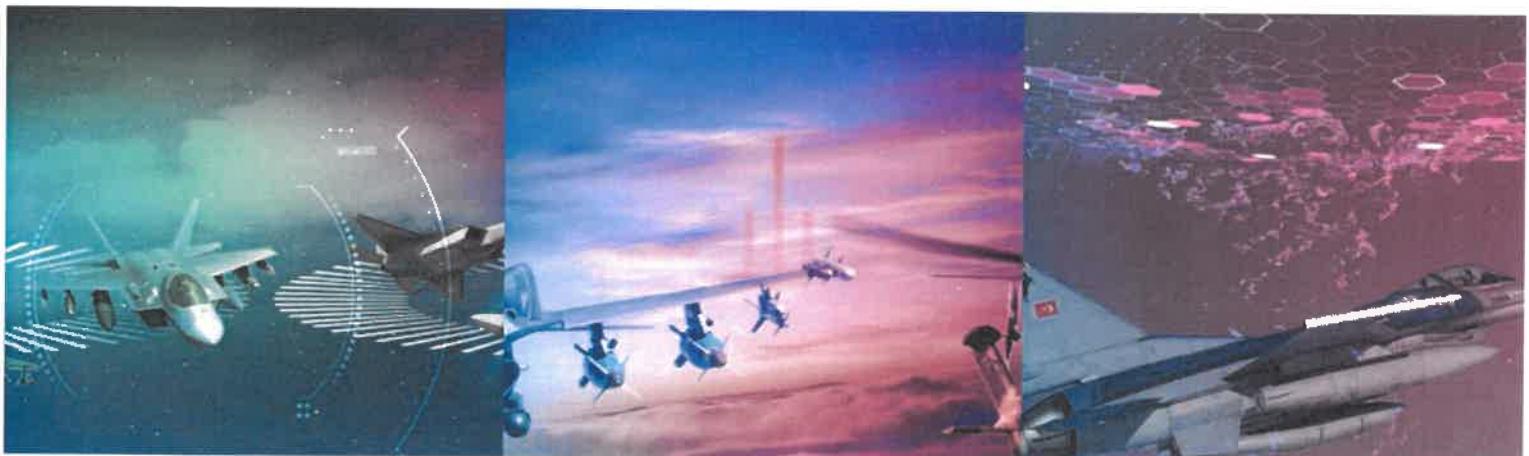




SDT Uzay ve Savunma Teknolojileri A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu

2 Aralık 2022



INFO
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Adres: Mah. Dr. Adnan Buyukcayır Cd. Kocatepe
No: 2 Blok No: 4 K: 7 D: 10 Çankaya/Ankara/Turkey
Tel: +90 312 318 26 69 Fax: +90 312 318 12 75
Borsa: Borsa İstanbul İD: 100000000000000000787
Borsa No: 9470000075700001 Tel. No: 27108

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 Dolan, Dolar, USD	Amerika Birleşik Devletlerinin 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 Değerı
EVA	Ekonomik Katma Değer
FVFM	Finansal Varlıklar Fiyatlama Modeli
GSYH	Gayrisafi Yurt İçi Hasıla
ILS	Aletli İniş sistemi (Instrument Landing system)
INA	İndirgenmiş Nakit Akımları
İno Yatırım	İno 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 Getirişi
SASAD	Savunma ve Havacılık Sanayii İmalatçılar Derneği
SIGINT	Sinyal İstihbaratı (Signal Intelligence, ELINT ve COMINT Sistemlerini kapsar)
SIPRI	Stockholm Bans Araştırmalar 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

INFO
YATIRIM MÜHENDİSLİK DEĞEMLER A.S.
Sayı: M.Y.C. Adnan Bayındırhan / D. Cevahir
Plaza Mah. No: 4-A R: 7 D: 16 B: 151
0312 318 26 80 Fax: 0312 318 27 75
Bergama Mah. No: 47 D: 15 B: 157
0312 307 7500/11/12/13/14/15/16/17/18/19

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 değerin 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.

Etki 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, yanlıltıcı 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 müsteriye teslim edilmiştir.

Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde klüsel çıkarları gözetmeksiz yerine getirilmiştir.

Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.

Görevle ilgili ücretler, değerlermenin 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 mevcudyeti 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 oluşturduğu gözlemlenmiş ve aykırı bir husus tespit edilmemiştir. Kullanılan geçmiş yillarda alt 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 ağırlıklardırmaların 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 değerli bulunarak 1 TL nominal değeri payın değeri hesaplanmıştır.

INFO
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Sınav Muh. Adnan Büyükkılıç / İc. Sayı: 100
Mazara Mah. No: 4 K: 7 D: 100/1. Mah. 1275
343814 318 26 80 Fax: 0216 591 4275
Bogazici Raporları V.D. 400 591 4275
E-mail: info@info5575799911.com.tr İc. Sayı No: 2710

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 (INA) 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 basretti bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri muvazaasız bir işlem ile değerlendirme tarihi itibarıyle el değiştirmesinde kullanılması gereki 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 ilkeferine uyduğumuzu, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde gerçekte 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 arzlarında aktif rol almış, şirket değerlendirmesi, halka arz, sermaye artırımı aracılık, pay alım teklifi projelerinde çeşitli görevler üstlenmiştir. Araştırma bölümünde günlük raporlamlara 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 değerlendirmesi 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 ihraci, çeşitli şirketlerin sermaye artırımı, 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 masterini 2017 yılında Yeditepe Üniversitesinde finansal ictisat alanında doktorasını tamamlamıştır. İş hayatına 2007-2010 yılları arasında Kuveyttürk Katılım bankasında Hazine analisti olarak başlamıştır. Bu süre zarfında bankanın döviz pozisyonun yönetilmesinde, türev ürünlerin fiyatlanması, geliştirilmesinde ve müşterilere uygun türev ürün çözümlerinin tespit edilmesinde görev almıştır. 2011 yılında bir aracı kurum olan Blzim Menkul Değerler A.Ş.'de kurumsal finansman ve araştırma departmanında sermaye piyasalarına adım atmıştır. Bu dönemde 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.'nın 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.



SDT FİYAT TESPİT RAPORU

Savunma sanayiline Akredite Şirket

- 1 2005 yılında kuruldu.** Şirket, 2005'te Ankara'da kurulmuş olup 2017'de ticaret unvanını "SDT Uzay 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, dahili toptan ve perakende ticaret faaliyetlerinde bulunmak; uzay ve savunma teknolojileriyle ilgili her türlü bilgisayar, bilgiyazar ve bunlarla ilgili her türlü sair elektronik parça ve komponentlerin ve her nevi bilgisayar programlarının (software) hazırlanması, ithalatı, ihracatı, dahili toptan ve perakende ticareti ile lisans-alt 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 göstermektedir. **Şirket'in mevcut durumda uzmanlık alanları radar, elektronik harp ve haberleşme sistemleri, görev sistemleri, simülasyon sistemleri ve bilişim teknolojileri, üretim programlarından oluşmaktadır.**
- 2 Ankara HAB Yatırımı.** Şirket, mevcut durumda faaliyetlerini, *İkisi ODTÜ Teknokent'te ve biri ASO Teknopark'ta yer alan üç farklı tesiste, toplam 4.538 m²'lik kapalı alanda sürdürmektedir. Artan İş hacmi paralelde kapasite artırımı için Şirket, kendi yerleşkesini Inşa etme karar almış ve bu doğrultuda 2020 yılında Ankara Uzay 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 ortaklısı faaliyetlerinin yürütüldüğü ofisler de dahil olmak üzere, mevcut tüm yerleşkelerin tek çatı altında toplanması sağlanacaktır. Inşa edilecek yeni tesinin projesine başlanılmış, **28.09.2022 tarihinde İnşaat ruhsatı alınmış** olup yılın son çeyreğinde inşaata başlanarak **2024 yılında taşınmanın gerçekleştirilemesi hedeflenmektedir.**
- 3 Güçlü mali veriler ve vergi teşvikli.** Teknokent avantajları nedeniyle 2028 yılına kadar ARGE projelerinde vergi avantajı bulunmakla birlikte Şirket'in net nakit pozisyonunda olması gelecek dönem yatırımları için avantaj olarak görülmektedir. 2019-2022/09 dönemi incelendiğinde Şirket *her dönem sürdürülebilir bir şekilde net dönem kar ürettiği gibi faaliyetler için büyük bir sabit kıymet yatırımına ihtiyaç duymamıştır.* Yurtdışı ve yurtdışı projelerden alınan avanslar da işletme sermayesi açısından Şirket'i finanse etmektedir. Bu durumun doğal bir sonucu olarak **Şirket son 3 yılda 66 mn TL nakit temettü dağıtmış** ve düşük finansal borçluğa sahip bir konumda yer almıştır. Düşük borçluğa ek olarak Şirket *gelirlerinin %80-85 bandında döviz korele olmasına karşın maliyetlerde döviz bazlı tutarın yaklaşık %50'lerde kalması* kurulan yükseldiği bir ortamda Şirket için bir avantaj yaratmaktadır. Şirket, 2022/09 itibarıyla aktifinin yaklaşık %50'si nakit ve benzerleri olmak üzere 113,8 mn TL net döviz varlığına sahiptir.
- 4 Değerleme.** İNA ve piyasa çarpanları yaklaşımı kullanılmış ve 1.600 mn TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Belirlenen değer 2022/09-4Ç ve 2023T EBITDA beklentilerine göre sırasıyla 8,6x ve 6,1x EV/EBITDA çarpanlarına işaret etmektedir. Özellikle portföye yeni dahil olacak projelerin etkisi ve 2021 yılının son çeyreğinde meydana gelen kur artışları nedeniyle yeni normali yansitan 2023 EBITDA'sı çarpanları yorumlamak adına daha adil bulunmaktadır.

Gelir Tablosu (mTL)	2021	2022T	2023T
Net Satışlar	443,0	497,3	924,4
EBITDA	150,9	129,2	223,3
EBITDA Marjı	34%	26%	24%
Net Kar	114,5	m.d.	m.d.

Değer	mTL
Piyasa Değeri	1.600
Net Nakit (30.09.22)	-241
Firma Değeri	1.359
Bilanço (mTL)	30.09.2022
Dön. Varlıklar	491,6
Duran Varlıklar	57,4
Aktifler	549,0
Kısa Vad. Borç.	172,0
Uzun Vad.Borç.	89,1
Özkaynak	288,0
Finansal Borç	8,6
Değer Çarpanları	
EV/EBITDA 22/09-4Ç	8,6x
F/K 22/09-4Ç	9,9x
PD/DD 22/09	5,6x
EV/Satış 22/09-4Ç	3,1x
Net Borç/EBITDA 22/09-4Ç	-1,5x
Piyasa Çarpanları	EV/EBITDA 22/09-4Ç
BIST Teknoloji	13,8x
Yurtdışı Çarpanlar	12,6x
BIST Sinal	11,5x
ASELSAN	16,1x
Piyasa Çarpanları	F/K 22/09-4Ç
BIST Teknoloji	17,1x
Yurtdışı Çarpanlar	21,3x
BIST Sinal	11,7x
ASELSAN	11,0x



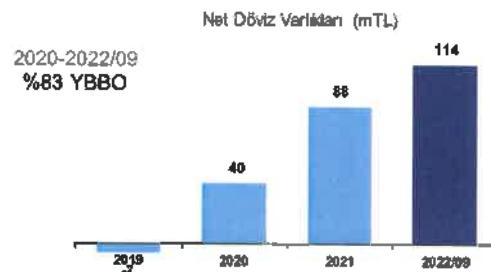
Yatırım Tezi

Grafik:1 Projelerdeki dönemselliği etkisi ile EBITDA marjlarında dalgalanma beldeninken 2022-2026 arası dönemde EBITDA YBBO'sunun %31 sevyesine ulaşması öngörmektedir...



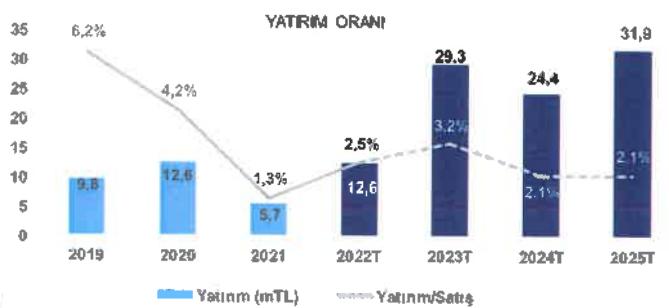
Kaynak: Şirket Tahminleri

Grafik:3 Şirket kurların yükselişi 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 beldeninken 2024 itibarı ile imzalanması kuvvetle muhtemel proje gelirlerinin sözleşmeli proje gelirlerini geçmesi beklenmektedir...



Kaynak: Şirket

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



Kaynak: Şirket

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



Kaynak: Bloomberg & Fimnet

Temel Yatırım Unsurları

Şirket finansal güçlülük, büyümeye beklientisi, özkeynakların verimli kullanımı, borçluluk ve getiriler açısından önemli bir konumda yer almıyor

Savunma sanayiline yönelik projeler ön plana çıkmaktadır

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 oluşturmuştur. SDT, son 3 yılda yüksek EBITDA büyümesi, düşük finansal borçluluk, net nakit pozisyonu, her dönem sürdürülebilir karlılığın üretimi, özkeynakların 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'ncı 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 dönemde 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 kısıtlıken savunma sanayiline aktarılan fonlarda önemli bir artış olmuştur. Ayrıca savunma sanayiinde yerileşme politikaları her geçen yıl artmaktadır. Savunma sanayii son derece stratejik ve uzmanlık isteyen bir alan olduğu için şirketlerin yetenekleri ve uzmanlıklarla ön plana çıkmaktadır; daha önce çalışılan yerli ortaklara öncelik verilmektedir. Şirket'in projelerinin önemli bir kısmının kar marji yüksek savunma sanayii kaynakları olması bir avantaj olarak görülmektedir.

Sektörün rakip yapısı. Savunma sanayii sektöründe güçlü ve büyük firmalar ve görece küçük firmalar yer almaktır. 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 durumda sorunlar yaratmaktadır.

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

Geniş ürün gamı. Şirket, radar elektronik harp sistemleri, hava muhabereleri 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 Türk Cumhuriyetleri güçlü potansiyel. Şirket, savunma alanında elde etmiş olduğu tecrübeyi uluslararası standartlara uygun AR-GE ürünlerine dönüştürmeyi ve bu ürünlerin uluslararası uluslararası pazarlamayı hedeflemektedir. Özellikle savunma alanında geliştirilen ürünlerin Türk Cumhuriyeti, Ürdün, Azerbaycan ve Pakistan'da devlet desteği ile pazarlanma potansiyeli önemli bir yatırım hikayesi oluşturabilir.



Temel Yatırım Unsurları

ARGE 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 sanayili harcamalarının ekonomik konjonktür nedeniyle 2022 yılından 2023 yılına sarkması ve yeni alınan projelerin 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 bulunmakla 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 sürdürilebilir bir şekilde net dönem karı ürettiği gibi faaliyetler için büyük bir sabit kıymet yatırıma ihtiyaç duymamıştır. Yurtçi 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 borçlulığı sahip bir konumda yer almıştır. Düşük borçlulığı ek olarak Şirket'in gelirlerinde %80-85 bandında döviz korele gelirlere karşı maliyetlerde döviz bazlı tutarın yaklaşık %50'lerde kalması kurların yükseldiği bir ortamda Şirket için bir avantaj yaratmaktadır. Şirket, 2022/09 itibarıyle 114 mn TL net döviz varlığına sahiptir.

Güçlü projeler ve yurtdışı gelirler. 2019 yılında portföye giren yaklaşık 34 mn dolarlık uçak durdurma projesinin Şirket bünyesinde yapılabiliyor olması önemli bir know how'a işaret etmektedir. İlgili UDS projesi 2022 yılında tamamlanacak olmakla birlikte Yönetim projenin devamını beklemektedir. Yönetim UDS projesinin Amerika ve İsraililler tarafından yapılabiliyor olduğunu iddia etmektedir. Ayrıca 2022'de portföye giren Pakistan Acmı projesi önemli bir ikame proje olmakla birlikte gelecekte Acmı'nın Ürdün, Azerbaycan ve diğer ülkelere satılabilir için gücü bir referans olacakacaktır. Yönetim'e göre Acmı projesinin Amerika ve İsrail firmalarına rakip olacak şekilde Türkiye'den bir şirket tarafından üretiliyor olması güçlü bir kredibilité anlamına gelmektedir.

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

Riskler

İnsan kaynağının kaybedilmesi en büyük risk unsuru

Kamunu askeri harcamaları kisması önemli bir risk

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 olسا da tekrarlanan gelir seviyesinin mevcut durumda az olduğu dikkat çekmektedir. Alınan bir ihanenin yenilenmesi durumunda Şirket'in yeni ihalelerde ön planda olduğu Yönetim tarafından beyan edilmektedir. Yeni ihalelerin alınması sonrası bakım hizmetlerinin artacağı ve tekrarlanan gelirlerin gelecekte yükselseceği Yönetim tarafından öngörülmektedir.

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 kisması. Sektörde en büyük ve nihai oyuncu kamu olduğu için kamunun askeri harcamaları kisması 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

Halka arz iskontosu öncesi 2.039 mn TL adlı piyasa değeri elde edilirken halka arz iskontosu sonrası 1.600 mn TL değere ulaşmıştır

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

Değerleme Özeti

%22 halka arz iskontosu. Muhofazakar tarafta kalmak ve Şirket'in bir proje şirketi maliyetinde olması nedeniyle kendine has dinamiklerini çarpanlara kıyasla daha iyi yakaladığını düşündüğümüz İNA yöntemine %70, mevcut piyasa algısını da yansıtmak adına piyasa çarpanlarına %30 ağırlık verilerek şirket değeri tespit edilmiştir. Geleneksel değerlendirme metodolojilerine göre halka arz fiyatı belirlenirken tespit 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.

02.12.2022 Kapanışına Göre

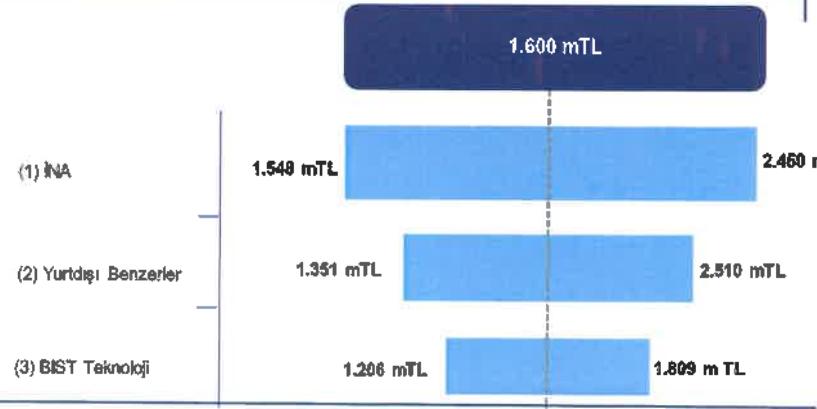
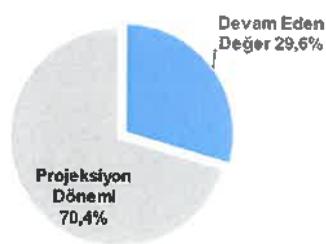
Değerleme Özeti	Değer (mTL)	Ağırlık (%)	Pay Başı Değer (TL)
Metodolojiler			
İNA	1.817	70%	36,33
BİST Teknoloji	2.558	30%	51,16
Yurtdışı Benzerler	2.785	0%	55,71
İskonto Öncesi Piyasa Değer (TL)	2.039	100%	40,78
Halka Arz Iskontosu (%)	22%		
Halka Arz Piyasa Değeri	1.600		32,00
Değer Çarpanları		2022/09 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 simülle edilimeye çalışılmış; değerin oynaklığı ortaya konumuştur. Baz senaryoda İNA değerinin yaklaşık %70,4'ü projeksiyon dönemindeki bekentilerden kaynaklanırken, İNA modell iyimser ve kötümser senaryolarda 1.548-2.450 mn TL bandında hareket etmektedir. Tüm değer senaryoları ise 1.206 mn TL ve 2.510 mn TL bandında hareket etmektedir.

