunmak; uzay ve savunma teknolojileriyle ilgili her türlü bilgisayar, bilişim ve mekatronik mamullerin üretimi, ithalatı, ihracatı, dahill toptan ve perakende ticareti ile lisans-altı lisans verilmesi ve alınması faaliyetlerinde bulunmak; uzay ve savunma teknolojileriyle ilgili, bilişim, yazılım ve uygulama geliştirilmesi ve bunlarla ilgili AR-GE, danışmanlık, servis hizmetleri sağlamak ile uzay ve savunma teknolojileriyle ilgili bilişim alanında her türlü faaliyet göstermektir. Şirket’in mevcut durumda uzmanlık alanları itibarıyla faaliyet alanları: radar, elektronik harp ve haberleşme sistemleri, görev sistemleri, simülasyon sistemleri ve bilişim teknolojileri, üretim programlarından oluşmaktadır.

Ana ortak Mehmet Dora, Şirket'in 50.000.000 TL tutarındaki mevcut sermayesinin %95'lik kısmına karşılık gelen 47.500.000 TL nominal değerli paylar Mehmet Dora'ya, %5'lik kısmına karşılık gelen 2.500.000 TL nominal değerli paylar Mustafa Fatih Ünal'a aittir. 7.500.000 TL nominal değerli A grubu imtiyazlı payların tamamı Mehmet Dora'ya aittir.



Ortaklık Yapısı

Ortaklık Yapısı			
Ortaklar	Pay Grubu	Nominal, TL	Oran
Mehmet Dora	A	7.500.000	15,0%
	B	40.000.000	80,0%
Mustafa Fatih Ünal	B	2.500.000	5,0%
Toplam	A + B	50.000.000	100%



INFO
YATIRIM MENAUL DEĞERLER A.Ş.
Sarıyıldız Mh. Dr. Adnan Büyükdere Cd. Coseas
Plazası No:10 Kat: 7 D.16 Beşiktaş/İST
Tic. Sic. No: 270600 Fax: 0212 250 12 75
E-posta: Yatirim@ymd.com.tr
Tic. Sic. No: 270600 Fax: 0212 250 12 75
Tic. Sic. No: 270600 Fax: 0212 250 12 75

Şirket Profili

30.09.2022 itibarıyla 214 personel

Personelin önemli bir kısmı mühendis ve Ar-Ge personeline olmaktadır

Şirket personelinin %48'i 10 yıl üzeri iş tecrübesine sahip

Üç farklı ofiste, toplamda 4.538 m²'lik alanda faaliyet gösterilmekte

Şirket, kuruluşundan bu yana, toplamda 2,9 mn TL'lik bedelli, 47 mn TL'lik de bedelsiz sermaye artırımını gerçekleştirerek sermayesini güçlendirmiştir

Alanında uzman şirketlerle iş ortaklıkları kurularak sinerji oluşturulmuştur

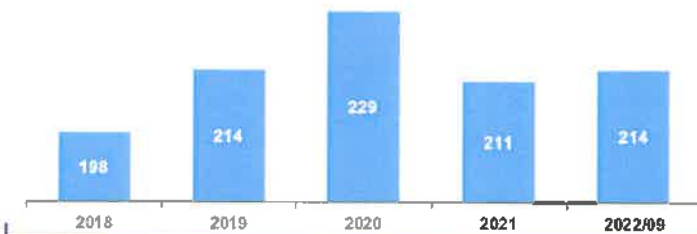
Personel sayısı. Şirket'in 2018 yılsonunda 198, 2019 yılsonunda 214, 2020 yılsonunda 229 olan personel sayısı, 2021 yılsonunda 211'e gerilerken 30.09.2022 döneminde 214'e yükselmiştir. Pandemi ile birlikte evden çalışma alternatifi ve yurt dışına beyin göçü gerçekleşmesi nedeniyle savunma sanayii de dahil birçok sektörde eksilen personelin yerine yenisinin bulunması zaman almaktadır. 30 Haziran 2022 tarihi sonu itibarıyla SDT personelinin yaklaşık %39'u mühendislik ve proje yönetimi, %29'u teknisyen, %12'si idari personel olarak çalışmaktadır. Personelin toplam iş tecrübesi incelendiğinde, toplam personelin %22,6'sı 5-10 yıl tecrübeli, %14,4'ü 10-15 yıl tecrübeli iken %11,5'i 25 yıl üzeri tecrübeye sahiptir.

Tesis bilgileri. Şirket, mevcut durumda faaliyetlerini, ikisi ODTÜ Teknokent'te ve biri ASO Teknopark'ta yer alan üç farklı kiralık ofiste, toplam 4.538 m²'lik kapalı alanda sürdürmektedir. 30.09.2022 itibarıyla toplam personelin 209 tanesi merkez ofis olan ODTÜ Teknokent merkez kampüste yer almaktadır. ODTÜ Teknokent Merkez Kampüs, yönetim ofisini de içinde barındırmakta olup Şirket bünyesindeki tüm mühendislik faaliyetlerine ve üretim faaliyetlerinin önemli bir kısmına ev sahipliği yapmaktadır. Artan iş hacmi paralelinde kapasite artırımı için Şirket, kendi yerleşkesini inşa etme kararı almış ve bu doğrultuda 2020 yılında Ankara Uzun ve Havacılık İhtisas Organize Sanayii Bölgesinde (HAB) 30.376 m²'lik arazi satın alınması için gerekli süreci başlatmıştır. Söz konusu arazide inşa edilecek ve Ar-Ge Merkezi statüsüne kavuşturulacak yaklaşık 28.000 m² kapalı alana sahip yeni yerleşkeyle, iş ortaklığı faaliyetlerinin yürütüldüğü ofisler de dahil olmak üzere, mevcut tüm yerleşkelerin tek çatı altında toplanması sağlanacaktır. İnşa edilecek yeni tesisin projesine başlanılmış, 28.09.2022 tarihinde inşaat ruhsatı alınmış olup yılın son çeyreğinde inşaatla başlanarak 2024 yılında taşınmanın gerçekleştirilmesi hedeflenmektedir.

Sermaye artırımları. Şirket, 2005 yılında 100.000 TL sermaye ile kurulmuş olup 2007 yılında tamamı nakden karşılanmak üzere 900.000 TL tutarında bedelli sermaye artırımını, 2014 yılında tamamı nakden karşılanmak üzere 2.000.000 TL tutarında bedelli sermaye artırımını, 2020 yılında tamamı geçmiş yıl karlarından karşılanmak üzere 7.000.000 TL tutarında bedelsiz sermaye artırımını, 2022 yılında tamamı geçmiş yıl karlarından karşılanmak üzere 40.000.000 TL tutarında bedelsiz sermaye artırımını gerçekleştirmiş ve yıllara sari sermayesini güçlendirmiştir.

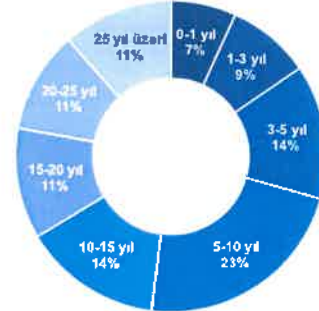
İş ortaklıkları. SDT, sahip olduğu mühendislik gücünden ve üretim altyapısından azami istifade etme amacı doğrultusunda 2015 yılında, radyo frekans karıştırıcı sistemler tasarlayan Tamgör firmasıyla bir iş ortaklığına gitmiştir. İş ortaklıklarında SDT; proje yönetimi ve kaliteden sorumlu, Tamgör; tasarımdan sorumlu paydaş olarak görev almış, üretim ve satın alma ise paydaşlar tarafından ortak olarak yürütülmektedir. Tamgör ve SDT'nin yarattığı sinerjiyle araç, sırt ve çanta tipli olmak üzere farklı ihtiyaçları karşılamak üzere geliştirilip üretilen 3.000'e yakın cihaz kullanıcılarına teslim edilmiş ve sahada başarıyla kullanılmış/kullanılmaktadır. Bunlara ek olarak Thales Italy SpA ile SDT, Devlet Hava Meydanları İşletmeleri Genel Müdürlüğü tarafından ihaleye çıkartılmış olan 8 adet ILS (instrument landing system)/DME (distance measuring equipment) Sistemi Temin ve Tesisi İşinin ifası ve bitirilmesi amacıyla 2016 yılında iş ortaklığı sözleşmesi imzalamıştır.

Personel Sayısı



Fiyat Tespit Raporunda yıl sonu personeli sayısı, Bağımsız Denetim Raporunda yıllık ortalama personel sayısı verilmiştir. Bu nedenle Fiyat Tespit Raporu ve Bağımsız Denetim Raporundaki personel sayıları farklılık gösterebilir.

Şirket Çalışanlarının Toplam İş Tecrübeleri



30.06.2022 itibarıyla

Tesis Bilgileri

Tesis Adı	ODTÜ Teknokent Merkez Kampüs	ODTÜ MET Şube	ODTÜ ASO Teknopark Şube
Toplam Alan (m ²)	3.506	690	342
Konumu	Çankaya / Ankara	Çankaya / Ankara	Sincan / Ankara
Kullanım Amacı	Şirket Merkez Ofisi - Yönetim Binası	Şube	Şube
Mülkiyet Durumu	Kira	Kira	Kira

Kaynak: Şirket

Sermaye Artırımı Tablosu

Artırım Öncesi Sermaye (TL)	Artırım Sonrası Sermaye (TL)	Bedelsiz Artırım (TL)	Bedelli Artırım (TL)	Kaynak	Tesdiği Tarihi
Kuruluş	100.000	-	-	Nakden	11.02.2005
100.000	1.000.000	-	900.000	Nakden	8.05.2007
1.000.000	3.000.000	-	2.000.000	Nakden	26.12.2014
3.000.000	10.000.000	7.000.000	-	Geçmiş Yıl Karları	01.04.2020
10.000.000	50.000.000	40.000.000	-	Geçmiş Yıl Karları	08.03.2022

Yönetim Kurulu

Mehmet Dora
YK Başkanı

- 1961 yılında Ankara'da doğan Dora, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi'nden 1984'te mezun olmuş ve DORMAK İhtalat İhracat Mümessillik ve Danışmanlık Tic. A.Ş.'yi, akabinde DORSAN Uzay ve Havacılık Savunma San. Taah. ve Tic. Ltd. Şti. ve DORSAY Teknik Lojistik ve Tic. A.Ş.'yi, 1993'te Amerika'da uçak ve helikopter parçalarını üreten orijinal üreticilerin worldwide stocking distribütörlüğünü yaptığı Aero Precision firmasını kurmuştur. 19 senede 190 çalışan ve 35+ ülkeye satışı olan, Amerika'da konusunda en önde bir marka haline gelen firma hisselerini 2012 yılında devretmiştir. 2005'te SDT'yi, 2013 ve 2014'te MDR Elektrik Üretim A.Ş. ve Mehmet Dora firmalarını kurmuştur.

Mehmet Fatih Ünal
YK Başkan Vekili

- 1965 yılında Niğde'de doğan Ünal, ODTÜ Elektrik-Elektronik Mühendisliği bölümünde lisans eğitimini tamamladıktan sonra, Türk Eğitim Vakfı (TEV) bursiyeri olarak gittiği ABD'deki Syracuse/NY Üniversitesinde aynı alanda 1989'da yüksek lisans programını tamamladı. İş hayatına, ODTÜ'deki lisans öğrenciliği sırasında yarı zamanlı olarak çalıştığı ASELSAN AR-GE bölümünde başlayan ÜNAL, ABD'deki yüksek lisans çalışmaları sırasında araştırma görevlisi olarak, yüksek lisans sonrasında Türkiye'ye dönerek Savunma sanayii/Savunma sanayii Müsteşarlığı'nda (SSM) çalışmaya başladı ve Uzman Yard., Uzman, Proje Koordinatörü ve Komuta Kontrol Sistemleri Şube Müdürü olarak toplamda 10 yıl görev aldı. 1999'da MİLSOFT Yazılım Teknolojileri A.Ş.'de 8 yıl çalışmış olup 2006'da SDT'de çalışmaya başlamıştır.

Beril Dora
YK Üyesi

- Chicago, Amerika'da Northwestern Üniversitesi İktisat ve politika bölümünden lisans derecesini 2013 yılında almış, lisans eğitiminin bir dönemini Paris'teki Sciences Po üniversitesinde tamamlamıştır. Londra'daki Imperial College Business School'da Yatırım ve Varlık Yönetimi yüksek lisans derecesini "Women in Finance" bursu ile "merit" kazanarak bitirmiştir. Çalışma hayatına 2013 senesinde Amerika'da J.P.Morgan Chase & Co. şirketinin yatırım bankasında başlayan Dora, çeşitli gayrimenkul ve yapılandırılmış finansman takımlarında 30 mn USD - 5 milyar USD hacminde kurumsal finansman alanında deneyim kazanmıştır. 2021'de Oryx Impact'de çalışmıştır. 2022'de İse Norma Finansal Teknoloji girişiminde çalışmaya başlamıştır. Profesyonel hayatının yanında üniversite öğrencilerine ve yeni başlayan girişimcilere mentorluk yapmaktadır.

Necip Yalçın Pehlivan Türk
Bağımsız YK Üyesi

- ODTÜ Metalurji ve Malzeme Mühendisliği bölümünden 1981 yılında lisans ve 1984 yılında da yüksek lisans derecelerini almıştır. Doktorasını ise New Mexico Technology University'de 1989 yılında tamamlanmıştır. 1989 yılında Roketsan mühendislik geliştirme biriminde baş mühendis olarak başladığı görevine, daha sonra sırasıyla teknoloji müdürü, programlar direktörü ve son olarak kurucusu olduğu tektik füze sistemleri grup başkanlığında grup başkanı ve genel müdür yardımcısı olarak görev yapmış ve Şubat 2020'de yaş haddinden emekli olmuştur. Pehlivan Türk, aynı zamanda MİTAS Endüstri Sanayi Ticaret A.Ş.'de stratejik planlamadan sorumlu yönetim kurulu üyesi olarak görev yapmaktadır.

Mehmet Veysel Yayan
Bağımsız YK Üyesi

- 1977'de Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi ve 1987 yılında İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi'nde lisans eğitimini tamamladıktan sonra, 1987'de İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi'nden doktorasını almıştır. Ayrıca, Michigan Üniversitesi'nden Kalkınma İktisadi ve Nüfus, Sussex Üniversitesi'nden İşgücü Piyasası ve Haber Alma Sistemi ve Japan International Cooperation Agency'den Kalkınma ve İstihdam Geliştirme alanlarında diplomaları bulunmaktadır. Çalışma hayatına 1976 yılında Ticaret Bakanlığı Dış Ticaret Müsteşarlığı'nda Raportör olarak göreve başlayan Yayan, Devlet Planlama Teşkilatı'nda, Savunma sanayii/Savunma sanayii Müsteşarlığı'nda, Türkiye Demir Çelik Üreticileri Derneği'nde orta ve üst düzey görevlerde bulunduktan sonra 2017'de Bilim, Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı Müsteşarlığına atanmıştır. Bunlara ek olarak İMSAD ve TOBB'da da görev alan Yayan, Türk Hava Kurumu Üniversitesi Mütevelli Heyeti üyeliği görevlerini sürdürmektedir.

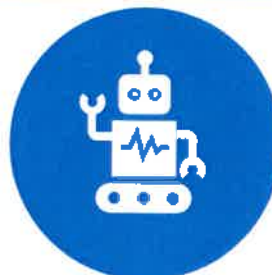
Sirket'in Ana Faaliyet Alanları



Radar, Elektronik Harp ve Haberleşme Sistemleri



Görev Sistemleri



Simülasyon Sistemleri ve Bilişim Teknolojileri



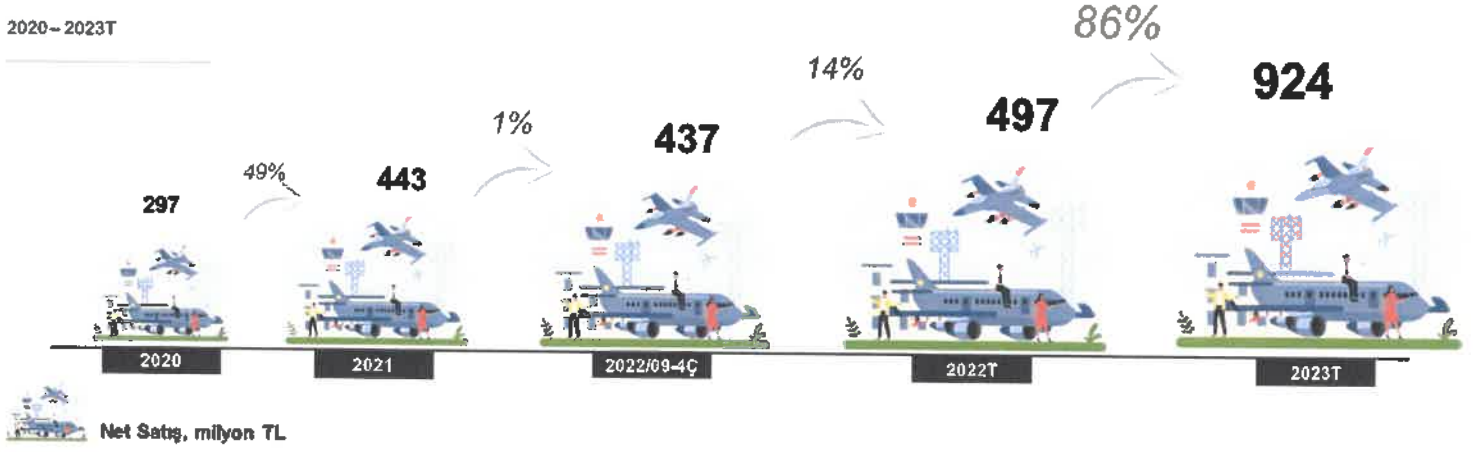
Üretim Programları

FAALİYET ÖZETİ

Ortaklar & Kuruluş & Mali Veriler	Faaliyet Alanları & Referanslar	Sektör
Ortaklar 96% Mehmet Dora 5% Mustafa Fatih Ünal 2005 yılında kuruldu Faaliyet Alanı: Savunma Sistemleri/Ürünleri Tasarım ve Üretimi 4.538 m ² toplam tesis alanı Merkaz: Çankaya / Ankara Çalışan Sayısı: 214	Faaliyet Alanları - Radar, Elektronik Harp ve Haberleşme Sistemleri - Görev Sistemleri - Simülasyon Sistemleri ve Bilişim Teknolojileri - Üretim Programları Referanslar - MİS Savunma Bakanlığı - Türk Silahlı Kuvvetleri - Savunma Sanayi Bakanlığı - ASELSAN - Havelsan - Roketsan - Tübitak - Türk Havacılık ve Uzay San. - Malezya Silahlı Kuvvetleri - Pakistan Hava Kuvvetleri - G. Kore ADD* - Libya Ulusal Ordusu - ASFAT - Agusta Westland - Leonardo Helicopters - BMC - FNSS Savunma Sistemleri - Kale Havacılık - Telespazio - Ayesaş - STM - G. Kore Hava Kuvvetleri 14	SİPRİ verilerine göre küresel bazda toplam savunma harcamaları, 2021'de reel olarak yıllık %0,7, nominal olarak %6,1 artarak 2.113 milyar USD'ye ulaştı. Böylelikle küresel savunma harcamaları, tarihinde ilk kez 2 trilyon USD'nin üzerine çıktı. SİPRİ verilerine göre 2021'de en büyük harcamayı yapan ilk beş ülke ABD, Çin, Hindistan, Birleşik Krallık ve Rusya olurken bu beş ülke, toplam harcamanın %62'sini oluşturdu. 2020'de dünya toplam GSYİH'inden %2,3 pay alan savunma sanayii sektörü, 2021'de %2,2'ye gerilemiştir. Savunma harcamalarının milli gelirden aldıkları paylar ülkeler özelinde incelenecek olursa ilk beş ülke %7,3 ile Umman, %6,7 ile Kuveyt, %6,6 ile Suudi Arabistan, %5,6 ile Cezayir, %5,3 ile Azerbaycan olurken Türkiye, %2,1 ile 46. sırada yer almıştır. 2021 yılında Türkiye'nin savunma harcamaları USD bazında yıllık %11,4 gerileyerek 15.479 mn USD'ye gerilerken TL bazında %11,5 artışla 136.864 mn TL'ye yükselmiştir. SASAD 2021 Faaliyet Raporu'na göre 2021 yılında Türkiye savunma sanayii, ciro bazında yıllık %14,7 artışla 10.168 mn USD gelir elde etmiş olup pandemi öncesi seviyelere dönmüştür.
Mali Veriler 2022/09 - 4Ç 2022T Net Satışlar 436,9 mTL 497,3 mTL EBITDA 157,2 mTL 129,2 mTL Özkaynak 288,0 mTL m.d. Aktifler 549,1 mTL m.d. Net Kar 161,5 mTL m.d.		Keynak: SİPRİ, SASAD * Agency for Defense Development

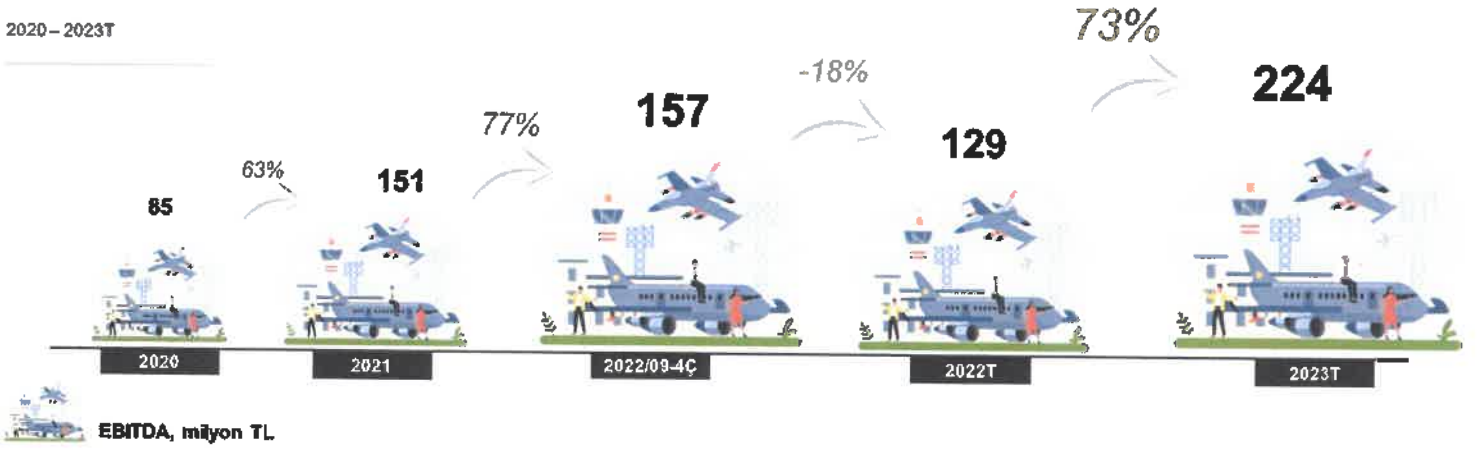
46% YBBO

2020 – 2023T



38% YBBO

2020 – 2023T



Sektör

Güvenlik ihtiyacı, birey ve toplum bazında kritik önem arz eden tam kamusal mallardandır

Covid 19 pandemisinde yaşanan ekonomik durgunluk döneminde bile küresel askeri harcamalar rekor seviyelere ulaşmıştır

Savunma sanayi sektörü. Güvenlik ihtiyacı, birey ve toplum hayatında önem arz etmektedir. Güvenlik gereksinimi, Maslow'un İhtiyaçlar Hiyerarşisinde fizyolojik ihtiyaçlardan sonra gelmektedir. Sosyal devlet ilkesi gereği devletlerin, ulus bütünlüğünü koruması ve ülke güvenliğini sağlaması gerekmektedir. Savunma sanayii, ülke güvenliği için gerekli görülen savunma araç-gereçlerinin üretimi ve hizmetlerin sunulmasıyla bağlantılı olarak genel kapsamda endüstriyel iş çevresini içine alan bir sektördür. Askeri teknolojilerdeki kayda değer ilerlemeler, modern savunma sanayiye geçiş hızlandırmıştır. Devletler savunma sanayiye silahlı kuvvetlerinin ihtiyaçlarını özgün tasarlanmış sistemler ile minimum maliyetle karşılayabilmenin yanı sıra bağımsız politikalar uygulayabilmek için desteklemektedirler.¹

Küresel bazda savunma sanayi sektörü. Stockholm Barış Araştırmaları Enstitüsü (SIPRI) verilerine göre küresel bazda toplam savunma harcamaları, 2021'de reel olarak yıllık %0,7, nominal olarak %6,1 artarak 2.113 milyar USD'ye ulaştı. Böylelikle küresel savunma harcamaları, tarihinde ilk kez 2 trilyon USD'nin üzerine çıktı. SIPRI verilerine göre 2021'de en büyük harcamayı yapan ilk beş ülke ABD, Çin, Hindistan, Birleşik Krallık ve Rusya olurken bu beş ülke, toplam harcamanın %62'sini oluşturdu. 2021'deki artış ile birlikte küresel savunma harcamalarının art arda arttığı yedinci yıl oldu.

Dünyanın En Çok Savunma Harcaması Yapan Ülkeleri (milyar USD)							
Ülke	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Pay'21
1. ABD	639,9	646,8	682,5	734,3	778,4	800,7	37,9%
2. Çin	198,5	210,4	232,5	240,3	258,0	293,4	13,9%
3. Hindistan	56,6	64,6	66,3	71,5	72,9	76,6	3,6%
4. Birleşik Krallık	53,3	51,6	55,7	56,9	60,7	68,4	3,2%
5. Rusya	69,2	66,9	61,6	65,2	61,7	65,9	3,1%
18. Türkiye	17,8	17,8	19,6	20,4	17,5	15,5	0,7%
Dünya Toplam	1.786,9	1.810,2	1.859,0	1.932,1	1.992,2	2.113,3	100,0%
Yıllık Değişim		1,3%	2,7%	3,9%	3,1%	6,1%	

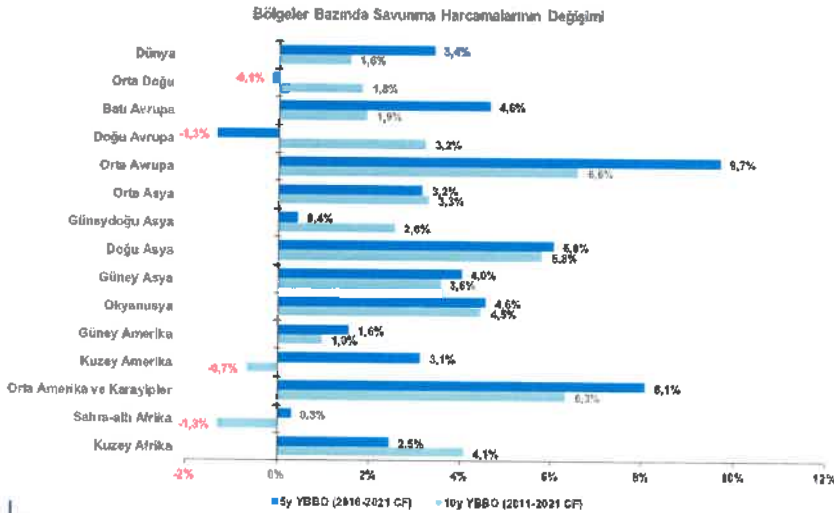
Kaynak: SIPRI Military Expenditure Database 2021, Info Yatırım

2021'de 2,1 trilyon USD'lik savunma harcamalarının %41,8'i Amerika'da, %27,7'si Asya & Okyanusya'da, %19,8'i, Avrupa'da gerçekleşmiştir.



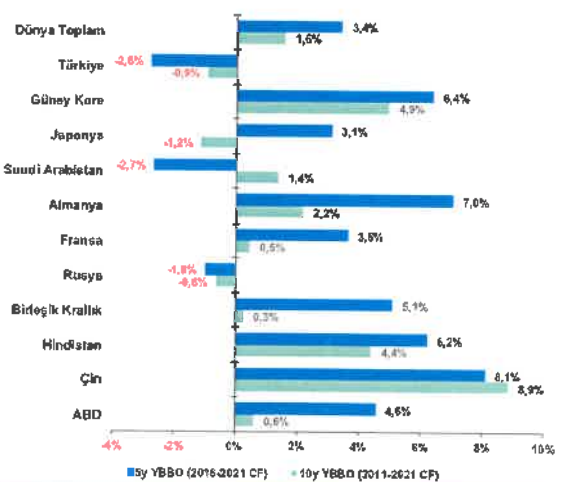
Kaynak: SIPRI Military Expenditure Database 2021, Info Yatırım
2021 verisi cari fiyatlarla açıklanan veridir.

Bölgesel bazda savunma harcamalarının (USD bazlı) 5 ve 10 yıllık bileşik büyüme oranlarını (YBBO) analiz ettiğimizde, son beş (2016-2021) ve on yılda (2011-2021) savunma harcamalarının en çok büyüme gösterdiği bölge, sırasıyla %6,6 ve %9,7 ile Orta Avrupa olmuştur. Dünya ortalamasında ise 5 yıllık YBBO %3,4, 10 yıllık YBBO %1,6 oranında gerçekleşmiştir.



Kaynak: SIPRI Military Expenditure Database 2021, Info Yatırım
Erişim: 15.09.2022, CF: Cari Fiyatlarla

Ülkeler Bazında Savunma Harcamalarının Değişimi



¹ Eren, H., Kılıç, A. (2013), Örgütlerde Yenilikçilik Ortamı ve Özel Bir Sektör Olarak Savunma sanayinde Durum, S:3

Sektör

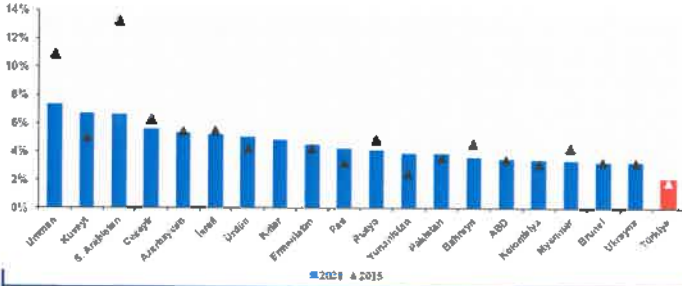
Yıllara sarı ülkelerin savunma harcamalarının milli hasılaya oranları incelendiğinde, milli hasıllarındaki artışla birlikte savunma harcamalarının da artış gösterdiği görülmektedir. Buna göre savunma harcamalarının ülke ekonomilerine pozitif yönlü bir çarpan etkisi yarattığı söylenebilir.

