



SDT Uzay ve Savunma Teknolojileri A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu Analizi

26 ARALIK 2022

Önemli Not: İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Ahlatcı Yatırım A.Ş. Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, SDT Uzay ve Savunma Teknolojileri A.Ş. paylarının halka arzı kapsamında Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırladığı fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Halka Arza İlişkin Bilgiler

Halka Arz Fiyatı	32,00 TL
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	50.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	58.000.000 TL
Halka Arz Miktarı Toplam Nominal	12.250.000 TL
Sermaye Artırımı	8.000.000 TL
Ortak Satışı	4.250.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü	392.000.000 TL
Halka Açıklık oranı	21,12%
Ek satış	-
Ek satış sonrası Halka Açıklık Oranı	-
Halka Arz Miktarı Toplam Nominal (Ek Satış Dâhil)	-
Talep Toplama Tarihleri	28.12.2022-29.12.2022

Şirket'in Faaliyetleri

Şirket, savunma sanayii başta olmak üzere, yurt içi ve yurt dışı tüm hedef sektörlerde, rekabetçi ve yenilikçi teknolojik ürünler ile katma değerli mühendislik hizmetleri sunmak, savunma sanayiinde AR-GE'ye dayalı belirli Uzaktan Algılama, Askeri Bilgisayarlar, Gömülü Simülasyonlar gibi dikey uzmanlık alanlarında ürünler geliştirmek üzere 11.02.2005 tarihinde kurulmuştur.

Bir teknoloji şirketi olarak kurulan SDT, gelişiminin ilk döneminde önemli projelerde hem elektronik alt sistem tasarlama ve üretme, hem de katma değerli yazılım geliştirme iş paylarıyla, çoğunlukla alt yüklenicilik görevi üstlenmiş, sonrasında büyük savunma sanayii firmalarıyla iş ortaklığı ve iş birliği anlaşmaları modelinde yürüttüğü projelerde başarılı sonuçlar elde etmiştir. Şirket, projelerde üstlendiği rollerle birlikte, zaman içinde Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırma Kurumu (TÜBİTAK) fonlarıyla beraber kendi özkaynaklarını kullanarak yaptığı AR-GE çalışmaları sayesinde savunma sanayiinde alt sistem seviyesinde ürün geliştiren bir oyuncu haline de gelmiştir.

SDT, gelişiminin ilk döneminde bugün de faaliyet alanları arasında yer alan Radar Sistemleri, Veri Kayıt Sistemleri (VKS) ve Simülasyon Sistemleri konularında kendi üstlendiği savunma projeleri yanında, sektörde önde gelen savunma sanayii firmalarıyla, iş ortaklığı modelinde veya alt yüklenici olarak yer aldığı projelerde başarılı sonuçlar elde etmiştir. Şirket, projelerde üstlendiği rollerin gereği olan tasarım ve geliştirme faaliyetlerini, yürüttüğü AR-GE çalışmalarıyla da destekleyerek, kısa sürede son kullanıcıların ihtiyacını karşılayacak özgün ürünleri ortaya koyma noktasına gelmiştir. SDT, gelişiminin ilk döneminde kazandığı bu özelliğiyle, ihtiyaç sahibi tarafından tanımlanan projelerde çözüm ve alt sistem tasarlayan bir 22ket olmanın yanında, özellikle platform ve sistem sahibi oyunculara, alt sistem kategorisinde kendi tasarladığı ürünleri sağlayan bir şirket konumuna erişmiştir.

STD'nin uzmanlık alanları itibariyle ana faaliyet alanları şöyledir:

- Radar, Elektronik Harp ve Haberleşme Sistemleri**

- Radar Sistemleri
- Haberleşme Sistemleri
- Elektronik Harp Sistemleri

- **Görev Sistemleri**

- Plattform Yönetim Sistemleri
- Silah Sistemleri
- Veri Kayıt Sistemleri

- **Simülasyon Sistemleri ve Bilişim Teknolojileri**

- Hava Muharebe Eğitim Sistemleri
- Kara Muharebe Eğitim Sistemleri
- Deniz Muharebe Eğitim Sistemleri
- Uydu ve İHA Sistemleri
- Görüntü İşleme ve Veri Teknolojileri

- **Üretim Programları**

- Mühimmat Güdüm Elektroniği
- RF Karıştırıcı Sistemleri

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.