Duyarlılık Analizi

Firma Değeri Kırımı



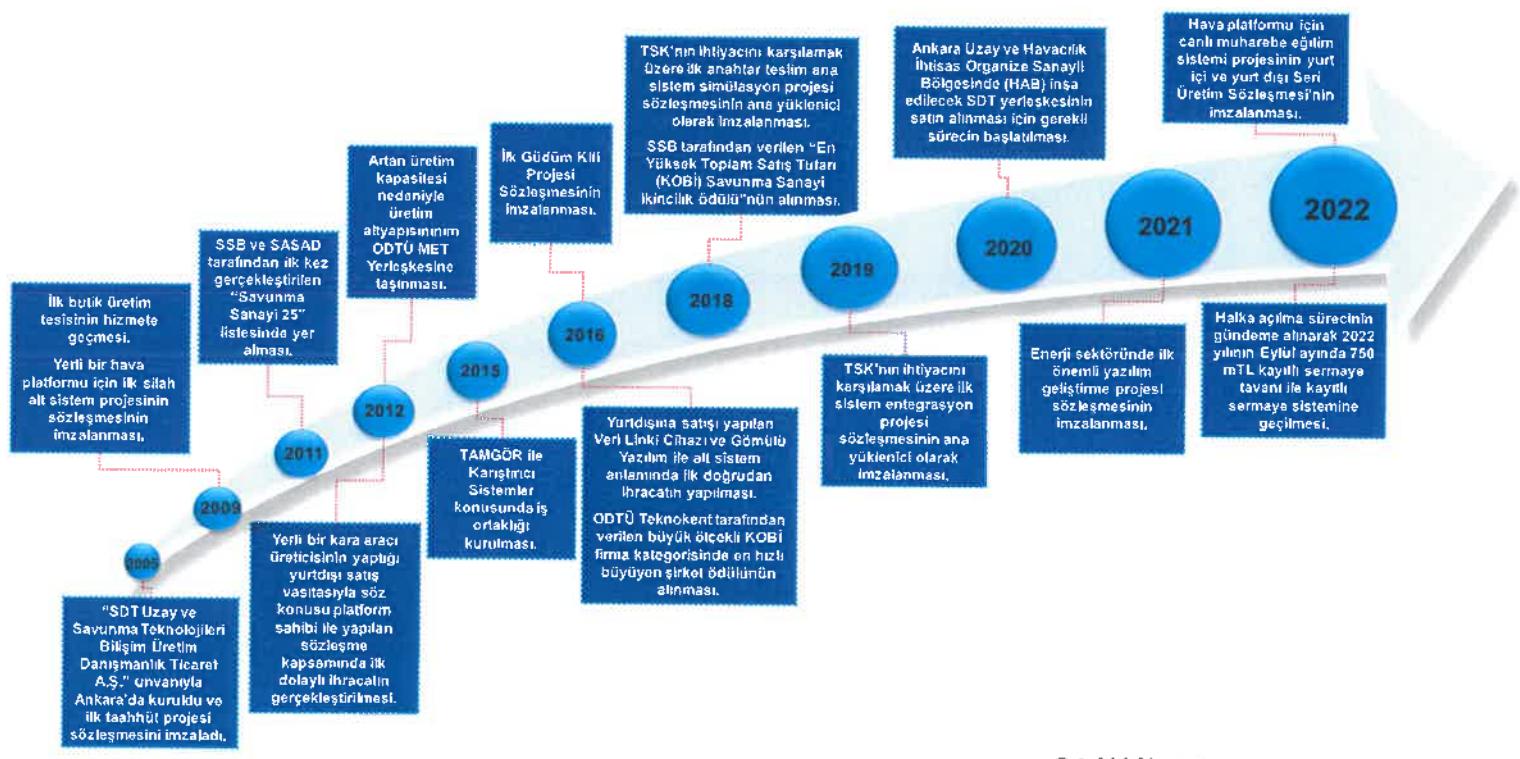
Şirket Profili

17 yıllık sektörel tecrübe

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

2005 yılında kuruldu. Şirket, "SDT Uzay ve Savunma Teknolojileri Bilişim Oretim Danışmanlık Ticaret A.Ş." unvanıyla Şubat 2005'te Ankara'da kurulmuş olup Temmuz 2017'de ticaret unvanını şimdiki unvanı olan "SDT Uzay 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 mamullerinin üretimi, ithalatı, ihracatı, dahil toptan ve perakende ticaret faaliyetlerinde bulunmak; uzay ve savunma teknolojileriyle ilgili her türlü bilgisayar, bilgiyazar ve bunlara ilgili her türlü sair elektronik parça ve komponentlerin ve her nevi bilgisayar programlarının (software) hazırlanması, ithalatı, ihracatı, dahili toptan ve perakende ticareti ile lisans-alt lisans verilmesi ve alınması faaliyetlerinde bulunmak; uzay ve savunma teknolojileriyle ilgili, bilişim, yazılım ve uygulama geliştirilmesi ve bunlara ilgili AR-GE, danışmanlık, servis hizmetleri sağlamak ile uzay ve savunma teknolojileriyle ilgili bilişim alanında her türlü faaliyet göstermektedir. 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 tutanndaki 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 KURUMLARI DEĞERLERİ A.Ş.
Satay Mah. Dr. Adnan Mollakoçlu Cd. No:5
Blok: 2 Blok: No: 9/7 D: 16 Of: 1001-1003
Tel: 0312 26 80 Fax: 0312 26 12 75
E-mail: info@ykd.com.tr
Kâğıt No: 04700037599911 Tel: 0312 27180

Şirket Profili

30.09.2022 itibarıyla 214 personel

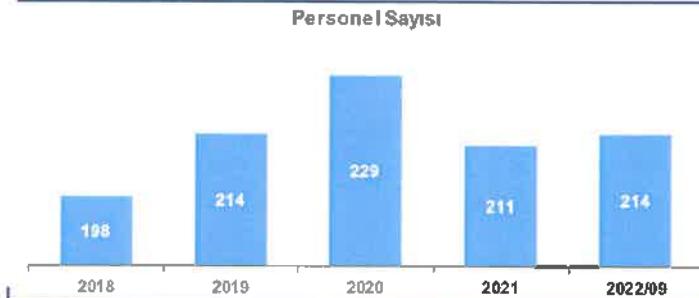
**Personelin önemli bir kısmı
mühendis ve Ar-Ge
personelinden oluşmaktadır**

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

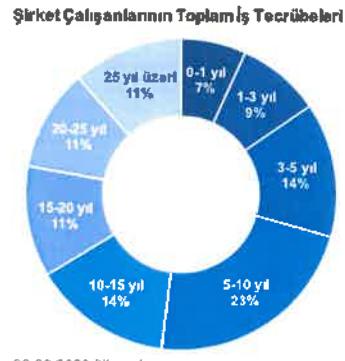
**Üç farklı ofiste, toplamda 4.538
m²'lik alanda faaliyet
gösterilmekte**

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

Alanında uzman şirketlerle İş ortaklıkları kurularak sinerji oluşturulmuştur



Fiyal Tespit Raporunda yıl sonu personel sayısı, Bağımsız Denetim Raporunda yıllık ortalamalar personel sayısının farklılığıdır. Bu nedenle Fiyal Tespit Raporu ve Bağımsız Denetim Raporundaki personel sayıları farklılık gösterebilir.



30.06.2022 libenya

Tesis Bilgileri			
Tesis Adı	ODTÜ Teknokent Merkez Kampüsü	ODTÜ MET Şube	ODTÜ ASO Teknopark Şube
Toplam Alan (m²)	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

Sermaye Artırımı Tablosu					
Artırım Öncesi Sermaye (TL)	Artırım Sonrası Sermaye (TL)	Bedelsiz Artırım (TL)	Bedelli Artırım (TL)	Kaynak	Tescil Tarihi
Kuruluş	100.000	-	-	Nekden	11.02.2005
100.000	1.000.000	-	900.000	Nekden	8.05.2007
1.000.000	3.000.000	-	2.000.000	Nekden	26.12.2014
3.000.000	10.000.000	7.000.000	-	Görmüş Yılı INFO	01.04.2020
10.000.000	50.000.000	40.000.000	-	YATIRIMCI MÜŞTERİLERİMİZ Geçmiş Yıllar Birlikteki Co-Work Yatırım Tüm İşbirlikleri 08.03.2022	12.03.2022

Kaynak: Şirket

Yönetim Kurulu

Mehmet Dora
YK Başkanı

► 1961 yılında Ankara'da doğan Dora, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesinden 1984'te mezun olmuş ve DORMAK İthalat İhracat MÜmessilik ve Danışmanlık Tic. A.Ş.'yi, akabinde DORSAN Uzay ve Havacılık Savunma San. Taah. ve Tic. Ltd. Şti. ve DORSAV 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 öğrenciliğinin sırasında yarı zamana olarak çalıştığı ASELSAN AR-GE bölümünde başlayan ÜNAL, ABD'deki yüksek lisans eğitimlerin sırasında araştırma görevlisi olarak, yüksek lisans sonrasında Türkiye'ye dönderek Savunma sanayii Savunma sanayii MÜsteşarlığı'nda (SSM) çalışmaya başlıdı ve Uzman Yard., Uzman, Proje Koordinatör ve Komuta Kontrol Sistemleri Şube Müdürü olarak toplamda 10 yıl görev aldı. 1999'da MIISOFT 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 "ment" kazanarak bitirmiştir. Çalışma hayatına 2013 senesinde Amerika'da J.P.Morgan Chase & Co. şirketinin yatırım bankasında başlayan Dora, çeşitli gayrimenkul ve yapılandırılmış finansman takviminde 30 milyon USD - 5 milyar USD hacminde kurumsal finansman alanında deneyim kazanmıştır. 2021'de Oryx Impact'de çalışmıştır. 2022'de ise Norma Financial Teknoloji girişiminde çalışmaya başlamıştır. Profesyonel hayatının yanında Üniversite öğrencilerine ve yeni başlayan girişimcilere mentorluk yapmaktadır.

Necip Yalçın
Pehlivantürk
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 tamamlamıştır. 1989 yılında Roketsan mühendislik geliştirme biriminde baş mühendis olarak bağlılığı görevine, daha sonra sırasıyla teknoloji müdürü, programlar direktörü ve son olarak kurucusu olduğu taktik füze sistemleri grup başkanlığında grup başkanı ve genel müdür yardımcısı olarak görev yapmış ve Şubat 2020'de yaş haddinden emekli olmuştur. Pehlivantürk, aynı zamanda MITAŞ Endüstri Sanayi Ticaret A.Ş.'de stratejik planlaşmadan sorumlu yönetim kurulu üyesi olarak görev yapmaktadır.

Mehmet
Vayesel Yayan
Bağımsız YK
Üyesi

► 1977'de Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi ve 1987 yılında İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesinde lisans eğitimini tamamladıktan sonra, 1987'de İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesinden 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 Gelişirme alanlarında diplomasalar bulunumaktadır. Çalışma hayatına 1976 yılında Ticaret Bakanlığı Dış Ticaret Müsteşarlığı'nda Raporör olarak görev yapmış ve 1977'de Ticaret Bakanlığı Dış Ticaret Müsteşarlığı'nda Raporör olarak görev yapmıştır. 1978'de İstatistik İşleri Dairesi'nde orta ve üst düzey görevlerde bulunduktan sonra 2017'de Bilişim, Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı Müsteşarı'na atanmıştır. Bunlara ek olarak IMSAD ve TOBB'da da görev alan Yayan, Türk Hava Kurumu Üniversitesi Müttevelli Heyeti Üyeliği görevlerini sürdürmektedir.

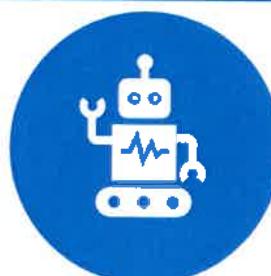
Sirket'in Ana Faaliyet Alanları



Radar, Elektronik Harp ve
Haberleşme Sistemleri



Görev Sistemleri



Simülasyon Sistemleri
ve Bilişim Teknolojileri



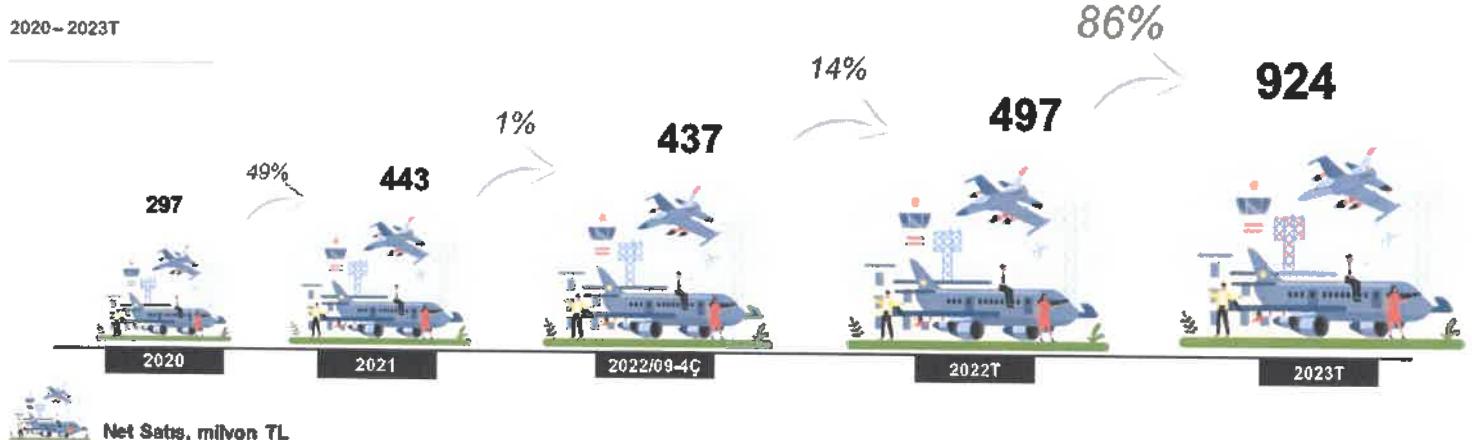
Üretim Programları

FAALİYET ÖZETİ

Ortaklar & Kuruluş & Mali Veriller	Faaliyet Alanları & Referanslar	Sektör
Ortaklar 95% 5%	Mehmet Dora Mustafa Fatih Ünal	SIPRI verilerine göre küresel bazda toplam savunma harcamaları, 2021'de reel olarak yaklaşık %0,7, nominal olarak %6,1 artarak 2.113 milyar USD'ye ulaştı. Böylele küresel savunma harcamaları, tarihinde ilk kez 2 trilyon USD'ın üzerinde 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 harcamaların %62'sini oluşturdu. 2020'de dünya toplam GSYH'sinden %2,3 pay olan savunma sanayii sektörü, 2021'de %2,2'ye gerilemiştir. Savunma harcamalarının milli gelirden aldığı paylar ülkelere özelleştirileceğine 2021'de ilk beş ülke %7,3 ile Ummar, %6,7 ile Kuvvetli, %6,6 ile Suudi Arapistan, %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 %14,7 artışla 15.479 milyon USD'ye gerilekten TL bazında %11,5 artışla 136.864 milyon TL'ye yükselmıştır. SASAD 2021 Faaliyet Raporu'na göre 2021 yılında Türkiye savunma sanayii, ciro bazında yıllık %14,7 artışla 10.169 milyon USD gelir elde etmiş olup pandemi öncesi seviyelerde dönmüştür.
2005 yılında kuruldu Faaliyet Alanı: Savunma Sistemleri/Ürünleri Tasarım ve Üretime 4.536 m ² toplam tesis alanı Merkez: Çankaya / Ankara Çalışan Sayısı: 214	Faaliyet Alanları: - Radar, Elektronik Harp ve Haberleşme Sistemleri - Görev Sistemleri - Simülasyon Sistemleri ve Bilişim Teknolojileri - Üretim Programları Referanslar - Milli Savunma Bakanlığı: - Türk Silahlı Kuvvetleri - Savunma Sanayii Başkanlığı - ASELSAN - Havelsan - Roketsan - TÜBİTAK - 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 - Telespace - Aysesat - STM - G. Kore Hava Kuvvetleri
Mali Veriller 2022/09 - 4Ç Net Satışlar 436,9 mTL 497,3 mTL EBITDA 157,2 mTL 129,2 mTL Çırkynlik 288,0 mTL m.d. Aktifler 549,1 mTL m.d. Net Kar 161,5 mTL m.d.		
		Keynak: SIPRI, SASAD * Agency for Defense Development

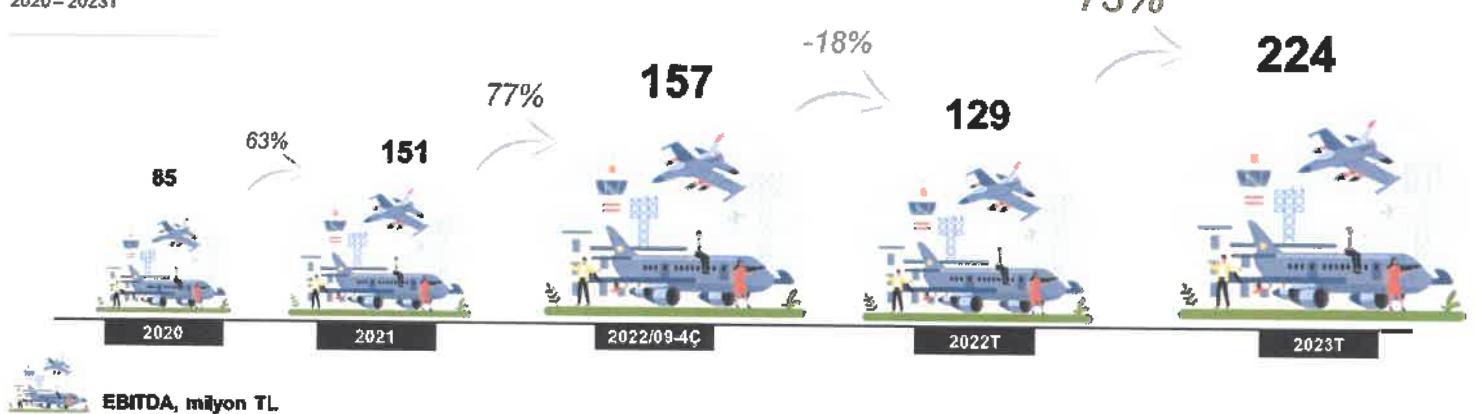
46% YBBO

2020 – 2023T



38% YBBO

2020 – 2023T



Sektör

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

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

Savunma sanayili 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 sanayiiye geçiş hızlandırmıştır. Devletler savunma sanayiiyi silahlı kuvvetlerinin ihtiyaçlarını özgün tasarımlanmış sistemler ile minimum maliyetle karşılayabilmeyenin yanı sıra bağımsız politikalar uygulayabilmek için desteklemektedirler.¹

Küresel bazda savunma sanayili 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.