Savunma harcamalarının milli gelirdeki payı. Savunma harcamalarının büyüklüğünün belirlenmesinde en çok kullanılan ölçüt, savunma yükü olarak adlandırılan, ülkenin savunma harcamasının, toplam milli hasıllarına oranıdır. 2020'de dünya toplam GSYH'sinden %2,3 pay alan savunma sanayli sektörü, 2021'de %2,2'ye gerilemiştir. Savunma harcamalarının milli gelirden aldığı paylar ülkeler özelinde incelenecek olursa ilk beş ülke %7,3 ile Umman, %6,7 ile Kuveyt, %6,6 ile Suudi Arabistan, %5,6 ile Cezayir, %5,3 ile Azerbaycan olurken Türkiye, %2,1 ile 46. sırada yer almıştır. Kamu harcamalarından ise en fazla payı %30 ile Belarus ilk sırada, %21,7 ile Katar ikinci sırada, %20,6 ile Umman üçüncü sırada yer alırken Türkiye'nin payı %6,3 seviyesindedir.

Kişi başına düşen savunma harcaması. 2021 yılında kişi başına düşen savunma harcaması incelendiğinde, ilk sırayı 3.955 USD ile Katar, ikinci sırayı 2.769 USD ile İsrail, üçüncü sırayı 2.405 USD ile ABD almaktadır. Türkiye ise 182 USD ile 57. Sırada yer almaktadır. 2015 yılında Türkiye'de kişi başına savunma harcaması 200 USD, 2019 yılında 245 USD, 2020 yılında 207 USD iken döviz kurlarındaki fahiş artışlar nedeniyle 2021'de 182 USD'ye gerilemiştir.

Savunma harcamalarının GSYH'den en çok pay aldığı ülke %7,3 ile Umman olurken Türkiye, %2,1 ile 46. sırada yer aldı.

Savunma Harcamalarının GSYH İçindeki Payı



Sektör

2017 yılı savunma harcamalarına göre dünya sıralamasında 15., 2020 yılında 16. sırada olan Türkiye, 2021 yılında 18. sıraya gerilemiştir

2021 yılında Türk Savunma ve Havacılık Sanayii cirosu yıllık %15 artışla 10.159 mn USD olarak gerçekleşti

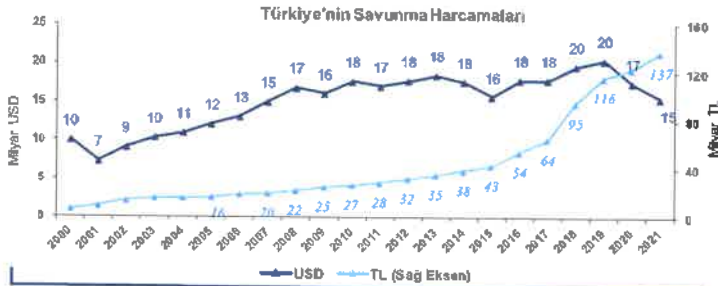
Türkiye'nin jeopolitik konumu, savunma harcamalarının sürekliliğine işaret etmektedir

Türkiye'nin dünyadaki yeri. SIPRI'nin 2021 verilerine göre Türkiye'nin savunma harcamalarının son 21 yıldaki yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) TL bazlı %15,8, USD bazlı %2,1 olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılında Türkiye'nin savunma harcamaları USD bazında yıllık %11,4 gerileyerek 15.479 mn USD'ye gerilerken TL bazında %11,5 artışla 136.864 mn TL'ye yükselmiştir. Özellikle Dolar/TL kurundaki fahiş artışlar, USD cinsinden savunma harcamalarını aşağı çekmiştir.

Türkiye'de savunma sanayii. Savunma ve Havacılık Sanayii İmalatçıları Derneği (SASAD) 2021 Faaliyet Raporu'na göre 2021 yılında Türkiye savunma sanayii, ciro bazında yıllık %14,7 artışla 10.159 mn USD gelir elde etmiş olup pandemi öncesi seviyelere dönmüştür. Sektör performans verilerinde ciro, yurt dışı satış gelirleri, ürün ve teknoloji geliştirme harcamaları ve alınan yeni siparişlerde önemli bir pozitif gelişmeler olduğu ve sektörün çok iyi bir yıl geçirdiği görülmektedir. Aynı şekilde kişi başı ciro ve kişi başı yurt dışı satış gelirlerinde de yukarı yönlü bir ivme görülmektedir. Yalnızca ithalat ve istihdamda çok küçük bir miktar azalma görülse de genel olarak pozitif bir tablo karşımıza çıkmaktadır. Toplamda 3,2 milyon USD ihracat gerçekleştiren sektör, 2,6 milyar USD ithalat gerçekleştirdi.

Türkiye'de savunma harcamalarının milli gelirden aldığı pay. Türkiye'de savunma harcamalarının önemli bir yer tutmasının başlıca nedenlerinden birisi de jeopolitik konumudur. Soğuk savaşın sonlanmasından itibaren çoğunlukla NATO ülkelerinde savunma harcamalarında azalmalar meydana gelirken, Türkiye'de benzer durum söz konusu olmamıştır. 2021 yılında Türkiye'de savunma harcamaları milli gelirden %2,1, kamu harcamalarından da %6,3'lük bir pay almıştır. Son 21 yılda (2000/21) Türkiye'de savunma harcamaları milli gelirden ortalama %2,5, kamu harcamalarından da %6,9 pay almıştır. Savunma ve Havacılık Sanayii İmalatçıları Derneği (SASAD) 2021 Faaliyet Raporu'na göre 2021 yılında Türkiye savunma sanayii, ciro bazında yıllık %14,7 artışla 10.159 mn USD gelir elde etmiş olup pandemi öncesi seviyelere dönmüştür. Sektör performans verilerinde ciro, yurt dışı satış gelirleri, ürün ve teknoloji geliştirme harcamaları ve alınan yeni siparişlerde önemli bir pozitif gelişmeler olduğu ve sektörün çok iyi bir yıl geçirdiği görülmektedir. Yalnızca ithalat ve istihdamda çok küçük bir miktar azalma görülse de genel olarak pozitif bir tablo karşımıza çıkmaktadır. Toplamda 3,2 milyon USD ihracat gerçekleştiren sektör, 2,6 milyar USD ithalat gerçekleştirdi.

Son yıllarda Dolar/TL paritesinde yaşanan sert volatilitte nedeniyle dolar bazlı savunma harcamaları da volatil bir seyir izlemiştir. TL bazlı analiz edildiğinde ise yükseliş trendinin hakim olduğu bariz görülmektedir.



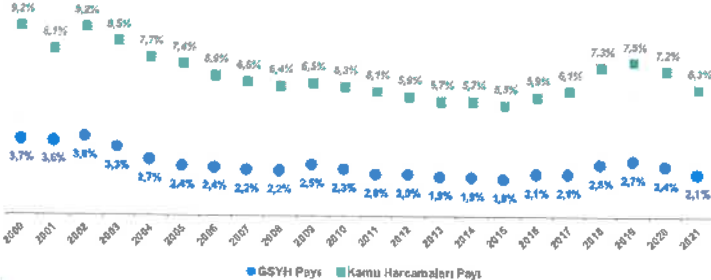
Kaynak: SIPRI Military Expenditure Database 2021, Info Yatırım

Türk Savunma ve Havacılık Sanayii

milyon USD	2017	2018	2019	2020	2021
Ciro	6.693	8.761	10.884	8.856	10.159
Yurt Dışı Satış Geliri	1.824	2.188	3.069	2.266	3.225
İthalat	1.544	2.449	3.088	2.161	2.062
Ar-Ge Harcamaları	1.237	1.448	1.672	1.241	1.640
İstihdam, Kişi	44.740	67.239	73.771	77.566	75.660

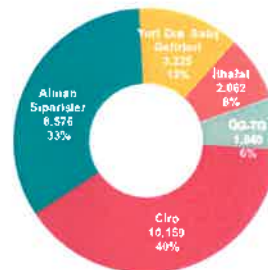
Kaynak: SASAD Performans Raporu, 2021

Türkiye'de Savunma Harcamalarının GSYH ve Hükümet Harcamalarından Aldığı Pay

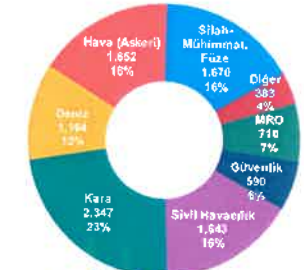


Kaynak: SIPRI Military Expenditure Database 2021, Info Yatırım

Türk Savunma ve Havacılık Sanayii, 2021 (mn USD)



Sektörel Ciro Kırılımı, 2021 (mn USD)



INFO
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Sakarya Bulvarı No: 4 Kat: 7 D: 10 Üsküdar / İstanbul
Tic. Sic. No: 279806/0307000011 Tic. Sic. No: 27199

Sektör

Önümüzdeki birkaç yıl içindeki geleneksel teknoloji harcamalarındaki büyümenin, en başta büyük veri ve analitik, sosyal, mobil ve bulut bilişim tarafından yönlendirileceği öngörülmektedir.

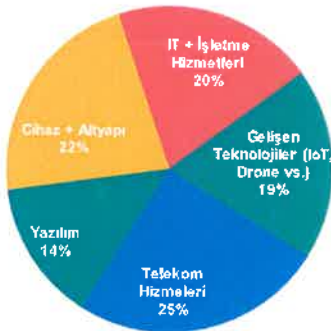
Müşteri açısından değerlendirildiğinde; bilişim sektöründe yapılan harcamaların büyük kısmını kurumsal veya devlet kurumları tarafından yapılan alımlar oluşturmaktadır.

Kısaça bilgi ve iletişim teknolojileri sektörü. Bilgi ve İletişim Teknolojileri (BİT) sektörü, OECD tarafından; "veri ve bilgileri elektronik olarak yakalayan, gösteren, ileten, görüntülemeye imkân veren, saklayan üretim ve hizmetlerin bütünü" olarak tanımlanmıştır. BİT'in ülkelerin rekabet gücünün artırılması, refah düzeyinin yükseltilmesi ve nitelikli istihdamın geliştirilmesi bakımından taşıdığı önem giderek artmaktadır. Başta internet ve mobil cihaz olmak üzere, küresel düzeyde hızla yaygınlaşan bilgi ve iletişim teknolojilerinin kullanımıyla birlikte, bilgi yoğun ürün ve hizmetlere olan talep artmakta, ülkelerin bilgi tabanlı ekonomilere dönüşümleri hızlanmaktadır.

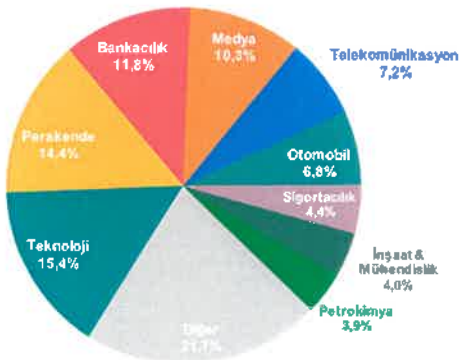
Küresel pazarda beklentiler. Yıllara sarı teknolojik gelişmeler sektörün gelişimini ivmelemiş olup son birkaç yıldaki pandemi durumu sektörü ön plana çıkarmıştır. Dünyanın en büyük endüstrilerinden biri olan BİT pazarının 2022'de 5,5 trilyon USD'nin üzerine çıkacağı ve 2023'e kadar yaklaşık 6 trilyon USD büyüklüğe ulaşacağı tahmin edilmektedir. IDC verilerine göre sektör için ortalama %5'lik bir beşlik yıllık büyüme oranı (YBBO) tahmin edilmiş olup, bu trendin 2024 yılına dek devam etmesini öngörülmektedir. Sektörün stratejik önemi, sürekli büyüme ve giderek artan yaygınlık pozitif yöndeki bu trende hizmet etmektedir.

Küresel teknoloji endüstrisi. Amerika Birleşik Devletleri, 2021 yılında, toplam pazardan %33'lük bir pay alarak 1,6 trilyon USD büyüklüğünde dünyanın en büyük teknoloji pazarı olmuştur. Küresel bölgeler arasında, Batı Avrupa, dünya çapındaki harcamaları yaklaşık %20'sini temsil ederek önemli bir konuma sahiptir. Beş ana kategori altında sınıflandırılacak bilgi ve teknoloji sektörü harcamalarında; geleneksel donanım, yazılım ve hizmet kategorileri, küresel çapta yapılan harcamaların %56'lık kısmını oluşturmaktadır. Diğer ana kategori olan telekom hizmetleri ise %25'lik bir orana sahiptir. Kalan %19'luk kısım ise geleneksel sınıflandırmalara uymayan yeni teknolojilerin de yer aldığı çeşitli BİT alanlarını kapsamaktadır. İOT, drone, otomasyon teknolojileri gibi gelişmekte olan yeni teknolojiler bu alanda yer almaktadır.

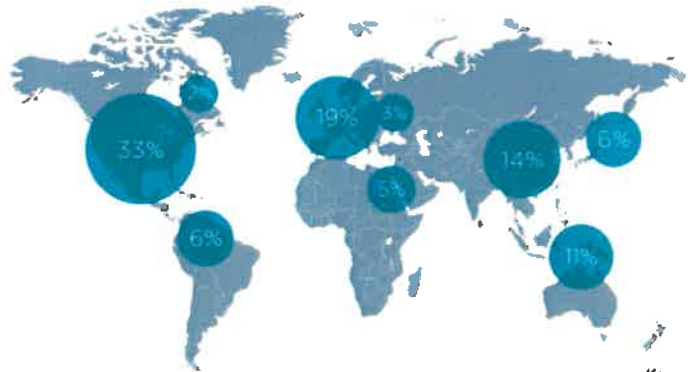
Küresel Bazda Teknoloji Sektörünün Temel Kategorileri



Sektör Bazında Marka Değerleri



Küresel Teknoloji Endüstrisi



Kaynak: IDC

Sektör Bazında Marka Değerleri

Sektör	Marka Değeri (Milyar USD)	Pay	Marka Sayısı
Teknoloji	1.250,4	15,4%	50
Perakende	1.165,4	14,4%	53
Bankacılık	953,1	11,8%	65
Medya	837,7	10,3%	30
Telekomünikasyon	582,9	7,2%	36
Otomobil	550,8	6,8%	28
Sigortacılık	353,6	4,4%	29
İnşaat & Mühendislik	325,0	4,0%	28
Petrokimya	315,3	3,9%	22
Diğer	1.760,2	21,7%	158
Toplam	8.094,4	100,0%	500

Kaynak: Brandfinance Global 500, Ocak 2022

YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Serafettin Yılmaz Bulvarı No: 4 Kat: 7 D: 10 Ortahisar / Gaziantep
Tic Sic No: 273196 Şirket Sic No: 273196 / Mers No: 08170000000000000000
E-posta: info@yatirimmenkul.com.tr

Sektör

2021 yılında Türkiye'de 87 teknokentte faaliyet gösteren 6.267 şirket bulunmaktadır. Bahsi geçen şirketlerin toplam cirosu 20,8 milyar TL tutarındadır

2020 yılında sektör 1,5 milyar dolar ihracat gerçekleştirdi

Türkiye'de BİT sektörü. Türkiye bilgi ve iletişim teknolojileri pazarı, Kuzey Amerika ve AB ülkeleri ile kıyaslandığında henüz önemli bir büyüklükte olmamasına rağmen büyüme potansiyeli sayesinde önemli bir konuma yükselme kapasitesine sahiptir. 2016 yılında BİT sektörünün büyüklüğü 94,3 milyar TL iken 2017 yılında %21 büyüme ile 113,8 milyar TL, 2018 yılında %17 büyüme ile 131,6 milyar TL, 2019 yılında %15 büyüme ile 153 milyar TL büyüklüğe ulaşmıştır. 2020 yılında pandemi ile birlikte evden çalışmanın geçiciden kalıcı hale gelmesi sektör büyüklüğüne de etki etmiştir. 2020 yılında sektör %22 büyüme ile 186,3 milyar TL büyüklüğe ulaşmış 2021'de büyüme trendini devam ettirerek %41 artışla 265,9 milyar TL büyüklüğe ulaşmıştır. 2021 yılı sektör büyüklüğünün %57'si İletişim Teknolojilerinden, %43'ü bilgi teknolojilerinden elde edilmiştir. İletişim teknolojilerinden elde edilen gelirin %61'i elektronik haberleşmeden, geri kalanı donanımdan elde edilmiştir. Bilgi teknolojileri kanadında ise elde edilen gelirin %38'i donanımdan, %45'i yazılımdan, geri kalanı da hizmetten elde edilmiştir.

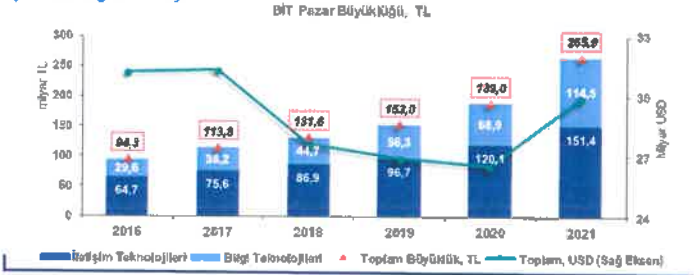
Sektör ihracatı. BİT sektörü 2021 yılında ihracatını %31 artırarak 2,0 milyar USD ihracata ulaşmıştır. Sektörün toplam ihracatı 2017-2021 yılları arasında dolar bazında yıllık ortalama %14 büyümüştür. 2021 yılındaki büyüme hem Bilgi Teknolojileri hem de İletişim Teknolojilerindeki ihracatın büyümesiyle gerçekleşmiştir. Artışı destekleyen en önemli kategori, ihracat içerisinde de en büyük paya sahip olan Bilgi Teknolojileri Yazılım kategorisindeki büyümedir.

TÜBİSAD çalışması kapsamında yer alan şirket sayısı son sekiz yıl boyunca altı kattan fazla artarak 2021 yılında 7.812'ye ulaşmıştır...



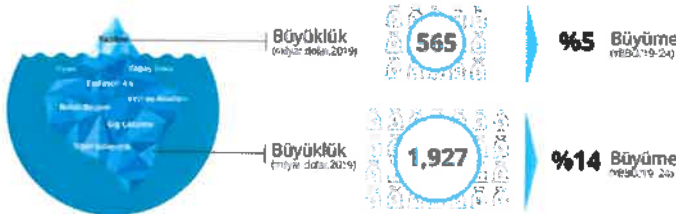
Kaynak: TÜBİSAD, Bilgi ve İletişim Teknolojileri Sektörü, Haziran 2022

2021 yılında toplam sektör büyüklüğü dolar bazında %7 oranında büyümüş ve sektörün toplam ihracatı dolar bazında %30'un üzerinde bir artışla geçen seneye paralellik göstermiştir.



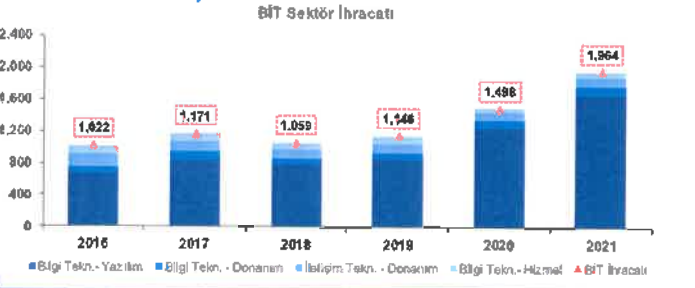
Kaynak: TÜBİSAD, Bilgi ve İletişim Teknolojileri Sektörü, Haziran 2022

Yazılım sektörü ve etkilediği diğer sektörlerin büyüklükleri
Dünya toplam / 2020 (milyar dolar)



Kaynak: TÜBİSAD- Türkiye'de Yazılım Ekosisteminin Geleceği Raporu, GIDC, Gartner, Martercard, Statista, Deloitte

2021 yılında toplam sektör büyüklüğü dolar bazında artış göstermiş olup ihracatla desteklenmiştir.



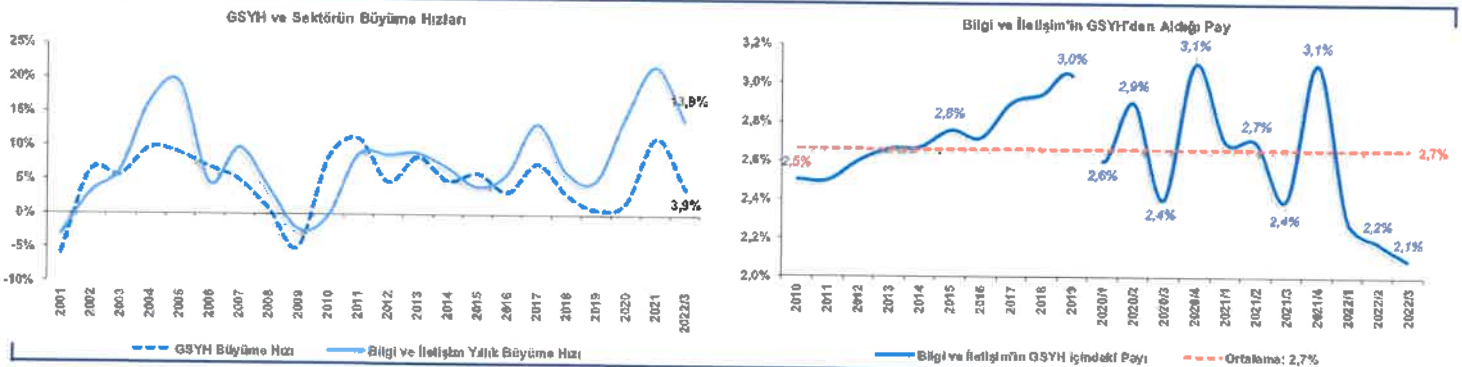
Kaynak: TÜBİSAD, Bilgi ve İletişim Teknolojileri Sektörü, Haziran 2022

Sektör

Sektör, ülke hasılasından aldığı pay 2016 sonrasında sürekli artış göstermektedir

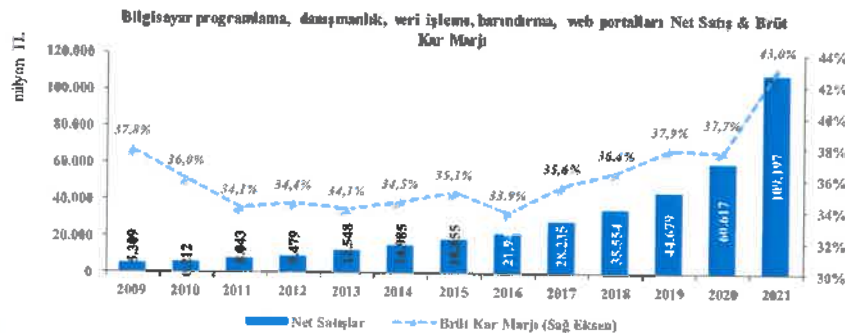
Sektörün ülke GSYH'sinden aldığı pay. TÜİK verilerine göre 2022'nin üçüncü çeyreğinde Türkiye'nin genel GSYH yıllık büyüme hızı %3,9, Bilgi ve İletişim sektörünün yıllık büyüme hızı ise %13,9 oranında gerçekleşmiştir. Son yirmi yılda sektör, genel olarak Türkiye'nin genel büyüme hızının üzerinde bir büyüme performansı sergilemiştir. Sektör GSYH'nın son yirmi yılda yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) %8 civarındadır.

Sektörün satış hacmi. TCMB sektörel bilanço istatistiklerine göre bilgisayar programlama, danışmanlık, & veri işleme, barındırma, web portalları vb. sektörlerde istihgal eden küçük-orta-büyük ölçekli şirketlerin net satışları 2021 yılında 109,2 milyar TL tutarında olup brüt kar marjı %43,0 oranındadır.



Kaynak: TÜİK, İnto Yatırım

Sektör satışlarının son on yıl bileşik büyüme oranları %30 seviyesindedir...



Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları, 620-631 numaralı sektörler toplamı

Satışlar

Gelirlerin tamamına yakını proje bazlı satışlardan oluşmakta

Ana faaliyet alanı bazında hasılatı en çok katkırı Üretim Programları ve Görev Sistemleri sağlamıştır

Şirket'in proje bazlı faaliyet göstermesi sebebiyle ana faaliyet alanlarına göre hasılat kırılımında proje büyüklükleri ve teslimlerine göre yıllar itibarıyla ağırlık değişimleri yaşanabilmekte

Satış gelirlerinde büyüme. Şirket'in gelirleri proje bazlı satışlardan oluşmakta olup Şirket, ihale usulleri, proje bazlı siparişler ve spot satışlar yoluyla gelir elde etmektedir. Şirket, birçok projeyi iş birliği anlaşmalarıyla ya da kurulan iş ortaklıklarıyla müştereken gerçekleştirmektedir. İş ortaklıkları ile gerçekleştirilen projeler tamamlandığında, iş ortaklığındaki pay oranında gelir paylaşımı yapılmaktadır. 2019 yılında 135,2 milyon TL'si yurt içi, 22,0 milyon TL'si yurt dışı satışlardan olmak üzere toplamda 157,1 milyon TL brüt gelir elde edilmiştir. 2020 yılında serbest bölgeye ve Güney Kore'ye yapılan proje satışları yurt dışı satışların payını artırırken net satışlar, 2019 yılına göre %89,3'lük artışla 297,5 milyon TL'ye yükselmiştir. 2021 yılında SSB'ye geliştirilen UDS projesinden elde edilen gelirlerin etkisiyle 2020 yılına göre %48,9 artışla 443,0 milyon TL'ye ulaşan net satışlar, 2022/09 döneminde, bir önceki yılın aynı dönemine göre %2,3 azalışla 254,7 milyon TL'ye yükselmiştir. Şirket'in satışlarında faturaların genelde yılın son çeyreğinde kesilmesinden kaynaklı kısmi bir mevsimsellik görülmektedir.

Ana faaliyet alanları bazında hasılatın dağılımı. 2019 yılında Şirket'in satışlarının en büyük bölümü %35 ile Tamgör iş ortaklığıyla üretilmiş gerçekleştirilen RF karıştırıcı satışlarından ve %34 ile Türkiye'deki özel savunma sanayii şirketleri için gerçekleştirilen nişancı ara yüz birimleri, veri kayıt sistemi gibi ürünlerin satışından oluşan görev sistemleri gelirlerinden kaynaklanmaktadır. 2020 yılında net satışlarda RF karıştırıcı satışlarının ağırlığı azalırken serbest bölge ve yurt içindeki savunma sanayii firmalarına gerçekleştirilen güdüm kiti üretim projelerine bağlı olarak üretim programları satışları %48 ile satışların en büyük bölümünü oluşturmıştır. Devam eden nişancı ara yüz birimi, atış kontrol ünitesi ve veri kayıt sistemi satışlarıyla görev sistemleri satışları, net satışların %30'unu oluşturmıştır. 2020 yılında ayrıca radar, elektronik harp ve haberleşme sistemleri satışları Güney Kore'ye yapılan ihracata bağlı olarak artış göstermiştir. 2021 yılında üretim programları, SSB'ye geliştirilen UDS satışlarına bağlı olarak %61 ile satışların büyük bölümünü oluşturmıştır. Görev sistemi satışları, hava aracı kontrol bilgisayarı donanımı satışları, atış kontrol ünitesi ve veri kayıt sistemi satışlarına bağlı olarak net satışların %15'ini oluştururken, Tamgör iş ortaklığıyla yürütülen radyo frekans karıştırıcı satışları da net satışların %19'unu oluşturmıştır. 2022/09 döneminde üretim programları satışları UDS satışlarına bağlı olarak net satışların %71'ini oluştururken, görev sistemleri %14'ünü, simülasyon sistemleri ve bilişim teknolojileri %9'unu, jammer satışları %4'ünü, radar, elektronik harp ve haberleşme sistemleri %1'ini teşkil etmiştir. Thales iş ortaklığıyla gerçekleştirilen ILS/DME Sistemi Temini ve Tesisi satışları ise finansal tablo dönemleri itibarıyla hasılatın sırasıyla %0,1, %0,2, %0,1, %0,0 ve %0,2 pay almıştır.

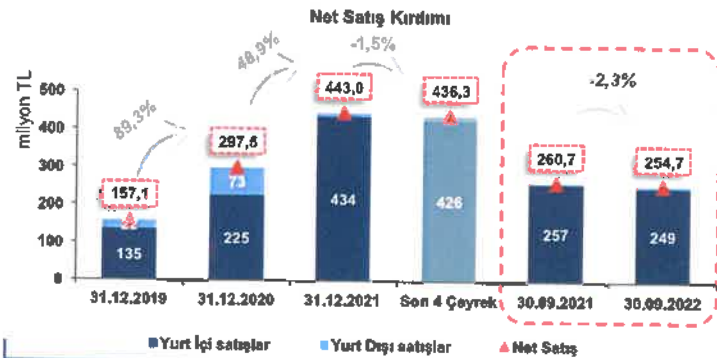
	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2021	30.09.2022	Son 4 Çeyrek	YBSO
Yurt İçi satışlar	136.183.919	226.346.585	433.543.173	258.931.201	248.990.820	425.602.792	58,2%
Yurt Dışı satışlar	21.961.859	72.765.747	9.598.195	4.838.198	5.712.541	10.660.447	-25,1%
Brüt Satışlar	157.135.778	299.112.332	443.129.279	261.569.400	254.703.361	436.263.239	50,4%
Satışlar İndirimi	(3.002)	(612.617)	(153.985)	(862.561)	(42.249)	666.357	
Net Satış	157.132.776	297.499.715	442.975.323	260.706.839	254.661.112	436.263.239	50,5%
Değişim		89,3%	48,9%		-2,3%		

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2021	30.09.2022
Üretim Programları	26.257.707	141.003.477	269.022.991	144.106.798	100.539.180
Radar, Elektronik Harp ve Haberleşme Sistemleri	9.257.521	14.920.687	4.584.474	4.584.474	3.381.991
Görev Sistemleri	53.743.793	90.438.084	67.821.755	45.494.302	36.779.334
Simülasyon Sistemleri ve Bilişim Teknolojileri	12.789.675	4.876.952	16.133.949	13.052.880	23.724.581
SDT-Tamgör İş Ortaklığı RF Karıştırıcı Satış	64.813.250	45.413.160	84.930.583	53.478.645	9.795.139
Thales -SDT İş Ortaklığı ILS/DME Sistemi Temini ve Tesisi	170.830	447.396	381.594	-	460.968
Net Satış	157.132.776	297.499.715	442.975.323	260.706.839	254.661.112

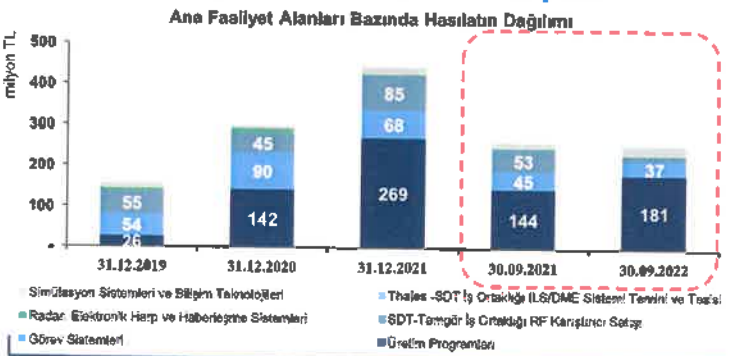
Kaynak: Şirket

Katma değerli iş modeli, satışlardaki istikrarı desteklemekte...



Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, Şirket

Finansal tablo dönemleri itibarıyla Üretim Programları, toplam hasılatın ortalama %50'sini oluştururken %23,6 ile Görev Sistemleri ikinci sırada yer aldı.



Kaynak: Şirket

Satışlar

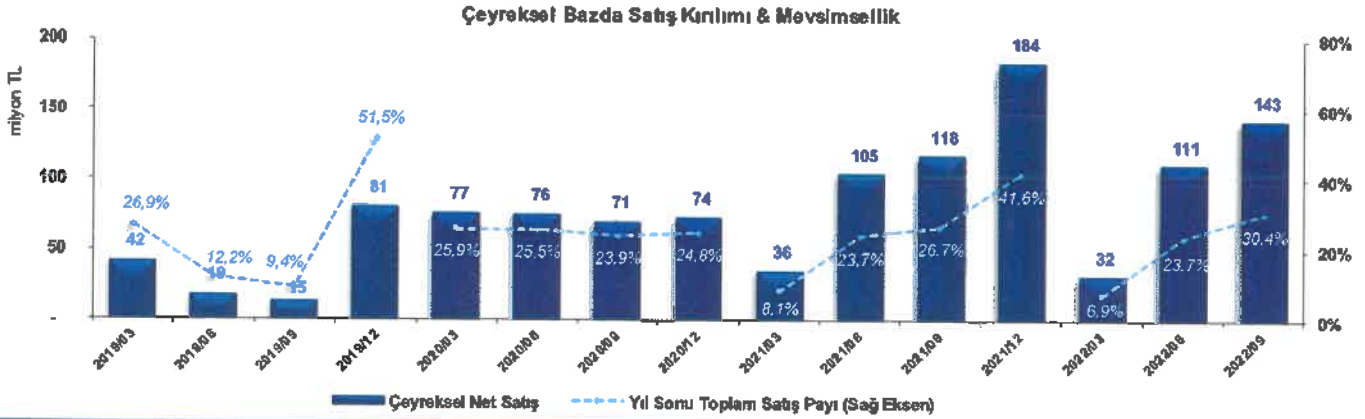
Şirket'in satışlarında faturaların genelde yılın son çeyreğinde kesilmesinden kaynaklı mevsimsellik görülmektedir

SDT, artan iş hacmi ile 2019-2022 yılları arasında önemli projelerde yer almış olup, sahip olduğu geliştirme ve üretim kabiliyetleri ve farklı platformlarda kullanılabilen ürünleri ile gelecek yıllar içerisinde yaklaşık 1,5 milyar TL backlog'a (bakiye siparişi) sahiptir

Satışlarda mevsimsellik bulunmakta. Finansal tablo dönemleri itibarıyla çeyrekse bazda satışlar analiz edildiğinde hasılatın ağırlıklı bölümünün yılın son çeyreğinde gerçekleştiği görülmüştür. 2019 yılında gerçekleşen 157,1 mn TL'lik net satış tutarının %26,9'u ilk çeyrekte, %12,2'si ikinci çeyrekte, %9,4'ü üçüncü çeyrekte, %51,5'i ise son çeyrekte gerçekleşmiştir. Önceki yıllardan gelen 60 mn TL büyüklüğündeki güdüm kiti projesinin müşterinin talepleri doğrultusunda 2020'nin ilk yarısına yoğunlaşması (1Ç ~25 mn TL, 2Ç ~28 mn TL, 3Ç ~ 6,5 mn TL) ve 2020'de başlayıp 1 seneden kısa süreli olan yaklaşık 37 mn TL'lik güdüm kiti siparişinin teslimatının 2. ve 3. çeyreklerde gerçekleşmesi nedeniyle 2020 yılında satışlar diğer yıllara kıyasla daha homojen dağılmıştır. 2021 yılında ise 443,0 mn TL'lik net satış tutarının toplamda %31,8'i yılın ilk yarısında gerçekleşirken %68,2'si yılın ikinci yarısında gerçekleşmiştir. 2022 yılının ilk üç çeyreğinde gerçekleşen çeyrekler satışlar, son dört çeyrek satışa oranlandığında üçüncü çeyrek %30,4 pay almıştır.

Yurt dışı satışların coğrafi kırılımı. Şirket, yurt dışı satışlarını Güney Kore, İtalya, Amerika, Libya ve Türkiye'de Serbest Bölgelere gerçekleştirmektedir. 2022/09 döneminde yurt dışı satışlardan en fazla payı %65 ile Libya alırken Güney Kore %27, İtalya %7 pay almıştır. 31.12.2019 ile 30.09.2022 dönemleri arasında gerçekleşen toplam yurt dışı satışların %70'i Türkiye'de serbest bölgelere yapılırken %15'i Güney Kore'ye, %10,6'sı İtalya'ya yapılmıştır.

Şirket'in satışlarında faturaların genelde yılın son çeyreğinde kesilmesinden kaynaklı bir mevsimsellik görülmektedir. Bu nedenden ötürü finansal tablo dönemleri itibarıyla -2020 yılı hariç- yıllık satışların büyük çoğunluğu yılın son çeyreğinde gerçekleşmektedir.

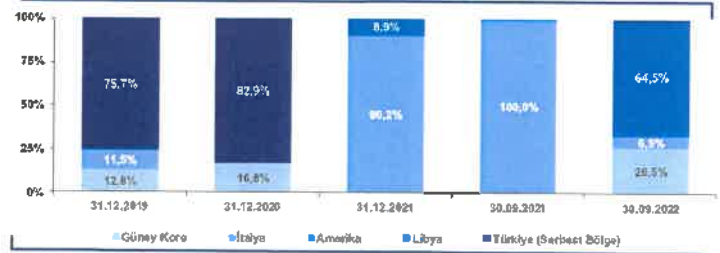


Kaynak: Şirket

Not: 2022/03, 2022/06 ve 2022/09 dönemleri son 4 çeyreklik satışlara oranlanmıştır.

Yurt Dışı Satışların Coğrafi Bazda Kırılımı (TL)					
	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2021	30.09.2022
Güney Kore	2.803.348	12.189.306	-	-	1.512.628
İtalya	2.515.655	248.277	8.644.752	4.636.009	373.669
Amerika	10.437	11.335	92.616	2.191	106.371
Libya	-	-	848.739	-	3.686.125
Türkiye (Serbest Bölge)	16.622.420	60.316.831	-	-	33.749
Toplam	21.951.859	72.765.747	9.586.105	4.638.199	5.712.541

Kaynak: Şirket



Kaynak: Şirket

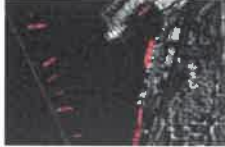
INFO
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Barışın Dragoneri Büyükdere C-10 Kat: 10
Plaza No: 4 K: 7 D: 10 Üsküdar / İstanbul
Tic. Sic. No: 274900 / Şirket Sic. No: 274900 / Mersis No: 0818003150001000010
Tic. Sic. No: 274900

Ana Faaliyet Alanları

Radar Sistemleri



SARPER (İk. MİN SAR Sensörü)



SDT SAR/SAR Görüntü Oluşturma Yazılımı

Haberleşme Sistemleri



Elektronik Harp Sistemleri



Radar, Elektronik Harp ve Haberleşme Sistemleri. Şirket, kuruluşundan itibaren Radar ve Elektronik Harp alanında çözümler üretmek üzere faaliyetlerde bulunmaktadır. Şirket, bu çalışmaları kapsamında Sentetik Açıklıklı Radar (SAR) sinyal işleme, RF ve KÖ bantlarında projeler yürütmekte ve ürünler ortaya koymaktadır. Elektronik Harp (EH) görev sistemlerinin geliştirilmesi yanında mevcut EH Sistemlerinin test, ölçme ve değerlendirilmesi ve haberleşme sistemlerinin geliştirilmesine yönelik ürünler de geliştirmektedir. Sahada nihai olarak kullanılan, Radar Sinyal Analiz Sistemi, ESM (Elektronik Harp Destek Tedbirleri) / ELINT Sistemleri, Radar ve Haberleşme Sinyal Simülatörleri, Kızılötesi Gündümlü Mermi Simülatörü, Sabit ve Taşınabilir COMINT sistemleri de Şirket tarafından anahtar teslim geliştirilen entegre sistem çözümlerinden bazılarıdır.

Radar sistemleri. Radar, radyo dalgalarının yansıması yardımıyla uzaktaki nesneleri ve bu nesnelerin hız, kriteriz ve mesafesini tespit eden cihazdır. Sentetik aralıklı radar veya SAR, birden fazla küçük radar birimi tarafından toplanan radar görüntülerinin elektronik ortamda birleştirilmesiyle normakde daha büyük boyutta tek bir birim tarafından elde edilen görüntüye kıyasla daha yüksek çözünürlük alınabilmesini sağlayan radar cinsidir. Şirket, 2006 yılında başladığı Sentetik Açıklıklı Radar (SAR) sensörü geliştirme çalışmalarında elde ettiği bilgi birikimi ve tecrübe ile Sınır Güvenliği ve Kritik Tesis Koruma, Anti Drone, vb. görevlerinde kullanılmak üzere Radar geliştirme çalışmaları yürütmektedir. Geliştirilmekte olan 3 Boyutlu (3D) Radar sistemleri hem askeri hem sivil ikili kullanıma (dual use) uygun frekans bandı, modülasyon tipi, vb. özelliklere sahiptir. Geliştirme ve deneme çalışmalarının paralel yürütülen ürün çalışmalarının sonuçları yakın zamanda saha uygulamaları ile kullanıcıların hizmetine sunulacaktır. Günümüze kadar SAR sensörünün algoritmalarını geliştirilmesi, görüntünün oluşturulması, platform üzeri ve yerde sinyal işleme, SAR sensör görüntülerinden hedef tespit/teşhis/tanıma yapılması vb. alanlarda çalışmalarını tüm hızıyla sürdürmektedir. İş ortaklıktan yoluyla geliştirilen milli SAR Sensörü İnsansız Hava Araçları üzerinde aktif olarak kullanılmaktadır.

Haberleşme sistemleri. Şirket tarafından yerli ve milli olarak geliştirilen Hava platformu için canlı muharebe eğitim sistemi muharip uçaklar arası simülasyon verilerinin aktarılması, kol içi bilgilerinin paylaşılması gibi noktadan noktaya ya da noktadan çok noktaya veri taşınması gereken uygulamalar için uzun menzilli ve yüksek hızlı veri bağı çözümleri geliştirmekte ve bu ürünleri hem Türk Silahlı Kuvvetleri hem de dost ve müttefik ülke platformlarına entegre etmektedir. Bu kapsamda yurt içi seri üretim sözleşmesi imzalanmış olan, yine SDT tarafından geliştirilmiş olan hava platformu için canlı muharebe eğitim sistemlerinde ve yurt dışı müşteri ile imzalanan yurt dışı satış sözleşmesi kapsamında üretilecek olan hava platformu için canlı muharebe eğitim sistemlerinde kullanılması öngörülmektedir.

Elektronik harp sistemleri. Şirket, Elektronik Harp Sistemlerinin Elektronik İstihbarat (ELINT), Sinyal İstihbaratı (SIGINT), Haberleşme İstihbaratı (COMINT) alt başlıklarının tamamında alt sistem ve sistem seviyesinde ürünler ortaya koymaktadır. Bu kapsamda geliştirilen EH ürünleri saha ve muharebe tecrübesini kazanmış, Türk Silahlı Kuvvetleri ve güvenlik birimleri tarafından başarıyla kullanılan sistemlerdir. Bu alanda Elektronik Harp Kayıt Birimleri, Analog/Sayısal Almaçlar gibi donanımlar yanında, Offline Sinyal İşleme Yazılımları, Yayın Kaynağı Tespit Yazılımları, Gürültü Altı Yayın Tespit Yazılımı gibi yazılım birimleri geliştirmektedir.



Ana Faaliyet Alanları

Platform Yönetim Sistemleri



Silah Sistemleri



Veri Kayıt Sistemleri



Görev Sistemleri. Şirket, Ar-Ge'ye dayalı ürün geliştirme odaklı bir savunma firması olarak yola çıkmış, öncelikli misyon olarak yerli savunma sanayimizde derinleşmemiş, yurt dışı bağımlılığı bulunan konular üzerinde yoğunlaşarak, bu alanlarda milli ürünler ortaya koymayı seçmiştir. Kuruluşundan itibaren kısa bir süre içerisinde ilk faz yapılanmasını ve dahili ilk Ar-Ge çalışmalarını belirli bir olgunluğa getirerek, 2007 yılından itibaren yazılım/donanım entegre ürünler tasarlayan ve seri üretimlerini yapabilen bir yapıya ulaşmış ve bu ürün grubu içerisinde önemli ürünler üreterek sektörde "ürün sağlayıcı" bir savunma teknoloji şirketi haline gelmiştir.

Platform yönetim sistemleri. Şirketin yazılım/donanım entegre elektronik ürünlerinin pek çoğu Türk Silahlı Kuvvetleri ihtiyaçlarına yönelik olarak insansız hava araçları, eğitim uçakları, helikopter, jet uçakları, kargo uçakları ve taktik kara araçları gibi platformlarda halihazırda kullanılmaktadır. Hava Birimi Bilgisayarı (HBB), Hassas Konum Belirleme Cihazı, Helikopter Engel Tespit Sistemi, Video Anahtarlama Ünitesi, Uzay Komuta Gönderme Alma Ünitesi, Hava Aracı Kontrol Bilgisayarı Donanımı ve Uzay Komuta Birimi, Platform Yönetim Sistemleri kapsamında ön plana çıkan sistemlerdir. Hava Birimi Bilgisayarı, askeri koşullara dayanıklı, aviyonik platformlarda sıkça kullanılan MIL-STD-1553, ARINC 429, RS343 gibi ara yüzlere sahip, yüksek işlem ve video performansı olan görev bilgisayardır. Hassas Konum Belirleme Cihazı, GPS sisteminin güvenilir olmadığı durumlarda INS, altimetre ve DTED2 harita verileri kullanarak coğrafi olarak konum hesaplamak üzere geliştirilmiştir. Helikopter Engel Tespit Sistemi, üzerinde bulunan yükseklik haritası ve engel kütüphanesini kullanarak platformun konumuna göre pilota çevresel faktörleri gösteren ve gerektiğinde sesli ve görsel uyarılar oluşturan sistemdir. Video Anahtarlama Ünitesi, kara araçları için müşteriye özel geliştirilen Anahtarlama Birimi, araçtaki farklı kameralardan alınan görüntüleri, arayüzden alınan bilgilere göre farklı analog monitörlere, aynı anda tek, iki veya dört kamera görüntüsünü anahtarlatabilen bir üründür. Hava Aracı Kontrol Bilgisayarı Donanımı, insansız hava aracı kontrol istasyonunda kullanılmak üzere DO-254 B seviyesine göre geliştirilmiş, yüksek işlem ve video özelliklerine sahip bilgisayardır. Uzay Komuta Birimi, muharip kara platformları için tasarlanmış olan dost/düşman tanıma sisteminin kontrol fonksiyonlarının, platform içerisinde yapılabilmesi için tasarlanmıştır.

Silah sistemleri. Şirket, hava, kara ve deniz platformları üzerinden atılabilen füze ve roketler için kontrollü ateşleme, platform haberleşmesi ve hassas fırlatma sistemi yönlendirme işlevlerini sağlayan tak-kullan silah alt sistemleri geliştirmekte ve üretmektedir. Lançer Elektronik Birimleri, Füze Atış Sistemleri, Atış Kontrol Ünitesi, Füze Arayüz Birimi ve Füze Görüntü Çevrim Ünitesi Şirket tarafından geliştirilmiş ve kullanıma sunulmuş önemli ürünler arasında yer almaktadır. Lançer Elektronik Birimi, Lançer içerisinde yer alan diğer elektronik birimleri kontrol eden, füzelerin platformla haberleşmesini tesis eden, füzelerin ve lançerin bakım prosedürleri için gerekli elektriksel ve haberleşme ara yüzlerini sağlayan ve tüm bu işlemler için gerekli güç dönüşüm ve dağıtım işlevlerini yerine getiren cihazdır. Füze Atış Sistemi, füze atış rampalarının platformlara entegrasyonunu, platform üzerinde bulunan görev bilgisayarında yazılım değişikliğine ihtiyaç duyulmadan sağlamak için tasarlanmıştır. Atış Kontrol Ünitesi, Orta Menzilli Tanksavar Füze Atış Sisteminin elektronik iş paketi olup taktik mod ve simülasyon modu olmak üzere iki farklı moda sahiptir. Füze Arayüz Birimi, tüm füze entegrasyon projelerinde yapı taşı olarak kullanılan bir cihazdır. Füze Görüntü Çevrim Ünitesi, füzede bulunan görüntü kaynağından aldığı sayısal video verisini Görüntü Çözümleme Birimi (GÇB)'ne ileten Görüntü Kodlama Birimi ve bu veriyi açarak video görüntüsü sağlayan Görüntü Çevrim Ünitesinden oluşur. Nişancı Arayüz Birimleri, Silah Taşıyıcı Araçlar projesi kapsamında kara aracı üzerindeki TSK tarafından kullanılan silah tanklarının füzelerinin kontrolünü ve ateşlemelerini sağlayan, nişancı ekranı, nişancı atış kontrol birimi ve platform arayüz biriminden oluşan sistemdir.

Veri kayıt sistemi. VKS ürün ailesi, askeri ve sivil hava platformlarında değişik görev kayıt ihtiyaçlarını karşılamak üzere geliştirilmiş olan çeşitli ürünleri bünyesinde barındırmaktadır. VKS ürün ailesi, her türlü sayısal / analog ses ve görüntü, askeri / sivil veri yolu ve seri/ paralel ara yüzleri üzerinden gelen her türlü veriyi kaydedebilen ve eş zamanlı olarak geri oynatabilen bir kayıt sistemidir.

Ana Faaliyet Alanları

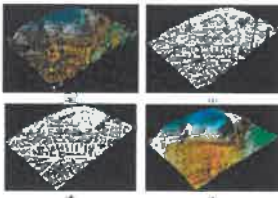
Hava Muharebe Eğitim sistemi



Kara / Deniz Muharebe Eğitim



Görüntü İşleme ve Veri Teknolojileri



Simülasyon Sistemleri ve Bilişim Teknolojileri. Şirket, platformların veya platform alt sistemlerinin sahada kullanıma alınmasından önce simülasyonlarla doğrulanmasının, edinilen geri bildirimler ile sistemlerin en iyilenmesinin önemini bilerek simülasyon sistemlerinde Türk Silahlı Kuvvetleri/Jandarma Genel Komutanlığı/Emniyet Genel Müdürlüğü vb. kurumlara ve dost/müttefik ülkelere hizmet etmektedir.

Hava muharebe eğitim sistemleri. Şirket, geliştirmiş olduğu ürünler ile pilotların harbe hazırlık eğitimleri için etkili ve maliyet etkin araçlar sunmaktadır. Operasyonel hava platformları üzerinde entegre şekilde çalışan bu sistemler, canlı eğitim deneyimini muharebe ortamının uçak üzerinde simülasyonu ve gelişmiş yer kontrol kabiliyetleri ile zenginleştirmektedir. Bireysel ve çok katılımcılı kurgular içerisinde güvenli ve güvenilir eğitim/tatbikat operasyonları gerçekleştirilebilmektedir. Hava Platformları için Canlı Muharebe Eğitim Sistemi, F-16 ve benzeri hava platformlarına harici pod formunda takılmakta ve pilotların hava-hava ve hava yer muharebe eğitimlerinin ve tatbikatların etkin biçimde yürütülmesini sağlamaktadır.

Kara/Deniz muharebe eğitim sistemleri. Gerçek eğitim koşullarını sanal dünyanın imkanları ile birleştirerek eğitim performansının artırılmasını hedefleyen bir sistem (yazılım, donanım ve entegrasyon) projesidir. Şirket, güvenlik güçlerinin atış eğitimlerinde kullanılmak üzere sistem ve yazılım çözümleri sağlamaktadır. Tüfek, tabanca, makineli silahlar ve keskin nişancı tüfekleri gibi silahlar için temel eğitimden müşterek ve özel operasyon eğitimlerine kadar gerekli sistemler simülatörlerde bulunmaktadır. Simülatörler hem dersane eğitimi hem de saha eğitiminde kullanılabilecek şekilde sunulabilmektedir. Hafif silah eğitim sistemleri ve Hava Savunma Füze Eğitim Simülatörleri, İnteraktif Piyade Taktik Eğitim Simülatörü bu faaliyet alanı kapsamında Şirket tarafından yürütülen çalışmalardır.

Uydu yer istasyonu yazılımları. Şirket, Sivil ya da Askeri, Keşif ve Gözetleme amaçlı Görüntüleme Uydularının Yer İstasyonlarını anahtar teslim olarak müşterilerine sunmaktadır. Uydu Yer İstasyonlarının Kullanıcı Servis Biriminin geliştirilmesi, entegrasyonu ve testleri, kataloglama, arşivleme & ürün dağıtımı, görüntü işleme & kıymetlendirme, görüntü taleplerinin alınması, ön işleme ve fizibilite analizleri ve görüntüleme iş akışı oluşturulması için gerekli yazılım, arayüz yazılımı ve donanımların entegrasyonu Şirket bünyesinde geliştirilmektedir. SDT, yer gözlem uydu yer istasyonları konusundaki çalışmalarına askeri gözetleme uydu projesi ile birlikte başlamıştır. 2010 yılında alt yüklenici olarak başladığı milli uydu/uzay projesinde SDT; Kullanıcı Servisi Alt Sistemi bünyesinde sistem mühendisliği, donanım ve yazılım entegrasyonu ve kullanıcı servisi yazılım geliştirme sorumluluklarını üstlenmiştir. 2013 yılı sonunda başlayan milli uydu/uzay projesinin devamı konumundaki yeni projede de alt yüklenici olarak; aynı birimlerin geliştirme sorumluluğunu üstlenmiş olan SDT, milli uydu/uzay projesi kapsamında uyduların yönetileceği kullanıcı servisi birimlerini geliştirmiş olacaktır. Ayrıca bu kapsamda bakım, güncelleme faaliyetleri de yürütülmektedir. SDT, projenin devamında da yurt içi pazarda tek kaynak konumundadır.

Görüntü işleme ve veri teknolojileri. Şirket, görüntü kıymetlendirme ve hedef tespit çözümleri kapsamında farklı hava ve uydu görüntüleri işlemek için tamamen kendi kaynaklarıyla milli bir masaüstü yazılım platformu geliştirmiştir. Bu yazılım farklı tipteki verileri içselleştirme, görüntü ön işleme/iyileştirme kabiliyetleri yanı sıra akıllı hedef tanıma algoritmalarını barındıran araç kutularına sahiptir. Şirket tarafından, son dönemde sivil alanda da faaliyetlerini sürdürme kapsamında, ülkemizin petrol ve doğal gaz konusunda yurt dışı bağımlılığının azaltılması amaçlanarak bugüne kadar yurt dışından tedarik edilen, karadan ve denizden toplanan sismik verinin işlenmesinde kullanılan yabancı menşeli yazılımların yerini alacak "Milli Sismik Veri İşlem Yazılımı" geliştirilmektedir.

Ana Faaliyet Alanları

Üretim Programları. Şirket, kendi bünyesi içinde; kablaj üretimi, kart dizgi, konformal kaplama ve elektromekanik montaj işlemlerini yürütmektedir. Şirket, ihtiyaç duyduğu mekanik üretimi yerli yan sanayilerin geliştirilmesi amacıyla, alt yüklenicileri vasıtası ile karşılamaktadır. Bu kapsamda üretilen tüm ürünlerin tasarım faaliyetleri ve kontrolü Şirket bünyesinde gerçekleştirilmektedir. Şirket yapmış olduğu yatırımlar ile; Otomatik Dizgi, X – Ray Denetim, Optik Denetim (AOI), Konformal Kaplama, Flying Probe Test, Elektronik Üretim, Elektro Mekanik Montaj, Temiz Oda Kullanımı, Kablaj ve Montaj faaliyetlerini kendi bünyesinde yürütmektedir. Şirket, Türk Silahlı Kuvvetleri ve güvenlik güçlerinin kullanımı amacıyla iş ortağı TAMGÖR firması ile birlikte sırt ve Araç Tipi RF Karıştırıcı Sistemler üretmektedir. Bu kapsamda uzaktan kumandalı patlayıcılara karşı VIP ve konvoy korumasını sağlamak amacıyla her türlü araca kolaylıkla entegre edilebilmesinin yanı sıra, değişken durumlara karşı yeniden programlanabilir bir yapıda olan Araç Tipi RF Karıştırıcı Sistemleri ve uzaktan kumandalı patlayıcılara karşı personel korumasını sağlamak amacıyla Sırt Tipi RF Karıştırıcı üretilmektedir.

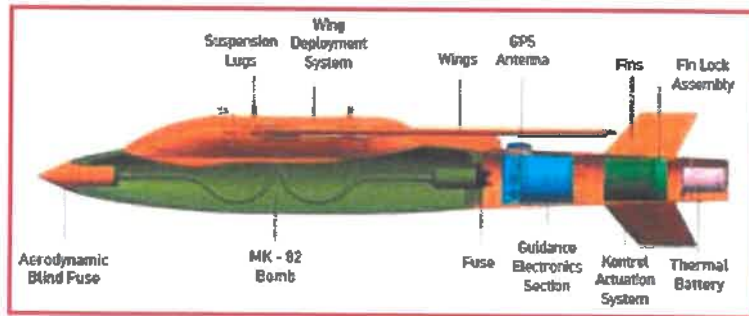
Uçak Durdurucu Sistemler



Uçak durdurucu sistemler. Şirket önemli sistem entegrasyon projelerinden birisi olarak hava üslerinde meydana gelen acil iniş ve kalkış iptali gibi durumlarda hava araçlarının güvenli bir şekilde yakalanarak belirli bir mesafede durdurulmasını sağlayan, pilot sağlığı ve uçak güvenliği açısından hayati öneme sahip uçak durdurucu sistemler entegrasyonunu da gerçekleştirmektedir. Bu sistemler, uçuş hızları 190 knot'a kadar olan ve ağırlıkları 10.000 lb ile 100.000 lb arasında değişen çeşitli konfigürasyonlardaki hava araçlarını (F4, F16, F35, vb.) durdurabilme kapasitesine sahiptir. Sabit Kanca UDS, Ağ Tipi UDS ve Mobil UDS olmak üzere üç farklı Uçak Durdurucu Sistem mevcuttur.

Güdümlü kitleler. Türk Silahlı Kuvvetlerinin talepleri doğrultusunda Güdümlü Kiti üretimleri SDT üretim altyapısı kabiliyetleri kullanılarak gerçekleştirilmektedir. Güdümsüz Mk-82, 83 ve 84 serisi mühimmatların, muharebe alanında artan vuruş hassasiyeti ve uzun mesafelerden atılabilme gibi yeni isteklerden dolayı güdümlü mühimmatlara çevrilmesi kapsamında Şirket, Tübitak SAGE tarafından tasarımı gerçekleştirilen mühimmat güdümlü elektronik çalışmaları hat kalifiyesi tamamlanmış firma olarak seri üretim gerçekleştiren firmalara üretim desteği sağlamaktadır. Bu kapsamda üretilen Güdümlü Kiti Güdümlü Elektronik Bütününe ait Kuyruk Bütünü, Ön alt bütünü Şirket tarafından üretilerek teslim edilmektedir. Elektronik kart üretimleri, kablaj üretimleri, Elektro-Mekanik Montajları sonrasında cihazların tüm ESS, Fonksiyonel ve Titreşim testleri SDT bünyesinde gerçekleştirilmektedir. Sabit ve hareketli hedeflere havadan karaya atılan genel maksat bombalarında kullanılmaktadır. SDT, sahip olduğu kabiliyetler kapsamında, Türk Silahlı Kuvvetleri ve Emniyet birimlerinin el yapımı bombalara karşı jammer ihtiyaçlarına cevap vermek amacıyla jammer üretmek konusunda iş ortaklığı kurmuştur. İş Ortaklıklarında SDT; proje yönetimi ve kaliteden sorumlu, TAMGÖR; tasarımdan sorumlu paydaş olarak görev almış, üretim ve satın alma ise paydaşlar tarafından ortak olarak yürütülmektedir. Bununla birlikte Thales Italy SpA ile SDT, Devlet Hava Meydanları İşletmeleri Genel Müdürlüğü tarafından ihaleye çıkartılmış olan 8 adet ILS/DME Sistemi Temin ve Tesisi" işinin ifası ve bitirilmesi amacıyla 2016 yılında iş ortaklığı sözleşmesi imzalamıştır. SDT ile TAMGÖR ve Thales arasında kurulmuş iş ortaklıklarına ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Güdümlü Kitleler



INFO

YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Sıray Mh. D. A. Sıray, Büyükdere, Kat: 10
Etiler, Beşiktaş, İstanbul
Tic. Sic. No: 274945 / Şirket Sic. No: 274945
Tic. Sic. No: 274945 / Şirket Sic. No: 274945
Tic. Sic. No: 274945 / Şirket Sic. No: 274945

Finansal Analiz

2022/09'da aktif toplamın %45,5'i nakit ve benzerlerinden oluşmakta

İş modelinin önemli tutarda işletme sermayesi ve sabit kıymet yatırımı gerektirmemesine karşın sürdürülebilir şekilde üretilen yüksek kar nakit üreten bir mekanizma doğurmaktadır.

Şirket savunma sanayii şirketlerinin kümelendiği Ankara Hab'ta yatırım planlamaktadır.

Şirket'in satışlarının önemli bir kısmının yılın son 4 ayında oluşması nedeniyle yılsonunda ticari alacak rakamları artsa da yıl ortalamasında daha düşük ticari alacak bulunmakta

2019'da 88,6 gün olan ticari alacak gün süresi 2021'de 51,8 güne gerilemiştir.

2021'de konsolidasyon dışı grup şirketlerine verilen teminat rakamı yüksek görülmeyle birlikte 2022/09'da konsolidasyon dışına verilmiş teminat, rehin ve ipotekler kaldırılmıştır.