Ortaklık Yapısı

Unvanı	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası	
ORTAK	Pay Grubu	Tutarı (TL)	Oranı (%)	Tutarı (TL)	Oranı (%)
Mehmet DORA	A	7.500.000	95,00%	7.500.000	74,94%
	B	40.000.000		35.962.500	
Mustafa Fatih ÜNAL	B	2.500.000	5,00%	2.287.500	3,94%
Halka Açık Kısım	B	0	0,00%	12.250.000	21,12%
TOPLAM		50.000.000	100,00%	58.000.000	100,00%

Kaynak: İzahname

Halka Arz Gelirinin Kullanımı

Şirket sermaye artırımını ile ihraç edilecek olan yeni paylarının halka arz edilmesi sonucunda halka arz masrafları çıkarılmasından sonra elde edilecek gelirin kullanım yerleri aşağıda gösterilmektedir. Şirket, pay sahibinin satışından herhangi bir gelir elde etmeyecektir.

Kullanım Alanı	Kullanım Yüzdesi
Yeni yerleşke yapımı, makine ve teçhizat yatırımları	70%
Araştırma ve geliştirmeye yatırımları	20%
İşletme sermayesi ihtiyacının karşılanması	10%

Değerleme Özeti

Değerleme Özeti- TL	Ağırlık	Değer (Mtl)
İndirgenmiş Nakit Akımları	70%	1.817
BIST Teknoloji	30%	2.558
Yurt Dışı Benzer Şirketler	0%	2.785
İskonto Öncesi Piyasa Değeri (TL)		2.039
Halka Arz Piyasa Değeri		1.600
Pay Başına Değer (TL)		32,00

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değer Çarpanları	2022/09 4C	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

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

FİNANSAL BİLGİLER

Şirket'in 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021, 30.09.2021 ve 30.09.2022 dönemlerine ilişkin bağımsız denetimden geçmiş finansal bilgileri aşağıdadır.

Özet Mali Tablolar- Gelir Tablosu

KAR veya ZARAR TABLOSU					
(TL)	2019	2020	2021	2021/09	2022/09
Net Satışlar	157.132.776	297.499.715	442.975.323	260.706.839	254.661.112
Satışların Maliyeti	86.110.900	190.450.080	260.579.521	182.829.426	157.697.871
Brüt kar	71.021.876	107.049.635	182.395.802	77.877.413	96.963.241
Brüt kâr marjı	45,20%	35,98%	41,18%	29,87%	38,08%
EBITDA	52.357.367	85.334.139	150.853.803	55.804.142	62.141.216
EBIT	49.699.474	75.421.911	140.101.296	36.667.697	37.018.149
Vergi Öncesi Kar	48.639.810	83.608.862	146.977.280	38.865.411	78.372.649
Net Kar	41.980.336	71.089.037	114.530.441	31.108.441	78.026.348

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Özet Mali Tablolar- Bilanço

Seçilmiş Finansal Bilgiler Tablosu (TL)	2019	2020	2021	2022/09
Dönen Varlıklar	160.446.249	255.631.311	325.898.983	491.684.826
Duran Varlıklar	40.850.792	64.882.620	50.380.668	57.377.500
Kısa Vadeli Yükümlülükler	96.475.624	142.042.957	130.998.796	172.011.017
Uzun Vadeli Yükümlülükler	34.790.877	82.989.245	35.338.221	89.099.169
Özkaynaklar	70.030.530	95.481.729	209.942.534	287.952.140
Ödenmiş Sermaye	3.000.000	10.000.000	10.000.000	50.000.000
TOPLAM KAYNAKLAR	201.297.031	320.513.931	376.279.551	549.062.326

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİLER

İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında Şirket'in pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri incelenmiştir.

- **Pazar Yaklaşımı:** Çarpan Analizi
- **Gelir Yaklaşımı:** İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Çarpan Analizi

- SDT Uzak ve Savunma Teknolojileri A.Ş. halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi benzer faaliyet gösteren şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK ve F /K çarpanı kullanılmıştır.
- Değerleme Çalışmasında yurt içi benzer şirket çarpanları analizinde Şirket'in savunma sanayide ürün geliştirmekte olduğu için BIST Teknoloji endeksinde yer alan şirketler benzer şirketler olarak kullanılmış olup, EV/EBITDA ve F/K çarpanlarında 30x'un üstü ve 5x'in altı, EV/Satış ve PD/DD çarpanlarında ise 5x'in üstü örneklemeye dahil edilmemiştir.
- Net kar ve operasyonu dikkate almayan çarpanlar (PD / DD ve EV/Satış) değerlendirme çalışmasında dikkate alınmamış olup, EV/EBITDA ve F/K çarpanlarına %50'şer ağırlık verilerek değer tespiti yapılmıştır.