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%		

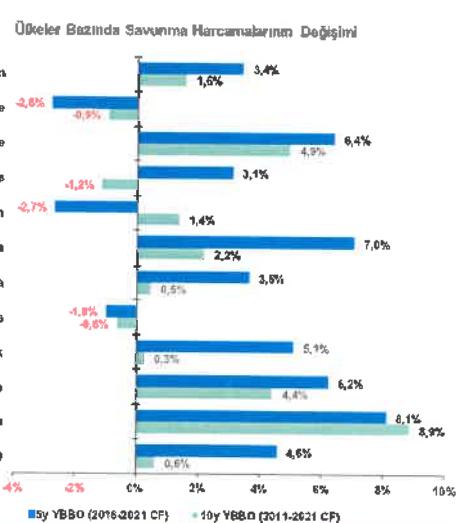
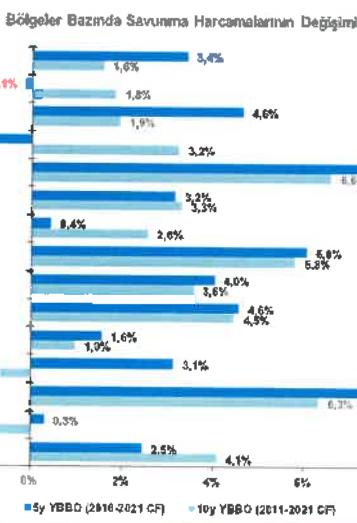
Kaynak: SIPRI Military Expenditure Database 2021, Info Yatırım

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



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

Bölgesel bazda savunma harcamalarının (USD bazlı) 5 ve 10 yıllık büyümeye oranlarını (YBBO) analiz ettiğimizde, son beş (2016-2021) ve on yılda (2011-2021) savunma harcamalarının en çok büyümeye 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 Fiyatları

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

Sektör

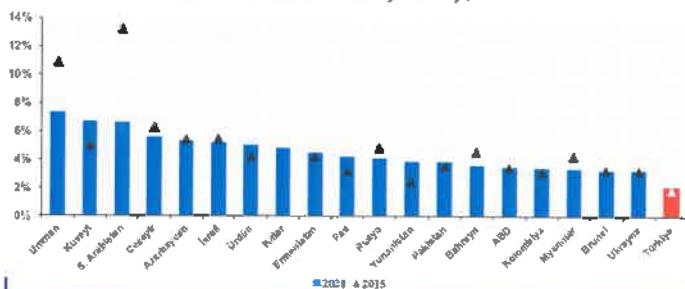
Yıllara sari ülkelerin savunma harcamalarının milli hasıla oranları incelendiğinde, milli hasılarındaki artışla birlikte savunma harcamalarının da artış gösterdiği görülmektedir. Buna göre savunma harcamalarının ülke ekonomilerine pozitif yönü bir çarpan etkisi yaratığı söylenebilir.

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 sanayili sektör, 2021'de %2,2'ye gerilemiştir. Savunma harcamalarının milli gelirden aldığı paylar ülkeler özellinde incelenenecek 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 sevlyesindedir.

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.

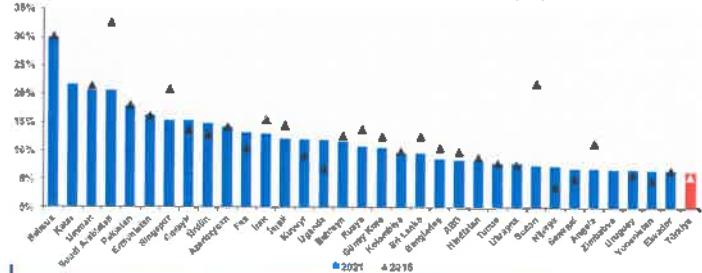
Savunma Harcamalarının GSYH İçindeki Payı,



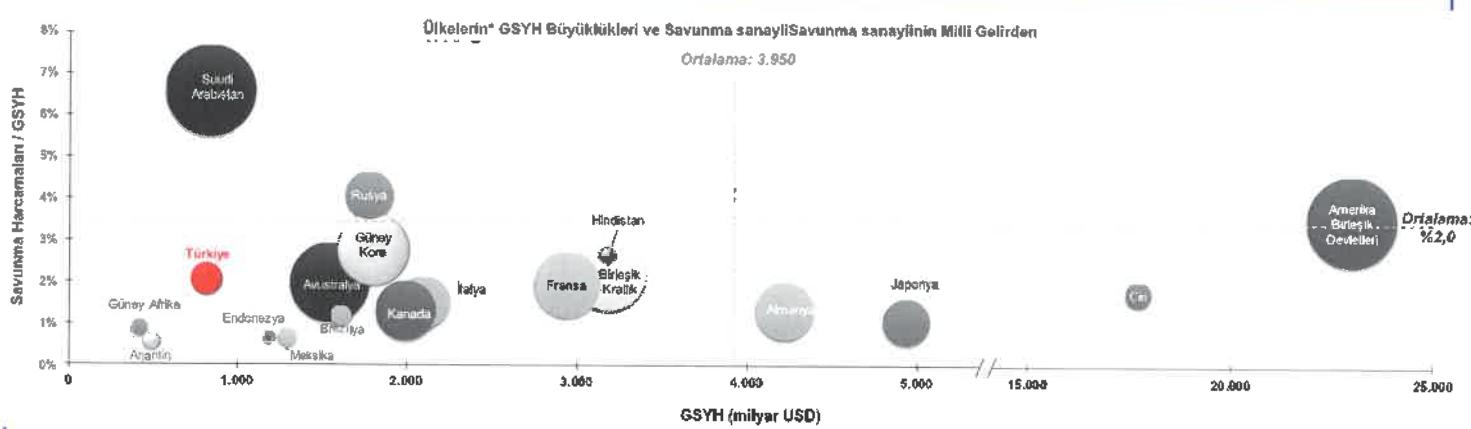
Kaynak: SIPRI Military Expenditure Database 2021, Info Yatırım

Türkiye'nin 2021 yılında savunma harcamalarının kamu harcamalarından aldığı pay %6,3 olarak gerçekleşen 2015'te bu oran %5,46 seviyesindedir.

Savunma Harcamalarının Hükümet Harcamalarında Alacağı Pay



Kaynak: SIPRI Military Expenditure Database 2021, Info Yatırım



Kaynak: World Bank, OECD, Tradingeconomics, SIPRI, Info Yatırım
Balon boyutları, kişi başına düşen savunma harcamalarını göstermektedir.

* Tabloda, G-20 ülkeleri ve Çin analizi edilmiştir.

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 sürekliğa işaret etmektedir

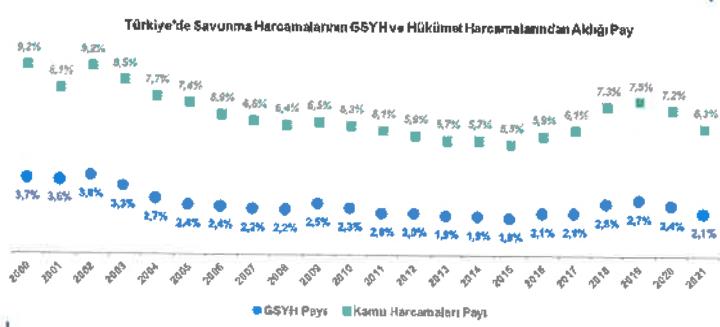
Türkiye'nin dünyadaki yeri. SIPRI'nın 2021 verilerine göre Türkiye'nin savunma harcamalarının son 21 yıldakı yıllık birebir büyümeye oranı (YBBO) TL bazlı %15,8, USD bazlı %2,1 olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılında Türkiye'nin savunma harcamaları USD bazında yıllık %11,4 gerileyerek 15,479 mn USD'ye genitlerken TL bazında %11,5 artışla 136,864 mn TL'ye yükselmiştir. Özellikle Dolar/TL kurundaki fahş artışlar, USD cinsinden savunma harcamalarını aşağı çekmiştir.

Türkiye'de savunma sanayii. Savunma ve Havacılık Sanayii İmalatçılar 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 gelişmelerin 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 geopolitik konumudur. Soğuk savaşın sonlanmasıından 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 Sanayili İmalatçılar 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. Sektor performans verilerinde ciro, yurt dışı satış gelirleri, ürün ve teknoloji geliştirme harcamaları ve alınan yeni siparişlerde önemli bir pozitif gelişmelerin olduğu ve sektörün çok iyi bir yıl geçirdiği görülmektedir. Yalnızca ithalat ve İstihdamda çok küçük bir miktar azalma görülsse de genel olarak pozitif bir tablo karşımıza çıkmaktadır. Toplamda 3,2 milyon USD ihracat gerçekleştiren sektör, 2,6 milyar USD ithalat gerçekleştirdi.



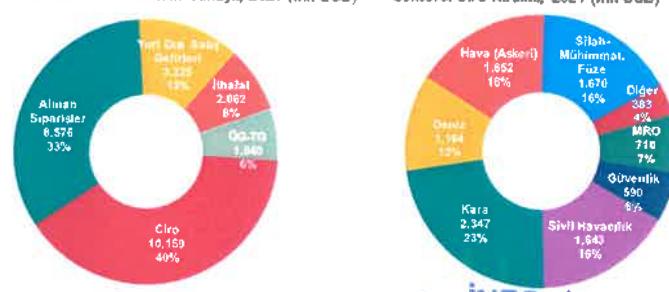
Kaynak: SIPRI Military Expenditure Database 2021. İletişim Yetkilisi:



Kaynak: SIPRI Military Expenditure Database 2021, İnceleme

Türk Savunma ve Havacılık Sanayii					
miyton 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

Kavnak: SASAD Performans Raporu, 2021



YATIRIM MEMURU DEGERLER A.S.

Sektör

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

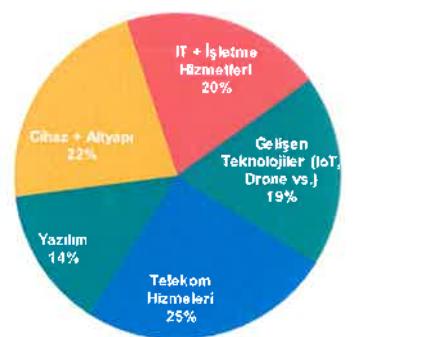
Müşteri açısından değerlendirildiğinde; bilişim sektöründe yapılan harcamaların büyük kısmını kurumsal veya devlet kurumları tarafından yapılan alımlar oluşturmaktadır.

Kısaçılık ve İletişim teknolojileri sektörü. Bilgi ve İletişim Teknolojileri (BIT) sektörü, OECD tarafından; "veri ve bilgileri elektronik olarak yakalayan, gösteren, ileten, görüntülemeye imkân veren, saklayan üretim ve hizmetlerin bütünü" olarak tanımlanmıştır. BIT'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 artmaktadır, ülkelerin bilgi tabanlı ekonomilere dönüşümleri hızlanmaktadır.

Küresel pazarda beklenenler. Yıllara sari 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 birelilik yıllık büyümeye oranı (YBBO) tahmin edilmiş olup, bu trendin 2024 yılına dek devam etmesini öngörmektedir. Sektörün stratejik önemi, sürekli büyümeye 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 harcamaların yaklaşık %20'sini temsil ederek önemli bir konuma sahiptir. Beş ana kategori altında sınıflandırılabilen 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'lük bir orana sahiptir. Kalan %19'luk kısım ise geleneksel sınıflandırmalara uymayan yeni teknolojilerin de yer aldığı çeşitli BİT alanlarını kapsamaktadır. IoT, drone, otomasyon teknolojileri gibi gelişmekte olan yeni teknolojiler bu alanda yer almaktadır.

Küresel Bazda Teknoloji Sektörünün Temel Kategorileri

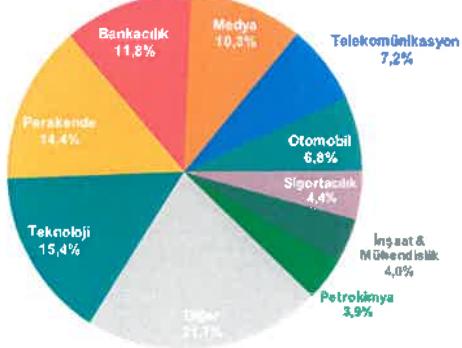


Küresel Teknoloji EndüstriSİ



Kaynak: IDC

Sektör Bazında Marka Değerleri



Sektör Bazında Marks Değerleri

Bektör	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%	

Kaynak: BrandFinance Global 500, Ocak 2022

Sektör

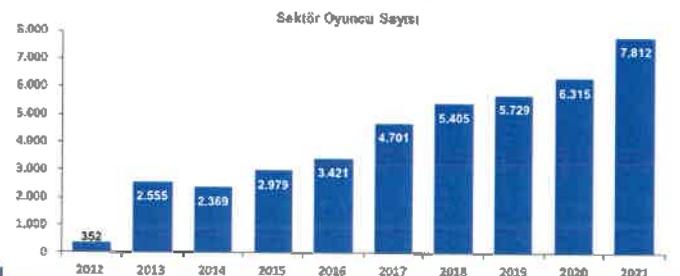
2021 yılında Türkiye'de 87 teknokentte faaliyet gösteren 6.267 şirket bulunmaktadır. Bahsi geçen şirketlerin toplam cirosu 20,8 milyar TL tutarındadır.

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 büyüklüğe olmamasına rağmen büyümeye potansiyeli sayesinde önemli bir konuma yükselme kapasitesine sahiptir. 2016 yılında BİT sektörünün büyülüüğü 94,3 milyar TL iken 2017 yılında %21 büyümeye ile 113,8 milyar TL, 2018 yılında %17 büyümeye ile 131,6 milyar TL, 2019 yılında %15 büyümeye ile 153 milyar TL büyülüğe ulaşmıştır. 2020 yılında pandemi ile birlikte evden çalışmanın geçiciden kalıcı hale gelmesi sektör büyülüğünə de etki etmiştir. 2020 yılında sektör %22 büyümeye ile 186,3 milyar TL büyülüğe ulaşmış 2021'de büyümeye trendini devam ettirerek %41 artışla 265,9 milyar TL büyülüğe ulaşmıştır. 2021 yılı sektör büyülüğünün %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.

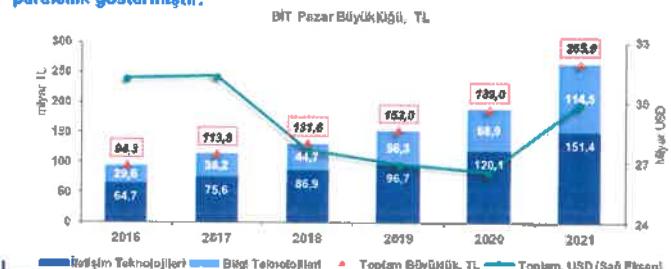
Sektör ihracatı. BİT sektörü 2021 yılında ihracatını %31 artırarak 2,0 milyar USD ihracata ulaşmıştır. Sektörün toplam ihracatı 2017-2021 yılları arasında dolar bazında yıllık ortalama %14 büyümüşür. 2021 yılındaki büyümeye hem Bilgi Teknolojileri hem de İletişim Teknolojilerindeki ihracatın büyümesiyle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

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



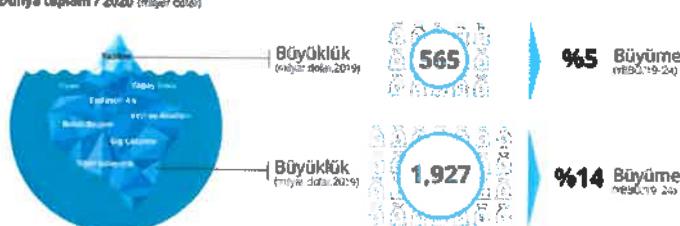
Kaynak: TÜBİTAK Bilişim ve İletişim Teknolojileri Sektorü, Haziran 2022

2021 yılında toplam sektör büyülüğu dolar bazında %7 oranında büyümüş ve sektörün toplam ihracatı dolar bazında %30'un üzerinde bir artıla geçen seneye paralel olarak göstermiştir.



Kaynak: TÜBİSAD, Bilişim ve İletişim Teknolojileri Sözlüğü, Haziran 2022

Yazılım sektörü ve etkileşili dijital sektörlerin büyükleri



Keynek: TÜSİAD- Türkiye'de Yazılım Ekosisteminin Geleceği Raporu, GIDC, Gartner, Martercard, Statista, Deloitte

2021 yılında toplam sektör büyütüğü dolar bazında artış göstermiş olup İhracatla desteklenmiştir



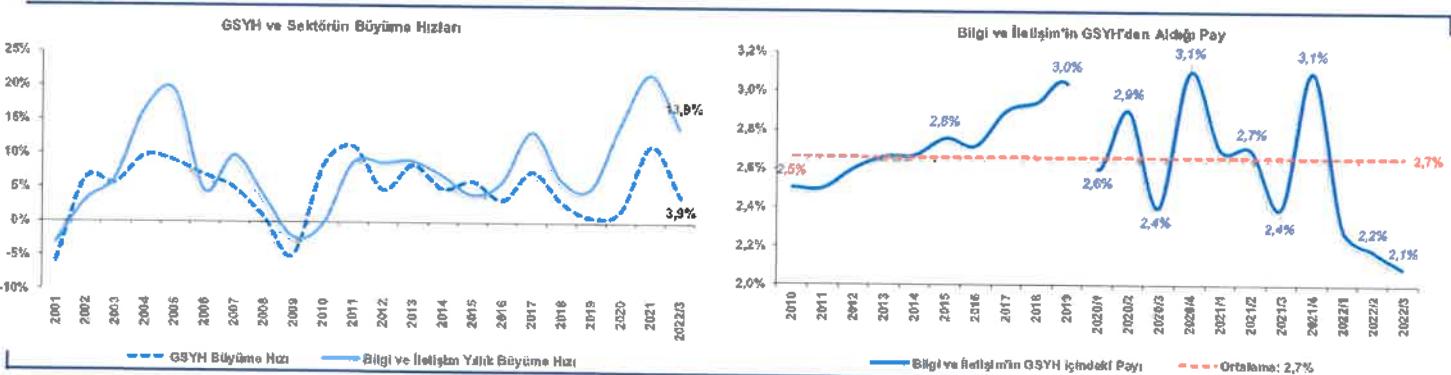
第十一章 二元一次方程组的应用(二) 一元一次不等式

Sektör

Sektör, ülke hasılasından aldığı pay 2016 sonrasında sürekli artış göstermektedir

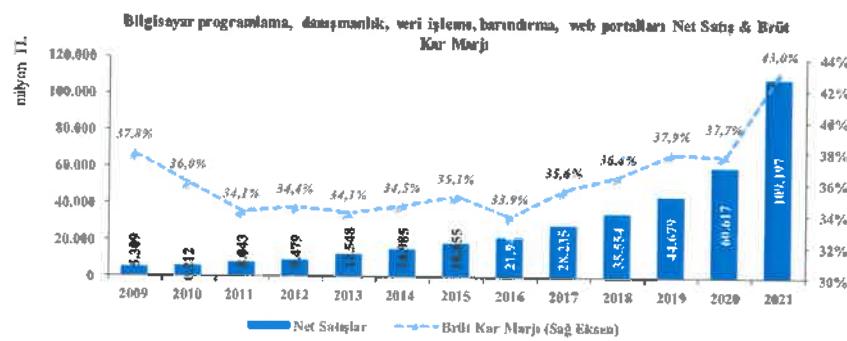
Sektörün ülke GSYH'sinden aldığı pay. TÜİK verilerine göre 2022'nin üçüncü çeyreğinde Türkiye'nin genel GSYH yıllık büyümeye hızı %3,9, Bilgi ve İletişim sektörünün yıllık büyümeye hızı ise %13,9 oranında gerçekleşmiştir. Son yirmi yılda sektör, genel olarak Türkiye'nin genel büyümeye hızının üzerinde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

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



Kaynak: TÜİK, Info Yatırım

Sektör satışlarının son on yıl bilesik büyümeye oranları %30 seviyesindedir...



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

Satışlar

**Gelirlerin tamamına yakını proje
bazlı satışlardan oluşmaktadır**

*Ana faaliyet alanı bazında
hasılıta en çok katkıyı Üretim
Programları ve Görev Sistemleri
sağlamıştır*

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

Satış gelirlerinde büyümeye. Şirket'in gelirleri proje bazlı satışlardan oluşmaktadır. Şirket, İhale usulleri, proje bazlı siparişler ve spot satışlar yoluyla gelir elde etmektedir. Şirket, birçok projeyi iş birliği anlaşmalarıyla ya da kurulan ortaklıklarla müstereken gerçekleştirmektedir. İş ortaklıklar 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 brut 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 kısmı bir mevsimsellik görülmektedir.