2022/09'da 491,7 mn TL dönen varlıklar. 2019 ve 2020'de sırasıyla 35,8 mn TL ve 30,2 mn TL olan nakit ve benzerleri 2021 sonunda 98 mn TL'ye yükselmiştir. Nakit ve benzerlerindeki yükseliş artan karlılık ve düşük sabit kıymet yatırımı kaynaklıdır. Yükselen işletme sermayesi ise nakit pozisyonunu 2021'de aşağı yönlü baskılamıştır. 2022/09'da ise nakit ve benzerleri finansal yatırım ile birlikte toplamda 249,9 mn TL'ye ulaşmış olup toplam aktifin %45,5'i kadar nakit olduğu görülmüştür. Bu durum Şirket'in bilançosunu oldukça likit kılmaktadır. 2022/09'da oluşan karlılığa ek olarak düşük sabit kıymet yatırımı ve işletme sermayesinden üretilen nakit, Şirket'in nakit ve benzerlerinde önemli bir artışı beraberinde getirmiştir. 2022/09'da Acımi projesi kaynaklı Pakistan ve SSB'den alınan yüksek avans tutarı, önemli bir artış göstermeyen stoklara karşın düşen ticari alacaklar işletme sermayesinden nakit oluşturmuştur. Alınan yüksek avans tutarı kur korumalı mevduata aktarıldığı için 2022/09'da 162,3 mn TL finansal yatırım hesabı meydana gelmiştir. 2020 yılında 11,6 mn TL olan finansal yatırım ise 2026 vadeli eurobond alımı kaynaklıdır. İlgili enstrüman kısmen satılmış ve 2021 yılı itibarıyla vade sonuna kadar tutulacağı beklentisi ile uzun vadeli finansal yatırıma alınmıştır. İşleyen faiz ve kurdaki artışla 2022/09'da ilgili finansal yatırımda 2021 sonuna göre artış yaşanmış ve cari dönemde 7,8 mn TL olarak kaydedilmiştir. Şirket'in yüksek nakit üreten yapısı 2019, 2020 ve 2021'de toplamda 66 mn TL nakit temettü dağıtılmasını beraberinde getirmiştir. Şirket'in düşük finansal borçluluğu da nakit üreten mekanizma kaynaklıdır. Nakit üreten mekanizma teknoloji şirketi için yüksek temettü verimi anlamına geldiği gibi ARGE yatırımları için de önemli bir potansiyel oluşturmaktadır. Şirket 2021 ve 2022/09'da nakit pozisyonunda önemli oranda dövizli varlık tuttuğu için finansal gelir oluşmuştur. Kur korumalı mevduat hesabında oluşan karlılık ise yatırım faaliyetlerinden gelirlerde gösterilmiştir. Hiçbir mali tablo döneminde vadeli mevduat üzerinde blokaj görülmemiştir. Şirket gelirlerinin ortalamada %80-85 bandındaki kısmının döviz ile korele olması döviz nakit tutulmasının ilk sebebi olarak Yönetim tarafından açıklanırken maliyetlerde ithalatın yaklaşık %50 seviyesinde olması sebebiyle ithalat riskini azaltmak adına nakitte döviz tutulmaktadır.

Alacak vadeleri kısıldı. 2019, 2020 ve 2021'de ticari alacaklar sırasıyla 38,1 mn TL, 52,1 mn TL ve 73,6 mn TL olarak kaydedilirken 2022/09'da ilgili hesap azalarak 50,3 mn TL olarak meydana gelmiştir. Şirket'in satışlarının önemli bir kısmı yılın son çeyreğinde olduğu için yılsonu ticari alacak rakamları yükselirken dönem içi ortalamada ticari alacakların daha az olduğu ve ilk çeyrekte genelde tahsilatlarla azaldığı ifade edilmiştir. Şirket'in 2019-2021 döneminde artan satış hacmi ticari alacaklarda da artışı beraberinde getirmiştir. 2019, 2020, 2021'de ticari alacak gün süresi 88,6 gün, 55,4 gün ve 51,8 gün olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılında Brunson krizi kaynaklı alacak vadesi yüksek gerçekleşirken her geçen dönem gün süresinin azalması dikkat çekmektedir. Yönetim 2022/09'da ise Aselsan'ın ödeme verimliliğinin artmasıyla gün süresinin kısaldığını ifade ederken hem ilgili müşteride yaşanan verimlilik yükselişi hem de dönem arası olması nedeniyle ticari alacaklarda azalma gerçekleşmiştir. Pandemi etkinin azalması da alacak gün süresindeki azalışta etkili olmuştur. Şirket'in ticari alacak müşterileri arasında en temel müşteri Savunma Sanayii Başkanlığı (SSB) olup Aselsan, Tusaş, Roketsan, FNSS ana müşteriler olarak görülmektedir. Genelde kamu, müşteri portföyünü oluştururken 2022'de müşteri havuzuna giren Pakistan projesi özel sektörün de portföydeki payını artırmıştır. Pakistan'a satılan projenin gelecekte Ürdün ve Azerbaycan'a satışı düşünülmektedir. Alacaklardaki ana müşterilerin Türkiye ve dünyada kamu ve kamu ile ilişkili güçlü müşteriler olması düşük şüpheli alacak ile çalışmasının temel dinamiğini oluşturmaktadır. Brüt ticari alacakların 2022/09'da %1,2'si bilançoda birikimli olarak şüpheli alacağa tabi olmuştur. Şirket proje bazı müşterilerine teminat mektubu verirken proje alındığında kısmi avans almaktadır. 2020'de Şirket'in SSB'ye akredite bir kurum olması sebebiyle teminat mektubu yerine teminat senedi verilmeye başlanmıştır. Aselsan ile yürütülen projelerde de her geçen dönem teminat mektubu talebinin azaldığı yönetim tarafından ifade edilmiştir.

Müşteri yoğunlaşması. Bağımsız denetimin satış yoğunlaşması kısmında 2021 ve 2022/09'da 4-5 müşterinin ana gelir kaynağını oluşturduğu görülmektedir. Sektörün oldukça niş bir alan olması ve ana müşteri kamu olmakla birlikte 4 ya da 5 müşterinin bulunması sektörde yoğunlaşmayı beraberinde getirmektedir. İşin doğası gereği böyle bir yoğunlaşmanın olduğu Yönetim tarafından ifade edilirken savunma sanayiinde akredite kurumun sınırlı olması bu durumda etkindir.

Finansal Analiz

**Stoklarda yer alan ürünlerin
çoğunlukla ithal edilen elektronik
kart, direnç kapasitörü, ve
mekanik ekipmanlardan
oluşmaktadır.**

Proje niteliğine göre alınan ilk madde malzemelerde piyasadan alımlarda belirli hacmin altında alınmadığı; artan ürünlerin ise devam eden ve birbirine benzeyen projelerde kullanıldığı ifade edilmiştir. Stoklar uzun vadeli projelerin niteliğine göre belirli bir takvimde tedarik edildiği için biten ve faturaya yansıyan gelirlerle tam bir korelasyona sahip değildir.

Yaklaşık 34 m'n dolar büyüklüğündeki UDS projesi 2019 yılında portföye girmiştir. İlgili proje 2022 yılında tamamlanacak olmasına karşın projenin gelecek yıllarda devamı niteliğinde yeni projelerin devreye girmesinin beklenmektedir. Portföye 2022'de 25 m'n dolar büyüklüğündeki Pakistan ACMI projesi girmiştir.

Stok hacmi proje nitekliliğine göre değişmektedir. 2019, 2020, 2021 ve 2022/09'da sırasıyla stoklar 70,2 mn TL, 104,8 mn TL, 126,7 mn TL ve 132 mn TL olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılında stoklardaki artışta uçak durdurucunun (UDS) komponentleri etkili olmuştur. 2022/09'da ise dönem içi olması sebebiyle teslimatların gerçekleşmesi stoklardaki görece yatay seyirde etkili olmuştur. 2019, 2020 ve 2021'de stok gün süreleri sırasıyla 297,7 gün, 167,7 gün ve 162,2 gündür. 2019 sonrası trend halinde stok gün süresinin bir banda yerleştiği dikkat çekerken 2022'de pandemi nedeniyle stok tedarik problemleri yaşanmıştır. 2019 yılında stok değer düşüklüğü hacminin 5,9 mn TL olmasına karşın her geçen yıl artış yaşanmış ve 2022/09'da 18,5 mn TL'ye yükselmiştir. Stok değer düşüklüğü teknolojideki gelişim ile Yönetim tarafından ilişkilendirilmektedir. Bununla birlikte muhaberesim projesi kaynaklı spesifik bir projede yaşanan değer düşüklüğü bilançodaki stok değer düşüklüğünün önemli bir kısmını oluşturmaktadır. Projenin beklenen sürede teslim edilememesi kaynaklı değer düşüklüğü yazıldığı Yönetim tarafından ifade edilmiştir. Muhaberesim projesinin 3-4 sene öncesinde portföye girdiği ve simülasyon projesi olduğu Yönetim tarafından beyan edilmiştir. İlgili proje dışında oluşan stok değer düşüklüğü hesabı ise projeler için işin doğası gereği proje ihtiyacından daha fazla alınan komponentlarda muhafazakar tarafta kalmak adına yazılmıştır. 2019, 2020, 2021 ve 2022/09'da kısa vadeli peşin ödenmiş giderler sırasıyla 6,1 mn TL, 38 mn TL, 18 mn TL ve 50,6 mn TL olarak gerçekleşmiştir. Kısa vadeli peşin ödenmiş giderlerin önemli bir kısmının stok alımı için verilen avanslardan oluşmaktadır. Uçak durdurma sistemi olan UDS projesi 2019 yılında portföye girmiş olup ilgili proje için verilen avans kaynaklı peşin ödenmiş giderlerde 2020'de artış yaşanırken projenin gelire dönüşmesi ile birlikte tedarikçi faturaları kesilmiş ve ilgili hesapta dengelenme başlamıştır. 2022/09'daki artış ise yeni alınan Pakistan projesi kaynaklıdır. Diğer dönen varlıklar devreden KDV kaynaklı olup 2019, 2020, 2021 ve 2022/09'da sırasıyla 7,7 mn TL, 12,3 mn TL, 6,6 mn TL ve 2,5 mn TL olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılında UDS projesi kaynaklı artan stokların etkisiyle devreden KDV'de artış yaşanmıştır. Şirket YMM raporu hazırlatarak devreden KDV'sini eritmiş ve devreden KDV varlıklarında azalma gerçekleştirmiştir. Karlı bir sektörde yer alınması nedeniyle normalde devreden KDV'nin satışlarla hızlı bir şekilde eritilmesi beklenmesine karşın SSB'ye olan satışlarda KDV istisnası olması devreden KDV alacaklarını artırmaktadır. Şirket belirli dönemlerde YMM raporuna istinaden KDV alacağını tahsil etmekte ve hesabı eritmektedir. 2022/09'da 6,3 mn TL olan diğer alacaklar devreden KDV kaynaklı vergi dairesinden tahsil edilmeyen alacaklardan oluşmaktadır.

Güçlü maddi olmayan duran varlık yatırımı. Şirket'in kullanım hakkı varlıkları kırada olan 3 tesis ve taşıtlardan oluşmaktadır. Ankara HAB yatırımı sonrası tesislerin birleştirilmesi hedeflenmektedir. Yıllara sari ilgili hesaptaki düşüş ise yazılan amortisman kaynaklı olup sözleşme yenilemeleri ile ilgili hesabın yıl sonuna doğru artması beklenmektedir. Şirket'in tesis ve araçlarının kiralık olması ve önemli bir maktke ekipman ihtiyacının bulunmaması düşük maddi duran varlık portföyüne sebep olmaktadır. Maddi duran varlıklar tesis ve cihazlar, demirbaş ve özel maliyetlerden oluşmakta olup yıllara sari maddi duran varlıklardaki gerileme amortisman kaynaklıdır. Yazılım donanım sektöründe düşük maddi duran varlığa ihtiyaç olurken donanım tarafında kartların üzerine baskı yapan baskı makinaları temel cihazlardır. Maddi olmayan duran varlıklar aktifleştirilen geliştirme maliyetlerinden oluşmaktadır. Aktifleştirilen geliştirme maliyetleri Şirket'in sipariş usulüyle yapmadığı yazılım projelerinin maliyetlerinden oluşmaktadır. İlgili maliyetler ağırlıklı olarak ilgili proje için çalışan personel maliyetlerinden kaynaklanmaktadır. Departmanın yaptığı araştırma harcamaları giderleştirilirken proje hakkında bir çerçeveye oluştuğunda ve teknopark projeyi kabul ettiğinde proje ürün haline gelene kadarki harcamalar aktifleşmekte; ürün oluştuktan sonraki harcamalar giderleşmektedir. Maddi olmayan duran varlıklar 2021'de 17,8 mn TL olup 2022/09'da amortisman ayrılması ile 14,9 mn TL'ye gerilemiştir. Brüt maddi olmayan duran varlıklar ise 2022/09 itibarıyla 28,4 mn TL olup yıllara sari yapılan arge yatırımı göstermektedir. İlgili kaleml dışında giderleşen arge harcamaları da her yıl faaliyet giderlerinde muhasebeleşmektedir.

Finansal Analiz

Devlet Ankara'da savunmaya özel bir OSB kurmaktadır. İlgili OSB'de teşvikler verilmekte olup Hab'ta olmak önemli bir network anlamına gelmektedir.

2020 yılında artan finansal borçluluk Ankara Hab yatırımı kaynaklıdır.

Hem ticari alacak hem de ticari borçlarda vadelerin gerilemesinin bir diğer nedeni yükselen enflasyonun önemli tutarda vade farkı yaratmaya başlamasıdır. Vade farkına göre katılan faiz maliyeti ise gerilemektedir.

Alınan avanslar projeden kaynaklanacak gelir oranına göre kısa ve uzun vadede sınıflandırılmaktadır. Proje tipine göre proje büyüklüğünün %5, %10 ve %15'i oranında avans alınabilmektedir. 5 yıl önce proje büyüklüğünün %30'u avans olarak alınabilirken yıllara sari bu oran gerilemiştir. Yurtdışı projelerde ise alınan avans oranı daha yüksektir.

Uzun ve kısa vadeli borç karşılıkları projelerle ilgili katılan garanti gider karşılıklarından oluşmaktadır.

Ankara'da Hab yatırımı. Uzun vadeli peşin ödenmiş giderler 2020 yılında bilançoya girmiş olup ilgili tutar Ankara Uzak ve Havacılık İhtisas Organize Sanayi Bölge Müdürlüğü ile yapılan Arsa Tahsis Sözleşmesi kapsamında verilen avanslardan oluşmaktadır. Şirket 3 ayrı tesisini Ankara Hab'ta birleştirmeyi planlamaktadır. Hab'a geçiş, makine ve insan kaynağı kapasitesini artırmak ve savunma sanayii ile networkü güçlendirmek anlamına gelmektedir. Hab'a geçişle mevcutta yaklaşık 5 bin metrekare olan kapalı alan 25 bin metrekareyi aşacaktır. İlgili yatırım sonrasında 3 katlı bina ofis olarak kullanılacak olup bina yanında üretim tesisi de olacaktır. Arsa tahsisi yapılmış olup yapı ruhsat işlemleri tamamlanmıştır. Mimari projelendirme sonrası bina inşaatı başlayacaktır. Yönetim beklentilerine göre 2022 sonunda inşaat yatırımı başlayacak olup 2 sene içinde inşaat tamamlanacaktır. Alınan yapı ruhsatına göre inşaat sürecinin 2 yıl içinde tamamlanması gerekmektedir. Şirket 2024'te havacılık OSB'ye taşınmayı planlarken mevcut durumda OSB'ye taşınan şirketlerin olduğu ifade edilmiştir. İnşaat sürecinin tamamlanması ile arazi tahsisi tapuya döndürülecek ve ilgili alan Şirket'e ait mülk olacaktır.

Düşük finansal borç dikkat çekmekte. Şirket'in toplam finansal borcu 2019, 2020, 2021 ve 2022/09 itibarıyla sırasıyla 8 mn TL, 22 mn TL, 17,2 mn TL ve 8,5 mn TL'dir. Cari dönem itibarıyla 8,5 mn TL'lik finansal borcun 2,9 mn TL'si Euro bazlı olup kalan kısmı TL kaynaklıdır. 2020 yılında finansal borçluluktaki artış Ankara Hab yatırımı için kullanılan TL kredi artışı kaynaklı olup Euro kredi ithal edilen mekanik aksam kaynaklı olmuştur. Yıllara sari üretilen güçlü nakit akımı ile borçluluk da erimştir. İthal edilen ürünlerde düşük faizli Euro kredisi bazı durumlarda bir kaldıraç olarak kullanılmaktadır. Şirket'in 2019, 2020, 2021 ve 2022/09'da ticari borçları sırasıyla 28,8 mn TL, 24,4 mn TL, 19,4 mn TL ve 16,5 mn TL'dir. 2019, 2020 ve 2021'de ticari borç ödeme gün süresi ise sırasıyla 122,2 gün, 51 gün ve 30,7 gündür. Alacak vadelerinin yıllara sari azalmasına karşılık borç ödeme gün süreleri de sektörde azalmıştır. Bu durumda pandemi kaynaklı tedarik sorunları da etkili olmuştur. Şirket ithalatı Avrupa ve Amerika'dan yapmakla birlikte son dönemde Asya ve Çin'de tedarik edilen bölgeler arasına girmiştir. Şirket çoğunlukla elektronik komponent ve kartları ithal ederken ithalat sektöründe kısa vadeli gerçekleşmektedir. Yurtiçinde distribütörlerden ilgili komponent tedarik edilebilirse ilgili kanal da kullanılmaktadır. UDS gibi büyük bir projenin 2019'da portföye girmesi kaynaklı yapılan yüklü ithalatlarla 2019 ve 2020'de ticari borçlar artarken sonraki yıllarda proje gelirleri döndükçe borçluluk azalmıştır.

Müşterilerden alınan avans faaliyetleri finanse etmekte. Şirket'in kısa vadeli ertelenmiş gelirleri 2019, 2020, 2021 ve 2022/09'da sırasıyla 55,5 mn TL, 94,8 mn TL, 56,3 mn TL ve 125,4 mn TL olarak gerçekleşmiştir. Uzun vadeli ertelenmiş gelirler ise aynı dönemlerde sırasıyla 24,5 mn TL, 39,9 mn TL, 24 mn TL ve 76,2 mn TL olarak kaydedilmiştir. Kısa ve uzun vadeli ertelenmiş gelirlerin önemli bir kısmı müşteriden alınan sipariş avanslarından kaynaklanmaktadır. 2020 yılında ilgili avanslardaki artış UDS projesi kapsamında gerçekleşirken 2022/09'da Pakistan devleti ile imzalanan Acmi projesi kapsamında önemli bir sıçrama kaydedilmiştir. 2021 yılında UDS projesinin gelire dönmesi ile ertelenmiş gelirler azalmıştır. 2022/09'da Pakistan ile yapılan Acmi sözleşmesine ek olarak SSB'den de ilgili proje için avans alınmıştır. Pakistan projesi kapsamında alınan avanslar döviz bazlı olup kur değerlemesi ile ilgili avanslar yükselmiştir. Ertelenmiş gelirler Şirket'in işletme sermayesini finanse etmektedir.

Düşük ilişkili taraf hacmi. 2020'de 22,6 mn TL olan uzun vadeli diğer borç 2021'de kısa vadeliye alınmış olup ilgili borç ortaklara olan borçlardan kaynaklanmaktadır. 2020 yılında Şirket temettü kararı almış olup temettü kaynaklı ortaklara borç oluşmuş ve 2022 Ocak ayında temettü borcu nakden kapatılmıştır. Ticari ortaklara ana ortağın Şirket'i olan Dormak ve Dorsav'dan IMU satın alındığı için hacim görülmektedir. Dormak ve Dorsav sektörde distribütör olarak faaliyet göstermektedir. Thales ve Tamgör ise iş ortaklıklarına malzeme tedariki yaptıkları için ilişkili taraflara ticari borç oluşmaktadır. İlgili alımları konsolide edilen iş ortaklıkları yapmakta olup SDT herhangi bir şekilde ürün alımı yapmamaktadır. Tamgör'ün iş ortaklığındaki temel işlevi elektronik kartları iş ortaklıkları için temin etmektedir. İlgili alımlar satılan malın maliyetinde de karşılık bulmaktadır. Tamgör'e yapılan satışlar ise SDT'nin ilgili iş ortaklığına kestiği işçilik faturaları kaynaklıdır. İş ortaklıkları müşterek yönetime tabi olarak konsolide edildiği için konsolide edilmeyen kısımlar için ilgili ilişkili taraf hacimleri oluşmaktadır. İş ortaklıkları sonlandıkça ilişkili taraf hacmi azalacaktır.

Finansal Analiz

Verimli sermaye yönetimi dikkat çekmekte

%56,1 özkaynak karlılığı. Şirket'in sermayesi Nisan 2020'de 3 mn TL'den 10 mn TL'ye artırılmış olup artırılan tutarın tamamı geçmiş yıl karlarından karşılanmıştır. Mart 2022'de ise sermaye tamamı geçmiş yıl karlarından transfer edilerek 10 mn TL'den 50 mn TL'ye artırılmıştır. Şirket'in yatırım amaçlı gayrimenkul/maddi duran varlık değer artışı ya da bedelli sermaye artışı ile özkaynak gelişiminin olmadığı; tamamen karlılık artışı ile özkaynakların yükseldiği görülmektedir. 2019, 2020, 2021 ve 2022/09'da özkaynaklar sırasıyla 70 mn TL, 95,5 mn TL, 209,9 mn TL ve 287,9 mn TL olarak kaydedilmiştir. Yüksek karlılığa rağmen özkaynaklardaki gelişimin sınırlı olması ise dağıtılan nakdi temettü kaynaklıdır. Son 3 yılda Şirket 66 mn TL nakit temettü dağıtmıştır. Şirket nakit üreten yapısı nedeniyle temettü şirketi olmaya aday bir yapıdadır. 2021 ve 2022/09'da özkaynak karlılığı sırasıyla %54,6 ve %56,1 ile 10 yıllık devlet tahvili faizi olan %11,4'ün oldukça üzerinde getiri sağlayarak verimli sermaye yapısına işaret etmektedir.

Bilanço				
31 Aralık, TL	2019	2020	2021	2022/09
SDT	Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş
Aktifler	201.297.041	320.513.931	376.279.651	549.062.326
Nakit ve Benzerleri	35.817.739	30.180.617	98.054.275	87.574.759
Finansal Yatırımlar	-	11.645.276	-	162.318.626
Ticari Alacaklar	38.140.376	52.158.809	73.597.557	50.287.134
Diğer Alacaklar	2.408.021	6.551.426	2.889.078	6.270.578
Stoklar	70.232.367	104.783.335	128.743.882	132.004.321
Peşin Ödenmiş Gid.	6.130.637	38.037.764	18.054.593	50.668.464
Diğ. Dön. Var.	7.717.109	12.274.084	6.559.598	2.560.944
Dönen Varlıklar	160.446.249	255.631.311	325.898.983	491.684.826
Diğer Alacaklar	85.361	45.980	39.400	531.191
Finansal Yatırımlar	-	-	5.894.634	7.811.351
Kullanım Hakkı Var.	4.808.573	3.254.856	1.940.993	574.996
Maddi Duran Var.	8.161.983	8.449.940	6.875.764	9.056.515
Maddi Olmayan Duran Var.	10.243.706	18.730.264	17.810.761	14.980.842
Peşin Ödenmiş Gid.	70.825	10.931.386	10.890.570	10.846.383
Ertelenmiş Vergi Varlığı	17.480.344	23.470.194	6.928.546	13.576.222
Duran Varlıklar	40.850.792	64.882.620	50.380.668	57.377.500

Bilanço				
31 Aralık, TL SDT	2019 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	2020 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	2021 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	2022/09 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş
Özkaynak ve Yükümlülükler	201.297.031	320.513.931	376.279.551	549.062.326
Kısa Vad. Borç.	1.452.575	6.184	9.267	69.805
Uz. Vad. Borç. Kısa Vad. Kıs.	1.770.812	8.953.136	12.092.173	6.542.466
Dönem Kân Vergi Yükümlülüğü	2.437.625	4.152.779	6.422.624	851.659
Ticari Borçlar	28.833.985	24.417.218	19.448.631	16.537.158
Çalış. Sağ. Fay. Kap. Borç.	952.751	1.183.777	4.592.582	8.841.031
Diğer Borçlar	762.181	1.293.845	24.762.420	2.989.097
Ertelenmiş Gelirler	55.498.812	94.820.072	56.350.913	125.450.136
Diğ. Kısa Vad. Yüküm.	4.766.883	7.215.946	7.320.186	10.729.665
Kısa Vad. Yükümlülükler	96.475.624	142.042.957	130.998.796	172.011.017
Uzun Vad. Borç.	4.869.054	13.065.781	5.110.693	1.951.481
Diğer Borçlar	-	22.655.333	-	-
Ertelenmiş Gelirler	24.505.346	39.887.550	24.057.155	76.177.378
Uzun Vadeli Karşılıklar	5.416.477	7.380.581	6.170.373	10.970.310
Uzun Vad. Yükümlülükler	34.790.877	82.989.245	35.338.221	89.099.169
Sermaye	3.000.000	10.000.000	10.000.000	50.000.000
Diğ. Kap. Gelirler / (Giderler)	(7.492)	63.580	(6.156)	(22.898)
Kardan Ayırı. Kısıtl. Yed.	600.000	600.000	600.000	2.000.000
Geçmiş Yıl Karları	24.457.686	13.729.112	84.818.149	157.948.690
Net Kar	41.980.336	71.089.037	114.530.541	78.026.348
Özkaynaklar	70.030.530	95.481.729	209.942.534	287.952.140

Finansal Analiz

Gelirler proje teslimatlarına göre gerçekleşmektedir.

2020 ve 2021'de güçlü gelir büyümesi dikkat çekerken bu durum 2022/09'da kısmi baz etkisi oluşturmuştur

**Biten projelere yenisi dahil olsa
da gelirleşme takvimi sarktığı
için net satışlarda dalgalanma
olmakta**

**Projelerin katma değerine göre
brüt kar marjı dalgalanmaktadır**

Hizmet maliyetleri test hizmeti ve bakım kapsamındaki harcamalardır

**2021'de ERP sistemine geçiş
genel yönetim giderlerini
artırmıştır**

Projelerin teslimat takvimi gelirleri etkilemekte, 2020 yılında net satışlar %89,3 artarak 297,5 mn TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in proje bazlı bir yapıda çalışıyor olması ve 2020'de teslimatı artan proje sayısının çokluğu gelirlerin enflasyonun oldukça üzerinde artmasını sağlamıştır. Kale grubuna satılan kanatlı güdüm kiti, IMU, data link projeleri 2020 yılındaki keskin büyümenin dinamizmini oluşturmıştır. Telespozya ve Güney Kore'ye ihracat bu yılda artarken Kale grubuna olan satışların serbest bölgeden gerçekleşmesi de yurtdışı gelirleri 2020'de yükseltmiştir. 2020 yılındaki güçlü büyüme 2021'de baz etkisini beraberinde getirmiş olmasına rağmen 2021 yılında net satışlar %48,9 artarak 442,9 mn TL'ye ulaşmıştır. 2020 yılındaki güçlü büyümeye rağmen 2021 yılında da enflasyonun oldukça üzerinde reel büyümenin yaşandığı dikkat çekmektedir. 2022/09'da ise %2,3'lük gerileme ile net satışlar 254,6 mn TL olarak gerçekleşmiştir. 2020 ve 2021'de proje teslimatlarının artması ile sağlanan güçlü büyüme 2022'de baz etkisine sebep olmuştur. Önceki yıllarda pandemi ve enflasyon olmasına rağmen ciro büyümeleri oldukça güçlü gerçekleşirken 2022/09'da yüksek enflasyon döneminde satışlardaki ivme kaybı Şirket'in bir emtia firması olmaması kaynaklıdır. SDT, proje şirketi olması sebebiyle proje teslimatlarına göre gelir üretmekte ve teslimat takvimleri yıllara sari farklılaşabilmektedir. 2022 yılında iş ortaklarının sonlanmaya başlaması ve iş ortaklarında proje hacminin azalması ivme kaybının bir sebebi olurken yaşanan çip krizi ile uzayan tedarik süreleri de gelir büyümesini etkilemiştir. 2022'de yaşanan ekonomik kriz nedeniyle kamunun savunma harcamalarının sonraki yıla sarkmış olması da gelir büyümesinde bir parametredir. Ayrıca UDS projesinden elde edilen gelir projede son modüle yaklaşıldığı için azalmıştır. Bununla birlikte Şirket biten projelerin yerine yeni projeleri koymakla birlikte yeni projelerin henüz teslimat dönemlerinin başlamaması gelirden en önemli değişkendir. Başka bir deyişle proje şirketi olduğu için biten projelerin yerine daha fazla sayıda proje portföye girse dahi projelerin teslimat süreleri farklılaştığı için gelir büyümesi dalgalanmaktadır. Geçmiş 3 yılda yoğun seyreken yurtdışı jammer satışları ve UDS, kayda değer gelir üretirken portföye alınan Pakistan Acmi projesi önemli bir ikame olacaktır. Ayrıca jammerların yurtdışı satışı da hedeflenmektedir.

Kar marjı projelerin katma değerine göre değişmekte. Şirket'in satılan malın maliyetine bakıldığında büyük oranda üretim maliyetleri dikkat çekmektedir. Az da olsa ticari mal maliyeti de görüldürken hizmet maliyeti Şirket'in garanti kapsamında verdiği bakım hizmeti harcamalarıdır. Yürütülen projenin devamı olan bakım maliyetleri hizmet maliyetine girdiği gibi test hizmetlerinin maliyeti de hizmet maliyetinde yer almaktadır. 2019, 2020, 2021, 2021/09 ve 2022/09'da Şirket'in brüt kar marjı sırasıyla %45,2, %36, %41,2, %29,9 ve %38,1 olarak gerçekleşmiştir. Katma değer projeden projeye değiştiği için Şirket'in brüt kar marjı da yıllara sari dalgalanmıştır. 2022/09'da gelir kısmen önceki senenin aynı dönemine göre daralsa da katma değeri yüksek projelerin tamamlanması brüt kar nominal olarak 2022/09'da %24,5 artıracak 96,9 mn TL'ye ulaşmıştır. Ayrıca 2021'de UDS'nin gelirinin artması ile brüt kar marjı artarken 2022/09'da UDS projesinin satış payının azalması kar marjında 2021'e göre geri çekilmenin sebepleri arasındadır. 2022/09'da portföye giren Pakistan Acmi projesi sonuna gelinmiş UDS projesi gibi büyük bir projedir. Pakistan projesinden gelir elde edilmeye başlandıkça brüt kar marjının artması beklenmektedir.