(Milyon TL)	Değer
SDT EBITDA 2022/09 4C	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
EV/EBITDA (x) Çarpanına Verilen Ağırlık	50%
BIST Teknoloji Şirketleri EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	2.417

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

(Milyon TL)	Değer
SDT Net Kar 2022/09 4C	158
BIST Teknoloji Şirketleri Medyan F/K (x)	17,1
F/K (x) Çarpanına Verilen Ağırlık	50%
BIST Teknoloji Şirketleri F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	2.699

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

(Milyon TL)	Değer
SDT EBITDA 2022/09 4C	157
Yurtdışı Şirketleri Medyan EV/EBITDA (x)	12,6
Yurtdışı Benzer Şirketleri EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.976
SDT Net Borç 2022/09	-241
EV/EBITDA (x) Çarpanına Verilen Ağırlık	50%
Yurtdışı Benzer Şirketleri EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	2.217

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

(Milyon TL)	Değer
SDT Net Kar 2022/09 4C	158
Yurtdışı Benzer Şirketleri Medyan F/K (x)	21,3
F/K (x) Çarpanına Verilen Ağırlık	50%
Yurtdışı Benzer Şirketleri F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	3.354

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Yurt dışı benzer şirket çarpanları analizinde hesaplanan Şirket piyasa değeri 2.785 mn TL olup, değerlemede muhafazakâr tarafta kalmak adına yurtdışı benzer şirket çarpanlarından gelen değere çalışmada ağırlık verilmemiştir.
- Çarpan Analizi kapsamında yurt içi benzer şirket çarpanlarıyla hesaplanan Şirket piyasa değeri 2.558 mn TL olup, değerlemede %30 ağırlık verilmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

SDT Uzay ve Savunma Teknolojileri A.Ş. pay başına değeri tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) Yöntemi kullanılmış olup, 2022-2030 dönemleri esas alınarak Şirket özsermaye değeri hesaplanmıştır. Şirket için projeksiyon dönemi boyunca hesaplanan AOSM değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. İNA analizinde Şirket Firma Değeri 1.514 milyon TL olup, Şirket için projeksiyon dönemi sonrası indirgenmiş Uç Değerin Firma Değeri içerisindeki payı 29,6% olmuştur. Şirket Firma Değeri olan 1.514 mın TL 'den net nakit eklenerek hesaplanan Şirket piyasa değeri 1.817 milyon TL olarak hesaplanmıştır. Şirket'in İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemiyle hesaplanan birim pay değeri 36,33 TL'dir.

AOSM	
Risksiz Faiz Oranı	14,20%
Şirkete Özgü Risk Getirisi (Alfa)	1,00%
İşlem Görmüş Aktif Beta	1
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	2,90%
Toplam Finansmandaki Özsermaye Oranı	97,10%
Kurumlar Vergisi Oranı	14,80%
Özsermaye Maliyeti	20,70%
Borç Maliyeti	17,20%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	20,50%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Sonucu	mTL
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 30.09.2022	1.755
Piyasa Değeri 06.12.2022	1.817
Hisse Fiyatı	36,33

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

SONUÇ

SDT Uzak ve Savunma Teknolojileri A.Ş. için yapılan değerleme çalışmasında Piyasa Çarpanları Yöntemine %30, İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemine %70 ağırlık verilmiş olup, ağırlıklandırılmış halka arz iskontosu öncesi piyasa değeri 2.039 mn TL olarak hesaplanmıştır. Şirket'in ödenmiş sermayesi 50.000.000 TL olup, halka arz iskontosu öncesi birim pay değeri 40,78 TL'dir. Şirket'in %22 halka arz iskontosu uygulanarak hesaplanmış halka arz iskontolu piyasa değeri 1.600 mn TL, birim pay değeri 32,00 TL'dir.