Ana faaliyet alanları bazında hasılatın dağılımı. 2019 yılında Şirket'in satışlarının en büyük bölümü %35 ile Tamgör İş ortaklılığıyla üretimi 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 oluşturmuştur. Devam eden nişancı ara yüz birimi, atış kontrol ünitesi ve veri kayıt sistemi satışlarıyla görev sistemleri satışları, net satışların %30'unu oluşturmuştur. 2020 yılında ayrıca radar, elektronik harp ve haberleşme sistemleri satışları Güney Kore'ye yapılan İhracata bağlı olarak artış göstermiştir. 2021 yılında Üretim programları, SSB'ye geliştirilen UDS satışlarına bağlı olarak %61 ile satışların büyük bölümünü oluşturmuştur. Görev sistemi satışları, hava aracı kontrol bilgisayarları donanımı satışları, atış kontrol ünitesi ve veri kayıt sistemi satışlarına bağlı olarak net satışların %15'ini oluştururken, Tamgör İş ortaklılığıyla yürütülen radyo frekans karıştırıcı satışları da net satışların %19'unu oluşturmuştur. 2022/09 döneminde üretim programları satışları UDS satışlarına bağlı olarak net satışların %71'ini oluştururken, görev sistemleri %14'ünü, simülasyon sistemleri ve bilşim teknolojileri %9'unu, jammer satışları %4'ünü, radar, elektronik harp ve haberleşme sistemleri %1'ini teşkil etmiştir. Thales İş ortaklılığıyla gerçekleştirilen ILS/DME Sistemi Temini ve Tesisi satışları ise finansal tablo dönemleri itibarıyla hasılattan sırasıyla %0,1, %0,2, %0,1, %0,0 ve %0,2 pay almıştır.

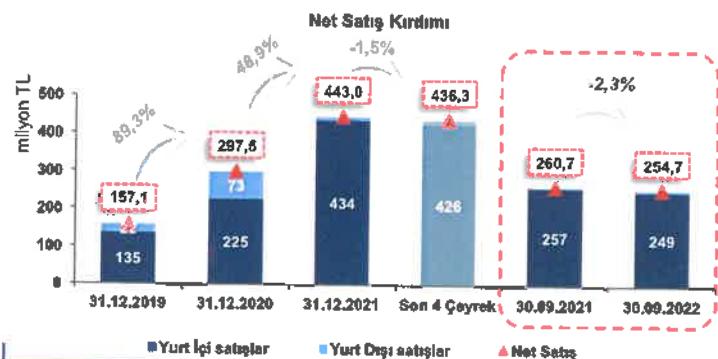
	Net Satış Karlılığı (TL)						
	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2021	30.09.2022	Son 4 Çeyrek	Yıllık
Yurt İçi satışlar	136.183.919	226.346.585	433.543.173	256.931.231	248.990.820	425.602.792	58,2%
Yurt Dışı: satıcılar	21.961.859	72.765.747	9.506.195	4.836.198	5.712.541	10.660.447	-25,1%
Brüt Satışlar	157.135.778	298.112.332	443.129.278	261.569.400	254.733.381	436.263.239	50,4%
Satıştan İadeeler	(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%
Dağılım		89,3%	49,9%			-2,3%	

Kaynak: Sirket, Bağımsız Denetim Raporu

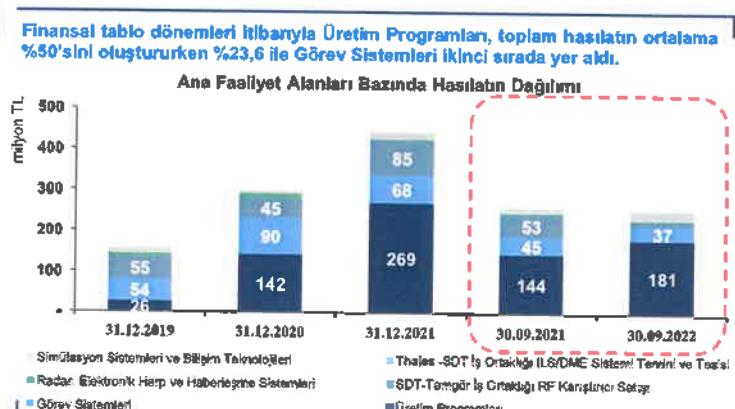
Ana Finansal Alanları Başında Hesaplanan Değerleri					
	31.12.2018	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2021	30.09.2022
Ödeme Programları	26.857.767	141.803.477	269.022.991	144.126.738	160.539.180
Radar, Elektronik Harp ve Haberleşme Sistemleri	9.257.521	14.920.667	4.584.474	4.584.474	3.381.991
Görev Sistemleri	53.743.793	90.438.084	67.921.753	45.494.302	36.779.334
Şimülasyon Sistemleri ve Bilişim Teknolojileri	12.780.675	4.876.952	16.133.949	13.052.880	23.724.561
SDT-Temgör İŞ Ortaklığı RF Karşılıklı Seti	54.813.205	45.413.160	84.930.563	53.478.845	9.795.139
Thales - SDT İŞ Ortaklığı LS-DMA Sistemi Tanımı ve Tasarısı	170.830	447.396	361.594	-	460.068

Net Sales

Katma değerli is modeli, satışlardaki istikrarı desteklemekte



Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu; Sıklet



16-00000-00000-00

Satışlar

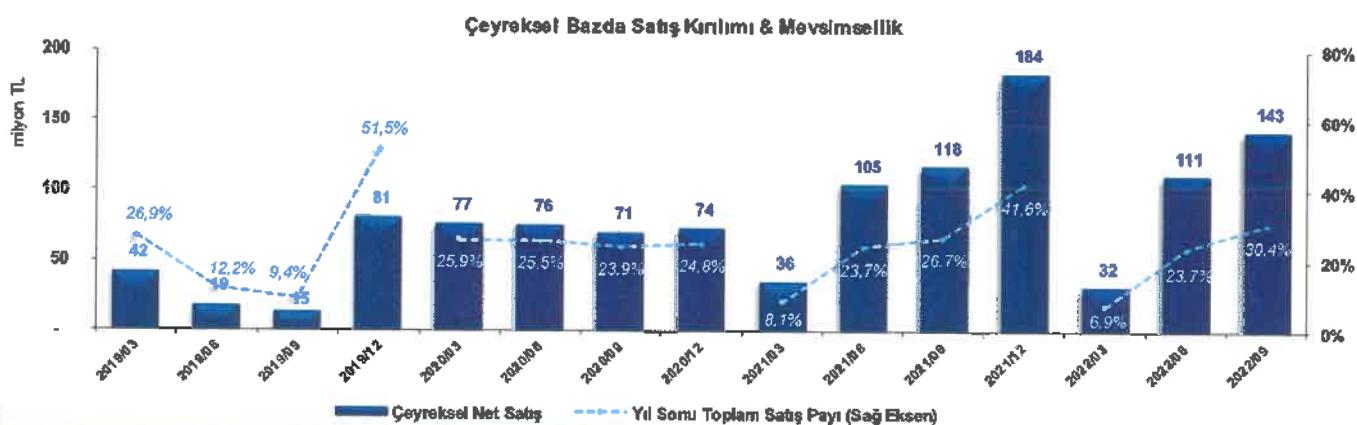
Şirketin satışlarında faturaların genelde yılın son çeyreğinde kesilmesinden kaynaklı mevsimsellik görülmektedir

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

Satışlarda mevsimsellik bulunmaktadır. Finansal tablo dönemleri itibarıyla çeyreksel 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 çeyakte, %12,2'si ikinci çeyakte, %9,4'ü üçüncü çeyakte, %51,5'i ise son çeyrekte gerçekleşmiştir. Önceki yıllarda gelen 60 mn TL büyütüldüğündeki gündem kiti projesinin müşterinin talepleri doğrultusunda 2020'nin ilk yansısına yoğunlaşması (1Ç ~25 mn TL, 2Ç ~28 mn TL, 3Ç ~6,5 mn TL) ve 2020'de başlayıp 1 senedan kısa süreli olan yaklaşık 37 mn TL'lik gündem 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 satışlarından 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'ı Türkiye'de serbest bölgelere yapılmırken %15'i Güney Kore'ye, %10,6'sı İtalya'ya yapılmıştır.

Şirketin 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.



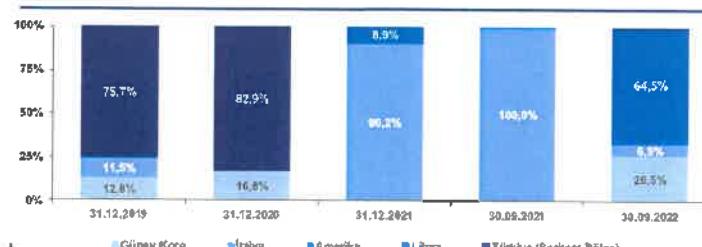
Kaynak: Şirket

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

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



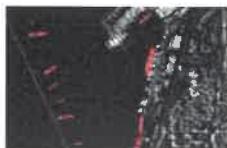
Kaynak: Şirket

Ana Faaliyet Alanları

Radar Sistemleri



SARPER (İkinci Nesil SAR Sensörlü)



SDT SAR/SAR Görüntüleme 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 çalışmalarını 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 değerlendirmesi 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, Kızılıötesi Güdümlü Mermi Simülatörü, Sabit ve Taşınabilir COMINT sistemleri de Şirket tarafından anahtar teslim geliştirilen entegre sistem çözümlerinden bazlılardır.

Radar sistemleri. Radar, radyo dalgalarının yansımalarını yardımıyla uzaktaki nesneleri ve bu nesnelerin hız, kertenkele ve mesafesini tespit eden cihazdır. Sentetik araklı radar veya SAR, birden fazla küçük radar birimi tarafından toplanan radar görüntülerinin elektronik ortamda birleştirilmesiyle normalde 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 tipli, vb. özelliklere sahiptir. Geliştirme ve deneme çalışmalarının paralel yürütülen ürün çalışmalarının sonuçları yakın zamanda saha uygulamaları ile kullanıcıların hizmetine sunulacaktır. Günümüzde 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 ortaklılarından 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 varyant taşınması gereken uygulamalar için uzun menzilli ve yüksek hızlı veri bağı çözümleri geliştirmek ve bu ürünlerin hem Türk Silahlı Kuvvetleri hem de dost ve müttəfiq ülke platformlarına entegre etmektedir. Bu kapsamında yurt içi seri üretim sözleşmesi imzalanmış olan, yine SDT tarafından geliştirilmiş olan hava platformu için canlı muharebe eğitim sistemlerinde ve yurt dışı müşteriler ile imzalanın yurt dışı satış sözleşmesi kapsamında üretilen hava platformu için canlı muharebe eğitim sistemlerinde kullanılması öngörmektedir.

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 kapsamında geliştirilen EH ürünler 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 tasarılayan 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 Uzak Komuta Gönderme Alma Ünitesi, Hava Aracı Kontrol Bilgisayarı Donanımı ve Uzak 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 bilgisayarıdır. 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 görüntülerini, arayüzden alınan bilgilere göre farklı analog monitörlere, aynı anda tek, iki veya dört kamera görüntüsünü anahtarlayabilen 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. Uzak 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 atışlama, 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, füzeler 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 taşıyıcı olarak kullanılan bir cihazdır. Füze Görüntü Çevrim Ünitesi, füzedeki 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 üzerinden TSK tarafından kullanılan tanksavar füzelerinin kontrolünü ve ateşlenmesini 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 ürünlerin 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



Simülasyon Sistemleri ve Bilişim Teknolojileri. Şirket, platformların veya platform alt sistemlerinin sahada kullanıma alınmasından önce simülasyonlara doğrulanmasının, edinilen geri bildirimler ile sistemlerin en iyileşmesinin 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 etkili 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 yürütülmüşünü 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 sunmaktadır. 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 dershane eğitimi hem de saha eğitiminde kullanılabilecek şekilde sunulabilmektedir. Hafif silah eğitim sistemleri ve Hava Savunma Füze Eğitim Simülatörleri, İnteraktif Plyade Taktik Eğitim Simülatörü bu faaliyet alanı kapsamında Şirket tarafından yürütülen çalışmalardır.

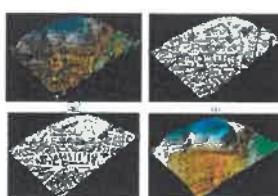
Kara / Deniz Muharebe Eğitim



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 dağıtıımı, görüntü işleme & krymetlendirme, görüntü taleplerinin alınması, önişleme ve fizibilite analizleri ve görüntüleme is akışı oluşturulması için gerekli yazılım, arayüz yazılımı ve donanımların entegrasyonu Şirket bünyesinde geliştirilmektedir. SDT, yer gözlem uydusu yer istasyonları konusundaki çalışmalarına askeri gözetleme uydusu projesi ile birlikte başlamıştır. 2010 yılında alt yüklenici olarak başladığı milli uydusu/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 uydusu/uzay projesinin devamı konumundaki yeni projede de alt yüklenici olarak; aynı birimlerin geliştirme sorumluluğunu üstlenmiş olan SDT, milli uydusu/uzay projesi kapsamında uydularının yönetileceği kullanıcı servisi birimlerini geliştirmiştir. Ayrıca bu kapsamda bakım, güncelleme faaliyetleri de yürütülmektedir. SDT, projenin devamında da yurt içi pazarda tek kaynak konumundadır.

Görüntü İşleme ve Veri Teknolojileri. Şirket, görüntü krymetlendirme ve hedef tespit çözümleri kapsamında farklı hava ve uyuş 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.

Görüntü İşleme ve Veri Teknolojileri



Ana Faaliyet Alanları

Uçak Durdurucu Sistemler

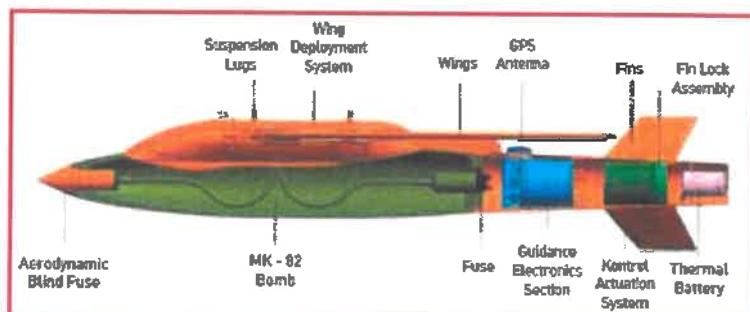


Üretim Programları. Şirket, kendi bünyesi içinde; kablaj üretimi, kart dizgi, konformal kaplama ve elektromekanik montaj işlemlerini yürütmektedir. Şirket, ihtiyaç duyduğu mekanik üretimi yerli yan sanayilerin geliştirilmesi amacıyla, alt yüklenicileri vasıtası ile karşılamaktadır. Bu kapsamda üretilen 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 kullanımını amacıyla İş ortağı TAMGÖR firması ile birlikte sırt ve Araç Tipi RF Karıştırıcı Sistemler üretilmektedir. Bu kapsamında 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. 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 mesafe durdurulmasını sağlayan, pilot sağlığı ve uçak güvenliği açısından hayatı 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.

Güdüm kitleri. Türk Silahlı Kuvvetlerinin talepleri doğrultusunda Güdüm Kiti üretimleri SDT üretim altyapısı kapabilitiesi kullanılarak gerçekleştirilmektedir. Güdümsüz Mk-82, 83 ve 84 serisi mühimmatların, muharebe alanında artan vuruş hassasiyeti ve uzun mesafelerden atılabilme gibi yeni isterlerden dolayı güdümlü mühimmatlara çevrilmesi kapsamında Şirket, Tübítak SAGE tarafından tasarımları gerçekleştirilen mühimmat güdüm elektroniki çalışmalarında hat kalıfliyesi tamamlanmış firma olarak seri üretim gerçekleştirilen firmalara üretim desteği sağlamaktadır. Bu kapsamında üretilmiş gerçekleştirenl Güdüm Kiti Güdüm Elektronigi Bütünü'ne 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, sahibi olduğu kapabilities kapsamında, Türk Silahlı Kuvvetleri ve Emniyet birimlerinin el yapımı bombalara karşı jammer ihtiyaçlarına cevap vermek amacıyla jammer üretmek konusunda iş ortaklıkları 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 ortaklarına ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Güdüm Kitleri



Finansal Analiz

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

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 kümeleniği Ankara Hab'ta yatırım planlamaktadır.

Şirket'in satışlarının önemli bir kısmının yılın son 4 ayında olması 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 görülmekle 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 baskılarmıştır. 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 görülmüşür. Bu durum Şirket'in bilançosunu oldukça likit kılmaktadır. 2022/09'da oluşan karlılığı ek olarak düşük sabit kıymet yatırımı ve işletme sermayesinden üretilen nakit, Şirket'in nakit ve benzerlerinde önemli bir artışı beraberinde getirmiştir. 2022/09'da Acni 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 kışkırtılmış ve 2021 yılı itibariyle vade sonuna kadar tutulacağı beklenisi 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 dağıtılmamasını 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 gellirde gösterilmiştir. Herhangi bir 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 maliyelerde ithalatın yaklaşık %50 seviyesinde olması sebebiyle ithalat riskini azaltmak adına nakitte döviz tutulmaktadır.

Alacak vadeleri kısıtlı. 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 kısallığını ifade ederken hem ilgili müşteride yaşanan verimlilik yükselişi hem de dönem arası olması nedeniyle ticari alacaklarda azalma gerçekleşmiştir. Pandemik etkinin azalması da alacak gün süresindeki azalısta 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 portföyü 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 çalıştırmasının temel dinamığını oluşturmaktadır. Brüt ticari alacakların 2022/09'da %1,2'si bilançoda birimli olarak şüpheli alacağa tabi olmuştur. Şirket proje bazlı müşterilerine teminat mektubu verirken proje alındığında kısmı 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 alınamadığı; 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 yansyan gelirlerle tam bir koreasyona sahip değildir.

Yaklaşık 34 mn dolar büyülüğündeki 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 mn dolar büyülüğündeki Pakistan ACM projesi girmiştir.

Stok hacmi proje niteliğine göre değişmekte. 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) kompenantları 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 yerlestiği 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 muharebesim projesi kaynaklı spesifik bir projede yaşanan değer düşüklüğü bıçançodaki 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 kompenantlarda muhafazakar tarafa 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 dönmesi ile birlikte tedarikçi faturaları kesilmiş ve ilgili hesapta dengelenme başlamıştır. 2022/09'daki artış ise yeni alınan Pakistan projesi kaynakıdır. 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 eritmış ve devreden KDV varlıklarında azalma gerçekleşmiştir. Karlı bir sektörde yer alınması nedeniyle normalde devreden KDV'nin satışları hızlı bir şekilde eritmeli beklenmesine karşın SSB'ye olan satışlarda KDV istisnası olması devreden KDV alacaklarını artırmaktadır. Şirket belirli dönemlerde YMM raporuna istinaden KDV alacağını tahsil etmeye 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 varlıkların kırada olan 3 tesis ve taştılarından oluşmaktadır. Ankara HAB yatırımı sonrası tesislerin birleştirilmesi hedeflenmektedir. Yıllara sari ilgili hesaptaki düşüş ise yazılı amortisman kaynaklı olup sözleşme yenilemeleri ile ilgili hesabın yıl sonuna doğru artması beklenmektedir. Şirket'in tesis ve araçlarının kiralık olması ve önemli bir makine 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 kaynakıdır. 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 çerçeve oluştugu ve teknopark projesi kabul ettiginde 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 ayrılmış ile 14,9 mn TL'ye gerilemiştir. Brüt maddi olmayan duran varlıklar ise 2022/09 itibarıyle 28,4 mn TL olup yıllara sari yapılan arge yatırımı göstermektedir. İlgili kalemler 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 kaynaklarıdır.

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

Alınan avanslar projeden kaynaklanacak gelir oranına göre kısa ve uzun vadelide sınıflandırılmaktadır. Proje tipine göre proje büyülüğünün %5, %10 ve %15'i oranında avans alınabilmektedir. 5 yıl önce proje büyülüğünün %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 katılanın garanti gider karşılıklarından oluşmaktadır.