Faaliyet giderleri. 2020 yılında üst yönetimde yapılanma olması, alınan yeni personeller ve yapılan zammı ek olarak ilk defa prim dağıtılması genel yönetim giderlerindeki %45,2'lik büyümenin temel dinamiğidir. 2020 yılındaki yüksek büyüme personel alımı ve prim dağıtımını beraberinde getirmiştir. 2021 yılında ise genel yönetim giderleri %43,7 artarak 21 mn TL'ye ulaşmıştır. 2021 yılında yapılan zammı ek olarak dağıtılan prim 2021 genel yönetim gider artışında etkilidir. 2021 yılında da Şirket satışları önemli bir artış göstermiştir. Ayrıca 2021 yılında ERP programına geçilmesi danışmanlık gider artışı ile genel yönetim giderlerini ilgili yılda yükseltmiştir. 2022/09'da genel yönetim giderleri %78,2 artarak 27,9 mn TL olarak gerçekleşmiştir. 2022 başı ve Nisan ayında yapılan zam, halka arz ve ERP programına geçiş nedeniyle artan danışmanlık giderleri genel yönetim gider artışındaki temel dinamiklerdir. Yurtdışına giden personel sayısının artması personelin asıl yatırım olduğu sektörde maaş iyileştirmeleri ve prim mekanizmasını zorunlu kılmaktadır.

Finansal Analiz

28,4 mn TL brüt maddi olmayan duran varlık yatırımına ek olarak yıllık ortalamada 10 mn TL'lik ARGE gideri gerçekleşmekte

Pazarlama giderlerine her geçen dönem daha fazla yatırım yapılmakta

Müşteriler için verilen yüksek tutardaki teminat mektubu nedeniyle oluşan teminat komisyon giderleri finansman giderlerinde önemli bir yer tutmaktadır.

EBITDA'da 2019-2022/09 döneminde yıllık bileşik büyüme %49,1 olarak gerçekleşti.

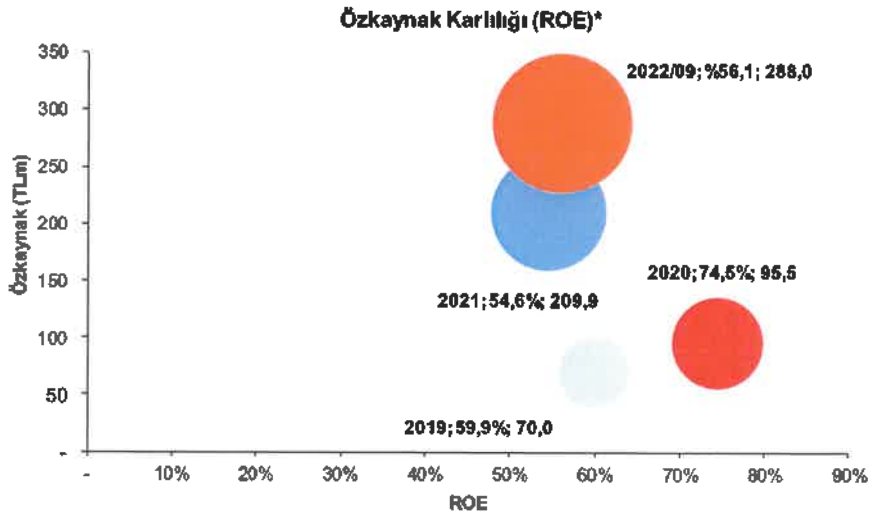
2019-2021 arasında %28,7-%34,1 bandında hareket eden EBITDA marjı 2022/09'da ekonomik konjonktür nedeniyle kamu harcamalarının sonraki yıla sarkması, Şirket'in 2019-2021'de önemli sayıda proje tamamlamış olması sınırlı satış artışına ek olarak portföydeki katma değer oranının düşmesi ile marj gerilemiştir.

ARGE yatırımı dikkat çekiyor. 2020'de pandemi nedeniyle pazarlama faaliyetleri azaldığı için pazarlama giderleri 2019 yılına göre %17,1 azalarak 3,2 mn TL olarak kaydedilmiştir. 2021 yılında ise hem pandeminin baz etkisi hem de Şirket'in pazarlamaya daha fazla önem vermeye başlaması pazarlama giderlerinde %164,4'lük artışı beraberinde getirmiş ve yıl 8,5 mn TL'den kapanmıştır. 2022/09'da ise pazarlama giderleri gelirlerin sınırlı büyüdüğü bir dönemde geleceğe bir yatırım olarak önceki senenin aynı dönemine göre %80,1 oranında artarak 10,5 mn TL'ye ulaşmıştır. 2022 başı ve ortasında yapılan zammı ek olarak departmana yeni istihdamın sağlanması ve projelerin pazarlanması için 6-7 ülkede fuarlara katılması 2022 yılındaki pazarlama giderlerinin büyümesinin temel dinamiğini oluşturmuştur. Pakistan projesi ilgili fuarlar vasıtası ile imzalanmıştır. Şirket'in her yıl önemli tutarda ARGE gideri yazdığı görülmektedir. ARGE giderleri proje için harcanan araştırma giderlerinden oluşmaktadır. Projenin hayata geçirilmesi için belirli bir dönem katılan araştırma giderleri ARGE'de kaydedilmektedir. Bununla beraber proje için araştırma evresinden geliştirme evresine geçilirse ilgili geliştirme giderleri aktifleşmekte ve ARGE giderlerinde gösterilmemektedir. Projenin geliştirme evresi tamamlanıp ürün ortaya çıktığında ise ilgili giderler ARGE giderlerinde kaydedilmektedir. Geliştirme nedeniyle aktifleşen yatırımların proje ürün haline geldikten sonra yazılan amortisman giderleri de ARGE giderlerinde gösterilmektedir. 2020 yılında ARGE giderleri %5,6 artarken 2021'de %27,8'lik büyüme ile yıllık 12 mn TL ARGE harcamasına ulaşmıştır. 2022/09'da ise önceki senenin aynı dönemine göre ARGE giderlerinin %51'lik azalma ile 4,0 mn TL olarak kaydedildiği dikkat çekmektedir.

Güçlü EBITDA büyümesi. Esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderleri ticari faaliyetlerden oluşan kur farkı oluşturmaktadır. Şirket alımlarının göre yaklaşık %50'si döviz bazlı olurken satışlarda döviz korele gelir %80-85 bandındadır. Bu durum döviz bazlı ticari alacak ve ticari borcun oluşmasını ve kurdaki harekete göre dönem içinde ticari faaliyetlerden kur farkı gelir ve giderini oluşturmaktadır. Yapılan döviz bazlı alış ve satış ve vadelerine ek olarak kurdaki hareket esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderde önemli bir oynaklığa sebep olmaktadır. Alınan ve verilen avanslarda dövizli varlık ve yükümlülükler de yer aldığı için avans kaynaklı kur farkı geliri ve gideri de esas faaliyetlerden diğer gelir ve gideri etkilemektedir. 2022/09'da esas faaliyetlerden diğer gelir/giderin nette negatif olması ve önceki senenin aynı dönemine göre artması Pakistan'dan alınan döviz bazlı avansların artması ve yükselen kur kaynaklıdır. Ayrıca 2022'de döviz bazlı fatura kesilmesinin yasaklanması da döviz bazlı ticari alacakları azalttığı için ilgili hesap negatife dönmüştür. Muhaberesim ve hurda değerinden kalan stok kaynaklı stok değer düşüklüğü giderleri de esas faaliyetlerden diğer giderleri yükseltmiştir. Yönetim stok değer düşüklüğünün spesifik bir proje kaynaklı olduğundan gelecek yıllarda azalacağını ifade etmiştir. Esas faaliyetlerden diğer gelir ve gider nette 2020 ve 2021'de eksi yazarken 2019'da artı yazmıştır. Yatırım faaliyetinden diğer gelirler ve giderler daha çok finansal yatırımlar satış karı ve zararından oluşmaktadır. 2020'de ilgili hesaptan kar elde edilirken 2021'de zarar elde edilmiştir. 2022/09'da ise hem finansal yatırımlar satış karı elde edilmiş hem de özellikle Pakistan kaynaklı uzun vadeli avansın kur korumalı mevduata konulması sebebiyle yazılan faiz ve kur geliri yatırım faaliyetinden diğer gelirlerini yükseltmiştir. 2022'de artan kur ve yükselen nakit pozisyonu yatırım faaliyetinden gelir artışının temel dinamiğini oluşturmuştur. Şirket'in nakit pozisyonunun önemli bir kısmının döviz bazlı olması finansman gelir ve giderlerinde kur farkı kaynaklı gelir ve gider oluşturmıştır. Şirket'in her dönem nette finansman geliri elde etmesi dikkat çekerken 2022/09'da artan dövizli nakit pozisyonu nedeniyle finansman gelirinde önemli bir artış olmuştur. Finansman giderlerinde ise hem dövizli kredi kaynaklı kur farkı gideri hem de nakit pozisyonundaki varlıkların kur farkı gideri yer almaktadır. Sonuç olarak Şirket Brunson krizinin yaşandığı 2019 ve pandemik kriz 2020'de net dönem karı üretebilmiştir. Pandemi sonrası ise 2021'de net dönem karı %61,1'lik artışla 114,5 mn TL olarak gerçekleşmiştir. 2022/09'da ise önceki senenin aynı dönemine göre net kar %150,8 oranında artarak 78 mn TL olarak kaydedilmiştir. 2022/09'da son 4 çeyrek yıllıklandırılmış net kar ise 161,4 mn TL'dir. 2019, 2020 ve 2021'de EBITDA rakamları ise sırasıyla 52,3 mn TL, 85,3 mn TL ve 150,8 mn TL olarak gerçekleşmiştir. 2020 ve 2021'de EBITDA'nın sırasıyla %63 ve %76,8 oranında artması dikkat çekmektedir. 2022/09'da ise EBITDA az da olsa daralan satışa rağmen kar marjındaki yükselişin etkisiyle önceki senenin aynı dönemine göre %11,4 artışla 61,1 mn TL olarak gerçekleştirmiştir. Cari dönemde son 4 çeyrek yıllık EBITDA ise 157,2 mn TL'dir.

Gelir Tablosu

31 Aralık, TL SDT	2019 Gerçekleşmiş BDR	2020 Gerçekleşmiş BDR	2021 Gerçekleşmiş BDR	2021/09 Gerçekleşmiş BDR	2022/09 Gerçekleşmiş BDR	Son 4Ç Gerçekleşmiş BDR	2019-2022/09 YBBO (%)
Net Satışlar	157.132.776	207.499.715	442.975.323	260.706.839	254.661.112	436.929.596	45,0%
Değişim		89,3%	48,9%		-2,3%		
Satışların Maliyeti	(86.110.900)	(190.450.080)	(260.579.521)	(182.829.426)	(157.697.871)	(235.447.966)	44,2%
Brüt Kar	71.021.876	107.049.635	182.395.802	77.877.413	96.963.241	201.481.630	46,1%
Brüt Marj	45,2%	36,0%	41,2%	29,9%	38,1%	46,1%	
Genel Yönetim Gid.	(10.070.482)	(14.618.984)	(21.000.590)	(15.660.789)	(27.906.188)	(33.245.989)	54,4%
Değişim		45,2%	43,7%		78,2%		
Satış-Pazarlama Gid.	(3.889.046)	(3.223.171)	(8.523.133)	(5.815.089)	(10.475.593)	(13.183.637)	55,9%
Değişim		-17,1%	164,4%		80,1%		
Araş-Geliş. Gid	(8.954.462)	(9.459.556)	(12.088.040)	(8.224.779)	(4.029.377)	(7.892.638)	-4,5%
		5,6%	27,8%		-51,0%		
Esas Faal. Diğ. Gel, Net	1.591.588	(4.326.013)	(682.743)	(11.509.059)	(17.533.934)	(6.707.618)	
Değişim		-371,8%	-84,2%		52,3%		
EBITDA	52.357.367	85.334.139	150.853.803	55.804.142	62.141.216	157.190.877	49,1%
Değişim		63,0%	76,8%		11,4%		
EBITDA Marjı	33,3%	28,7%	34,1%	21,4%	24,4%	36,0%	
Amortisman	(4.249.481)	(5.586.215)	(10.069.764)	(7.627.386)	(7.589.133)	(10.031.511)	36,7%
EBIT	49.699.474	75.421.911	140.101.296	36.667.697	37.018.149	140.451.748	45,9%
Değişim		51,8%	85,8%		1,0%		
EBIT Marjı	31,6%	25,4%	31,6%	14,1%	14,5%	32,1%	
Yat. Faal. Gel.	-	669.921	(958.621)	(411.057)	19.922.934	19.375.370	
Fin. Gel.	3.879.581	18.355.101	11.707.238	5.894.259	42.099.293	47.912.272	149,4%
Fin. Gid.	(4.939.245)	(10.838.071)	(3.872.633)	(3.285.488)	(20.667.727)	(21.254.872)	70,0%
Vergi Öncesi Kar	48.639.810	83.608.862	146.977.280	38.865.411	78.372.649	186.484.518	
Vergi	(8.860.792)	(18.527.443)	(15.887.757)	(9.152.830)	(6.989.791)	(13.724.718)	
Ertelenmiş vergi geliri/gid.	2.201.318	6.007.618	(16.559.082)	1.395.860	6.643.490	(11.311.452)	
Net Kar	41.980.336	71.089.037	114.530.441	31.108.441	78.026.348	161.448.348	63,2%
Değişim		69,3%	61,1%		150,8%		
Net Marj	26,7%	23,9%	25,9%	11,9%	30,6%	37,0%	



*Balonun büyüklüğü özkaynakları göstermektedir.

● 2020 ● 2021 ● 2019 ● 2022/09

Değerleme

Değerleme Yöntemleri

Şirketleri pay başına değerinin belirlenmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerleme yöntemleri kullanılmaktadır.

Gelir ve Pazar Yaklaşımı değerlendirme yöntemi olarak uygulanmıştır

Gelir Yaklaşımı, Pazar Yaklaşımı ve Maliyet Yaklaşımı

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) şirketlerin faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratması muhtemel nakit akımlarının bugüne indirgenmesi temeline dayanan bir değerlendirme yöntemidir. İNA yöntemi birçok varsayıma dayanarak şirketlerin faaliyetlerinin içsel değerini bulmaya odaklanır, uzun vadeli potansiyelini yansıtır ve şirket özelindeki riskleri de belirli bir çerçevede barındırır. Bu yöntemin varsayımlara duyarlı olması bir dezavantaj gibi gözükse de statik olmayan iş modelleri için daha uygundur.

Statik olmayan iş modelleri için İNA daha uygun bir metot

Piyasa Çarpanları Analizi. Piyasa çarpanları analizi, borsalarda işlem gören benzer şirketlerin işlem gördükleri güncel fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları finansal tablolarındaki belirli verilerin oranlarını karşılaştırmaya dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Kolay uygulanması ve görece nesnel bir yöntem olması nedeniyle değerlemelerde en sık kullanılan yöntemlerdendir. Değerlemeye konu şirkete benzer şirketlerin her zaman bulunamaması ve bu şirketlerin yalnızca belirli bir dönemdeki finansal verilerin karşılaştırılmasına baz teşkil etmesi dezavantajlarındandır. Ayrıca güncel piyasa fiyatlamalarına çok duyarlı olduğundan farklı dönemlerde değişen piyasa risk iştahına bağlı olarak değerlemeler oynaklık gösterir. Şirketlerin gelecek beklentilerinin tam olarak piyasa çarpanları ile yakaalanması kolay değildir. Ayrıca dinamik iş modellerinin statik bir çarpana indirgenmesi riskleri bünyesinde barındırır.

EV/EBITDA & F/K çarpanları kullanılmıştır

Maliyet Yaklaşımı: Maliyet yaklaşımı, bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımdır. Maliyet yaklaşımı UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 70.2. ve 70.3 nolu maddelerinde yer verilen kriterleri nadiren sağlamaları nedeniyle normalde faal işletmelerin değerlemesinde uygulanamamaktadır. Bu nedenle Şirket'in değerlemesinde Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı kullanılmıştır.

Yönetim tarafından belirlenen projeksiyonlar ve varsayımların farklılaşması halinde farklı piyasa değeri ve pay başına değerlere ulaşılabilir

Öne çıkan çarpanlar. Bu değerlendirme yönteminde Şirket'in sektöründe sıkça kullanılan aşağıda belirtilen çarpanlar kullanılmış ve son 12 aylık gerçekleşen (30.09.2021-30.09.2022) net dönem karı ve EBITDA tutarları esas alınarak şirket piyasa değeri hesaplanmıştır.

Firma Değeri/EBITDA (EV/EBITDA), Piyasa Değeri/Net Kar (F/K)

Genel Varsayımlar. Değerleme çalışmasında, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler, makroekonomik tahminler de dikkate alınmıştır. Bununla birlikte genel varsayımlar aşağıdaki gibi sıralanmıştır;

-Şirketin faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyecek izahnamede yer alan risklerin Şirket'in geçmişinde tekrarlanan türde olmaması nedeniyle projeksiyon döneminde de Şirket'in sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği,

-Şirket yönetimi ve kilit personel kadrosunda faaliyetlere etki edebilecek bir değişikliğin olmayacağı.

İNA yönteminin yapısı gereği söz konusu projeksiyonlar, Şirket'in öngörütleri ile oluşturulması ve birçok varsayımsal parametreye bağlı olması nedeniyle geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonlar ve varsayımların farklılaşması halinde farklı piyasa değeri ve pay başına değerlere ulaşılabilir.

Değerleme Metodolojileri

İNA

%20,5 AOSM belirlenirken Şirket'in projeksiyon döneminde beklenen vergi oranı dikkate alınmıştır

Alfa FVFM gereği sıfır alınmıştır. 10 yıllık devlet tahvilinin son 1 yıllık, 6 aylık, 3 aylık verilerinin ortalamaları ile kapanış verisinin aritmetik ortalaması %14,2 risksiz getiri olarak alınırken, en iyi uygulamalarda piyasa algısını en doğru biçimde yansıttığını gördüğümüz %5,5 sermaye piyasası risk primi varsayımları ile %20,5 AOSM belirlenmiştir. Şirket'in borsada işlem görmeye başlayacak olması nedeniyle FVFM varsayımlarına göre özsermaye maliyetine şirkete özgü riskin göstergesi olan alfa eklenmemesi gerektiği halde muhafazakar tarafta kalmak adına şirkete özgü risk primi olan alfa %1 olarak kabul edilmiştir. Şirket'in kaldırıcı belirlenirken iterasyon yaklaşımı, benzer yurtiçi şirketlerin ortalama kaldırıcı, 2022/09 mali verileri ve yönetimin kredi-öz kaynak beklentisi dikkate alınmıştır. Şirket'in finansal borcunun düşük kalması nedeniyle teknoloji sektörü şirketlerinden hesaplanan kaldırıcısız beta modellenmiş ve Hamada Denklemi ile hesaplanan beta 0,80x olarak tespit edilmesine rağmen muhafazakar tarafta durmak adına beta 1x olarak alınmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması ("AOSM")

TL		
Veriler		
Risksiz Faiz Oranı	14,2%	10 Yıllık TL Devlet Tahvilin son 1 yıllık 6 Aylık, 3 Aylık Ortalamaları ile Kapanış Verisinin Aritmetik Ortalaması
Şirkete Özgü Risk Getirisi (Alfa)	1,0%	Şirkete özgü riskleri yansıtabilmek adına %1 kabul edilmiştir.
Borç/Özkaynak	3,0%	2022/09 mali verileri dikkate alınmıştır.
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	2,9%	2022/09 mali verileri dikkate alınmıştır.
Beklenen Kurumlar Vergisi Oranı	14,8%	Projeksiyon dönemi ortalama vergi oranı kullanılmıştır.
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5,5%	Günümüz yatırım iklimini yansıtan %5,5 özsermaye piyasa risk primi kullanılmıştır.
İşlem Görmüş Aktif Beta		
İşlem Görmüş Aktif Beta	1,00	Hamada Denklemine Göre 0,82 hesaplanırken ihtiyatlı bir yaklaşımla piyasa betası olarak 1 kabul edilmiştir.
Özsermaye Fiyatlandırma Modeli		
Risksiz Faiz Oranı	14,2%	10 Yıllık TL Devlet Tahvilin son 1 yıllık 6 Aylık, 3 Aylık Ortalamaları ile Kapanış Verisinin Aritmetik Ortalaması
Şirkete Özgü Risk Getirisi (Alfa)	1,0%	Şirkete özgü riskleri yansıtabilmek adına %1 kabul edilmiştir.
İşlem Görmemiş Aktif Beta	0,80	Hamada denklemine göre yurtiçi benzerler hesaplanmıştır
İşlem Görmüş Aktif Beta	1,00	Hamada Denklemine Göre 0,80 hesaplanırken ihtiyatlı bir yaklaşımla piyasa betası olarak 1 kabul edilmiştir.
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5,5%	Günümüz yatırım iklimini yansıtan %5,5 özsermaye piyasa risk primi kullanılmıştır.
Özsermaye Maliyeti	20,7%	Risken arındırılmış oran*(Özsermaye piyasa risk primi*işlem görmüş aktif beta)*Şirkete özgü risk getirisi
AOSM		
Özsermaye Maliyeti	20,7%	Yukarıda hesaplanmış olan Özsermaye Maliyeti
Borç Maliyeti	17,2%	Şirket'e verilen uzun vadeli borçlanma maliyet oranı
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	2,9%	2022/09 mali verileri dikkate alınmıştır.
Toplam Finansmandaki Özsermaye Oranı	97,1%	1- toplam finansmandaki borç oranı
Kurumlar Vergisi Oranı	14,8%	Projeksiyon dönemi ortalama vergi oranı kullanılmıştır.
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	20,5%	(% Özsermaye Oranı x Özsermaye Maliyeti) + (% Borç Oranı x (1 - Kurumlar Vergisi) x Borç Maliyeti)

Net Borç

241 mn TL Net Nakit pozisyonu

Finansal borçların yaklaşık %34,4'ü Euro bazlıdır.

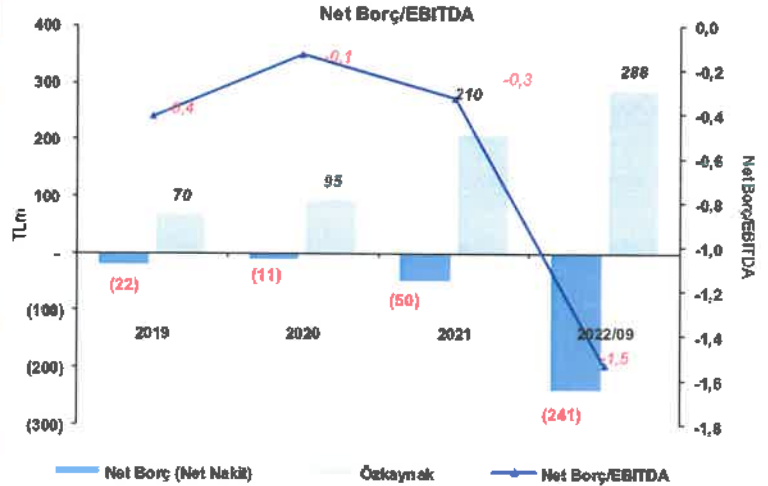
İş modelinin kura karşı korunaklı yapısı ve düşük finansal borçları nedeniyle herhangi bir kur riskine maruz değildir.

Şirket net nakit pozisyonunda. İş modelinin önemli oranda insan kaynağına bağlı olması nedeniyle düşük sermaye ihtiyacı, sabit kıymet yatırımlarına önemli bir bağımlılığının olmaması, katma değerli faaliyet alanı nedeniyle kar marjlarının yüksek olması ve işletme sermayesi finansmanı anlamında özellikle uzun vadeli projelerde alınan avansların işletme sermayesi ihtiyacını minimize etmesi Şirket'in net nakitte olmasının temel sebepleri arasında yer almaktadır. Son üç yıl içerisinde özellikle pandemi kaynaklı sorunlar nedeniyle ticari borç gün süreleri gerilerken buna karşın Şirket ticari alacak gün sürelerini de aşağı çekebilmiştir. Stok gün süresinde ise özellikle 2019 yılına kıyasla ciddi bir iyileşme yakalanabilmiştir. Bununla birlikte özellikle projeden projeye önemli oranda değişebilen alınan avans tutarlarındaki oransal gerileme 2019-2021 arasında işletme sermayesi ihtiyacını kısmen artırmıştır. Bununla birlikte 2022/09 itibarı ile 2021 yılına kıyasla alınan avans tutarında oransal olarak iyileşme gerçekleşmiştir. Şirket'in gelirleri ilgili dönemde gerek kur gerekse alınan işlerdeki artışın etkisi ile kümüle olarak %178 oranında artmış ve bu artış kar marjları ile desteklenince işletme sermayesindeki kısmi bozulmaya rağmen Şirket'in net nakit pozisyonu 2019-2021 arası dönemde kayda değer bir artış yakalamıştır. 2022/09 döneminde ise özellikle yurtdışı projelerin devreye girmesi ile alınan avans tutarının önemli oranda yükselmesi işletme sermayesi ihtiyacını azaltarak 2022/09 itibarı ile net nakit pozisyonunun önemli oranda artmasını sağlamıştır. Tüm bu faktörlerin etkisi ile 2019 yılında yaklaşık olarak 21,5 mn TL olan nakit pozisyonu 2022/09 itibarı ile 241,5 mn TL'ye yükselmiştir. Her ne kadar Şirket'in işletme sermayesi ihtiyacı var olmaya devam edecek olsa da faaliyette bulunduğu sektörün katma değerli ve rekabete açık olmayan yapısı sebebiyle sahip olunan yüksek kar marjları net nakit pozisyonunun ilerleyen dönemde devam edeceğini göstermektedir.

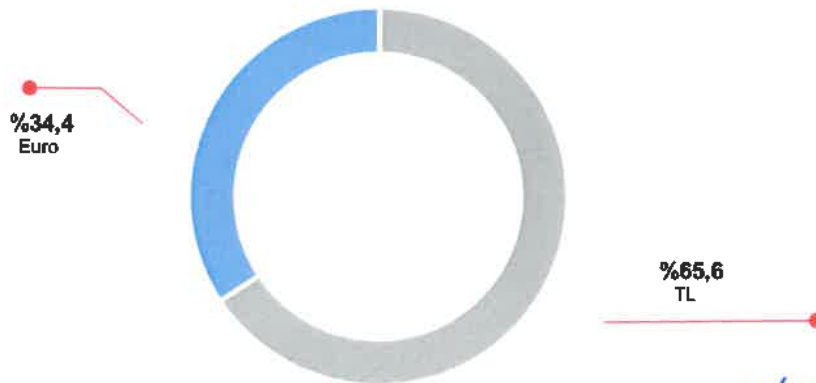
Net Borç & Özkaynak & Finansal Kaldıraç

TLm	2019	2020	2021	2022/09
Nakit ve Nakit Benzerleri	35,8	30,2	98,1	87,8
Finansal Yatırımlar**	-	11,6	-	170,1
Diğer Alacaklar*	2,4	8,6	2,9	6,3
Kısa Vad. Fin. Borç.	1,5	0,0	0,0	0,1
Uz. Vad. Borç, Kısa Vad. Kis.	1,8	9,0	12,1	8,5
Uzun Vad. Fin. Borç.	4,9	13,1	5,1	2,0
Diğer Borçlar	0,8	1,3	24,8	3,0
Uzun Vad. Karş.	5,4	7,4	6,2	11,0
Net Borç (Net Nakit)	(21,5)	(11,1)	(49,9)	(241,5)
Özkaynak	70,0	95,5	209,9	298,0
Net Borç/Özkaynak	-30,8%	-11,7%	-23,8%	-83,9%
Net Borç/EBITDA	-0,4	-0,1	-0,3	-1,5
EBITDA**	52,4	85,3	150,9	157,2

*Diğer alacak, vergi defresinden alacaklardan oluşmaktadır.



Kur bazlı Borç Dağılımı (2022/09)



İşletme Sermayesi

İşletme sermayesindeki dalgalanmanın ana nedeni projelerdeki dönemsellik ve alınan avans tutarındaki proje bazlı dalgalanmadır.

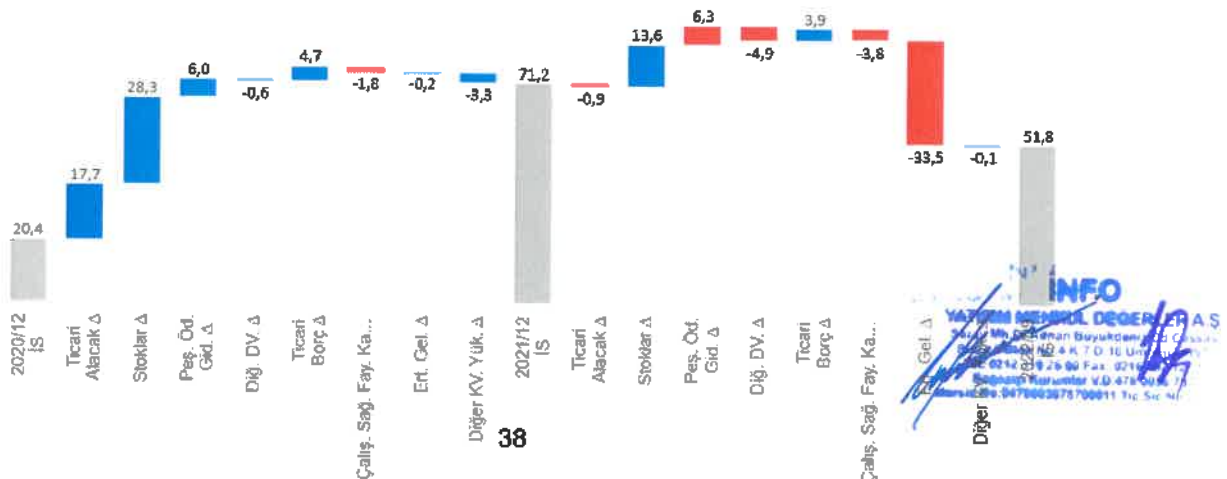
İlerleyen dönemde yurtdışı projelerin artacağı beklentisi alınan avans gün süresini kısmen artıracaktır

İşlem hacmine oranla düşük işletme sermayesi ihtiyacı. Projelerin genellikle uzun dönemli geliştirme faaliyetleri içermesi nedeniyle alınan avans rakamı işletme sermayesinin finansmanı için önemli bir kalemlerle birlikte projelerin dönemselliği ve büyüklüğüne göre alınan avans tutarı önemli oranda değişebilmektedir. Bu nedenle işletme sermayesi ihtiyacı dalgalanabilmektedir. Nitekim 2019-2022/09 arası dönemde işletme sermayesi ihtiyacının net satışlara oranı sırası ile %3,3, %6,9, %16,1 ve %11,6 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2019-2021 arası dönemde işletme sermayesinin oluşmasına sebebiyet veren en önemli kalemlerden olan ticari alacak ve stok gün süreleri trend halinde azalıyor olmasına rağmen alınan avans ve ticari borç gün sürelerindeki gerileme nedeniyle işletme sermayesi ihtiyacının gelirlere oranı 2021 yılına kadar yükseliş kaydetmiştir. İşletme sermayesi ihtiyacının 2022/09'da 2021'e göre azalmasının ana nedeni stok gün süresi bir miktar yükselmiş olmasına rağmen ACMI_POD projesi nedeniyle Pakistan'dan alınan yaklaşık 5 mn USD tutarındaki alınan uzun vadeli avanstır. Yurtdışı projelerin net satışlardaki payının artarak olması alınan avans tutarının gelecekte yükselmesini sağlaması beklenmektedir. Ticari alacak gün süresi Aselsan'dan yapılan tahsilatlarda görülen verimlilik ve enflasyon nedeniyle 2019-2022/09 arası dönemde 89 günden 52 güne kadar gerilemiştir. Bununla birlikte projeksiyonda ticari alacaklarda görülen düşüş trendi devam ettirilmemiş ve 2022/09 döneminde oluşan ticari alacak gün süresi 52 gün olarak gerçekleşmesine rağmen muhafazakar tarafta kalarak gelecek yıllar için ticari alacak gün süresinin 60 gün olacağı varsayılmıştır. Stok gün süresi özellikle Brunson krizinin etkisi ile stoklama yapılmasının bir sonucu olarak 2019 yılında 297 seviyesine kadar çıkarken zamanla azalarak 2021 yılında 162 gün seviyesine kadar gerilemiştir. 2022 yılında çip krizinin etkisi ve bazı projeler nedeni ile stoklama gereksinimi ortaya çıkmış ve stok gün süresi 200 gün seviyelerine kadar yükselmiştir. İlerleyen dönemlerde ise çip krizinin etkisinin zamanla azalarak stok gün süresinin 2021 ve 2022 yılı stok ortalama stok gün süresi seviyesinde normalize olacağı öngörülmüştür. Ticari borç gün süresi ise 122 günlerden 2022/09 itibari ile 28 gün seviyesine kadar gerilemiştir. Bununla birlikte Şirket'in ticari borç gün süresi öngörüsü 45 gün olmasına rağmen ticari borç gün süresinin yaklaşık 31 gün seviyesinde sabitleneceği varsayılmıştır.