Değerleme Özeti- TL	Ağırlık	Değer (Mtl)
İndirgenmiş Nakit Akımları	70%	1.817
BIST Teknoloji	30%	2.558
Yurt Dışı Benzer Şirketler	0%	2.785
İskonto Öncesi Piyasa Değeri (TL)		2.039
Halka Arz Piyasa Değeri		1.600
Pay Başına Değer (TL)		32,00

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değer Çarpanları	2022/09 4C	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

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

GÖRÜŞ

- SDT Uzak ve Savunma Teknolojileri A.Ş. için İnfö Yatırım Menkul Değerler tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, şirket hakkındaki tanıtıcı bilgilere ve şirket faaliyetlerine yönelik açıklamalara anlaşılır bir şekilde yer verildiğini düşünüyoruz. İlgili raporda kullanılan değerlendirme yöntemlerinin açıklamalarına da detaylı şekilde yer verilmiştir.
- Fiyat tespiti amacıyla yapılan değerlendirme çalışmasında "İndirgenmiş Nakit Akımları" ve "Piyasa Çarpanları Yöntemi" incelenmiştir. Piyasa Çarpanları Yönteminde hem yurt içi hem de yurt dışı benzer şirketlerin çarpanları kullanılmış olup, değerlemede muhafazakâr tarafta kalınarak yurt dışı benzer şirket çarpanlarından gelen değere ağırlık verilmemiştir. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine ve Piyasa Çarpanları Analizine değerlendirme sonucunda sırasıyla %70 ve %30 ağırlık verilmiştir. Kullanılan değerlendirme yöntemleri net ve anlaşılır bir şekilde açıklanmıştır.
- Piyasa Çarpanları Yönteminde benzer şirketlerin PD/DD ve EV/Satış rasyolarının kullanılmamış olmasını, EV/EBITDA ve F/K çarpanlarına %50'şer ağırlık verilerek değer tespiti yapılmış olmasını makul buluyoruz. İlaveten değerlemeyi olumsuz yönde etkilememesi adına Şirket değerine yaklaşan değerlerin esas alınmasını, EV/EBITDA ve F/K çarpanlarında 30x'un üstü ve 5x'in altı, EV/Satış ve PD/DD çarpanlarında ise 5x'in üstü örnekleme dahil edilmemiş olmasını makul buluyoruz.
- BIST Teknoloji Şirketleriyle bulunan piyasa değeri 2.558 mn TL olup, yurt dışı benzer şirketler ile hesaplanan Şirket piyasa değeri ise 2.785 mn TL 'dir. İNA analiziyle bulunan Şirket özsermaye değeri ise 1.817 mn TL olup, değerlendirme çalışmasında muhafazakâr tarafta kalınarak İNA analizine daha yüksek ağırlık verilmiş olmasını makul buluyoruz. İlaveten Şirket'in 2023 – 2026 projeksiyon döneminde varsayılmış olan satış rakamlarına ulaşamaması durumunda farklı bir Şirket piyasa değerine ulaşılabilceği göz önünde bulundurulmalıdır.
- AOSM hesaplamasında risksiz getiri oranı olarak 10 yıllık TR tahvil faizinin son 1 yıllık, 6 aylık ve 3 aylık verilerinin ortalamaları ile kapanış verisinin aritmetik ortalaması olan 14,2% alınmış olup, projeksiyon döneminde AOSM %20,5 olarak hesaplanmıştır. Değerleme çalışmasında muhafazakâr tarafta kalınarak özsermaye maliyeti hesaplamasında Şirkete özgü risk primi eklenmiş olmasını makul buluyoruz.
- Şirket için İnfö Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından Piyasa Yaklaşımı ve İndirgenmiş Nakit Akımları Yaklaşımı ile hesaplanan halka arz iskontosu öncesi piyasa değeri 2.039 mn TL, iskonto öncesi pay başı değer 40,78 TL'dir.
- Yukarıdaki değerlendirmelerle birlikte kullanılan değerlendirme yöntemleri sonucu bulunan değere %22 halka arz iskontosu uygulanmıştır. Uygulanan iskonto oranını ve bu iskonto hesaplamasıyla bulunan 32,00 TL pay başına halka arz fiyatının bahsettiğimiz çekinceleri belirtmekle birlikte makul olduğunu düşünüyoruz.