Ankara'da Hab yatırımı. Uzun vadeli peşin ödenmiş giderler 2020 yılında bilançoya girmiş olup ilgili tutar Ankara Uzay 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 açacaktır. 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 çekmektedir. Şirket'in toplam finansal borcu 2019, 2020, 2021 ve 2022/09 itibarıyle sırasıyla 8 mn TL, 22 mn TL, 17,2 mn TL ve 8,5 mn TL'dir. Cari dönem itibarıyle 8,5 mn TL'lik finansal borcun 2,9 mn TL'si Euro bazlı olup kalan kısmı TL kaynakıdır. 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 borçluluğu da erimiştir. İthal edilen ürünlerde düşük faizli Euro kredisi bazı durumlarda bir kaldırıcı 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 sektörde kısa vadeli gerçekleşmektedir. Yurtdışında distribütörlerden ilgili komponent tedarik edilebilirse ilgili kanal da kullanılmaktadır. UDS gibi büyük bir projenin 2019'da portföye girmesi kaynaklı yapılan yükü ithalatlarla 2019 ve 2020'de ticari borçlar artarken sonraki yıllarda proje gelirlerle döndükçe borçluluk azalmıştır.

Müşterilerden alınan avans faaliyetleri finanse etmektedir. 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 Acni projesi kapsamında önemli bir sıçrama kaydedilmiştir. 2021 yılında UDS projesinin gelire dönmesi ile ertelenmiş gelirler azalmıştır. 2022/09'da Pakistan ile yapılan Acni 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 olmuş ve 2022 Ocak ayında temettü borcu nakden kapatılmıştır. Ticari borçlarda ana ortağın Şirket'i olan Dormak ve Dorsav'dan IMU satın aldığı için hacim görülmektedir. Dormak ve Dorsav sektörde distribütör olarak faaliyet göstermektedir. Thales ve Tamgör ise iş ortaklılarına malzeme tedariki yaptıkları için ilişkili taraflara ticari borç oluşturmaktadır. İlgili alımları konsolide edilen iş ortaklıları yapmakta olup SDT herhangi bir şekilde ürün alımı yapmamaktadır. Tamgörün İş ortaklılığındaki temel işlevi elektronik kartları iş ortaklıları için temin etmektir. İlgili alımlar satılan malın maliyetinde de karşılık bulmaktadır. Tamgör'e yapılan satışlar ise SDT'nin ilgili iş ortaklısına kestiği işçilik faturaları kaynaklıdır. İş ortaklıları müşterek yönetimne tabi olarak konsolide edildiği için konsolide edilmeyen kısımlar için ilgili ilişkili taraf hacimleri oluşturmaktadır. İş ortaklılarını sonlandırdıkça ilişkili taraf hacmi azalacaktır.



Finansal Analiz

Verimli sermaye yönetimi dikkat çekmektedir

%56,1 özkaynak karlılığı. Şirketin 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. Şirketin yatırım amaçlı gayrimenkul/maddi duran varlık değer artışı ya da bedelli sermaye artışı ile özkaynak gelişiminin olmadığı; tamamen karlılık artışı ile özkaynakların yükseliği 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 sınırları olması ise dağıtılan nakdi temettü kaynaklarıdır. 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 SDT	2019 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	2020 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	2021 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	2022/09 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	126.743.882	132.004.321	
Peşin Ödenmiş Gid.	6.130.637	38.037.764	18.054.593	50.668.464	
Dlğ. 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	85.381	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. Kis.	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	78.177.378	
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)	(22.888)	
Kardan Ayrı. Kisit. 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	

SDT İNVESTİMENT DEŞERLER A.Ş.
Sakarya Dr. 45.500 Bayındır Çevre Mah.
Plaza 2 İşletme A Blok No: 4 K: 7 D: 16 Ünvan: 54100
Telefon: 0324 318 26 80 Fax: 0324 318 27 75
E-posta: info@sdtinvest.com.tr
Web: www.sdtinvest.com.tr
T.C. No: 1000000057888911 TC: 1000000027100

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 yeni dahil olsa da gelirleşme takvimi sarklığı için net satışlarda dalgalanma olmaktadır

Projelerin katma değerine göre brüt kar marji dalgalanmaktadır

Hizmet maliyetleri test hizmeti ve bakım kapsamındaki harcamalarıdır

2021'de ERP sistemine geçiş genel yönetim giderlerini artırmıştır

Projelerin teslimat takvimi gelirleri etkilemektedir. 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 gündüm kiti, IMU, data link projeleri 2020larındaki keskin büyümeyenin dinamini oluşturmuştur. Telespozya ve Güney Kore'ye ihracat bu yılda artarken Kale grubuna olan satışların serbest bölgeden gerçekleşmesi de yurtdışı gelirleri 2020'de yükseltmiştir. 2020larındaki güçlü büyümeye 2021'de baz etkisini beraberinde getirmiş olmasına rağmen 2021 yılında net satışlar %48,9 artarak 442,9 mn TL'ye ulaşmıştır. 2020larındaki güçlü büyümeye rağmen 2021 yılında da enflasyonun oldukça üzerinde reel büyümeyen 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 büyümeye 2022'de baz etkisine sebep olmuştur. Önceliği 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 farklılaşımaktadır. 2022 yılında iş ortaklılarının sonlanmaya başlaması; ve iş ortaklarında proje hacminin azalması ivme kaybının bir sebebi olurken yaşanan çip krizi ile uzayan tedarik süreleri de gelir büyümeyi etkilemiştir. 2022'de yaşanan ekonomik kriz nedeniyle kamunun savunma harcamalarının sonraki yıla sarkmış olması da gelir büyümeyi bir parametredir. Ayrıca UDS projesinden elde edilen gelir projede son module yaklaşıldığı için azalmıştır. Bununla birlikte Şirket biten projelerin yerine yeni projeleri koymakla birlikte yeni projelerin henüz teslimat dönemlerinin başlamaması gelirde en önemli değişkendir. Başka bir deyişle proje şirketi olduğu için biten projelerin yerine daha fazla sayıda proje portföye girse dahi projelerin teslimat süreleri farklılığı için gelir büyümeyi dalgalandırmaktadır. Geçmiş 3 yılda yoğun seyreden yurt外 jammer satışları ve UDS, kayda değer gelir üretirken portföye alınan Pakistan Acmi projesi önemli bir ikame olacaktır. Ayrıca jammerların yurtdışı satışı da hedeflenmektedir.

Kar marji projelerin katma değerine göre değişmektedir. Şirket'in satılan malın maliyetine bakıldığından büyük oranda üretim maliyetleri dikkat çekmektedir. Az da olsa ticari mal maliyeti de görülürken hizmet maliyeti Şirket'in garanti kapsamında verdiği bakım hizmeti harcamalarıdır. Yürüttülen 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 marji sırasıyla %45,2, %36, %41,2, %29,9 ve %38,1 olarak gerçekleşmiştir. Katma değer projeden projeye değiştiği için Şirket'in brüt kar marji da yıllara sari dalgalandırmıştır. 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 artırarak 96,9 mn TL'ye ulaşmıştır. Ayrıca 2021'de UDS'nin gelirinin artması ile brüt kar marji artarken 2022/09'da UDS projesinin satış payının azalması kar marjında 2021'e göre geri çekilmeyen 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 marjinin artması beklenmektedir.

Faaliyet giderleri. 2020 yılında üst yönetimde yapılanma olması, alınan yeni personeller ve yapılan zamma ek olarak ilk defa prim dağıtılması genel yönetim giderlerindeki %45,2'lük büyümeyen temel dinamigidir. 2020larındaki yüksek büyümeye personel alımı ve prim dağıtımını beraberinde getirmiştir. 2021 yılında ise genel yönetim giderleri %43,7 artarak 21 mn TL'ye ulaşmıştır. 2021 yılında yapılan zamma 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 yükselmiştir. 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 mekanizmasının zorunlu kılınmaktadır.



Finansal Analiz

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

Pazarlama giderlerine her geçen dönem daha fazla yatırım yapılmakta

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

EBITDA'da 2019-2022/09 döneminde yıllık birebir büyümeye %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.

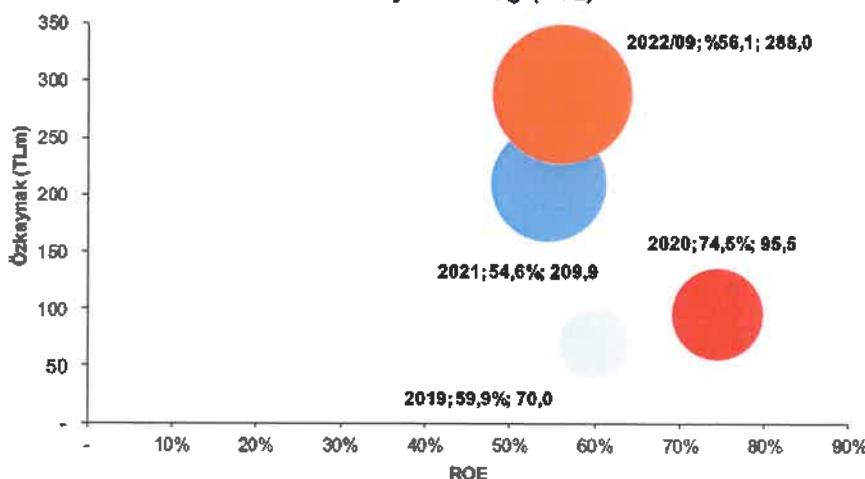
ARGE yatırımı dikkat çekiyor. 2020'de pandemi nedeniyle pazarlama faaliyetleri azaldığı için pazarlama giderleri 2019 yılına göre %17,1 azalarak 3,2 mn TL olarak kaydedilmiştir. 2021 yılında ise hem pandeminin baz etkisi hem de Şirket'in pazarlamaya daha fazla önem vermeye başlaması pazarlama giderlerinde %164,4'lük artışı beraberinde getirmiş ve yıl 8,5 mn TL'den kapanmıştır. 2022/09'da ise pazarlama giderleri gelirlerin sınırlı büyüğünü 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 zamma ek olarak departmana yeni istihdamın sağlanması ve projelerin pazarlanması için 6-7 ülkede fuarlara katılması 2022larındaki pazarlama giderlerinin büyümesinin temel dinamигini oluşturmuştur. Pakistan projesi ilgili fuarlar vasıtasi ile imzalanmıştır. Şirket'in her yıl önemli tutarda ARGE gideri yazdıgı görülmektedir. ARGE giderleri proje için harcanan araştırma giderlerinden oluşmaktadır. Projenin hayatı geçirilmesi için belirli bir dönemde katılanan araştırma giderleri ARGE'de kaydileşmektedir. Bununla beraber proje için araştırma evresinden geliştirme evresine geçtikse ilgili geliştirme giderleri aktifleşmekte ve ARGE giderlerinde gösterilmemektedir. Projenin geliştirme evresi tamamlanıp ürün ortaya çıktıığında ise ilgili giderler ARGE giderlerinde kaydileşmektedir. Geliştirme nedeniyle aktifleşen yatırımların proje ürün haline geldikten sonra yazılı amortisman giderleri de ARGE giderlerinde gösterilmektedir. 2020 yılında ARGE giderleri %5,6 artarken 2021'de %27,8'lük büyümeye ile yıllık 12 mn TL ARGE harcamasına ulaşılmıştır. 2022/09'da ise önceki senenin aynı dönemine göre ARGE giderlerinin %51'lük 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 övize korele gelir %80-85 bandındadır. Bu durum döviz bazlı ticari alacak ve ticari borcun olmasını ve kurdaki harekete göre dönemde 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 kaynakıdır. Ayrıca 2022'de döviz bazlı fatura kesilmesinin yakalanması da döviz bazlı ticari alacaklar arazitliği için ilgili hesap negatif dönümüştür. Muhaberesim ve hurda değerinden kalan stok kaynaklı stok değer düşüklüğü giderleri de esas faaliyetlerden diğer giderleri yükselmiştir. Yönetim stok değer düşüklüğünün spesifik bir proje kaynaklığı olduğundan gelecek yıllarda azalacağını ifade etmiştir. Esas faaliyetlerden diğer gelir ve gider nette 2020 ve 2021'de eksiz 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 yükselmiştir. 2022'de artan kur ve yükselen nakit pozisyonu yatırım faaliyetinden gelir artışının temel dinamigini oluşturmuştur. Şirket'in nakit pozisyonunun önemli bir kısmının döviz bazlı olması finansman gelir ve giderlerinde kur farkı kaynaklı gelir ve gider oluşturmuştur. 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 üretememiştir. Pandemi sonrası ise 2021'de net dönem karı %61,1'lük artıla 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 artıla 61,1 mn TL olarak gerçekleşmiştir. Cari dönemde son 4 çeyrek yıllık EBITDA ise 157,2 mn TL'dir.

Gelir Tablosu

31 Aralık, TL SDT	2019 Geçekleşmiş BDR	2020 Geçekleşmiş BDR	2021 Geçekleşmiş BDR	2021/09 Geçekleşmiş BDR	2022/09 Geçekleşmiş BDR	Son 4Ç Geçekleşmiş BDR	2019-2022/09 YBBO (%)
Net Satışlar	157.132.776	287.499.715	442.975.323	260.706.839	254.661.112	436.929.596	45,0%
<i>Değişim</i>		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%
<i>Brüt Marj</i>	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%
<i>Değişim</i>		45,2%	43,7%		78,2%		
Satış-Pazarlama Gid.	(3.889.046)	(3.223.171)	(8.523.133)	(6.815.089)	(10.475.593)	(13.183.637)	55,9%
<i>Değişim</i>		-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%		
Eisas Faal. Diğ. Gel, Net	1.591.588	(4.326.013)	(682.743)	(11.509.059)	(17.533.934)	(6.707.618)	
<i>Değişim</i>		-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%
<i>Değişim</i>		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%
<i>Değişim</i>		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. Gld.	(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)	(16.887.757)	(9.152.830)	(6.989.791)	(13.724.718)	
Ertelemeş 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%
<i>Değişim</i>		69,3%	61,1%		150,8%		
<i>Net Marj</i>	26,7%	23,9%	25,9%	11,9%	30,6%	37,0%	

Özkaynak Karlılığı (ROE)*



* Balonun büyüklüğü özkaynakları göstermektedir. ● 2020 ● 2021 ● 2019 ● 2022/09



Değerleme

Gelir ve Pazar Yaklaşımı değerleme yöntemi olarak uygulanmıştır

Statik olmayan iş modelleri için İNA daha uygun bir metot

EV/EBITDA & F/K çarpanları kullanılmıştır

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

Değerleme Yöntemleri

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

Gelir Yaklaşımı, Pazar Yaklaşımı ve Maliyet Yaklaşımı

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (INA) şirketlerin faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratması muhtemel nakit akımlarının bugüne indirgenmesi temeline dayanan bir değerlendirme yöntemidir. İNA yöntemi birçok varsayma 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.

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

Maliyet Yaklaşımı: Maliyet yaklaşımı, bir alıcının, gereksiz kulfet 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 öderme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımdır. Maliyet yaklaşımı UDS 105 Değerleme Yaklaşımı ve Yöntemleri standardının 70.2. ve 70.3 nolu maddelerinde yer verilen kriterleri nadiren sağlamaları nedeniyle normalde faal işletmelerin değerlendirmesinde uygulanamamaktadır. Bu nedenle Şirket'in değerlendirmesinde Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı kullanılmıştır.

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 bekâtlar, makroekonomik tahminler de dikkate alınmıştır. Bununla birlikte genel varsayımlar aşağıdaki gibi sıralanmıştır;

-Şirketin faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyebilecek izahnameye 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 geregi söz konusu projeksiyonlar, Şirket'in öngörülerile 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.

INA

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

Değerleme Metodolojileri

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 yansıtlığını 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 muhafazakâr tarafta kalmak adına şirkete özgü risk primi olan alfa %1 olarak kabul edilmiştir. Şirket'in kaldırıcı belirlenirken iterasyon yaklaşımı, benzer yurtiçi şirketlerin ortalaması kaldırıcı, 2022/09 mali verileri ve yönetimin kredi-özkaynak beklenisi 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 muhafazakâr 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 Getirişi (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 ortalaması 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 betesi 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 Getirişi (Alfa)	1,0%	Şirkete özgü riskleri yansıtabilmek adına %1 kabul edilmiştir.
İşlem Görmemiş Aktif Beta	0,80	Hamada denklemine göre yurtiçi benzerlerden hesaplanmıştır
İşlem Görmüş Aktif Beta	1,00	Hamada Denklemine Göre 0,80 hesaplanırken ihtiyatlı bir yaklaşımla piyasa betesi 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%	Riskten arındırılmış oran+(özsermaye piyasa risk primi*İşlem görmüş aktif beta)+Şirkete özgü risk getiri
AOSM		
Özsermaye Maliyeti	20,7%	Yukanda 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 ortalaması 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.**

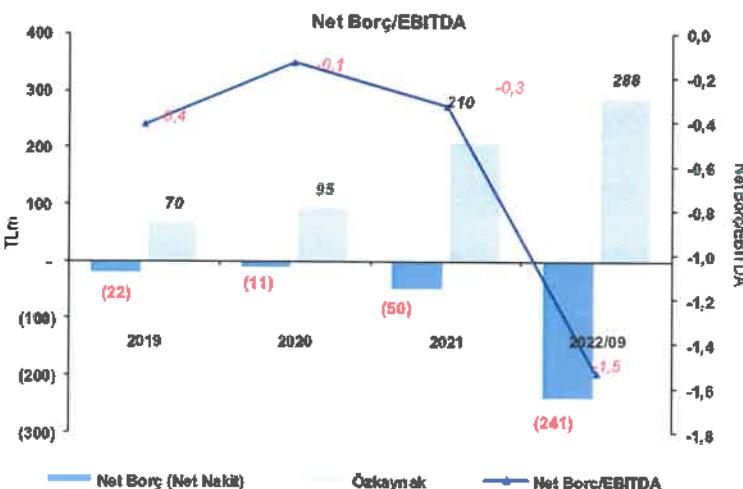
**İş modelinin kura karşı korunaklı
yapısı ve düşük finansal borçları
nedeniyle herhangi bir kur riskine
maruz değildir.**

Şirket net nakit pozisyonunda. İş modelinin önemli oranda insan kaynağına bağlı olması nedeniyle düşük sermaye ihtiyacı, sabit kıymet yatırımlına 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 çekebilmüştür. Stok gün süresinde ise özellikle 2019 yılına kıyasla ciddi bir iyileşme yakalanabilmüştür. Bununla birlikte özellikle projelerden 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 kısmı 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 pozisyonun 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 ıllerleyen dönemde devam edeceğini göstermektedir.

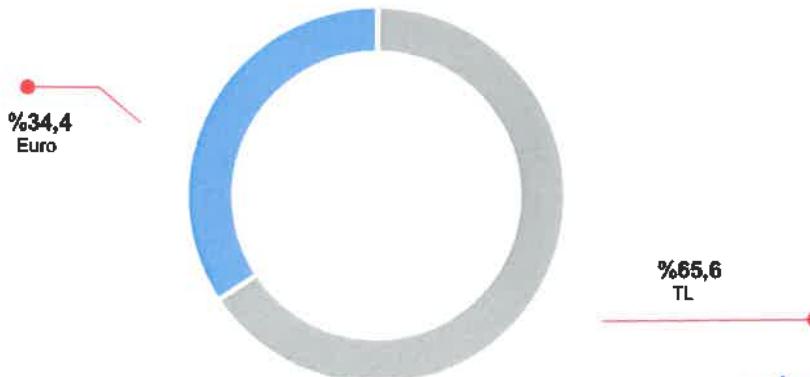
Net Borç & Özkaynak & Finansal Kaldırıcı

TL'm	2019	2020	2021	2022/09
Nakit ve Nakit Benzerleri	35,8	30,2	98,1	87,6
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	6,5
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	288,0
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 dolastından alacaklardan oluşmaktadır.