İşletme Sermayesi (mTL)*	2019	2020	2021	2022/09	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Ticari Alacak	38,1	45,1	62,9	61,9	70,5	152,0	193,9	253,1	267,7	286,7	287,4	314,9	319,9	338,8
Stoklar	70,2	87,5	115,8	129,4	158,2	304,3	379,1	521,0	546,9	636,7	608,6	622,6	634,4	674,1
Peş. Öd. Gid.	6,1	22,1	28,0	34,4	38,7	75,4	94,6	129,2	135,6	133,1	128,1	154,3	157,3	167,1
Diğ. DV	7,7	10,0	9,4	4,8	10,8	20,1	25,7	33,5	35,4	38,0	34,1	41,7	42,2	44,9
Ticari Borç	28,8	26,6	21,9	18,0	24,0	51,5	64,2	88,3	92,6	90,9	88,1	105,5	107,5	114,2
Çalış. Sağlan. Fayd. Kap. Borç	1,0	1,1	2,9	8,7	9,0	12,1	15,1	20,8	21,8	21,4	20,3	24,8	25,3	26,9
Ert. Gel.	80,0	107,4	107,6	141,0	160,5	303,4	403,3	547,6	588,0	629,8	585,4	691,8	700,8	744,2
Diğ. Yük.	7,2	9,3	12,6	12,7	16,9	32,9	41,0	56,4	59,2	58,1	55,0	67,4	68,7	73,0
Net Satışlar	157	297	443	437	497	924	1.180	1.540	1.628	1.744	1.566	1.916	1.940	2.061
SMM	88	190	261	235	314	612	763	1.049	1.101	1.080	1.024	1.253	1.277	1.357
Ticari Alacak Gün	89	55	52	52	52	60	60	80	60	60	60	60	60	60
Stok Gün	298	168	162	201	181	181	181	181	181	181	181	181	181	181
Peş. Öd. Gid. Gün	26	42	39	53	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45
Diğ. DV. Gün	18	12	8	4	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
Ticari Borç Gün	122	51	31	28	28	31	31	31	31	31	31	31	31	31
Çalış. Sağlan. Fayd. Kap. Borç Gün	4	2	4	10	10	7	7	7	7	7	7	7	7	7
Ert. Gel. Gün	186	132	89	118	118	120	125	130	132	132	132	132	132	132
Diğ. Yük. Gün	31	18	18	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
Nakit Dönüşü	88	75	120	134	110	117	112	107	105	105	105	105	105	105
İşletme Sermayesi	5,2	20,4	71,2	51,8	65,8	151,8	169,0	223,7	223,9	194,2	199,2	244,1	250,8	266,6
Değişim		15,2	50,8	(19,3)	(5,3)	85,9	17,2	54,8	0,2	(29,7)	5,0	44,8	6,8	15,8
İşletme Sermayesi/Satış	3,3%	6,9%	16,1%	11,9%	13,2%	16,4%	14,3%	14,5%	13,8%	11,1%	12,7%	12,7%	12,9%	12,9%

* tüm işletme sermayesi kalemleri ortalama olarak hesaplanmış ve gün süreleri ortalama üzerinden tespit edilmiştir.

İşletme Sermayesi Köprüsü (Mn TL)



Nakit Akışı

İNA modeli 1.817 mın TL değere işaret ederken ilgili değer duyarlılık analizi ile test edilmiştir

Gelirin bir bölümü Ar-Ge kapsamında olması nedeniyle kurumlar vergisinden muaf olup muhafazakar tarafta kalmak adına normalize dönemde söz konusu muafiyetin olmayacağı varsayılmıştır.

Gelir ve kar marjlarındaki dalgalanmanın ana nedeni projelerin homojen olmayan dağılımı ve ihalelerin periyodik yapısıdır.

İNA yaklaşımı ile iskonto öncesi pay başı 36,33 TL değer. 2022-2030 arası dönemde Şirket yönetiminin beklediği nakit akış modeli aşağıda gösterilmektedir. Şirket'in gelirleri hali hazırda sözleşme imzalanmış projelerden elde edilmesi beklenen gelirler, bünyesinde gerçekleştirdiği Ar-Ge çalışmaları ile ilerleyen dönemde satışını planladığı projelerden elde edilmesi planlanan gelirler ile hali hazırda sözleşme imzalanmadığı halde geliştirdiği know how ile geçmişte satış gerçekleştirmiş ve süreklilik arz etmesinin beklendiği projelerden beklenen satışlardan oluşmaktadır. Özellikle 2023-2026 arası satışlarda görülen yükselişin en önemli sebebi imzalanması kuvvetle muhtemel proje gelirlerinde beklenen artıştır. İmzalanması kuvvetle muhtemel proje gelirlerinin önemli bölümü ise geçmişte ve hali hazırda satış gerçekleştiren ACMI_POD ürününün Ürdün, Azerbaycan ve Türk Hava Kuvvetlerine satış öngörüsü ile özellikle talebi süreklilik halinde devam eden kanatlı ve hassas güdüm kitlerinin satış tahmininden meydana gelmektedir. Yıllar itibarı ile satış büyümelerinde ve EBITDA marjlarında görülen dalgalanmanın ana nedenleri projelerin dönemsel yapısı ve bazı ürünlerin ihale periyotlarının belli aralıklarla gerçekleştiriliyor olmasıdır. İlerleyen dönemlerde satışların büyük bölümünün geçmişte gerçekleşen satışların bir nevi devamı olarak görülen imzalanması kuvvetle muhtemel proje satış gelirlerinden oluşması beklenirken İç Ar-Ge çalışmaları neticesinde üretilmesi öngörülen ürünlerden elde edilmesi beklenen gelir tutarının toplam cironun %10'undan azını oluşturacağı öngörülmektedir. Projelerin bir bölümü Ar-Ge kapsamında geliştirilen ürünler olması nedeniyle 2028 yılına kadar kurumlar vergisinden muafır. Kurumlar vergisi muafiyetinin 2028 yılından sonra da devam etmesi beklenirken muhafazakar tarafta kalmak adına 2028 yılı sonrasında kurumlar vergisi ödeneceği varsayılmış ve uç değer hesaplandığı normalize dönemde tüm gelirden kurumlar vergisi ödemesinin yapılmasına dikkat edilmiştir. Normalize yıl sonrası ise %5 uç değer (devam eden değer) büyümesi uygulanırken, uç değere karşılık gelen EV/EBITDA çıkış çarpanı seviyesi 4,7x olarak hesaplanmıştır. Buna göre İNA'da elde edilen değerlerin %29,6'sı uç değerden kaynaklanmaktadır. İNA ile değer tespit edilirken nakit akımları ilk önce net borç hesaplamasının yapıldığı bilanço dönemi olan 30.09.2022 tarihine indirgenmiştir. 30.09.2022 tarihine indirgenerek tespit edilen değer halka arz tarihi ile bilanço dönemi arasındaki zaman farkını değer yansıtabilmek adına 06.12.2022 tarihine getirilmiştir.

İNA (mTL)	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	Normalize Uç değer
Net Satışlar	157,1	297,5	443,0	497,3	924,4	1.179,5	1.539,9	1.628,4	1.744,1	1.565,6	1.915,9	1.940,1	2.061,0
Değişim		89%	49%	12%	86%	28%	31%	6%	7%	-10%	22%	1%	6%
EBITDA	52,4	85,3	150,9	129,2	223,3	307,1	356,7	379,6	502,1	379,1	477,7	464,6	488,3
Değişim		63%	77%	-14%	73%	38%	16%	6%	32%	-24,5%	26,0%	-2,7%	5,1%
EBITDA Marjı	33,3%	28,7%	34,1%	26,0%	24,2%	26,0%	23,2%	23,3%	28,8%	24,2%	24,9%	23,9%	23,7%
Esas Faaliyet Karı	49,7	75,4	140,1	118,6	211,3	292,3	338,8	358,6	478,2	350,6	445,3	430,7	451,8
Değişim		52%	86%	-15%	78%	38%	16%	6%	33%	-27%	27%	-3%	5%
Vergi				3,3%	9,5%	8,0%	12,2%	17,7%	16,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Operasyonel Vergiler				(3,9)	(20,0)	(23,4)	(41,2)	(63,6)	(76,7)	(70,1)	(89,1)	(86,1)	(90,4)
Amortisman	(4,2)	(5,6)	(10,1)	(10,5)	(12,0)	(14,8)	(17,9)	(21,1)	(23,9)	(28,5)	(32,4)	(33,9)	(36,5)
Net Yatırım Giderleri	(9,8)	(12,6)	(5,7)	(12,6)	(29,3)	(24,4)	(31,9)	(33,7)	(36,1)	(32,4)	(39,7)	(40,2)	(42,7)
Yatırım/Satış	6,2%	4,2%	1,3%	2,5%	3,2%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Yatırım/Amortisman	2,3	2,3	0,6	1,2	2,4	1,7	1,8	1,6	1,5	1,1	1,2	1,2	1,2
İşletme Sermayesi Değiş.		(15,2)	(50,8)	5,3	(85,9)	(17,2)	(54,8)	(0,2)	29,7	(5,0)	(44,8)	(6,8)	(15,8)
Kaldıraçsız Nakit Akımı				118,0	88,1	242,0	228,8	282,1	418,9	271,5	304,1	331,5	339,4
Değişim					-25,3	174,7	-5,5	23,3	48,5	-35,2	12,0	9,0	2,4
AOSM			20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%
İndirgenmiş Nakit Akımı				42,2	76,6	174,5	136,9	140,0	172,5	92,8	86,2	78,0	66,2
													447,6

Firma Değeri	1.514
Uç Değer Payı	29,6%
Uç Değer Büyüme	5,0%
Uç Değer Çıkış Çarpanı	4,7
Net Borç (Nakit)	(241)
Piyasa Değeri 30.09.22	1.755
Piyasa Değeri 06.12.22	1.817
Hisse Sayısı	50
Hisse Fiyatı	36,33

İNA Test Modülü

Hedef Çarpanlar	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
F/K	43,3	25,6	15,9	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
PD/DD	25,9	19,0	8,7	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
Hedef EV/EBITDA	28,9	17,7	10,0	11,7	6,8	4,9	4,2	4,0	3,0
Yatırımın Geri Dönüşü	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Yatırım/Amortisman	2,3	2,3	0,6	1,2	2,4	1,7	1,8	1,6	1,5
Yatırım/Satış	6,2%	4,2%	1,3%	2,5%	3,2%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
EBITDA Artışı	33	66	(22)	94	84	50	23	(34)	(34)
Toplam Yatırım	(28)	(86)	(27)	(115)	(42)	(87)	(134)	(134)	(134)
Geril Dönüş Süresi (Yıl)		0,9	-1,2	1,2	0,5	1,7	1,7	1,7	1,7

İNA Hisse Başlı Fiyat AOSM&EBITDA Duyarlılığı

Baz Fiyat	TL 36,33	AOSM				
		18,5%	19,5%	20,5%	21,6%	22,6%
EBITDA Sapması	-10,0%	36,01	33,81	31,91	30,24	28,76
	-5,0%	38,56	36,18	34,12	32,31	30,71
	0,0%	41,11	38,56	36,33	34,39	32,66
	5,0%	43,67	40,93	38,55	36,46	34,61
	10,0%	46,22	43,30	40,76	38,53	36,57

İNA'dan Hesaplanan Piyasa Değerinin AOSM&EBITDA Duyarlılığı

Baz PD	TL 1817	AOSM				
		18,5%	19,5%	20,5%	21,6%	22,6%
EBITDA Sapması	-10,0%	1.800	1.691	1.595	1.512	1.438
	-5,0%	1.928	1.809	1.706	1.616	1.536
	0,0%	2.056	1.928	1.817	1.719	1.633
	5,0%	2.183	2.046	1.927	1.823	1.731
	10,0%	2.311	2.165	2.038	1.927	1.828

İNA Hisse Başlı Fiyat Uç Değer&EBITDA Duyarlılığı

Baz Fiyat	TL 36,33	Uç Değer Büyüme Oranı				
		1,0%	3,0%	5,0%	7,0%	9,0%
EBITDA Sapması	-10,0%	30,04	30,87	31,91	33,25	35,07
	-5,0%	32,10	32,99	34,12	35,58	37,54
	0,0%	34,16	35,12	36,33	37,91	40,02
	5,0%	36,21	37,25	38,55	40,23	42,50
	10,0%	38,27	39,37	40,76	42,56	44,88

İNA'dan Hesaplanan Piyasa Değerinin Uç Değer&EBITDA Duyarlılığı

Baz PD	TL 1817	Uç Değer Büyüme Oranı				
		1,0%	3,0%	5,0%	7,0%	9,0%
EBITDA Sapması	-10,0%	1.502	1.543	1.595	1.663	1.753
	-5,0%	1.605	1.650	1.706	1.779	1.877
	0,0%	1.708	1.756	1.817	1.895	2.001
	5,0%	1.811	1.862	1.927	2.012	2.125
	10,0%	1.913	1.969	2.038	2.128	2.249

İNA Hisse Başlı Fiyat Uç Değer&AOSM Duyarlılığı

Baz Fiyat	TL 36,33	AOSM				
		18,5%	19,5%	20,5%	21,6%	22,6%
Uç Değer Büyüme Oranı	1,0%	37,91	35,92	34,16	32,57	31,14
	3,0%	39,30	37,08	35,12	33,38	31,82
	5,0%	41,11	38,56	36,33	34,39	32,66
	7,0%	43,55	40,50	37,91	35,67	33,72
	9,0%	47,02	43,19	40,02	37,36	35,09

İNA'dan Hesaplanan Piyasa Değerinin Fiyatın Uç Değer&AOSM Duyarlılığı

Baz PD	TL 1817	AOSM				
		18,5%	19,5%	20,5%	21,6%	22,6%
Uç Değer Büyüme Oranı	1,0%	1.895	1.796	1.708	1.628	1.557
	3,0%	1.965	1.854	1.756	1.669	1.591
	5,0%	2.056	1.928	1.817	1.719	1.633
	7,0%	2.178	2.025	1.895	1.783	1.686
	9,0%	2.351	2.159	2.001	1.868	1.754

Duyarlılık Analizi

- Yukarıdaki tablolarda AOSM, EBITDA ve Uç değer büyüme oranlarının beklenen seviyeden farklı rakamlarda oluşması durumunda İNA'dan gelen piyasa değeri ile hisse fiyatının nasıl değişebileceği anlaşılmaya çalışılmıştır.
- EBITDA'nın beklenenden %10 daha düşük ve AOSM'nin beklenen seviyenin yaklaşık %2 üstünde oluşması durumu olan olan kötü senaryoda hisse başı değer 28,77 piyasa değeri ise 1.438 mn TL olarak gerçekleşmektedir.
- İyi senaryo olan EBITDA'nın beklenen seviyenin %10 yukarısında AOSM'nin de %2 daha aşağı seviyede oluşması durumunda hisse başı fiyat 46,22 TL piyasa değeri ise 2.311 mn TL seviyesinde gerçekleşmektedir.

İNA Varsayımları

İmzalanması kuvvetle muhtemel projeler geçmişte satışı yapılmış ve ileride de talep görmesi beklenen proje gelirleri olarak görülmelidir

Satış büyümesinin ardındaki ana ürünler hal hazırda satışı yapılan uçak durdurma sistemleri, savaş uçağı eğitim platformları ile kanatlı ve hassas güdüm kitleri

Elektronik Taramalı Radar ve entegre Mini/Mikro İHA tespit ve önleme sistemlerinin iç Ar-Ge projeleri gelirlerini 2027 yılı itibari ile 133 mın TL'ye kadar artırması öngörülmekte

Gelir varsayımları. Şirket'in gelirleri beş ana departmanın geliştirmiş olduğu ürünlerin/projelerin satışından meydana gelmektedir. Bunlar Radar Elektronik Harp Sistemleri Programları Direktörlüğü, Hava Muharebeleri Manevra Aletleri Direktörlüğü (ACMI), Simülasyon Sistemleri ve Bilişim Teknolojileri Programları Direktörlüğü, Görev Sistemleri Programları Direktörlüğü ve Üretim Programları Direktörlüğü'dür. 2022 yılı ve sonrası için öngörülen satış rakamlarının bir bölümü hali hazırda sözleşmeye bağlanmış anlaşmalardan kaynaklanırken bir kısmı imzalanması kuvvetle muhtemel anlaşmalar kapsamında satışı gerçekleştirilecek ürünlerden, bir kısmı da Şirket'in bünyesinde Ar-Ge çalışmaları sonucunda geliştirmeye çalıştığı ve talep potansiyelinin yüksek olduğunu düşündüğü ürünlerin satışından meydana gelmektedir.

Güdümlü kitleleri satışının 2023'ü desteklemesi beklenmekte. Yıllar itibarı ile sözleşmeli projeler kapsamındaki satış rakamlarının sözleşme sürelerinin sona ermesi ile azalması ve imzalanması kuvvetle muhtemel projelerden elde edilmesi öngörülen satış tutarları ile İç Ar-Ge projelerinden elde edilmesi öngörülen satış rakamlarının artarak sözleşmeli proje gelirlerindeki beklenen azalmayı kompanse edeceği tahmin edilmiştir. Sözleşmeli projelerden elde edilmesi öngörülen gelirlerin 2022 yılında 486,8 mn TL'den 2023 yılında beklenen enflasyon oranlarının altında %20'lik bir artışla 584,1 mn TL'ye yükselmesi öngörülmektedir. Buna rağmen toplam satış rakamlarının 2023 yılında %86'lık artışla 497,3 mn TL'den 924,4 mn TL'ye yükselmesinin ana sebebi 2022 yılında yaklaşık 10,5 mn TL gelir elde edilmesi beklenen imzalanması muhtemel proje gelirlerinin özellikle üretim programları direktörlüğünde geliştirilen kanatlı ve hassas güdümlü kitlelerinin satışlarının etkisi ile 2023 yılında 340,1 mn TL'ye yükselmesidir.

Gelir gelişimi. Sözleşme kapsamındaki projelerden elde edilen toplam gelir tutarının sözleşme sürelerinin sona ermesi ile 2022 yılında 486,7 mın TL'den 2027 yılında 15,4 mın TL'ye kadar gerileyeceği ve 2027 yılından sonra ise sözleşmeli projelerden herhangi bir gelir elde edilemeyeceği tahmin edilmektedir. Bununla birlikte hali hazırda sözleşmeli projeler kapsamında gelir elde edilmekle birlikte sözleşme süreleri sonlansa dahi yeni talepler ile satışının devam edeceği tahmin edilen Uçak Durdurma Sistemleri, F16 Eğitim Simülasyonları, 5. Nesil savaş uçaklarında kullanılan data link yazılımları, fiziki operasyonların sanal ortamda ikinizin oluşturulmasını ve sanal ortamda tüm senaryoların çalıştırılabilmesine imkan veren dijital ikiz projeleri gibi projelerin etkisi ile imzalanması kuvvetle muhtemel projelerden elde edilecek gelirlerin 2022 yılında 10,5 mın TL'den 2023 yılında 340,1 mın TL'ye, 2024 yılında 605,7 mın TL'ye 2025 yılında 1.202,8 mın TL'ye ve 2026 yılında 1.500,3 mın TL'ye kadar yükseleceği tahmin edilmiş; 2031 yılında ise 1.868,3 mın TL seviyesine ulaşacağı varsayılmıştır. Dönemselliğin olmadığı projelerden gelir tutarları beklenen enflasyon oranı kadar artırırlarak tahmin edilirken dönemselliğin ve belli ihale periyotları ile satışın gerçekleştiği ürünlerde söz konusu periyotlar göz önünde bulundurulmuş ve bazı yıllarda ifade edilen ürünlerden gelir elde edilemeyeceği de hesaplamalarda dikkate alınmıştır. 2023 ve 2024 yıllarındaki gelir artış beklentisinin ana nedeni kanatlı ve hasa güdüm kiti satışları iken 2025 yılındaki artışın nedeni ise ACMI_POD adı verilen F16 ve diğer 4. ve 5. Nesil savaş uçaklarının savaş eğitim simülasyonu yazılımı satışı ile Göktürk Yenileme Uydusu yer istasyonu satışlarıdır.

İç Ar-Ge proje gelirlerinin satış payının zamanla artması beklenmektedir. Şirket'in kendi bünyesinde özellikle radar ve insansız hava araçlarına yönelik yazılım veya yazılım + donanımı kapsayan ürün geliştirme çabaları bulunmaktadır. Söz konusu ürünler Şirket'in daha önce teslim etmiş olduğu ürünlerin oluşturulması aşamasında tespit edilmiş olan ihtiyaçları gidermeye yönelik olarak geliştirilmektedir. İç Ar-Ge projelerinden elde edilmesi tahmin edilen gelir tutarının 2023 yılında 0,1 mn TL, 2024 yılında 46,1 mn TL ve 2027 yılında 132,7 mn TL olacağı öngörülmüştür. 2027 yılında sonra gelir tutarının beklenen enflasyon oranı kadar artacağı varsayılmıştır. 2024 ve 2025 yıllarındaki gelir artışlarının ana nedeni elektronik taramalı radar satışı ile entegre Mini/Mikro İHA tespit ve önleme sistemi satışlarıdır.

İNA Varsayımları

Satışların %80-85'i döviz ile korele gerçekleşirken ilgili oran maliyetlerde yaklaşık %50

Döviz bazlı satış ve TL enflasyonuna karşı satış fiyatlarının güncellenebilmesi nedeniyle marjlar kur riskine karşı korunaklı

Projelerin homojen olmayan dönemsel yapısı ve her bir projenin farklı kar marjlarına sahip olması nedeniyle kar marjları dalgalanabilmekte

Faaliyet giderleri içerisinde en büyük kalem personel giderleri

Kar marjları kur ve enflasyon artışına karşı korunaklı. Şirket'in gelirlerinin %80-85'i döviz ile korele olmakla birlikte TL bazlı gelirlerin %80'i eskalasyona tabidir. Diğer bir ifade ile enflasyondaki artışlar anlaşma yapılmış olsa dahi satış fiyatlarına yansıtılabilmektedir. Maliyetlerin ise ortalamada %50'si yarı mamul olarak kullanılan elektrik ekipman ithalatı nedeniyle döviz bazlı kalan kısmı ise genellikle işçilik giderlerinden oluşmaktadır. Bu durum brüt kar marjının kur ve enflasyondaki olası ani yükselişlere karşı korunaklı olduğu anlamına gelmektedir. Bununla birlikte satış sözleşmesinin imzalanması sonrasında yarı mamul elektronik ekipman fiyatlarındaki döviz bazlı artışlar brüt kar marjını negatif etkileyebilecektir.

Kar marjı gelişimi. Şirket'in brüt kar marjı projelerin dönemselliğinden ve her bir projenin farklı bir karlılık yapısına sahip olmasından dolayı dalgalı bir seyir izleyebilmektedir. 2022 yılında %36,8 olması öngörülen brüt kar marjının 2023 yılında %33,8 2024 yılında %35,3 ve 2025 yılında %31,9 olarak gerçekleşmesi hedeflenmektedir. Söz konusu azalışın en önemli nedeni satışların içerisinde brüt kar marjı, sözleşmeli projelerdeki brüt kar marjına kıyasla daha düşük seviyelerde olan sözleşme imzalanması kuvvetle muhtemel projelerin satışlar içindeki payının 2022 yılında %2,1 seviyesinden zamanla artarak 2025 yılında %78,1 seviyesine kadar yükselmesidir. 2022-2025 dönemi arasında sözleşme imzalanmış projelerin brüt kar marjı ortalama %37 civarında iken imzalanması kuvvetle muhtemel projelerdeki kar marjı ortalama %33,1 olarak öngörülmüştür. Her bir projenin brüt karlılığı farklı olmakla birlikte imzalanması kuvvetle muhtemel projelerdeki brüt kar marjının daha düşük olmasının nedeni imzalanması kuvvetle muhtemel projelerin oransal olarak Üretim Programları Direktörlüğü kapsamındaki projeler tarafından domine edilmesi ve söz konusu projelerdeki brüt karlılığın ortalama 2022-2025 arası dönem için %28,5 seviyesinde gerçekleşeceği beklentisidir. Üretim Programları Direktörlüğündeki satışların önemli bölümü kanatlı ve hassas güdümlü kiti satışları tarafından domine edilmekte ve söz konusu ürünler beraber düşünüldüğündeki brüt kar marjı 2023-2026 arası dönem için ortalama %30,7 seviyesindedir. Bu nedenle ifade edilen dönemlerde imzalanması kuvvetle muhtemel proje satış gelirlerinin toplam satışlar içerisindeki payının artması brüt karlılığı bir miktar aşağı çekmiştir. 2026 yılından sonra brüt kar marjında görülen artışın ana nedeni Görev Sistemleri Programları Direktörlüğü kapsamında maliyetin gelirden daha yüksek olduğu "Atış Kontrol Ünitesi" satışlarının sona ermesidir.

Genel yönetim giderleri gelişimi. Faaliyet giderleri içerisindeki en büyük kalem genel yönetim giderleridir. Genel yönetim giderleri ise personel giderleri, danışmanlık ve lisans giderleri ile ofis genel giderleri ve temsil ağırlama giderleri tarafından domine edilmektedir. Genel yönetim giderlerinin 2019 yılında 10 mn TL'den 2021 yılında 21 mn TL'ye kadar artmasının ana nedeni personel sayısındaki artış ve enflasyondaki yükselişe bağlı olarak 6,9 mn TL'den 12,5 mn TL'ye artan personel gideri ile yönetim verimliliğinin artırılmasına yönelik alınan ERP danışmanlık hizmeti ile halka arz giderleri nedeniyle 0,6 mn TL'den 3,2 mn TL'ye artan danışmanlık ve lisans giderleridir. 2022/09 dönemi itibarı ile 18,3 mn TL olarak gerçekleşen personel giderleri temmuz ayında yapılan maaş zammının etkisi göz önünde bulundurularak 2022 yılında 26,6 mn TL seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmüştür. 2022/09 itibarı ile 3,2 mn TL olarak gerçekleşen danışmanlık ve lisans giderlerinin halka arz ve ERP danışmanlık hizmeti nedeniyle oluşan tek seferlik giderlerin etkisi göz önünde bulundurularak 2022 yılının tamamı için 4,5 mn TL seviyesinde oluşacağı varsayılmıştır. 2022/09 itibarı ile 0,9 mn TL olarak gerçekleşen temsil ağırlama giderlerinin yaklaşık 2022 yılının tamamında 2,3 mn TL olarak gerçekleşeceği; 2022/09 itibarı ile 2,5 mn TL seviyesinde gerçekleşen ofis genel giderlerinin ise 2022 yılının tamamında 3,5 mn TL olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür. Sonraki yıllarda danışmanlık ve temsil ağırlama giderleri hariç diğer tüm giderlerin artan personel sayısı ve enflasyon oranındaki artış kadar artacağı; diğer kalemlerin ise enflasyon kadar yükseleceği öngörülmüştür.

İNA Varsayımları

Pazarlama gideri satış payının geçmiş ortalamasının üzerine çıkarak projeksiyonda büyümeyi destekleyeceği varsayılmıştır

Borçsuz ve kur riskine karşı korunaklı yapısı nedeniyle 0,80x seviyesinde hesaplanan beta değeri muhafazakar tarafta kalmak adına 1,0x olarak kabul edildi.

10 yıllık devlet tahvil faizinin kapanışı %10,93 olmasına rağmen muhafazakar tarafta kalınarak risksiz faiz oranı kapanış verilerinin son altı aylık ortalaması olarak hesaplanmış ve %14,6 olarak tespit edilmiştir. Ayrıca %1 şirkete özgü risk primi (alfa) modele entegre edilmiştir.

Değerleme standartlarının izin verdiği ölçüde nakit akımlarının dönem ortasında oluşacağı varsayılırken uç değer büyüme oranı nominal ekonomik büyüme oranının altında tutulmuş ve %5 olarak alınmıştır. Uç değer büyüme oranına karşılık gelen EV/EBITDA çıkış çarpanı ise 4,7x ile muhafazakar bir seviyeye işaret etmektedir

Pazarlama giderleri gelişimi. Pazarlama satış dağıtım giderlerinin %50'sinden fazlası personel giderlerinden oluşmakla birlikte diğer gider kalemleri eğitim seminer ve fuar giderleri, reklam ve ilan giderleri, seyahat ve konaklama giderleri ile diğer giderlerden oluşmaktadır. Pazarlama giderlerinin tüm alt kalemleri satışa oranlanarak tahmin edilmiştir. 2022 yılının tamamı için personel gideri tahminlemesi zamli maaşların etkisini en doru şekilde yansıtan 3. çeyrekteki gerçekleştirmeler baz alınarak gerçekleştirilmiştir. 2023 yılı sonrasında ise personel giderlerinin satışlara oranının 2022 ve 2021 yıllarının ortalaması olarak gerçekleşeceği varsayılmıştır. Projeksiyon döneminde hizmet alım gideri ile seyahat konaklama giderlerinin ciroya oranının 2022/09 döneminde gerçekleşen orana eşit olacağı öngörülmüşken söz konusu oran geçmiş ortalamaların üzerindedir.

Ar-Ge giderlerinin gelişimi. Şirket'in Ar-Ge giderleri daha önce gerçekleştirmiş olduğu projelerden elde ettiği know how ile ileride talep görmesini beklediği yeni ürünlerin geliştirilmesi sırasında katlandığı maliyetlerden oluşmaktadır. Söz konusu maliyetler ise çoğunlukla ilgili proje üzerinde çalışan personel giderlerinden kaynaklanmaktadır. Ürün henüz ortaya çıkmadığı ve çıkıp çıkmayacağı belli olmadığı durumlarda Ar-Ge çalışmaları kapsamında yapılan harcamalar giderleştirilmektedir. 2019 yılında 8,9 mn TL olan Ar-Ge giderleri 2021 yılında 12 mn TL'ye kadar yükselmiş; 2022/09 itibarı ile ise 4 mn TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu azalmanın en önemli nedeni üzerinde çalışılan projelerin bir sonuca ulaşamayacağına karar verilmesi nedeniyle ilgili çalışmaların önemli bölümünün sonlandırılmış olmasıdır. 2022 yılının tamamı için Ar-Ge giderlerinin 2022/09'ya göre %56 oranında artarak 6,3 mn TL seviyesinde gerçekleşeceği tahmin edilmiştir. Ar-Ge projeleri gelirleri destekleyen harcamalar olduğundan 2022 sonrası dönemde Ar-Ge giderleri ciroya oranlanarak tahmin edilmiştir.

Yatırım harcamaları gelişimi. Yatırım harcamaları maddi duran varlık ve maddi olmayan duran varlık yatırımlarından kaynaklanmaktadır. Maddi duran varlık yatırımları üretim kapasitesini ve verimini artırmak amacıyla Şirket'in üretim faaliyetleri için kullanılan güç kaynakları, üniteler, adaptörler, mikroskoplar, ölçüm cihazları, dizgi makineleri, taşıma arabası, raf sistemi gibi cihazların alımı kaynaklı oluşmuştur. Maddi olmayan duran varlık yatırımları ise temel olarak bir veya birden fazla müşteriye satılabilir proje geliştirmek için yapılan harcamalardan kaynaklanmaktadır. Toplam yatırım harcamaları tahmin edilirken maddi ve maddi olmayan duran varlık yatırımları ayrı ayrı projekte edilmiştir. 2022/09 itibarı ile yaklaşık 4,3 mn TL olan maddi duran varlık yatırımı yılsonu için 6 mn TL olarak tahmin edilmiştir. Maddi olmayan duran varlık yatırımları ise üç Ar-Ge projeleri kapsamında gerçekleştirilmesi öngörülen harcamalar göz önünde bulundurularak 2022 yılı için 6,6 mn TL, 2023 yılı için ise 22 mn TL olarak öngörülmüştür. 2023 yılındaki maddi olmayan duran varlık yatırımının ciroya oranı yaklaşık %2,4 olup söz konusu oran son üç yıl ortalamasının üzerindedir. 2023 sonrasında da maddi duran varlık yatırımlarının ciroya oranının %1,3 olacağı varsayılmıştır.

ODTÜ Teknokent'te geliştirilen Ar-Ge projeleri vergiden istisna. Şirket'in hali hazırda geliştirmeye çalıştığı ya da geliştirme safhasını tamamlayıp satışını gerçekleştirdiği projelerin bir kısmı ODTÜ Teknokent bünyesinde geliştirilmiş ve Ar-Ge kapsamında olup vergiden istisna projelerdir. Söz konusu projelerden elde edilen gelirler 2028 yılına kadar kurumlar vergisinden muafıdır. İlgili muafiyetin 2028 yılından sonra da devam etmesi beklenirken muhafazakar tarafta kalmak adına vergi muafiyetinin 2028 yılında sonlanacağı varsayılmıştır. İfade edilen muafiyetlerden dolayı efektif vergi oranının 2028 yılına kadar %20'nin altında seyretmesi ve 2028 yılından sonra ise %20 olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Normalize
İmzalanmış Sözleşmeler Kapsamında Satış Gelirleri	486.767.716	584.135.927	627.620.171	234.174.265	13.975.740	15.374.275	-	-	-	-
<i>Yıllık Değişim</i>		20,0%	-9,7%	-55,0%	-94,0%	10,0%	-100,0%			
İmzalanmış Sözleşmeler Kapsamında Proje Maliyetleri	289.908.469	377.720.392	316.074.316	151.131.203	21.313.145	14.037.007	0	0	0	0
İmzalanmış Sözleşmeler Kapsamında Projeleri Brüt Kar	186.859.247	206.415.535	211.545.856	83.043.062	-7.337.405	1.337.268	0	0	0	0
<i>Marj (%)</i>	38,4%	35,3%	40,7%	35,5%	-52,3%	8,7%				
Radar Elektronik Harp Sistemi Proje Gelirleri	23.061.726	2.110.112	-	-	-	-	-	-	-	-
Ar-Ge Kapsamında Vergiden Muaf Proje Gelirler	21.564.488	2.110.112	-	-	-	-	-	-	-	-
Ar-Ge Kapsamında Olmayan Vergiye Tabi Proje Gelirler	1.497.238	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Yıllık Değişim</i>		-90,9%	-100,0%							
Radar Elektronik Harp Sistemi Proje Maliyetleri	9.852.217	7.182.073	3.498.470	890.048	890.048	890.048	-	-	-	-
Ar-Ge Kapsamında Vergiden Muaf Projeler Maliyetleri	9.623.288	7.182.073	3.498.470	890.048	890.048	890.048	-	-	-	-
Ar-Ge Kapsamında Olmayan Vergiye Tabi Projeler Maliyetleri	328.929	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Radar Elektronik Harp Sistemi Projeleri Brüt Kar	13.209.510	-5.071.961	-3.498.470	-890.048	-890.048	-890.048	0	0	0	0
<i>Marj (%)</i>	57,3%	-240,4%								
ACMI Projeleri Gelirleri	40.000.000	291.431.436	417.639.691	215.540.132	-	-	-	-	-	-
Ar-Ge Kapsamında Vergiden Muaf Proje Gelirler	40.000.000	291.431.436	417.639.691	215.540.132	-	-	-	-	-	-
Ar-Ge Kapsamında Olmayan Vergiye Tabi Proje Gelirler	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Yıllık Değişim</i>		828,6%	43,3%	-48,4%	-100,0%					
ACMI Projeleri Maliyetleri	9.000.000	151.898.258	230.844.370	142.228.699	14.000.000	6.000.000	-	-	-	-
Ar-Ge Kapsamında Vergiden Muaf Projeler Maliyetleri	9.000.000	151.898.258	230.844.370	142.228.699	14.000.000	6.000.000	-	-	-	-
Ar-Ge Kapsamında Olmayan Vergiye Tabi Projeler Maliyetleri	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ACMI Projeleri Brüt Kar	31.000.000	139.533.178	186.795.321	73.311.432	-14.000.000	-6.000.000	0	0	0	0
<i>Marj (%)</i>	77,5%	47,9%	44,9%	34,0%						
Simülasyon Sistemleri ve Bilişim Teknolojileri Projeleri Gelirleri	81.528.254	47.606.782	20.987.890	15.081.906	12.635.601	13.712.193	-	-	-	-
Ar-Ge Kapsamında Vergiden Muaf Proje Gelirler	80.630.885	47.606.782	20.987.890	15.081.906	12.635.601	13.712.193	-	-	-	-
Ar-Ge Kapsamında Olmayan Vergiye Tabi Proje Gelirler	897.369	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Yıllık Değişim</i>		-41,6%	-35,9%	-28,1%	-16,2%					
Simülasyon Sistemleri ve Bilişim Teknolojileri Projeleri Maliyetleri	47.464.168	53.571.519	16.915.327	7.120.063	5.283.979	5.734.190	-	-	-	-
Ar-Ge Kapsamında Vergiden Muaf Projeler Maliyetleri	47.364.526	53.571.519	16.915.327	7.120.063	5.283.979	5.734.190	-	-	-	-
Ar-Ge Kapsamında Olmayan Vergiye Tabi Projeler Maliyetleri	99.642	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Simülasyon Sistemleri ve Bilişim Teknolojileri Projeleri Brüt Kar	34.064.086	-5.964.737	4.072.562	7.961.843	7.351.622	7.978.003	0	0	0	0
<i>Marj (%)</i>	41,8%	-12,5%	19,4%	52,8%	58,2%	58,2%				
Görev Sistemleri Projeleri Gelirleri	71.762.588	195.422.584	85.604.849	-	-	-	-	-	-	-
Ar-Ge Kapsamında Vergiden Muaf Proje Gelirler	5.239.201	16.087.054	80.562.735	-	-	-	-	-	-	-
Ar-Ge Kapsamında Olmayan Vergiye Tabi Proje Gelirler	66.523.386	179.335.531	5.132.115	-	-	-	-	-	-	-
<i>Yıllık Değişim</i>		172,3%	-96,1%	-100,0%						
Görev Sistemleri Projeleri Maliyetleri	44.505.498	122.891.828	60.779.785	-	-	-	-	-	-	-
Ar-Ge Kapsamında Vergiden Muaf Projeler Maliyetleri	4.283.772	9.568.649	56.689.375	-	-	-	-	-	-	-
Ar-Ge Kapsamında Olmayan Vergiye Tabi Projeler Maliyetleri	40.221.727	113.323.179	4.090.390	-	-	-	-	-	-	-
Görev Sistemleri Projeleri Brüt Kar	27.257.089	72.530.756	24.815.064	0	0	0	0	0	0	0
<i>Marj (%)</i>	38,0%	37,1%	28,1%							
Üretim Programları Projeleri Gelirleri	270.415.149	47.669.013	3.297.781	3.552.227	1.340.139	1.662.062	-	-	-	-
Ar-Ge Kapsamında Vergiden Muaf Proje Gelirler	167.118.117	254.789	-	-	-	-	-	-	-	-
Ar-Ge Kapsamında Olmayan Vergiye Tabi Proje Gelirler	103.297.032	47.313.214	3.297.781	3.552.227	1.340.139	1.662.062	-	-	-	-
<i>Yıllık Değişim</i>		-82,4%	-93,1%	7,7%	-52,3%	24,0%	-100,0%			
Üretim Programları Projeleri Maliyetleri	189.068.586	42.176.715	4.236.383	894.393	1.139.118	1.412.770	-	-	-	-
Ar-Ge Kapsamında Vergiden Muaf Projeler Maliyetleri	108.626.778	179.886	197.885	-	-	-	-	-	-	-
Ar-Ge Kapsamında Olmayan Vergiye Tabi Projeler Maliyetleri	80.459.810	41.995.819	4.038.498	894.393	1.139.118	1.412.770	-	-	-	-
Üretim Programları Projeleri Brüt Kar	81.346.564	5.391.298	-938.602	2.657.834	201.021	249.292	0	0	0	0
<i>Marj (%)</i>	30,1%	11,3%	-28,5%	74,8%	15,0%	15,0%				

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Normalize
İmzalanmamış Kuvvetle Muhtemel Sözleşmeler Kapsamında Satış Gelirleri	10.519.104	346.117.237	605.753.894	1.202.817.105	1.500.290.903	1.595.869.422	1.419.926.948	1.755.963.388	1.784.529.802	1.868.334.469
Yıllık Değişim		3133,3%	76,1%	98,8%	34,7%	6,4%	-11,0%	23,7%	0,8%	5,9%
İmzalanmamış Kuvvetle Muhtemel Sözleşmeler Kapsamında Proje Maliyetleri	7.200.486	228.379.721	399.353.206	801.477.890	972.558.221	941.918.411	885.820.706	1.104.228.051	1.114.834.850	1.179.144.775
İmzalanmamış Kuvvetle Muhtemel Sözleşmeler Kapsamında Proje Brüt Karları	3.318.638	113.737.517	206.399.887	401.339.215	527.732.681	654.071.010	534.106.241	651.757.329	649.894.952	689.189.695
Marj (%)	31,5%	33,4%	34,1%	33,4%	35,2%	41,0%	37,8%	37,1%	36,8%	36,9%
Radar Elektronik Harp Sistemi Proje Gelirleri	0	19.006.974	18.449.556	61.230.318	67.282.711	73.124.587	80.263.850	88.099.787	98.709.966	106.141.878
Ar-Ge Kapsamında Vergiden Muaf Proje Gelirleri	-	8.432.914	14.428.047	20.113.620	22.074.840	24.020.040	26.386.116	28.839.141	31.764.468	34.885.632
Ar-Ge Kapsamında Olmayan Vergiye Tabi Proje Gelirleri	0	10.574.060	4.020.510	41.117.298	45.127.871	49.104.467	53.899.535	59.160.646	64.935.498	71.276.246
Yıllık Değişim		A.D	-2,9%	231,9%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%
Radar Elektronik Harp Sistemi Proje Maliyetleri	-	11.404.184	11.068.734	34.842.027	37.811.249	41.251.829	45.279.353	49.899.974	54.552.181	59.878.108
Ar-Ge Kapsamında Vergiden Muaf Projeler Maliyetleri	-	5.059.748	8.857.428	12.067.812	13.244.904	14.412.024	15.819.069	17.353.485	19.058.681	20.919.379
Ar-Ge Kapsamında Olmayan Vergiye Tabi Projeler Maliyetleri	-	6.344.436	2.412.306	22.474.215	24.666.345	26.839.805	29.460.283	32.336.490	35.493.500	38.958.729
Radar Elektronik Harp Sistemi Projeleri Brüt Kar	0	7.602.790	7.379.822	26.688.291	29.291.461	31.872.579	34.984.297	38.399.813	42.148.785	46.263.770
Marj (%)		40,0%	40,0%	43,6%	43,6%	43,6%	43,6%	43,6%	43,6%	43,6%
ACMM Projeleri Gelirleri	-	-	-	183.553.738	181.890.623	227.480.822	165.421.579	151.310.009	-	-
Ar-Ge Kapsamında Vergiden Muaf Proje Gelirleri	-	-	-	183.553.738	181.890.623	227.480.822	165.421.579	151.310.009	-	-
Ar-Ge Kapsamında Olmayan Vergiye Tabi Proje Gelirleri	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Yıllık Değişim					-44,5%	123,3%	-27,3%	-8,5%		
ACMM Projeleri Maliyetleri	-	-	-	110.132.243	61.134.374	136.488.493	99.253.127	90.788.008	-	-
Ar-Ge Kapsamında Vergiden Muaf Projeler Maliyetleri	-	-	-	110.132.243	61.134.374	136.488.493	99.253.127	90.788.008	-	-
Ar-Ge Kapsamında Olmayan Vergiye Tabi Projeler Maliyetleri	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ACMM Projeleri Brüt Kar	0	0	0	73.421.495	40.756.249	90.992.329	66.168.751	60.524.903	0	0
Marj (%)				40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%		
Simülasyon Sistemleri ve Bilgi Teknolojileri Projeleri Gelirleri	1.859.309	20.288.357	20.851.182	193.258.842	80.791.267	76.840.343	65.943.787	59.139.489	54.403.444	70.146.864
Ar-Ge Kapsamında Vergiden Muaf Proje Gelirleri	1.859.309	20.288.357	20.851.182	193.258.842	80.791.267	76.840.343	65.943.787	59.139.489	54.403.444	70.146.864
Ar-Ge Kapsamında Olmayan Vergiye Tabi Proje Gelirleri	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Yıllık Değişim		991,2%	2,8%	826,8%	-58,2%	-5,9%	-13,3%	-10,3%	8,9%	8,9%
Simülasyon Sistemleri ve Bilgi Teknolojileri Projeleri Maliyetleri	870.675	8.648.468	8.672.196	157.693.603	55.941.252	40.347.089	31.140.692	27.854.047	30.201.561	32.986.194
Ar-Ge Kapsamında Vergiden Muaf Projeler Maliyetleri	870.675	8.648.468	8.672.196	157.693.603	55.941.252	40.347.089	31.140.692	27.854.047	30.201.561	32.986.194
Ar-Ge Kapsamında Olmayan Vergiye Tabi Projeler Maliyetleri	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Simülasyon Sistemleri ve Bilgi Teknolojileri Projeleri Brüt Kar	1.188.634	11.639.889	12.178.986	35.565.239	24.850.015	35.693.254	34.803.185	31.485.442	24.201.882	37.160.669
Marj (%)	63,9%	57,4%	58,4%	18,4%	30,8%	46,9%	52,8%	53,2%	53,1%	53,0%
Görev Sistemleri Projeleri Gelirleri	-	51.488.592	118.062.139	281.864.094	334.494.636	307.855.898	336.180.736	367.480.873	407.868.838	448.810.990
Ar-Ge Kapsamında Vergiden Muaf Proje Gelirleri	-	278.824	11.375.997	13.159.407	13.824.582	15.335.740	16.832.967	18.475.359	20.280.217	22.250.173
Ar-Ge Kapsamında Olmayan Vergiye Tabi Proje Gelirleri	-	51.211.768	107.686.134	278.705.686	320.670.074	292.519.958	319.347.768	349.014.304	386.798.616	424.550.777
Yıllık Değişim			131,2%	143,1%	14,6%	-0,0%	8,3%	9,3%	10,8%	9,8%
Görev Sistemleri Projeleri Maliyetleri	-	24.499.948	67.183.379	177.748.439	208.950.318	182.553.857	177.441.899	183.782.812	215.106.880	238.107.738
Ar-Ge Kapsamında Vergiden Muaf Projeler Maliyetleri	-	203.542	8.375.795	9.687.192	10.228.284	11.345.999	12.453.708	13.639.563	15.004.122	16.488.974
Ar-Ge Kapsamında Olmayan Vergiye Tabi Projeler Maliyetleri	-	24.296.367	58.807.585	168.059.247	198.722.034	161.207.859	164.987.882	180.113.249	200.102.738	218.638.761
Görev Sistemleri Projeleri Brüt Kar	-	26.988.643	51.878.751	114.117.655	127.544.318	145.101.840	168.738.148	173.707.862	181.981.975	210.703.215
Marj (%)		52,4%	43,6%	39,1%	38,1%	47,2%	47,2%	47,3%	47,2%	47,2%
Üretim Programları Projeleri Gelirleri	8.659.796	249.331.314	447.390.225	472.910.114	915.811.666	911.688.051	772.116.894	1.089.943.422	1.196.394.657	1.245.234.778
Ar-Ge Kapsamında Vergiden Muaf Proje Gelirleri	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ar-Ge Kapsamında Olmayan Vergiye Tabi Proje Gelirleri	8.659.796	249.331.314	447.390.225	472.910.114	915.811.666	911.688.051	772.116.894	1.089.943.422	1.196.394.657	1.245.234.778
Yıllık Değişim		2779,2%	79,4%	5,7%	93,7%	-0,5%	-15,3%	41,2%	8,8%	4,1%
Üretim Programları Projeleri Maliyetleri	6.529.791	181.827.160	312.427.897	321.363.379	610.621.029	561.277.043	532.706.033	742.303.213	814.774.248	850.172.738
Ar-Ge Kapsamında Vergiden Muaf Projeler Maliyetleri	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ar-Ge Kapsamında Olmayan Vergiye Tabi Projeler Maliyetleri	6.529.791	181.827.160	312.427.897	321.363.379	610.621.029	561.277.043	532.706.033	742.303.213	814.774.248	850.172.738
Üretim Programları Projeleri Brüt Kar	2.130.004	67.504.154	134.962.328	151.546.735	305.290.637	350.411.009	239.410.861	347.640.209	381.590.309	395.062.040
Marj (%)	24,6%	27,1%	30,2%	32,0%	33,3%	38,4%	31,0%	31,9%	31,0%	31,7%

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Normalize
İç Ar-Ge Projeleri Satış Gelirleri	-	123,409	46.131.892	102.942.069	114.126.255	132.732.723	145.691.414	189.915.262	175.527.783	192.684.533
Yıllık Değişim			37281,8%	123,1%	10,9%	16,3%	9,8%	8,8%	8,8%	8,8%
İç Ar-Ge Projeleri Maliyetleri	0	80.216	37.401.418	89.726.340	92.362.071	107.957.327	118.222.047	126.670.615	139.037.463	152.611.866
İç Ar-Ge Projeleri Brüt Karları	0	43.193	9.730.473	19.216.329	21.764.184	24.775.396	27.469.367	33.244.646	36.490.320	40.052.669
Marf (%)		36,0%	38,9%	18,7%	19,1%	18,7%	18,9%	20,8%	20,8%	20,8%
Radar Elektronik Harp Sistemi Proje Gelirleri	-	-	45.973.928	102.241.185	112.213.770	129.577.513	141.130.531	154.909.100	170.032.989	186.533.172
Ar-Ge Kapsamında Vergiden Muaf Proje Gelirler	-	-	45.973.928	102.241.185	112.213.770	129.577.513	141.130.531	154.909.100	170.032.869	186.533.172
Ar-Ge Kapsamında Olmayan Vergiyeye Tabi Proje Gelirler	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Yıllık Değişim				122,4%	9,8%	14,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%
Rader Elektronik Harp Sistemi Proje Maliyetleri	-	-	37.288.742	83.270.376	91.117.656	105.258.441	115.257.473	123.416.610	135.466.769	148.691.287
Ar-Ge Kapsamında Vergiden Muaf Projeler Maliyetleri	-	-	37.288.742	83.270.376	91.117.656	105.258.441	115.257.473	123.416.610	135.466.769	148.691.287
Ar-Ge Kapsamında Olmayan Vergiyeye Tabi Projeler Maliyetleri	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Radar Elektronik Harp Sistemi Projeleri Brüt Kar	0	0	8.675.186	18.970.809	21.096.114	23.321.073	25.873.058	31.492.480	34.567.100	37.941.885
Marf (%)			18,9%	18,6%	18,6%	18,1%	18,3%	20,3%	20,3%	20,3%
Simülasyon Sistemleri ve Bilgiim Teknolojileri Projeleri Gelirleri	-	123.408	157.964	701.484	1.014.485	4.155.210	4.568.883	5.008.162	5.494.913	8.031.381
Ar-Ge Kapsamında Vergiden Muaf Proje Gelirler	-	123.408	157.964	701.484	1.014.485	4.155.210	4.568.883	5.008.162	5.494.913	8.031.381
Ar-Ge Kapsamında Olmayan Vergiyeye Tabi Proje Gelirler	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Yıllık Değişim			26,0%	344,1%	172,9%	117,0%	9,8%	8,8%	9,8%	8,8%
Simülasyon Sistemleri ve Bilgiim Teknolojileri Projeleri Maliyetleri	-	80.216	102.676	455.965	1.244.415	2.700.887	2.964.574	3.254.005	3.571.694	3.920.398
Ar-Ge Kapsamında Vergiden Muaf Projeler Maliyetleri	-	80.216	102.676	455.965	1.244.415	2.700.887	2.964.574	3.254.005	3.571.694	3.920.398
Ar-Ge Kapsamında Olmayan Vergiyeye Tabi Projeler Maliyetleri	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Simülasyon Sistemleri ve Bilgiim Teknolojileri Projeleri Brüt Kar	0	43.193	55.287	245.519	670.070	1.454.324	1.598.309	1.752.157	1.823.220	2.110.983
Marf (%)		35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	33,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%

[illegible]

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Normalize
Toplam Gelirler	497.286.820	524.379.578	1.179.505.166	1.539.934.038	1.628.394.888	1.744.098.420	1.585.918.360	1.818.898.842	1.940.057.584	2.060.000.023
Yıllık Değişim		88%	28%	31%	6%	7%	-18%	22%	1%	6%
Sözleşmeli Projeler Kapsamında Gelirler	488.767.718	584.138.827	827.620.171	234.174.285	13.875.740	15.374.275	-	-	-	-
Oran (%)	97,9%	89,2%	44,7%	15,2%	0,9%	0,9%				
İnzalelen Kuwete Muhtemel Sözleşmeler Kapsamında Satış Gelirleri	10.519.104	340.117.837	605.753.094	1.202.817.105	1.500.290.903	1.595.589.422	1.419.926.848	1.755.993.390	1.754.529.802	1.868.334.469
Oran (%)	2,1%	36,9%	51,4%	78,1%	92,1%	91,5%				
İç Ar-Ge Projeleri Satış Gelirleri	-	123.409	46.131.892	102.942.689	114.128.255	132.732.723	145.691.484	159.515.262	175.527.783	192.684.553
Oran (%)	0,0%	0,0%	3,9%	6,7%	7,0%	7,6%				
Toplam SMM	514.311.432	612.378.849	762.830.427	1.048.546.680	1.160.837.981	1.080.238.691	1.023.519.574	1.253.008.785	1.276.843.973	1.256.702.983
Sözleşmeli Projeler Maliyetleri	299.908.468	377.720.992	316.074.316	151.131.203	21.313.145	14.037.007	-	-	-	-
Oran (%)	58,3%	61,7%	41,3%	14,4%	1,8%	1,3%				
İnzalelen Kuwete Muhtemel Sözleşmeler Kapsamında Proje Maliyetleri	7.200.459	228.379.721	398.353.206	801.477.690	972.558.221	941.918.411	885.620.705	1.104.228.051	1.114.634.850	1.179.344.775
Oran (%)	1,4%	37,4%	51,1%	52,1%	83,6%	87,1%				
İç Ar-Ge Projeleri Maliyetleri	-	50.218	87.401.418	83.726.340	92.382.071	107.957.327	118.222.047	126.670.615	139.037.463	152.811.685
Oran (%)	0,0%	0,0%	11,4%	5,4%	6,3%	6,3%				
Amortisman	7.202.497	8.196.521	10.501.467	12.205.447	14.404.524	16.325.915	19.476.622	22.112.119	23.171.680	24.945.723
Oran (%)	1,4%	1,5%	0,9%	0,8%	0,8%	0,9%				
Bürlü Kar	182.975.388	312.002.724	416.674.729	491.393.359	527.756.937	663.857.739	542.093.786	662.888.896	663.213.611	704.298.840
Marj (%)	36,6%	59,5%	35,4%	31,9%	32,4%	38,1%	34,6%	36,8%	34,2%	34,2%

Genel Yönetim Giderleri	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Personel giderleri	26.615.969	41.422.482	53.281.191	83.341.520	71.812.450	79.782.428	67.571.853	96.121.193	106.505.602	115.806.000
Yıllık Değişim		55,6%	28,6%	18,9%	13,5%	10,9%	9,8%	9,8%	9,8%	8,8%
Deneyimlik ve Lisans Giderleri	4.500.000	6.457.741	8.098.213	9.504.586	10.790.690	11.971.855	13.140.382	14.423.288	16.831.433	17.377.055
Yıllık Değişim		43,5%	25,4%	17,4%	13,5%	10,9%	9,8%	9,8%	9,8%	8,8%
Teslim ve Alınma Giderleri	2.250.461	3.228.533	4.048.937	4.753.272	5.398.451	5.967.030	6.571.544	7.213.123	7.917.340	8.690.310
Yıllık Değişim		43,5%	25,4%	17,4%	13,5%	10,9%	9,8%	9,8%	9,8%	8,8%
Amortisman ve İtfa payları	1.880.423	2.138.942	2.637.289	3.180.580	3.760.723	4.282.389	5.084.985	5.773.017	6.049.841	6.512.812
Yıllık Değişim		13,8%	23,2%	20,8%	18,0%	13,3%	16,3%	13,6%	4,6%	7,7%
Ofis Genel Giderleri	3.529.820	5.483.549	7.066.278	8.400.503	9.537.290	10.580.935	11.613.951	12.747.821	13.992.390	15.358.467
Yıllık Değişim		55,6%	28,6%	18,9%	13,5%	10,9%	9,8%	9,8%	9,8%	8,8%
Haberleşme Giderleri	283.364	441.007	567.262	674.370	765.621	849.409	932.337	1.023.361	1.123.271	1.232.930
Yıllık Değişim		55,6%	28,6%	18,9%	13,5%	10,9%	9,8%	9,8%	9,8%	8,8%
Konaklama ve Masraflar Giderleri	282.498	439.644	565.508	672.286	763.254	846.783	929.455	1.020.197	1.119.789	1.229.125
Yıllık Değişim		55,6%	28,6%	18,9%	13,5%	10,9%	9,8%	9,8%	9,8%	8,8%
Konaklama ve Seyahat Giderleri	396.824	620.699	799.387	949.147	1.077.579	1.195.508	1.312.225	1.440.337	1.580.958	1.735.306
Yıllık Değişim		55,6%	28,6%	18,9%	13,5%	10,9%	9,8%	9,8%	9,8%	8,8%
Diğer giderler	1.450.420	2.257.336	2.903.568	3.461.807	3.918.681	4.347.757	4.772.225	5.238.141	5.749.540	6.310.888
Yıllık Değişim		55,6%	28,6%	18,9%	13,5%	10,9%	9,8%	9,8%	9,8%	8,8%
Genel Yönetim Giderleri	41.191.370	62.801.933	79.964.644	94.934.088	107.922.849	119.823.813	131.928.710	145.000.479	158.069.875	174.262.889
Yıllık Değişim		51,7%	27,6%	15,7%	11,7%	10,0%	9,0%	9,0%	8,0%	8,7%
Gelire Oran	8,3%	12,0%	6,8%	6,2%	6,6%	6,8%	8,4%	7,8%	8,2%	8,5%

Pazarlama Giderleri	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Personel giderleri	9.120.928	16.954.369	17.319.605	22.512.067	23.911.008	25.809.945	22.989.210	28.132.852	29.487.397	30.253.275
Yıllık Değişim		85,9%	2,2%	30,6%	5,7%	7,1%	-10,2%	22,4%	1,3%	6,2%
Hizmet Alım Giderleri	1.985.776	3.488.191	4.425.399	5.777.897	6.109.594	5.543.690	5.874.082	7.188.282	7.278.926	7.732.686
Yıllık Değişim		85,3%	27,6%	30,6%	5,7%	7,1%	-10,2%	22,4%	1,3%	6,2%
Eğitim, Seminer ve Fuar Giderleri	2.365.250	2.416.247	3.083.122	4.025.252	4.298.461	4.588.914	4.892.388	5.007.990	5.071.139	5.387.270
Yıllık Değişim		2,2%	27,6%	30,6%	5,7%	7,1%	-10,2%	22,4%	1,3%	6,2%
Reklam ve İlan Giderleri	657.635	1.222.443	1.659.533	2.039.481	2.153.465	2.306.476	2.070.447	2.633.674	2.565.623	2.725.561
Yıllık Değişim		85,9%	27,6%	30,6%	5,7%	7,1%	-10,2%	22,4%	1,3%	6,2%
Seyahat ve Konaklama Giderleri	2.239.526	2.329.593	2.872.552	3.890.894	4.103.830	4.395.418	3.945.623	4.828.388	4.899.273	5.194.068
Yıllık Değişim		4,3%	27,6%	30,6%	5,7%	7,1%	-10,2%	22,4%	1,3%	6,2%
Diğer giderler	620.831	1.154.029	1.472.638	1.922.909	2.032.948	2.177.392	1.954.574	2.391.876	2.422.037	2.673.625
Yıllık Değişim		85,9%	27,6%	30,6%	5,7%	7,1%	-10,2%	22,4%	1,3%	6,2%
Amortisman	7.198	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Yıllık Değişim										
Pazarlama Giderleri	16.871.144	27.544.900	30.833.049	40.254.899	42.567.328	45.591.839	40.826.384	50.082.864	50.714.394	53.875.884
Yıllık Değişim		63,3%	11,9%	30,6%	5,7%	7,1%	-10,2%	22,4%	1,3%	6,2%
Gelire Oran	3,4%	5,0%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%