Kur bazlı Borç Dağıımı (2022/09)



INFO
YATIRIM MENkul DEĞERLER A.S.
Yıldız Mah. D-12 No: 4/A 7. D: 16 Çankaya/Ankara
Telefon: 0312 319 29 60 Fax: 0312 319 29 61
Bogazici Bankasi V.D. 4000000000
Banka No: 047900035787999111
Banka No: 047900035787999111

İşletme Sermayesi

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

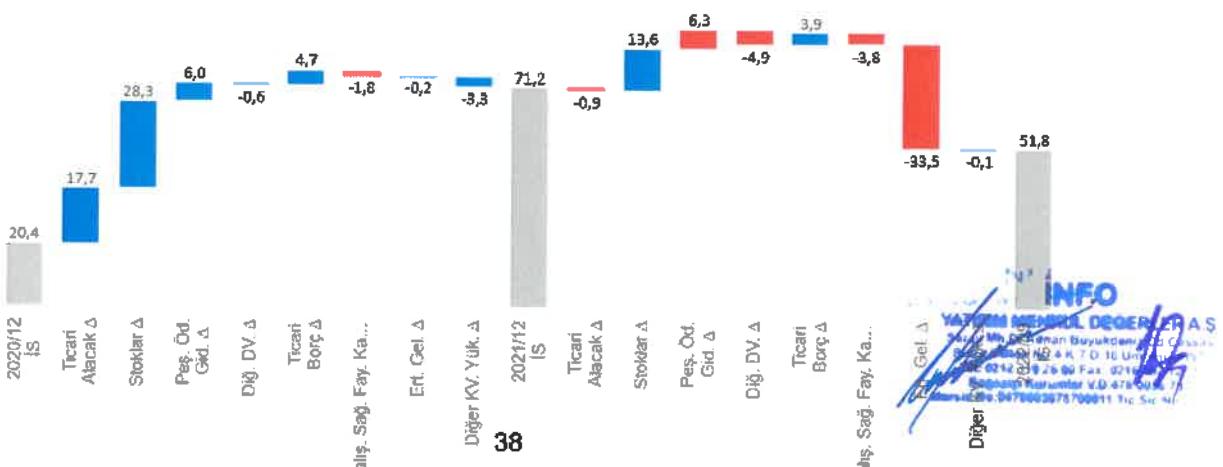
İlerleyen dönemde yurtdışı projelerin artacağı beklenisi alınan avans gün süresini kısmen artıracaktır

İşlem hacmine oranla düşük işletme sermayesi ihtiyacı. Projelerin genellikle uzun dönemli geliştirme faaliyetleri içermesi nedeniyle alınan avans rakamı işletme sermayesinin finansmanı için önemli bir kalem olmakla birlikte projelerin dönemselliği ve büyülüğüne göre alınan avans tutarı önemli oranda değişebilmektedir. Bu nedenle işletme sermayesi ihtiyacı dalgalanabilemektedir 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 sürelerinde gerilemeye 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 artacak olması alınan avans tutarının gelecekte yükselmesini sağlama 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 ettiirmemiş ve 2022/09 döneminde oluşan ticari alacak gün süresi 52 gün olarak gerçekleşmesine rağmen muhafazakar tarafta kalarak gelecek yılarda için ticari alacak gün süresinin 60 gün olacağı varsayılmıştır. Stok gün süresi özellikle Brunson krizinin etkisi ile stoklama yapılmamasının bir sonucu olarak 2019 yılında 297 seviyesine kadar çıkarken zamanla azalarak 2021 yılında 162 gün seviyesine kadar gerilemiştir. 2022 yılında cip krizinin etkisi ve bazı projeler nedeni ile stoklama gereksinimi ortaya çıkmış ve stok gün süresi 200 gün seviyelerine kadar yükselmiştir. İlerleyen dönemlerde ise cip krizinin etkisinin zamanla azalarak stok gün süresinin 2021 ve 2022 yili stok ortalaması stok gün süresi seviyesinde normalize olacağı öngörmüştür. Ticari borç gün süresi ise 122 günlerden 2022/09 itibarı 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	266,7	267,4	314,9	318,9	338,8
Stoklar	70,2	87,5	115,8	128,4	155,2	304,3	379,1	521,0	546,9	536,7	508,6	622,6	634,4	674,1
Pes. Öd. Gid.	6,1	22,1	28,0	34,4	38,7	75,4	94,0	129,2	135,6	133,1	128,1	154,3	157,3	167,1
Dig. DV	7,7	10,0	9,4	4,6	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. Faydal. Kap. Borç	1,0	1,1	2,9	6,7	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	565,4	691,8	700,8	744,2
Dig. 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	1.040	2.081
SMM	86	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	60	60	60	60	60	60	60
Stok Gün	298	168	162	201	181	181	181	181	181	181	181	181	181	181
Pes. Öd. Gid. Gün	26	42	39	53	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45
Dig. DV. Gün	18	12	8	4	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
Ticari Borç Gün	122	81	31	28	28	31	31	31	31	31	31	31	31	31
Çalış. Sağlan. Faydal. 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
Dig. Yük. Gün	31	18	18	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
Nakit Döngüsü	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
Dövizim														
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 ortalaması olarak hesaplanmış ve gün süreleri ortalaması üzerinden tespit edilmiştir.

İşletme Sermayesi: Köprüsü (Mn TL)



Nakit Akışı

İNA modeli 1.817 mn 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.

INA yaklaşımı ile ıskonto 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 geliştirildiği know how ile geçmiş satış gerçekleştirmiş ve sürekli arz etmesinin beklentiği 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 gerçekleştirilen ACMI POD ürününün Ürdün, Azerbaycan ve Türk Hava Kuvvetlerine satış öngörüsü ile özellikle talebi sürekli 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 iç Ar-Ge çalışmaları neticesinde üretilmesi öngörülen ürünlerden elde edilmesi beklenen gelir tutarının toplam ciroun %10'undan azını oluşturacağı öngörmektedir. Projelerin bir bölümü Ar-Ge kapsamında geliştirilen ürünler olması nedeniyle 2028 yılına kadar kurumlar vergisinden maaftır. Kurumlar vergisi muafiyetinin 2028 yılından sonra da devam etmesi beklenirken muhafazakar tarafta kalmak adına 2028 yılı sonrasında kurumlar vergisi ödeneceği varsayılmış ve uc değerin hesaplandığı normalize dönemde tüm gelirlerden kurumlar vergisi ödemesinin yapılmasına dikkat edilmiştir. Normalize yıl sonrası ise %5 uc değer (devam eden değer) büyümeli uygulanırken, uc değere karşılık gelen EV/EBITDA çıkış çarpanı seviyesi 4,7x olarak hesaplanmıştır. Buna göre INA'da elde edilen değerin %29,6'sı uc değerden kaynaklanmaktadır. INA 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 değere yansıtılabilme adına 06.12.2022 tarihine getirilmiştir.

INA (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	
Değerşim		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	
Değerşim		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%	
Esaş Faaliyet Karı	49,7	75,4	140,1	118,6	211,3	292,3	338,8	358,8	478,2	350,6	445,3	430,7	451,8	
Değerşim		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 Değişim	(15,2)	(50,8)	5,3	(85,9)	(17,2)	(54,8)	(0,2)	29,7	(5,0)	(44,8)	(6,8)	(15,8)		
Kaldırımsız Nakit Akımı				118,0	88,1	242,0	228,8	282,1	418,9	271,5	304,1	331,5	339,4	2.294,2
Değerşim					-%25,3	%174,7	-%65,5	%23,3	%48,5	-%35,2	%12,0	%9,0	%2,4	%5,0
AOSM	20,5%	20,5%	20,5%	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

İNA Hisse Başı Fiyat AOSM&EBITDA Duyarlılığı

Baz Fiyat	TL	AOSM				
		36,33	18,5%	19,5%	20,5%	21,6%
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	AOSM				
		1817	18,5%	19,5%	20,5%	21,6%
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 Başı Fiyat Uç Değer&EBITDA Duyarlılığı

Baz Fiyat	TL	Uç Değer Büyüme Oranı				
		36,33	1,0%	3,0%	5,0%	7,0%
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	44,98

İNA'dan Hesaplanan Piyasa Değerinin Uç Değer&EBITDA Duyarlılığı

Baz PD	TL	Uç Değer Büyüme Oranı				
		1817	1,0%	3,0%	5,0%	7,0%
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 Başı Fiyat Uç Değer&AOSM Duyarlılığı

Baz Fiyat	TL	AOSM				
		36,33	18,5%	19,5%	20,5%	21,6%
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	AOSM				
		1817	18,5%	19,5%	20,5%	21,6%
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 büyümeye oranlarının beklenen seviyeden farklı rakamlarda oluşması durumunda INA'dan gelen piyasa değeri ile hisse fiyatının nasıl değişimine anlaşılmaya çalışılmıştır.
- EBITDA'nın beklenenden %10 daha düşük ve AOSM'nın beklenen seviyenin yaklaşık %2 üstünde olması durumu olan olağan 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'nın de %2 daha aşağı seviyede olması 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 görülmeliidir

Satış büyümesinin ardından ana ürünler hali 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 itibarı ile 133 mn 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 bölümünü hali hazırda sözleşmeye bağlanmış anlaşmalardan kaynaklanırken bir kısmı imzalanması kuvvetle muhtemel anlaşmalar kapsamında satışı gerçeklesecek ürünlerden, bir kısmı da Şirket'in bünyesinde Ar-Ge çalışmaları sonucunda geliştirmeye çalıştığı ve talep potansiyelinin yüksek olduğunu düşündüğü ürünlerin satışından meydana gelmektedir.

Güdüm kitleri 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'lük bir artışla 584,1 mn TL'ye yükselmesi öngörmektedir. Buna rağmen toplam satış rakamlarının 2023 yılında %86'luk 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 güdüm kitlerinin satışlarının etkisi ile 2023 yılında 340,1 mn TL'ye yükselmesidir.

Gelir gelimi. Sözleşme kapsamındaki projelerden elde edilen toplam gelir tutarının sözleşme sürelerinin sona ermesi ile 2022 yılında 486,7 mn TL'den 2027 yılında 15,4 mn TL'ye kadar gerileyeceği ve 2027 yılından sonra ise sözleşmeli projelerden herhangi bir gelir elde edilmeyeceği tahmin edilmiştir. Bununla birlikte hali hazırda sözleşmeli projeler kapsamında gelir elde edilmekle birlikte sözleşme süreleri sonlansa dahi yeni talepler ile satışının devam edeceğinin 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 çalışılabilirliğine imkan veren dijital ikiz projeler gibi projelerin etkisi ile imzalanması kuvvetle muhtemel projelerden elde edilecek gelirlerin 2022 yılında 10,5 mn TL'den 2023 yılında 340,1 mn TL'ye, 2024 yılında 605,7 mn TL'ye 2025 yılında 1.202,8 mn TL'ye ve 2026 yılında 1.500,3 mn TL'ye kadar yükseleceği tahmin edilmiş; 2031 yılında ise 1.868,3 mn TL seviyesine ulaşacağı varsayılmıştır. Dönemselinin olmadığı projelerde gelir tutarları beklenen enflasyon oranı kadar artılarak tahmin edilirken döneminin 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 beklenişinin ana nedeni kanatlı ve hassas 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 satışıdır.

İç Ar-Ge proje gelirlerinin satış payının zamanla artması beklenmekte. 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 öngörmektedir. 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 satışıdır.



INA Varsayımları

Satışların %80-85'i döviz ile korele gerçekleşirken ligili 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 dalgalandırmaktır

Faaliyet giderleri içerisinde en büyük kalem personel giderleri

Kar marjları kur ve enflasyon artışına karşı korunaklı. Şirket'in gelirlerinin %80-85'i döviz ile korole olmakla birlikte TL bazlı gelirlerin %80'i eskalasyona tabidir. Diğer bir ifade ile enflasyondaki artışlar anlaşma yapılmış olsa da satış fiyatlarına yansıtılabilmiştir. Mallyetlerin 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 marjinin kur ve enflasyondaki olası ani yükselişlere karşı korunaklı olduğu anlamına gelmektedir. Bununla birlikte satış sözleşmesinin imzalanması sonrasında yarı mamul elektronik ekipman fiyatlarındaki döviz bazlı artışları brüt kar marjını negatif etkileyebilecektir.

Kar marji gelişimi. Şirket'in brüt kar marji projelerin dönemselligidinden ve her bir projenin farklı bir karlılık yapısına sahip olmasından dolayı dalgıç bir seyir izleyebilmektedir. 2022 yılında %36,8 olması öngörülen brüt kar marjinin 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 marji, sözleşmeli projelerdeki brüt kar marjına kıyasla daha düşük seviyelerde olan sözleşme imzalanması kuvvetle muhtemel projelerin satışlar içindeki payının 2022 yılında %2,1 seviyesinden zamańla artarak 2025 yılında %78,1 seviyesine kadar yükselmesidir. 2022-2025 dönemi arasında sözleşme imzalanmış projelerin brüt kar marji ortalamada %37 civarında iken imzalanması kuvvetle muhtemel projelerdeki kar marji ortalamada %33,1 olarak öngörülmüştür. Her bir projenin brüt karlılığı farklı olmakla birlikte imzalanması kuvvetle muhtemel projelerdeki brüt kar marjinin daha düşük olmasının nedeni imzalanması kuvvetle muhtemel projelerin oransal olarak Üretim Programları Direktörlüğü kapsamındaki projeler tarafından domine edilmesi ve söz konusu projelerdeki brüt karlılığın ortalamada 2022-2025 arası dönem için %28,5 seviyesinde gerçekleşeceği bekltisidir. Üretim Programları Direktörlüğündeki satışların önemli bölümünü kanatlı ve hassas güdümlü satışları tarafından domine edilmekte ve söz konusu ürünler beraber düşünüldüğündeki brüt kar marji 2023-2026 arası dönem için ortalamada %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 ermeseidir.

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 gider ile yönetim verimliliğin 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 zamının 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 gerçekleşeceğ; 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.

INFO
YATIRIM MİHİMLİ GİDERLER A.Ş.
Tuncay M. D. Aşkın Ayvazoğlu - Çubuklu
Mazara Mah. 12. Sok. 7.D. 16.U. 1001/1002
Telefon: 0312 26 80 Fax: 0312 26 75
E-mail: info@info-mihimli.com.tr
Birim Telefon: 0312 476 55 02
Birim Faks: 0312 476 55 02
Birim E-posta: 0312 476 55 02
Birim Web: www.info-mihimli.com.tr
Birim İstihdam Sayısı: 2710

İNA Varsayımları

Pazarlama gideri satış payının geçmiş ortalamanın üzerine çıkarak projeksiyonda büyümeyi destekleyeceğی 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 varsayırlıken üç değer büyümeye oranı nominal ekonomik büyümeye oranının altında tutulmuş ve %5 olarak alınmıştır. Üç değer büyümeye 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 tahminlenmesi zamli maaşların etkisini en doru şekilde yansitan 3. çeyrektekki gerçekleştirmeler baz alınarak gerçekleştirilmiştir. 2023 yılı sonrasında ise personel giderinin satışlara oranının 2022 ve 2021 yıllarının ortalaması olarak gerçekleştirileceği varsayılmıştır. Projeksiyon döneminde hizmet alım gideri ile seyahat konaklama giderlerinin ciroya oranının 2022/09 döneminde gerçekleşen orana eşit olacağı öngörlükten 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 ilerde talep göremesini beklediği yeni ürünlerin geliştirilmesi sırasında katıldığı maliyetlerden oluşmaktadır. Söz konusu maliyetler ise çoğunlukla ilgili proje üzerinde çalışan personel giderlerinden kaynaklanmaktadır. Ürün henüz ortaya çıkmadığı ve çıkışık çıkılmayacağı 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 çalışan projelerin bir sonuca ulaşamayacağına karar verilmesi nedeniyle ilgili çalışmaların önemli bölümünün sonlandırılmış olmasıdır. 2022 yılının tamamı için Ar-Ge giderinin 2022/09'ya göre %56 oranında artarak 6,3 mn TL seviyesinde gerçekleştirileceği 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 olmuştur. Maddi olmayan duran varlık yatırımları ise temel olarak bir veya birden fazla müsteriye 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 İç 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 öngörlülmüştür. 2023 yılındaki maddi olmayan duran varlık yatırımlının 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 muafdır. 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 gerçekleştirileceği öngörlülmüştür.

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Normalized
İmzalılmış Sözleşmeler Kapsamında Satış Gelirleri	456.767.716	584.138.927	527.626.171	234.174.265	13.975.740	15.374.275	-	-	-	-
Yıllık Değişim	20,0%	-9,7%	-55,6%	-94,6%	16,0%	-100,0%				
İmzalılmış Sözleşmeler Kapsamında Proje Maliyetleri	289.908.469	377.720.392	316.074.316	151.191.203	21.313.145	14.037.007	0	0	0	0
İmzalılmış Sözleşmeler Kapsamında Projeler Brüt Kar	166.859.247	206.418.635	211.545.866	83.048.052	-7.337.405	1.337.268	0	0	0	0
Marj (%)	38,4%	36,3%	40,1%	35,5%	-52,5%	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	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Yıllık Değişim	-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	328.029	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Radar Elektronik Harp Sistemi Projeleri Brüt Kar	13.209.510	-5.077.981	-3.498.470	-890.048	-890.048	-890.048	0	0	0	0
Marj (%)	57,3%	-240,4%								
ACMI Projeleri Gelirleri	40.000.000	291.431.436	417.639.681	215.540.132	-	-	-	-	-	-
Ar-Ge Kapsamında Vergiden Muaf Proje Gelirler	40.000.000	291.431.436	417.639.681	215.540.132	-	-	-	-	-	-
Ar-Ge Kapsamında Olmayan Vergiye Tabi Proje Gelirler	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Yıllık Değişim	628,6%	43,3%	-48,4%	-100,0%						
ACMI Projeleri Maliyetleri	9.800.000	151.898.258	230.844.370	142.226.699	14.000.000	6.000.000	-	-	-	-
Ar-Ge Kapsamında Vergiden Muaf Projeler Maliyetleri	9.000.000	151.898.258	230.844.370	142.226.699	14.000.000	6.000.000	-	-	-	-
Ar-Ge Kapsamında Olmayan Vergiye Tabi Projeler Maliyetleri	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ACMI Projeleri Brüt Kar	31.000.000	139.533.178	186.996.291	73.313.432	-14.000.000	-6.000.000	0	0	0	0
Marj (%)	77,6%	47,9%	44,9%	34,0%						
Simülasyon Sistemleri ve Bilişim Teknolojileri Projeleri Gelirleri	81.524.254	47.806.782	20.987.890	15.081.906	12.835.801	13.712.193	-	-	-	-
Ar-Ge Kapsamında Vergiden Muaf Proje Gelirler	80.630.865	47.806.782	20.987.890	15.081.906	12.835.801	13.712.193	-	-	-	-
Ar-Ge Kapsamında Olmayan Vergiye Tabi Proje Gelirler	987.389	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Yıllık Değişim	-61,6%	-55,9%	-28,1%	-16,2%						
Simülasyon Sistemleri ve Bilişim Teknolojileri Projeleri Maliyetleri	47.484.168	53.571.919	16.915.327	7.120.063	5.203.879	5.734.190	-	-	-	-
Ar-Ge Kapsamında Vergiden Muaf Projeler Maliyetleri	47.364.526	53.571.919	16.915.327	7.120.063	5.203.879	5.734.190	-	-	-	-
Ar-Ge Kapsamında Olmayan Vergiye Tabi Projeler Maliyetleri	99.642	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Simülasyon Sistemleri ve Bilişim Teknolojileri Projeleri Brüt Kar	34.044.086	-5.964.737	4.072.562	7.961.843	7.351.622	7.978.003	0	0	0	0
Marj (%)	41,6%	-12,5%	19,4%	52,8%	52,8%	52,8%				
Görev Sistemleri Projeleri Gelirleri	71.762.598	195.422.684	65.504.849	-	-	-	-	-	-	-
Ar-Ge Kapsamında Vergiden Muaf Proje Gelirler	5.239.201	16.087.054	80.562.735	-	-	-	-	-	-	-
Ar-Ge Kapsamında Olmayan Vergiye Tabi Proje Gelirler	68.523.385	179.335.531	5.132.115	-	-	-	-	-	-	-
Yıllık Değişim	172,3%	-56,1%	-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	27.257.088	72.530.756	24.815.084	0	0	0	0	0	0	0
Marj (%)	38,0%	37,1%	28,1%							
Üretim Programları Projeleri Gelirleri	270.419.149	47.668.013	3.297.781	3.552.227	1.340.139	1.802.832	-	-	-	-
Ar-Ge Kapsamında Vergiden Muaf Proje Gelirler	167.118.117	264.789	-	-	-	-	-	-	-	-
Ar-Ge Kapsamında Olmayan Vergiye Tabi Proje Gelirler	103.297.032	47.313.214	3.297.781	3.552.227	1.340.139	1.662.082	-	-	-	-
Yıllık Değişim	-32,4%	-03,1%	7,7%	-52,3%	24,0%	-100,0%				
Üretim Programları Projeleri Maliyetleri	189.066.886	42.176.715	4.256.383	894.393	1.139.118	1.412.770	-	-	-	-
Ar-Ge Kapsamında Vergiden Muaf Projeler Maliyetleri	108.525.778	179.886	197.886	-	-	-	-	-	-	-
Ar-Ge Kapsamında Olmayan Vergiye Tabi Projeler Maliyetleri	80.459.810	41.996.819	4.038.498	894.393	1.139.118	1.412.770	-	-	-	-
Üretim Programları Projeleri Brüt Kar	81.328.584	5.391.298	-938.602	2.657.834	261.021	249.372	0	0	0	0
Marj (%)	30,1%	11,3%	-28,5%	74,8%	15,0%	15,0%				

YATIRIM İNŞAATLAR DEĞERLENDİRME A.Ş.
 İstinye Mah. Arnavutköy Belediyesi 10. K. Binası
 Plaka No: 1000 No: 4 K. 7. K. 16. Ümraniye/İST.
 Tel: 0212 319 26 69 Fax: 0212 319 22 75
 E-posta: info@insode.com.tr
 Web: www.insode.com.tr

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Normalized
İmzalanmış Kuvvette Muhammed Sözcügüler Kapamında Sabıq Gelirler	10.519.104	349.117.237	605.753.094	1.202.817.105	1.500.290.903	1.595.969.422	1.419.926.948	1.755.993.388	1.784.528.802	1.868.334.468
Yıllık Değişim	3133,9%	76,1%	98,6%	24,7%	6,4%	-11,0%	23,7%	0,5%	5,9%	
İmzalanmış Kuvvette Muhammed Sözcügüler Kapamında Proje Maliyetleri	7.200.466	226.379.721	399.353.206	801.477.890	972.558.221	941.918.411	885.820.705	1.104.226.051	1.114.634.850	1.170.144.775
İmzalanmış Kuvvette Muhammed Sözcügüler Kapamında Proje Brüt Karları	3.318.638	113.737.517	206.399.897	401.339.415	527.732.681	654.071.010	534.106.241	651.757.329	649.894.952	689.169.695
Marj (%)	31,8%	33,4%	34,1%	33,4%	36,2%	41,0%	37,0%	37,1%	36,8%	36,9%
Radar Elektronik Harp Sistemi Proje Gelişimi	0	19.006.974	18.446.556	61.230.318	67.202.711	73.124.567	80.263.850	88.099.767	96.700.966	106.141.878
Ar-Ge Kapamında Vergiden Muaf Proje Gelirler	-	8.432.914	14.428.047	20.113.020	22.074.840	24.020.040	26.395.118	28.839.141	31.764.468	34.885.632
Ar-Ge Kapamında Olmayan Vergiye Tabi Proje Gelirler	0	10.574.060	4.020.510	41.117.298	45.127.871	49.104.467	53.899.535	59.160.646	64.936.498	71.276.246
Yıllık Değişim	A.D	-2,9%	231,9%	9,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%
Radar Elektronik Harp Sistemi Proje Maliyetleri	-	11.404.184	11.068.734	34.542.027	37.811.349	41.251.829	45.279.353	49.899.974	54.552.181	59.878.108
Ar-Ge Kapamında Vergiden Muaf Projeler Maliyetleri	-	5.059.749	8.657.428	12.067.812	13.244.904	14.412.024	15.819.069	17.363.485	19.058.661	20.819.379
Ar-Ge Kapamında Olmayan Vergiye Tabi Projeler Maliyetleri	-	6.344.436	2.412.306	22.474.215	24.666.345	26.836.905	29.460.283	32.339.490	35.493.500	38.958.729
Radar Elektronik Harp Sistemi Projeleri Brüt Kar	0	7.602.790	7.378.622	28.688.297	29.291.461	31.872.579	34.984.297	38.389.873	42.148.785	46.262.770
Marj (%)	40,0%	40,0%	43,0%	43,0%	43,0%	43,0%	43,0%	43,0%	43,0%	43,0%
ACMI Projeleri Gelirleri	-	-	-	163.553.738	161.890.623	227.480.822	165.421.879	151.310.009	-	-
Ar-Ge Kapamında Vergiden Muaf Proje Gelirler	-	-	-	183.553.738	101.890.623	227.480.822	165.421.879	151.310.009	-	-
Ar-Ge Kapamında Olmayan Vergiye Tabi Proje Gelirler	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Yıllık Değişim	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ACMI Projeleri Maliyetleri	-	-	-	110.132.243	61.134.374	136.468.493	99.253.127	96.788.008	-	-
Ar-Ge Kapamında Vergiden Muaf Projeler Maliyetleri	-	-	-	110.132.243	61.134.374	136.468.493	99.253.127	96.788.005	-	-
Ar-Ge Kapamında Olmayan Vergiye Tabi Projeler Maliyetleri	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ACMI Projeleri Brüt Kar	0	0	0	73.421.495	40.756.249	90.992.329	66.168.751	60.524.003	0	0
Marj (%)	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%
Simülasyon Sistemleri ve Bilişim Teknolojileri Projeleri Gelirleri	1.859.309	20.288.357	20.851.182	193.268.842	80.791.267	76.840.343	65.943.787	59.139.489	54.405.444	70.146.864
Ar-Ge Kapamında Vergiden Muaf Proje Gelirler	1.659.309	20.288.357	20.851.182	193.268.842	80.791.267	76.840.343	65.943.787	59.139.489	54.405.444	70.146.864
Ar-Ge Kapamında Olmayan Vergiye Tabi Proje Gelirler	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Yıllık Değişim	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Simülasyon Sistemleri ve Bilişim Teknolojileri Projeleri Maliyetleri	670.675	8.648.468	8.672.196	157.693.603	55.941.252	40.347.089	31.140.692	27.864.047	30.201.561	32.888.194
Ar-Ge Kapamında Vergiden Muaf Projeler Maliyetleri	670.675	8.648.468	8.672.196	157.693.603	55.941.252	40.347.089	31.140.692	27.864.047	30.201.561	32.888.194
Ar-Ge Kapamında Olmayan Vergiye Tabi Projeler Maliyetleri	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Simülasyon Sistemleri ve Bilişim Teknolojileri Projeleri Brüt Kar	1.188.634	11.630.880	12.179.006	35.565.230	24.856.015	35.693.284	34.863.185	31.485.442	34.280.882	37.760.669
Marj (%)	63,9%	57,4%	58,4%	18,4%	30,8%	45,9%	52,8%	53,2%	53,1%	53,0%
Görev Sistemleri Projeleri Gelirleri	-	51.488.592	118.862.139	291.884.094	334.494.636	307.685.698	336.180.736	367.480.873	407.968.835	448.810.930
Ar-Ge Kapamında Vergiden Muaf Proje Gelirler	-	278.824	11.375.897	13.158.407	13.824.562	15.335.740	16.832.967	18.476.559	20.280.217	22.250.173
Ar-Ge Kapamında Cimayen Vergiye Tabi Proje Gelirler	-	51.211.703	107.888.134	278.705.636	320.870.074	323.319.958	319.347.702	343.014.304	385.788.618	424.650.777
Yıllık Değişim	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Görev Sistemleri Projeleri Maliyetleri	-	24.499.906	67.183.379	177.748.439	208.950.318	162.653.857	177.441.698	183.782.812	215.106.880	238.107.738
Ar-Ge Kapamında Vergiden Muaf Projeler Maliyetleri	-	203.542	8.376.795	9.887.192	10.228.264	11.345.999	12.453.708	13.689.553	15.004.122	16.468.974
Ar-Ge Kapamında Olmayan Vergiye Tabi Projeler Maliyetleri	-	24.296.367	58.807.585	168.059.247	196.722.054	161.207.859	164.987.882	180.113.249	200.102.736	219.638.761
Görevi Sistemleri Projeleri Brüt Kar	26.990.683	51.878.761	114.117.055	127.544.318	145.701.640	168.739.146	173.707.862	181.961.975	210.703.215	
Marj (%)	52,4%	45,6%	39,1%	38,1%	47,2%	47,2%	47,2%	47,2%	47,2%	47,2%
Üretim Programları Projeleri Gelirleri	8.689.786	249.331.314	447.380.225	472.910.114	916.811.666	911.688.051	772.116.894	1.089.943.422	1.196.384.667	1.245.234.778
Ar-Ge Kapamında Vergiden Muaf Proje Gelirler	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ar-Ge Kapamında Olmayan Vergiye Tabi Proje Gelirler	8.689.786	249.331.314	447.380.225	472.910.114	916.811.666	911.688.051	772.116.894	1.089.943.422	1.196.384.667	1.245.234.778
Yıllık Değişim	-	2779,2%	79,4%	5,7%	93,7%	-0,3%	-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	592.706.033	742.303.213	814.774.246	860.172.738
Ar-Ge Kapamında Vergiden Muaf Projeler Maliyetleri	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ar-Ge Kapamında Olmayan Vergiye Tabi Projeler Maliyetleri	8.529.791	181.827.160	312.427.897	321.363.379	610.621.029	561.277.043	592.706.033	742.303.213	814.774.246	860.172.738
Üretim Programları Projeleri Brüt Kar	2.130.094	67.504.154	134.962.328	161.846.735	306.290.637	360.411.009	239.410.861	347.640.209	391.580.309	395.662.040
Marj (%)	24,6%	27,1%	30,2%	32,0%	33,3%	38,4%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%

İş Ar-Ge Projeleri Satış Gelirleri		2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Normalize
Yıllık Değişim	-	123,409	46,131,892	102,942,669	114,128,255	132,732,723	145,891,414	159,915,262	175,827,783	192,684,533	
İç Ar-Ge Projeleri Maliyetleri	0	80,216	37,401,418	83,726,346	92,362,071	107,957,327	118,222,047	126,670,615	139,037,463	152,611,685	
İç Ar-Ge Projeleri Brüt Karları	0	43,193	8,730,473	19,216,329	21,766,184	24,775,395	27,469,367	33,244,846	36,480,320	40,052,069	
Mafz (%)	36,0%	18,8%	16,7%	19,1%	18,7%	18,8%	20,8%	20,8%	20,8%	20,8%	
Radar Elektronik Harp Sistemi Proje Gelirleri	-	-	45,973,928	102,341,195	112,213,770	128,577,513	141,130,531	154,809,180	170,032,000	186,633,172	
Ar-Ge Kapsamında Vergiden Muaf Proje Gelirler	-	-	45,973,825	102,241,185	112,213,770	128,577,513	141,130,531	154,809,100	170,032,869	186,633,172	
Ar-Ge Kapsamında Olmayan Vergiye Tabi Proje Gelirler	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Yıllık Değişim	-	-	-	122,4%	-	9,8%	14,8%	9,8%	9,8%	9,8%	
Radar Elektronik Harp Sistemi Proje Maliyetleri	-	-	37,298,742	83,270,376	81,117,656	105,250,441	115,257,473	123,416,610	135,465,769	148,691,287	
Ar-Ge Kapsamında Vergiden Muaf Projeler Maliyetleri	-	-	37,298,742	83,270,376	81,117,656	105,250,441	115,257,473	123,416,610	135,465,769	148,691,287	
Ar-Ge Kapsamında Olmayan Vergiye Tabi Projeler Maliyetleri	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Radar Elektronik Harp Sistemi Projeleri Brüt Kar	0	0	8,673,186	18,970,809	21,096,114	23,321,073	25,873,058	31,492,490	34,667,100	37,941,885	
Mafz (%)	-	-	18,8%	18,5%	16,8%	18,1%	18,3%	20,3%	20,3%	20,3%	
Simülasyon Sistemleri ve Bilişim Teknolojileri Projeleri Gelirleri	-	123,408	157,964	701,484	1,914,485	4,155,210	4,560,083	5,006,162	5,494,913	6,031,381	
Ar-Ge Kapsamında Vergiden Muaf Proje Gelirler	-	123,408	157,964	701,484	1,914,495	4,155,210	4,560,083	5,006,162	5,494,913	6,031,381	
Ar-Ge Kapsamında Olmayan Vergiye Tabi Proje Gelirler	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Yıllık Değişim	-	-	26,0%	344,1%	172,8%	117,0%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	
Simülasyon Sistemleri ve Bilişim 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	1,244,416	2,700,887	2,964,574	3,254,005	3,571,694	3,920,398	
Ar-Ge Kapsamında Olmayan Vergiye Tabi Projeler Maliyetleri	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Simülasyon Sistemleri ve Bilişim Teknolojileri Projeleri Brüt Kar	0	43,793	66,297	248,819	670,070	1,454,324	1,588,399	1,752,157	1,823,220	2,110,063	
Mafz (%)	-	-	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	
Yıllık Makro Veriler											
Gereklilikler											
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Yıl Sonu TÜFE	327	394	441	505	687	1,155	1,583	1,905	2,190	2,460	2,700
Yıllık Enflasyon	20,3%	11,8%	14,6%	38,1%	68,1%	37,1%	20,4%	15,0%	12,3%	9,8%	9,8%
Yıllık Ortalama TÜFE	312	363	418	470	562	972	1,394	1,748	2,062	2,330	2,585
Yıllık Ort. TÜFE Değişim	16,3%	15,2%	12,3%	19,8%	73,0%	43,8%	26,4%	17,4%	15,5%	10,8%	9,8%
Yıl Sonu ÖFE	316	423	454	568	1,022	2,074	2,824	3,588	4,173	4,735	5,236
Yıllık Ücretli Enflasyonu	33,8%	7,4%	28,1%	79,9%	102,9%	41,0%	22,8%	16,4%	13,5%	10,6%	10,6%
Yıllık Ortalama ÖFE	299	379	445	500	720	1,643	2,549	3,262	3,886	4,462	5,524
Yıllık Ort. ÖFE Değişim	27,0%	17,8%	12,2%	43,8%	128,3%	55,1%	28,0%	19,1%	14,8%	11,3%	10,8%
Yıl Sonu ABD CPI	247	251	257	265	279	300	310	318	324	330	337
Yıllık ABD Enflasyon	1,8%	2,3%	1,4%	7,0%	7,7%	3,2%	2,8%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Yıllık Ortalama ABD CPI	245	251	256	259	271	283	305	314	321	327	334
Yıllık Ort. ABD CPI Değişim	2,4%	1,8%	1,2%	4,7%	8,2%	4,2%	2,8%	2,2%	2,0%	2,0%	2,0%
Yıl Sonu Dolar/TL	9,8173	5,2704	5,8609	7,8537	12,9775	20,2559	26,9014	31,5881	35,6993	38,2051	42,1889
Yıllık Değişim	38,1%	12,9%	23,6%	78,8%	56,1%	32,8%	17,4%	12,7%	10,1%	7,6%	7,6%
Yıllık Ortalama Dolar/TL	3,8534	4,8433	5,6930	7,0589	9,1074	17,0296	24,0255	29,3080	33,6591	37,4656	40,7523
Yıllık Değişim	32,8%	17,5%	24,0%	28,0%	87,8%	41,1%	22,8%	14,0%	11,3%	8,8%	7,6%
Yıl Sonu Euro/TL	4,5560	6,0386	6,6825	9,0241	14,6823	19,8507	26,3634	30,9564	34,8874	38,4240	41,3451
Yıllık Değişim	32,5%	10,3%	36,4%	62,7%	35,2%	32,8%	17,4%	12,7%	10,1%	7,6%	7,6%
Yıllık Ortalama Euro/TL	4,1213	5,8861	6,3584	6,0291	10,4205	17,3474	23,2737	26,5286	32,8221	36,5681	39,8154
Yıllık Değişim	38,0%	11,8%	26,3%	29,8%	66,5%	34,2%	22,8%	16,0%	11,4%	8,8%	7,6%
Yılsona Euro/Dolar	1,1832	1,1381	1,1102	1,2154	1,1297	0,9800	0,9800	0,9800	0,9800	0,9800	0,9800
Yıllık Değişim	-0,3%	-0,4%	9,5%	-7,1%	-13,2%	0,0%	8,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ortalama Euro/Dolar	1,12670585	112,0%	114,1%	118,4%	104,4%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%
Yıllık Değişim	4,7%	-5,2%	1,3%	3,8%	-11,8%	-4,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tahmin											
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	
Yıl Sonu TÜFE	327	394	441	505	687	1,155	1,583	1,905	2,190	2,460	2,700
Yıllık Enflasyon	20,3%	11,8%	14,6%	38,1%	68,1%	37,1%	20,4%	15,0%	12,3%	9,8%	9,8%
Yıllık Ortalama TÜFE	312	363	418	470	562	972	1,394	1,748	2,062	2,330	2,585
Yıllık Ort. TÜFE Değişim	16,3%	15,2%	12,3%	19,8%	73,0%	43,8%	26,4%	17,4%	15,5%	10,8%	9,8%
Yıl Sonu ÖFE	316	423	454	568	1,022	2,074	2,824	3,588	4,173	4,735	5,236
Yıllık Ücretli Enflasyonu	33,8%	7,4%	28,1%	79,9%	102,9%	41,0%	22,8%	16,4%	13,5%	10,6%	10,6%
Yıllık Ortalama ÖFE	299	379	445	500	720	1,643	2,549	3,262	3,886	4,462	5,524
Yıllık Ort. ÖFE Değişim	27,0%	17,8%	12,2%	43,8%	128,3%	55,1%	28,0%	19,1%	14,8%	11,3%	10,8%
Yıl Sonu ABD CPI	247	251	257	265	279	300	310	318	324	330	337
Yıllık ABD Enflasyon	1,8%	2,3%	1,4%	7,0%	7,7%	3,2%	2,8%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Yıllık Ortalama ABD CPI	245	251	256	259	271	283	305	314	321	327	334
Yıllık Ort. ABD CPI Değişim	2,4%	1,8%	1,2%	4,7%	8,2%	4,2%	2,8%	2,2%	2,0%	2,0%	2,0%
Yıl Sonu Dolar/TL	9,8173	5,2704	5,8609	7,8537	12,9775	20,2559	26,9014	31,5881	35,6993	38,2051	42,1889
Yıllık Değişim	38,1%	12,9%	23,6%	78,8%	56,1%	32,8%	17,4%	12,7%	10,1%	7,6%	7,6%
Yıllık Ortalama Dolar/TL	3,8534	4,8433	5,6930	7,0589	9,1074	17,0296	24,0255	29,3080	33,6591	37,4656	40,7523
Yıllık Değişim	32,8%	17,5%	24,0%	28,0%	87,8%	41,1%	22,8%	14,0%	11,3%	8,8%	7,6%
Yıl Sonu Euro/TL	4,5560	6,0386	6,6825	9,0241	14,6823	19,8507	26,3634	30,9564	34,8874	38,4240	41,3451
Yıllık Değişim	32,5%	10,3%	36,4%	62,7%	35,2%	32,8%	17,4%	12,7%	10,1%	7,6%	7,6%
Yıllık Ortalama Euro/TL	4,1213	5,8861	6,3584	6,0291	10,4205	17,3474	23,2737	26,5286	32,8221	36,5681	39,8154
Yıllık Değişim	38,0%	11,8%	26,3%	29,8%	66,5%	34,2%	22,8%	16,0%	11,4%	8,8%	7,6%
Yılsona Euro/Dolar	1,1832	1,1381	1,1102	1,2154	1,1297	0,9800	0,9800	0,9800	0,9800	0,9800	0,9800
Yıllık Değişim	-0,3%	-0,4%	9,5%	-7,1%	-13,2%	0,0%	8,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ortalama Euro/Dolar	1,12670585	112,0%	114,1%	118,4%	104,4%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%
Yıllık Değişim	4,7%	-5,2%	1,3%	3,8%	-11,8%	-4,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