Ar-Ge Giderleri	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Personel giderleri	3.599.356	6.680.848	8.537.244	11.146.024	11.786.303	12.523.746	11.331.927	13.887.251	14.042.113	14.917.498
Yıllık Değişim		85,9%	27,6%	30,6%	5,7%	7,1%	-10,2%	22,4%	1,3%	6,2%
Amortisman, İtfa Payları	1.455.278	1.656.123	2.041.025	2.488.134	2.910.481	3.288.682	3.935.329	4.467.795	4.681.878	5.040.331
Yıllık Değişim		13,8%	23,2%	20,8%	18,0%	13,3%	19,3%	13,6%	4,8%	7,7%
Deneyimlik ve Hizmet Alım Giderleri	1.076.329	1.908.871	2.550.532	3.329.941	3.521.228	3.771.420	3.365.481	4.142.824	4.186.185	4.456.688
Yıllık Değişim		85,9%	27,6%	30,6%	5,7%	7,1%	-10,2%	22,4%	1,3%	6,2%
Diğer Giderler	150.000	278.627	335.782	484.501	491.184	526.084	-	-	-	-
Yıllık Değişim		85,9%	27,6%	30,6%	5,7%	7,1%	-100,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ar-Ge Giderleri	6.279.963	10.624.469	13.464.603	17.498.699	18.708.176	20.219.833	18.652.736	22.477.970	22.919.150	24.414.504
Yıllık Değişim		69,2%	26,6%	23,7%	7,5%	8,0%	-7,8%	8,0%	2,0%	5,6%
Gelire Oran	1,3%	2,0%	1,2%	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%

Toplam Faaliyet Giderleri	64.342.477	100.671.302	124.282.286	152.595.587	169.199.380	185.635.587	181.807.790	217.561.313	232.503.426	252.543.269
Yıllık Değişim		56,6%	23,5%	22,6%	10,9%	9,7%	3,2%	13,6%	6,9%	8,6%
Gelire Oran	12,9%	19,0%	10,6%	9,9%	10,4%	10,6%	12,2%	11,6%	12,0%	12,3%

Faaliyet Karı	118.832.011	211.331.422	292.292.433	338.797.772	358.557.987	478.222.172	380.891.096	445.327.544	430.718.186	451.753.572
Yıllık Değişim		78,1%	38,3%	15,9%	6,0%	30,4%	-26,7%	14,6%	-3,4%	5,1%
Faaliyet Kar Marjı		23,9%	24,8%	22,0%	22,0%	27,4%	22,4%	24,9%	23,9%	23,7%
Amortisman Giderleri	10.545.384	11.992.588	14.779.801	17.658.170	21.075.708	23.688.556	28.497.146	32.152.531	33.993.399	37.268.191
EBITDA	129.178.205	223.334.008	307.072.235	356.655.942	378.633.285	502.108.128	379.088.181	477.681.474	464.613.365	488.252.438
Yıllık Değişim		72,9%	37,8%	16,1%	6,4%	32,3%	-24,5%	26,0%	-2,7%	5,1%
EBITDA Marjı		24,2%	26,0%	22,3%	22,3%	28,6%	24,2%	24,9%	21,9%	23,7%

Piyasa Çarpanları

Uluslararası Çarpanlar

**Yurtdışı benzer şirket çarpanları
2.785 mn TL piyasa değerine işaret
etmekte**

16 uluslararası firma örnekleme kullanılmıştır. Aynı sektörde faaliyet gösteren yurt dışı benzer şirketler tespit edilmiş ve değer tespitinde uluslararası şirketlerin çarpanları kullanılmıştır. EBITDA marjı, EBITDA büyümesi ve borçluluk açısından benzer örneklerin oluşturulması hedeflenmiştir. Çarpanların hesaplanmasında kullanılan piyasa değerleri 2 Aralık 2022 tarihli'dir. Aşağıdaki tablolarda yurt dışı şirketlere yönelik finansal veriler, çarpan değerleri ve faaliyet alanlarına yönelik özet bilgiler yer almaktadır. EV/EBITDA ve F/K çarpanlarında 30x'un üstü ve 5x'in altı, EV/Satış ve PD/DD çarpanlarında 5x'in üstü örnekleme dahil edilmemiştir. Değerleme yapılırken EV/EBITDA 4Ç, F/K 4Ç çarpanlarına sırasıyla %50 ve %50 ağırlık verilmiştir. Çarpanlarda kullanılacak olan 2022/09-4Ç net kar rakamı hesaplanırken yaklaşık 3,9 mn TL tutarındaki gelir tek seferlik olması nedeniyle yıllıklandırılmış kardan çıkarılarak 2022/09-4Ç net dönem karı hesaplanmıştır.

Uluslararası Benzer Şirketler Piyasa Çarpanları				2 Aralık	Son 12 Ay				Net Satış Artışı		EBITDA Artışı	EBITDA Marjı	Son 12 Ay	Carl
Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke	PD (Milyon\$)	EV/EBITDA	EV/Satışlar	F/K	PD/DD	EV/EBITDA 22T	2020-2022/09 YBBO (%)	2020-2022/09 YBBO (%)	Son 12 Ay	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
Amerika Kısa Gelişmiş Ülkeler	Curtis-Wright Corp	CW US Equity	Amerika	6.774	13,4	2,7	24,9	3,6	14,8	1,4%	3,2%	20,3%	2,8	0,7
	Raytheon Technologies Corp	RTX US Equity	Amerika	148.006	12,6	2,3	21,3	2,1	16,1	2,3%	-0,4%	16,3%	3,1	0,4
	Lockheed Martin Corp	LMT US Equity	Amerika	128.592	10,1	1,8	18,0	10,7	14,3	7,7%	4,4%	17,9%	0,9	0,8
	Northrop Grumman Corp	NOC US Equity	Amerika	83.333	17,8	2,4	26,7	6,0	19,5	6,0%	4,3%	13,4%	2,5	0,8
	Kratos Defense & Security	KTOS US Equity	Amerika	1.198	23,3	2,0	M.D	1,3	20,1	9,6%	7,0%	8,4%	4,1	0,3
	L3Harris Technologies Inc	LHX US Equity	Amerika	42.785	15,1	2,8	20,8	2,3	18,0	49,1%	M.D	18,5%	3,4	0,4
	Caec Inc	CAE CN Equity	Kanada	6.643	13,3	2,7	41,1	2,1	14,3	1,7%	3,9%	20,3%	5,1	0,7
	Ortalama			59.619	15,1	2,5	22,3	2,3	15,3	11,1%	3,7%	16,7%	3,1	0,6
	Medyan			42.785	13,4	2,7	21,3	2,1	16,0	8,0%	4,1%	16,3%	3,1	0,7
	Minimum			1.198	10,1	1,8	18,0	1,3	14,3	1,4%	-0,4%	8,4%	0,9	0,3
	Maksimum			148.006	23,3	2,8	41,1	10,7	20,1	49,1%	7,0%	20,3%	5,1	0,8
Avrupa Gelişmiş Ülkeler	Hensoldt Ag	HAG GR Equity	Almanya	2.352	7,2	1,6	29,4	4,0	9,5	10,3%	M.D	21,7%	2,0	0,8
	QinetiQ Group Plc	QOI LN Equity	İngiltere	2.468	6,9	1,2	11,3	1,9	9,5	13,4%	10,4%	M.D	(1,2)	(0,3)
	Leonardo Spa	LOO IM Equity	İtalya	4.718	6,5	0,7	6,6	0,7	5,8	5,1%	-1,3%	11,2%	3,6	0,7
	Saab Ab-B	SAAB SS Equity	İsviçre	5.175	8,8	1,1	28,8	1,9	10,0	5,7%	13,9%	12,8%	(0,3)	(0,1)
	Bae Systems Plc	BAV LN Equity	İngiltere	30.936	5,4	1,8	18,5	2,3	10,0	5,1%	5,2%	M.D	1,7	0,4
	Thales Sa	HO FP Equity	Fransa	27.492	11,4	1,8	23,9	3,5	10,6	1,6%	9,8%	M.D	0,4	0,1
	Ortalama			12.182	7,7	1,3	19,8	2,4	9,2	6,9%	7,6%	15,2%	1,0	0,3
	Medyan			4.948	7,0	1,4	21,4	2,1	8,7	5,4%	9,8%	12,8%	1,0	0,3
	Minimum			2.352	5,4	0,7	6,6	0,7	5,8	1,6%	-1,3%	11,2%	(1,2)	(0,3)
	Maksimum			30.936	11,4	1,8	29,4	4,0	10,6	13,4%	13,9%	21,7%	3,6	0,9
Diğer Gelişmiş Ülkeler	Glen Technology Co Ltd -A	600562 CH Equity	Çin	3.171	M.D	5,2	35,3	4,5	28,8	75,4%	M.D	M.D	M.D	(0,1)
	Elbit Systems Ltd	ESLT IT Equity	İsrail	7.764	20,2	1,8	39,1	3,1	16,4	13,0%	0,4%	8,8%	2,4	0,5
	Imco Industries Ltd	IMCO IT Equity	İsrail	19	15,1	0,8	42,8	0,7	M.D	8,7%	M.D	M.D	4,6	0,4
	Ortalama			3.651	17,6	1,2	A.D	2,8	22,5	32,4%	0,4%	8,8%	3,5	0,3
	Medyan			3.171	17,6	1,2	A.D	3,1	22,5	13,0%	0,4%	8,8%	3,5	0,4
	Minimum			19	15,1	0,8	35,3	0,7	16,4	8,7%	0,4%	8,8%	2,4	0,1
	Maksimum			7.764	20,2	5,2	42,8	4,5	28,6	75,4%	0,4%	8,8%	4,6	0,5
Global	Ortalama			31.338	12,6	1,7	21,0	2,4	14,0	13,5%	5,1%	15,5%	2,3	42%
	Medyan			6.709	12,6	1,6	21,3	2,2	14,3	6,9%	4,4%	17,8%	2,5	41%
	Minimum			19	5,4	0,8	6,6	0,7	5,8	1,4%	-1,3%	8,4%	-1,2	-26%
	Maksimum			148.006	23,3	5,2	42,8	10,7	28,6	75,4%	13,9%	21,7%	5,1	93%
	SDT			2.785	12,6	5,8	21,3	9,7	14,3	16,6%	8,9%	36,0%	(1,5)	(0,8)

Kaynak: Bloomberg

INFO
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Sıhhiye Cad. No: 4 Kat: 15 06100 Beşiktaş / İstanbul
Tic. Sic. No: 274983 Tic. Sic. No: 274983
Mersis No: 0810000875000011 Tic. Sic. No: 274983

Yurt dışı Piyasa Çerçevesinde Kullanılan Önemli Şirketler

Şirket	Ölke	Açıklama
Curtiss-Wright Corp	Amerika	Curtiss-Wright Corporation hassas bileşenleri ve sistemleri tasarlamakta ve üretmektedir. Şirketin sistemleri, havacılık, otomotiv, gemi yapımı, petrol, petrokimya, tarım ekipmanları, enerji üretimi, metal işleme ve yarıgın ve kurtarma sektörlerine mühendislik hizmetleri sunmaktadır.
Raytheon Technologies Corp	Amerika	Şirket, havacılık yapıları, aviyonikler, iç mekanlar, mekanik sistemler, görev sistemleri, uçak motorları, güç ve kontrol sistemleri, radarlar, yazılımlar ve diğer ürünler gibi yenilikçi çözümler sunmak için teknoloji teknolojilerine ve mühendislik ekiplerine odaklanmaktadır.
Lockheed Martin Corp	Amerika	Lockheed Martin Corporation, öncelikle ileri teknoloji ürün ve hizmetleri araştırır, tasarlayan, geliştirir, üretir ve entegre eden küresel bir güvenlik şirkettir.
Northrop Grumman Corp	Amerika	Northrop Grumman Corporation küresel bir güvenlik şirkettir. Şirket, havacılık, elektronik, bilgi sistemleri ve teknik hizmetler alanlarında sistemler, ürünler ve çözümler sunmaktadır.
Kratos Defense & Security	Amerika	Kratos Defense & Security Solutions, Inc., federal hükümet ve eyalet ve yerel kurumları için bir savunma yöneticisi ve güvenlik sistemleri entegratörü olarak faaliyet göstermektedir.
L3Harris Technologies Inc	Amerika	L3Harris Technologies, Inc. bir havacılık ve savunma teknoloji üreticisidir. Şirket, tek kanallı yer ve hava telsiz sistemleri dahil olmak üzere telsiz iletişim ürünleri ve sistemleri tasarlar, geliştirir ve üretir.
Cae Inc	Kanada	CAE, Inc., sivil havacılık, savunma ve güvenlik ve sağlık hizmetleri müşterileri için simülasyon teknolojilerine dayalı eğitim çözümleri ve entegre eğitim hizmetleri sunmaktadır.
Hensoldt Ag	Almanya	Şirket, radar, optik, elektronik harp ve aviyonik alanlarında koruma, gözelleme ve durumsal farkındalık amaçlı sensör sistemleri sunmaktadır.
QinetiQ Group Plc	İngiltere	QinetiQ Group PLC, İngiliz Hükümet'in savunma araştırma ve geliştirme organizasyonundan oluşturulmuş bir bilim ve teknoloji araştırma şirkettir.
Leonardo Spa	İtalya	Leonardo Spa bir teknoloji şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, dünya çapında havacılık, savunma ve güvenlik sektörlerine hizmet vermektedir. Leonardo, helikopterler, uçaklar, hava yapıları, hava ve uzay sistemleri, kara ve deniz savunma elektroniği ve savunma sistemleri üzerinde çalışmaktadır.
Saab Ab-B	İsveç	Saab AB bir yüksek teknoloji şirkettir. Şirket, savunma pazarı için gelişmiş ürünler geliştirmekte, üretmekte ve sunmaktadır. Saab'ın faaliyetleri arasında savunma teknolojisi, komuta ve kontrol sistemleri, askeri ve ticari uçaklar ile teknik hizmetler ile füzeler, uzay ekipmanları ve havacılık hizmetleri yer almaktadır.
Bae Systems Plc	İngiltere	BAE Systems plc, gelişmiş savunma ve havacılık sistemleri geliştirir, sunar ve destekler. Grup, askeri uçaklar, su üstü gemileri, denizaltılar, radar, aviyonik, iletişim, elektronik ve güdümlü silah sistemleri üretmektedir.
Thales Sa	Fransa	Thales, havacılık ve savunma elektrik sistemleri tasarlar ve inşa eder. Uçuş güvencesi sistemleri, aviyonik ekipmanları ve navigasyon çözümleri ile telekomünikasyon uyduları, sinyalizasyon sistemleri, hava trafik yönetimi ve bakım hizmetleri sunmaktadır.
Glanun Technology Co Ltd -A	Çin	Glanun Technology Co., Ltd. telekomünikasyon ekipmanları, Elektronik ürünler, elektronik komponentler, bilgisayar donanımı ve yazılımları, görüntü ve veri aktarım teknikleri, network mühendisliği, endüstriyel otomasyon, sistem entegrasyonu, uydu yer alma tesisleri mühendislik tasarımı ve her türlü mal ihalesi ve ihaleleri yapmaktadır.
Elbit Systems Ltd	İsrail	Elbit Systems Ltd, entegre savunma sistemleri tasarlamakta, geliştirmekte ve tedarik etmektedir. Şirket ayrıca askeri elektronik sistem ve ürünleri tasarlamakta, geliştirmekte, üretmekte, pazarlamakta ve desteklemektedir.
Imco Industries Ltd	İsrail	Imco Industries Ltd, askeri savunma sistemleri üretmektedir. Şirket, zırhlı araçlar, tanklar ve askeri gemiler için elektronik, elektrik, elektromekanik ve mekanik sistem ve alt sistemlerin geliştirilmesi, tasarımı ve imalatı konusunda İsrail, Amerika Birleşik Devletleri ve Türk savunma topluluklarına hizmet vermektedir.

Piyasa Çarpanları

BİST Teknoloji Grubu

BİST Teknoloji Grubu şirketleri çarpanları kullanılarak yapılan hesaplamada SDT için 2.558 piyasa değerine ulaşılmıştır

Faaliyet alanı ve finansal benzerlikler dikkate alındı. Şirket savunma sanayine ürün geliştirmekte olduğu için BİST Teknoloji endeksinde yer alan şirketler benzer şirketler olarak kullanılmıştır. Faaliyet alanına ek olarak ilgili şirketlerin satış ve EBITDA büyümesi ile borçluluk açısından Şirket'e benzer olduğu dikkat çekmektedir. SDT'nin projelerindeki EBITDA marjının teknoloji grubu şirketlerinin üzerinde olduğu görülmektedir. EV/EBITDA ve F/K çarpanlarında 30x'un üstü ve 5x'in altı, EV/Satış ve PD/DD çarpanlarında 5x'in üstü örnekleme dahil edilmemiştir. Şirketlerin EV/EBITDA ve F/K çarpanlarına %50'ser ağırlık verilerek değer tespiti yapılmıştır. Çarpanlarda kullanılacak olan 2022/09-4Ç net kar rakamı hesaplanırken yaklaşık 3,9 m TL tutarındaki gelir tek seferlik olması nedeniyle yıllıklandırılmış kardan çıkarılarak 2022/09-4Ç net dönem karı hesaplanmıştır.

BİST Teknoloji Şirketleri							Net Satış Artışı	EBİTDA Artışı	2022/09	2022/09	2022/09
BİST Kodu	Şirket Adı	PD (MilyonTL)	EV/ EBITDA 2022/09	EV/ Satışlar 2022/09	F/K 2022/09	PD/DD 2022/09	2020-2022/09 YBBO(%)	2020-2022/09 YBBO(%)	EBİTDA Marjı	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
ALCTL	Alcatel Lucent Teletaş	3.555	16,8	1,7	19,6	3,1	9,8%	-31,0%	10,1%	-333,6%	(0,51)
ARDYZ	ARD Bilişim Teknolojileri	1.994	8,9	5,6	9,8	4,2	47,3%	47,0%	62,8%	5,3%	0,03
ARENA	Arena Bilgisayar	2.080	7,9	0,2	22,9	2,2	30,9%	23,7%	3,0%	277,9%	1,22
ARMDA	Armada Bilgisayar	4.584	19,4	0,7	3.898,4	5,0	33,2%	49,1%	3,4%	219,7%	0,64
ASELS	Aselsan	107.251	16,1	4,2	11,0	3,6	17,3%	20,9%	25,9%	107,1%	0,25
ATATP	ATP Bilgisayar	1.064	13,3	2,1	10,1	2,8	20,5%	-1,7%	15,6%	-273,8%	(0,48)
DGATE	Dalagate Bilgisayar	644	8,5	0,4	17,5	3,4	5,0%	19,0%	4,4%	128,4%	0,60
DESPC	Despec Bilgisayar	485	7,4	0,5	7,4	2,7	23,8%	53,4%	8,3%	146,0%	0,67
EDATA	E-Data Teknoloji	1.305	19,4	2,8	11,0	5,3	33,9%	30,6%	14,3%	-193,5%	(0,48)
ESCOM	Escort Teknoloji	1.812	(1.342,7)	835,0	17,3	9,2	54,1%	15,2%	-62,2%	33,6%	(0,00)
FONET	Fonet Bilgi Teknolojileri	710	13,8	6,2	17,1	4,4	15,4%	8,6%	44,9%	-16,9%	(0,05)
HTTBT	Hitit Bilgisayar Hizmetleri	3.779	33,9	14,2	159,1	4,6	35,9%	45,0%	42,0%	-186,5%	(0,24)
İNDES	İndeks Bilgisayar	4.364	4,5	0,2	6,5	3,7	23,7%	36,7%	3,7%	-112,1%	(0,73)
KFEIN	Kafein Yazılım	632	8,9	1,7	13,5	3,3	25,4%	24,8%	19,6%	-7,6%	(0,03)
KAREL	Karel Elektronik	7.972	18,7	3,7	2.458,2	10,9	34,2%	34,0%	20,0%	364,8%	2,64
KRONT	Kron Telekomünikasyon	1.278	26,9	9,1	19,5	12,3	28,9%	59,1%	33,8%	18,6%	0,09
LINK	Link Bilgisayar	732	46,9	23,6	18,0	9,6	10,8%	12,1%	50,3%	-434,1%	(0,82)
LOGO	Logo Yazılım	6.135	12,6	4,6	13,7	6,1	31,8%	41,6%	36,7%	-27,2%	(0,13)
MANAS	Manas Enerji Yönetimi	1.220	50,8	9,2	94,4	9,7	43,0%	34,6%	18,2%	252,2%	0,51
MTRKS	Matriks Bilgi Dağıtım	1.260	20,4	5,7	26,7	16,9	21,8%	24,4%	28,1%	-43,3%	(0,35)
MIATK	Mila Teknoloji	4.955	22,2	11,8	23,6	11,4	61,2%	111,6%	53,2%	-15,5%	(0,08)
MOBTL	Mobilite İletişim Hizmetleri	4.951	18,4	1,4	6,2	2,6	25,6%	26,3%	7,4%	205,8%	0,33
NETAS	Netas Telekom.	2.778	(13,9)	1,1	(4,8)	602,6	22,8%	A.D	-7,9%	-376,9%	223,92
PAPİL	Papilon Savunma	760	(127,6)	20,9	16,7	5,4	6,9%	3,4%	-16,4%	1894,5%	(0,70)
PENTA	Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım	2.628	5,1	0,3	(51,8)	1,9	23,9%	23,4%	5,7%	-55,2%	(0,19)
PKART	Plastikkart	625	12,9	1,1	22,0	6,9	29,6%	69,3%	8,5%	-33,8%	(0,18)
VBTYZ	VBT Yazılım	1.877	32,9	3,1	26,6	10,7	48,7%	50,5%	9,5%	-172,6%	(0,53)
Ortalama		6.137	14,6	1,7	16,0	3,3	27,9%	31,7%	18,1%	0,5	8,1
Medyan		1.844	13,8	1,4	17,1	3,3	25,5%	26,3%	15,0%	-0,1	0,0
Minimum		397	(1.342,7)	0,2	(51,8)	1,9	5,0%	-31,0%	-82,2%	-4,3	-0,8
Maksimum		107.251	50,8	835,0	3.898,4	602,6	61,2%	111,6%	64,8%	18,9	223,9
SDT		2.558	13,8	5,3	17,1	8,9	17,8%	22,2%	36,0%	(1,5)	(0,5)

Çarpan Değerlemesi

**Çarpan değerlemesine nihai
değerde %30 ağırlık verilmiştir**

EV/EBITDA ve F/K çarpanları kullanılmıştır. Tüm örneklem gruplarında piyasa yaklaşımından değer bulunurken F/K ve EV/EBITDA çarpanları kullanılmış olup ilgili çarpanların şirketlerin ürettiği değeri daha doğru yansıttığı düşüncesindeyiz. PD/DD ve EV/Satış rasyoları değerlemede kullanılsa da örneklemilerin ortalama çarpanları yukarıdaki tablolarda gösterilmiştir. Şirketlerin PD/DD rasyoları ROE rasyolarına göre farklılık arz ederken EV/Satış rasyoları daha çok EBITDA marjları ile koreledir. Her iki rasyonun da üretilen kar ya da EBITDA ile önemli bir ilişkisi bulunmaktadır. Diğer bir ifade ile PD/DD ve EV/Satış çarpanları edilgen yapıda olmaları nedeniyle yurtiçi çarpanlardan değer elde edilirken EV/EBITDA ve F/K çarpanları dikkate alınmıştır. Net kar ve operasyonu dikkate almayan çarpanları değerlemede kullanmayı makul görmemekteyiz. EV/Satış ve PD/DD rasyoları yeniden yapılanma nedeniyle kar elde edemeyen şirketler için daha uygun görülmektedir. Kardan ziyade satışların önemli olduğu perakende şirketlerinde EV/Satış tercih edilirken finansal kurumlar ve GYO'lar için PD/DD daha uygun görülmektedir. 2022/09 4Ç net kar rakamı hesaplanırken muhafazakar tarafta kalmak adına yaklaşık 3,9 m TL tutarındaki tek seferlik gelir çıkarılarak yıllıklandırılmış kar tespit edilmiştir. Tüm bölümlerde 2022/09 4Ç EBITDA ve net kar verilerine göre çarpan değerlemesi yapılmış ve her 2 yaklaşıma da %50'şer ağırlık verilmiştir.

Mn TL	Değer
SDT EBITDA 2022/09 4Ç	157
BIST Teknoloji Şirketleri Medyan EV/EBITDA (x)	13,8
BIST Teknoloji Şirketleri EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	2.176
SDT Net Borç 2022/09	-241
BIST Teknoloji Şirketleri Çarpanlarından Gelen Piyasa Değeri Tespitinde EV/EBITDA (x) Çarpanına Verilen Ağırlık	50%
BIST Teknoloji Şirketleri EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	2.417
Mn TL	Değer
SDT Net Kar 2022/09 4Ç	158
BIST Teknoloji Şirketleri Medyan F/K (x)	17,1
BIST Teknoloji Şirketleri Çarpanlarından Gelen Piyasa Değeri Tespitinde F/K (x) Çarpanına Verilen Ağırlık	50%
BIST Teknoloji Şirketleri F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	2.699
BIST Teknoloji Şirketlerinden Gelen Nihai Piyasa Değeri	2.558

Mn TL	Değer
SDT EBITDA 2022/09 4Ç	157
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x)	12,6
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.976
SDT Net Borç 2022/09	-241
Yurtdışı Benzer Şirket Çarpanlarından Gelen Piyasa Değeri Tespitinde EV/EBITDA (x) Çarpanına Verilen Ağırlık	50%
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	2.217
Mn TL	Değer
SDT Net Kar 2022/09 4Ç	158
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan F/K (x)	21,3
Yurtdışı Benzer Şirket Çarpanlarından Gelen Piyasa Değeri Tespitinde F/K (x) Çarpanına Verilen Ağırlık	50%
Yurtdışı Benzer Şirketler F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	3.354
Yurtdışı Benzer Şirketler Gelen Nihai Piyasa Değeri	2.785

Nihai Değer

**1.600 mn TL iskonto sonrası
halka arz piyasa değeri**

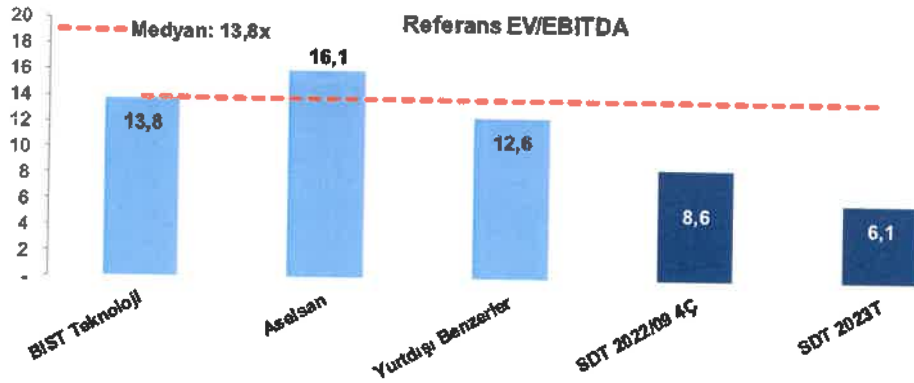
**Halka arz piyasa değeri 2022/09
4Ç ve 2023 beklenen EBITDA
verilerine göre sırasıyla 8,6x ve
6,1x EV/EBITDA çarpanlarına
işaret etmektedir**

8,6x EV/EBITDA. Şirket'in proje şirketi hüviyetinde olması ve muhafazakar tarafta kalmak adına İNA ve piyasa çarpanlarına sırası ile %70 ve %30 ağırlık verilerek nihai değer tespit edilmiştir. Yurtdışında tespit edilen şirketler savunma sanayiinde faaliyet gösterdikleri için BIST Teknoloji grubundaki şirketlere kıyasla SDT'ye daha çok benziyor olsa da muhafazakar tarafta kalmak adına yurtdışı benzer şirket çarpanlarından gelen değere ağırlık verilmemiştir. Bu nedenle nihai değerlemeye çarpanın %30 oranındaki ağırlığından gelen değer tamamen BIST Teknoloji Şirketlerinin çarpanlarından tespit edilen değeri yansıtmaktadır. Geleneksel değerlendirme metodolojilerine göre pay değerini belirlerken elde edilen değere %22 halka arz iskontosu uygulanmıştır. Baz değere ek olarak iyimser ve kötümser nakit akış modellemesi ve piyasa çarpanlarına göre duyarlılık yapılmış, baz değer için değer aralığı belirlenmiştir. **Halka arz iskontosu öncesi 2.039 mn TL adli piyasa değeri elde edilirken, iskonto sonrası 1.600 mn TL piyasa değeri ve 32,0 TL pay başı değere ulaşılmıştır.**

02.12.2022 Kapanışına Göre

Değerleme Özeti	Değer (mTL)	Ağırlık (%)	Pay Başı Değer (TL)
Metodolojiler			
İNA	1.817	70%	36,33
BIST Teknoloji	2.558	30%	51,16
Yurtdışı Benzerler	2.785	0%	55,71
İskonto Öncesi Piyasa Değer (TL)	2.039	100%	40,78
Halka Arz İskontosu (%)	22%		
Halka Arz Piyasa Değeri	1.600		32,00
Değer Çarpanları			
		2022/09 4Ç	2023T
EV/EBITDA		8,6	6,1
F/K		9,9	N.A
EV/Net Satış		3,1	1,5
PD/DD		5,6	N.A

**Grafik: 6 Ulaşılan halka arz EV/EBITDA çarpanı referans değerlerin
altındadır...**



Kaynak: Bloomberg & Finnet

02.12.2022

Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

INFO
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Sıhhiye Mh. D. Çimen Bulvarı No: 4 Kat: 7 D. 10/1 Beşiktaş/İST.
Tic. Sic. No: 271061 No: 4 K 7 D 10/1 Beşiktaş/İST.
Tic. Sic. No: 271061 No: 4 K 7 D 10/1 Beşiktaş/İST.
Tic. Sic. No: 271061 No: 4 K 7 D 10/1 Beşiktaş/İST.
Tic. Sic. No: 271061 No: 4 K 7 D 10/1 Beşiktaş/İST.

Murat Tanrıöver
Yönetim Kurulu Üyesi

Hüseyin GÜLER
Genel Müdür Yardımcısı