INFO
 İSTANBUL MÜŞAVİRLER DERNEĞİ A.Ş.
 Şenol M. Arıman - Genel Sekreter: 0212 3634245
 Meclis No: 1579 - 16. Mah. 1. Kavşak
 Mah. 1579 - 16. Mah. 1. Kavşak
 34370 - 34380 - 34390 - 34395 - 34400
 34405 - 34410 - 34415 - 34420 - 34425
 34430 - 34435 - 34440 - 34445 - 34450
 34455 - 34460 - 34465 - 34470 - 34475
 34480 - 34485 - 34490 - 34495 - 34500
 34505 - 34510 - 34515 - 34520 - 34525
 34530 - 34535 - 34540 - 34545 - 34550
 34555 - 34560 - 34565 - 34570 - 34575
 34580 - 34585 - 34590 - 34595 - 34600
 34605 - 34610 - 34615 - 34620 - 34625
 34630 - 34635 - 34640 - 34645 - 34650
 34655 - 34660 - 34665 - 34670 - 34675
 34680 - 34685 - 34690 - 34695 - 34700
 34705 - 34710 - 34715 - 34720 - 34725
 34730 - 34735 - 34740 - 34745 - 34750
 34755 - 34760 - 34765 - 34770 - 34775
 34780 - 34785 - 34790 - 34795 - 34800
 34805 - 34810 - 34815 - 34820 - 34825
 34830 - 34835 - 34840 - 34845 - 34850
 34855 - 34860 - 34865 - 34870 - 34875
 34880 - 34885 - 34890 - 34895 - 34900
 34905 - 34910 - 34915 - 34920 - 34925
 34930 - 34935 - 34940 - 34945 - 34950
 34955 - 34960 - 34965 - 34970 - 34975
 34980 - 34985 - 34990 - 34995 - 35000
 35005 - 35010 - 35015 - 35020 - 35025
 35030 - 35035 - 35040 - 35045 - 35050
 35055 - 35060 - 35065 - 35070 - 35075
 35080 - 35085 - 35090 - 35095 - 35100
 35105 - 35110 - 35115 - 35120 - 35125
 35130 - 35135 - 35140 - 35145 - 35150
 35155 - 35160 - 35165 - 35170 - 35175
 35180 - 35185 - 35190 - 35195 - 35200
 35205 - 35210 - 35215 - 352

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Normalize
Toplam Gelirler	497.296.820	924.379.578	1.178.505.166	1.538.934.038	1.628.394.888	1.744.098.420	1.585.618.380	1.815.896.642	1.940.057.584	2.060.090.023
	Yıllık Değişim	88%	28%	31%	6%	7%	-18%	22%	1%	6%
Sözleşmeli Projeler Kapsamında Gelirler	486.767.718	584.138.927	527.520.171	234.174.285	13.975.740	15.374.275	-	-	-	-
Oran (%)	97,9%	63,2%	44,7%	16,2%	0,9%	0,9%	-	-	-	-
İmzalanmış / Kuvenâlı Mühürelâ SÖZLEŞMELER KAPSAMINDA SATIŞ DEĞİŞİM	10.515.104	340.117.237	605.763.304	1.202.817.105	1.500.230.903	1.595.939.422	1.419.926.848	1.756.989.380	1.764.829.802	1.868.334.469
Oran (%)	2,1%	36,9%	21,4%	78,4%	52,1%	91,6%	-	-	-	-
İç Ar-Ge Projeleri Satış Değişimi	-	123.409	46.131.892	102.942.668	114.128.255	132.732.723	145.691.444	159.515.262	175.527.763	192.684.553
Oran (%)	0,0%	3,9%	6,7%	7,0%	7,6%	-	-	-	-	-
Toplam SMM	314.311.432	612.375.849	762.930.427	1.048.546.580	1.100.837.981	1.080.238.881	1.023.519.574	1.253.008.785	1.276.843.973	1.256.702.193
Sözleşmeli Projeler Maliyetleri	299.306.669	377.720.992	316.074.316	151.131.203	21.313.145	14.037.037	-	-	-	-
İmzalanmış / Kuvenâlı Mühürelâ SÖZLEŞMELER KAPSAMINDA PROJE MİLYONLARI	7.200.466	228.379.721	389.353.206	501.477.690	972.556.221	941.918.411	885.820.705	1.104.226.051	1.114.634.850	1.179.144.775
İç Ar-Ge Projeleri Maliyetleri	-	80.216	37.401.418	83.726.340	92.382.071	107.057.327	118.222.047	126.670.615	130.087.463	152.811.685
Amortisman	7.202.497	8.196.521	10.801.487	12.205.447	14.404.524	16.325.916	19.476.622	22.112.119	23.171.860	24.845.723
Brüt Kar	182.875.388	312.002.724	416.874.720	481.393.359	527.756.937	683.857.759	542.098.784	862.888.886	863.213.811	704.299.840
Margin%	38,5%	33,8%	38,3%	31,9%	32,4%	36,1%	34,6%	34,6%	34,2%	34,2%
Genel Yönetim Giderleri	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Personel giderleri	26.815.569	41.422.492	53.281.181	63.341.520	71.912.450	79.782.428	67.571.853	90.121.193	106.505.602	115.806.090
Yıllık Değişim	-	58,6%	28,6%	18,9%	13,5%	10,9%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%
Düzenlenme ve Ulaşım Giderleri	4.500.000	6.457.741	8.096.213	9.604.595	10.790.690	11.971.865	13.140.382	14.423.268	16.831.433	17.377.055
Yıllık Değişim	-	43,5%	25,4%	17,4%	13,5%	10,9%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%
Təməllə və Ağırlaşma Giderleri	2.250.461	3.229.533	4.048.937	4.783.272	5.398.451	5.887.030	6.671.544	7.213.123	7.817.340	8.890.310
Yıllık Değişim	-	43,9%	25,4%	17,4%	13,6%	10,9%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%
Amortisman ve İBB payları	1.880.423	2.138.942	2.637.289	3.186.580	3.760.723	4.282.389	5.084.985	5.773.017	6.049.641	6.512.812
Yıllık Değişim	-	13,8%	23,2%	20,8%	18,0%	13,3%	10,3%	13,6%	4,6%	7,7%
Ofl. Genel Giderler	3.529.820	5.483.549	7.086.276	8.400.503	9.537.200	10.580.905	11.613.681	12.747.821	13.892.390	15.358.467
Yıllık Değişim	-	55,6%	28,6%	18,9%	13,5%	10,9%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%
Haberleşme Giderleri	283.364	441.007	567.262	674.370	765.621	849.409	932.337	1.023.361	1.123.271	1.232.936
Yıllık Değişim	-	55,8%	28,6%	18,9%	13,5%	10,9%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%
Katalalye ve Matbaa Hiderleri	282.488	439.644	565.508	672.205	763.254	846.783	929.455	1.020.197	1.119.799	1.229.125
Yıllık Değişim	-	55,6%	28,6%	18,9%	13,5%	10,9%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%
Konaklama ve Seyahet Giderleri	398.824	620.698	798.387	949.147	1.077.578	1.196.508	1.312.225	1.440.337	1.580.858	1.735.306
Yıllık Değişim	-	55,6%	28,6%	18,9%	13,5%	10,9%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%
Diğer giderler	1.450.420	2.257.326	2.903.503	3.451.807	3.918.881	4.347.757	4.772.223	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%	9,8%
Genel Yönetim Giderleri	41.191.370	62.801.993	70.984.644	94.334.038	107.922.849	119.828.813	131.928.710	145.000.479	158.869.675	174.262.880
Yıllık Değişim	-	51,7%	27,6%	15,7%	13,7%	11,0%	10,1%	9,9%	9,8%	9,7%
Gelire Oranı	8,3%	8,8%	8,8%	8,2%	8,6%	8,8%	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	16.954.306	17.319.605	22.512.067	23.911.008	25.809.945	22.980.210	26.132.662	29.487.397	30.253.275
Yıllık Değişim	-	88,8%	2,2%	30,6%	5,7%	7,1%	+10,2%	22,4%	1,3%	6,2%
Hizmet Alım Giderleri	1.985.776	3.468.191	4.425.399	5.777.897	8.108.594	5.543.690	6.874.062	7.185.292	7.728.926	7.732.586
Yıllık Değişim	-	85,9%	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	4.268.481	4.558.914	4.092.388	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%
Rəldəm və İlan Giderleri	657.635	1.222.443	1.659.833	2.036.481	2.153.465	2.306.476	2.070.447	2.633.674	2.665.823	2.725.561
Yıllık Değişim	-	85,9%	27,6%	30,6%	5,7%	7,1%	-10,2%	22,4%	1,3%	6,2%
Seyahət və Konaklama Giderleri	2.233.528	2.320.593	2.972.582	3.880.894	4.103.830	4.396.418	3.945.623	4.828.388	4.899.273	5.194.066
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	1.922.509	2.032.948	2.177.392	1.954.574	2.361.876	2.422.037	2.573.025
Yıllık Değişim	-	85,6%	27,6%	30,6%	5,7%	7,1%	-10,2%	22,4%	1,3%	6,2%
Amortisman	7.196	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Yıllık Değişim	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pazarlama Giderleri	16.871.144	27.544.900	30.833.049	40.254.899	42.867.338	45.591.839	40.826.304	50.082.864	50.714.394	53.575.884
Yıllık Değişim	-	63,3%	11,9%	30,6%	5,7%	7,1%	-10,2%	22,4%	1,3%	6,2%
Gelire Oranı	3,4%	3,0%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,5%	2,6%	2,6%	2,6%
Ar-Ge Giderleri	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Personel giderleri	3.599.356	6.690.648	8.537.244	11.146.024	11.786.303	12.523.745	11.331.927	13.867.251	14.042.113	14.917.486
Yıllık Değişim	-	86,5%	27,6%	30,6%	5,7%	7,1%	-10,2%	22,4%	1,3%	6,2%
Amortisman, İBB Payları	1.486.278	1.656.123	2.041.025	2.468.134	2.910.481	3.288.662	3.935.329	4.467.795	4.681.878	5.040.331
Yıllık Değişim	-	73,8%	23,2%	28,8%	18,0%	13,8%	19,3%	13,6%	4,8%	7,7%
Dönenşenlik və Hizmet Alım Giderleri	1.075.329	1.908.871	2.550.652	3.329.941	3.521.228	3.771.422	3.365.451	4.142.824	4.195.185	4.456.888
Yıllık Değişim	-	86,9%	27,6%	30,6%	5,7%	7,1%	-10,2%	22,4%	1,3%	6,2%
Diğer Giderler	150.000	278.827	365.782	484.501	401.184	526.084	-	-	-	-
Yıllık Değişim	-	86,9%	27,6%	30,6%	5,7%	7,1%	-100,0%	-	-	-
Ar-Ge Giderleri	6.279.863	16.824.469	13.484.603	17.496.898	18.708.476	20.219.834	18.852.736	22.477.370	22.919.150	24.414.504
Yıllık Değişim	-	69,2%	26,9%	28,7%	7,5%	8,1%	-7,8%	20,5%	2,0%	6,5%
Gelire Oranı	1,3%	1,1%	1,7%	1,7%	1,1%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Faaliyet Karı	118.932.911	211.331.422	292.292.433	338.797.772	358.557.587	470.222.172	350.691.036	445.324.544	430.718.186	451.753.572
Yıllık Değişim	-	78,1%	36,5%	15,0%	6,8%	33,4%	-26,7%	27,0%	6,9%	21,8%
Faaliyet Kar Mafzı	-	23,0%	22,9%	24,6%	22,0%	22,0%	27,4%	22,4%	-	-
Amortisman Giderleri	10.545.384	11.992.588	14.770.801	17.868.170	21.075.708	23.888.956	28.497.146	34.352.531	33.003.201	36.498.866
EBITDA	129.178.305	223.324.608	307.072.235	356.655.942	379.633.295	562.108.128	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%	28,0%	-2,7%	5,1%
EBITDA Mafzı	-	26,0%	24,2%	26,0%	23,2%	23,2%	28,6%	24,2%	22,9%	23,7%

Piyasa Çarpanları

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

Uluslararası Çarpanlar

16 uluslararası firma örneklemde 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 ömeklemin oluşturulması hedeflenmiştir. Çarpanların hesaplanmasında kullanılan piyasa değerleri 2 Aralık 2022 tarihlidir. 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'ın üstü ve 5x'in altı, EV/Satış ve PD/DD çarpanlarında 5x'in üstü ömekleme dahil edilmemiştir. Değerleme yapılrken 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 Aylık		Son 12 Ay		Net Satış Artığı		EBITDA Artığı		EBITDA Marjı		Son 12 Ay		Cari
Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke	PD (Milyon\$)	EV/EBITDA	EV/Satışlar	F/K	PD/DD	EV/EBITDA	22T	YBBO (%)	2020-2022/09	YBBO (%)	Son 12 Ay	Net Borç/EBITDA	Net Borç/EBITDA	Özkaynak
Amerika Küresel Özkaynak Özeler	Lockheed Martin Corp	LMT US Equity	Amerika	128.592	10,1	1,8	18,0	10,7	14,3	14,3	7,7%	4,4%	17,8%	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%	6,0%	13,4%	2,5	0,8			
	Kratos Defense & Security	KTDS US Equity	Amerika	1.198	23,3	2,0	M.D	1,8	20,1	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	18,0	49,1%	M.D	18,5%	3,4	0,4		
	Cae Inc	CAE CN Equity	Kanada	6.843	13,3	2,7	41,1	2,1	14,3	14,3	1,7%	3,9%	20,3%	5,1	0,7		
	Ortalama				59.619	15,1	2,5	22,3	2,3	18,3	11,1%	3,7%	16,7%	3,1	0,6		
	Medyan				42.785	13,4	2,7	21,3	2,1	18,0	6,0%	4,1%	18,3%	2,1	0,7		
	Minimum				1.198	10,1	1,8	18,0	1,3	14,3	1,4%	-0,4%	8,4%	0,8	0,3		
	Maksimum				148.006	23,3	2,8	41,1	10,7	20,1	40,1%	7,0%	20,3%	5,1	0,8		
Avrupa Gelişmiş Özkaynak Özeler	Hensoldt Ag	HAG GR Equity	Almanya	2.352	7,2	1,5	28,4	4,0	9,5	10,3%	M.D	21,7%	2,0	0,8			
	Cinetiq Group Plc	QIQ 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	LDI IM Equity	İtalya	4.716	6,5	0,7	6,6	0,7	5,8	5,1%	-1,3%	11,2%	3,6	0,7			
	Saab Ab-B	SAABBS SS Equity	İsviçre	5.175	8,8	1,1	28,8	1,9	10,0	5,7%	13,9%	12,6%	(0,3)	(0,1)			
	Bae Systems Plc	BAVLN Equity	İngiltere	30.936	5,4	1,6	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%	12,6%	1,0	0,3		
	Minimum				2.352	5,4	0,7	6,6	0,7	5,8	1,8%	-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 - Gelişmeye Olan Özkaynak Özeler	Glenair Technology Co Ltd -A	600562 OH Equity	Çin	5.171	M.D	5,2	35,3	4,5	28,6	75,4%	M.D	M.D	M.O	(0,1)			
	Eliot 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	0,6	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	0,6	35,3	0,7	16,4	6,7%	0,4%	8,8%	2,4	-0,1		
	Maksimum				7.764	20,2	5,2	42,8	4,5	26,6	75,4%	0,4%	8,8%	4,6	0,5		
	Ortalama				31.398	12,5	1,7	21,0	2,4	14,0	13,5%	5,1%	15,6%	2,3	42%		
	Medyan				6.709	12,6	1,6	21,3	2,2	14,3	6,8%	4,4%	17,8%	2,5	41%		
Global	Minimum				19	5,4	0,6	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	16,8%	8,9%	36,0%	(1,5)	(0,8)		

Kaynak: Bloomberg



Yurtdışı Piyasa Çarşanları Análizinde Kullandıran Örneklem Şirketler

Şirket	Ölçü	Açıklama
Curtiss-Wright Corp.	Amerika	Curtiss-Wright Corporation hassas bileşenleri ve sistemleri tasarılamakta ve üretilmektedir. Şirketin sistemleri, havacılık, otomotiv, gemi yapımı, petrol, petrokimya, tıbbi ekipmanları, enerji üretimi, metal işleme ve yanıcı ve kurtarma sektörlerine mühendislik hizmetleri sunmaktadır.
Raytheon Technologies Corp.	Amerika	Şirket, havacılık yapları, avyonikler, İP mekanları, mekanik sistemler, görev sistemleri, uçağ motorları, güv ve kontrol sistemleri, radarlar, yazılımlar ve diğer ürünler gibi yenilikçi çözümler sunmak için teknoloji tekniklerine ve mühendislik ekipplerine odaklanmaktadır.
Lockheed Martin Corp.	Amerika	Lockheed Martin Corporation, öncelikle İleri teknoloji Ürün ve hizmetleri araştırır, tasarlayan, geliştirilen, üreten ve entegre eden küresel bir güvenlik şirkettidir.
Northrop Grumman Corp.	Amerika	Northrop Grumman Corporation küresel bir güvenlik şirkettidir. 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 kurumlar için bir savunma yüklenicisi 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 telesiz sistemleri dahil olmak üzere iletisim ürünlerini ve sistemleri tasarıflar, geliştirir ve üreter.
Cae Inc.	Canada	CAE, Inc., sivil havacılık, savunma ve güvenlik ve sağlık hizmetleri müşterileri için simülasyon teknolojisi dayalı eğitim çözümleri ve entegre eğitim hizmetleri sunmaktadır.
Hensoldt Ag	Almanya	Şirket, radar, optik, elektronik harp ve avyonik alanlarında koruma, gözetleme ve durumsal farklılıklarla amaçlı sensör sistemleri sunmaktadır.
Qinetiq Group Plc	İngiltere	QinetiQ Group PLC, İngiliz Hükümetinin savunma araştırma ve geliştirme organizasyonundan oluşturulan bir bilim ve teknoloji araştırma şirkettidir.
Leonardo SpA	İtalya	Leonardo SpA bir teknoloji şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, dünya çapında havacılık, savunma ve güvenlik sektörlerine hizmet vermektedir. Leonardo, helikopterler, uçaqlar, hava yapıları, hava ve uzay sistemleri, deniz savunma elektronik ve savunma sistemleri üzerinde çalışmaktadır.
Saab AB-B	İsviçre	Saab AB bir yüksek teknoloji şirkettidir. Şirket, savunma pazar 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 ilgili, uçağ ekipmanları ve havacılık hizmetleri yer almaktadır.
BAE Systems Plc	İngiltere	BAE Systems plc, gelişmiş savunma ve havacılık sistemleri geliştiren, sunar ve destekler. Grup, askeri uçaklar, sualtı gemileri, danızatörler, radar, avyonik, iletişim, elektronik ve gökdelenli silah sistemleri üretemektedir.
Thales Sa	Fransa	Thales, havacılık ve savunma elektrik sistemleri tasarırlar ve inşa eder. Uçuş güvenliği sistemleri, avyonik ekipmanları ve navigasyon çözümleri ile telekomünikasyon uyduları, sinyalizasyon sistemleri, hava trafik yönetimi ve bakım hizmetleri sunmaktadır.
Glenair Technology Co Ltd -A	Çin	Glenair Technology Co., Ltd. telekomünikasyon ekipmanlarından, Elektronik ürünler, elektronik komponentler, bilgisayar donanım ve yazılımları, görüntü ve veri aktarımı teknikleri, network mühendisliği, endüstriyel otomasyon, sistem entegrasyonu, uydu yer alma tesisleri mühendislik tasarımını ve her türlü mal ihraçları ve ihaleleri yapmaktadır.
Elbit Systems Ltd	İsrail	Elbit Systems Ltd. entegre savunma sistemleri tasarlamakta, geliştirmekte ve tedarik etmektedir. Şirket ayrıca askeri elektronik sistem ve ürünlerini tasarlamaktadır. Geliştirmekte, üretmekte, pazarlamakta ve desteklemektedir.
Imco Industries Ltd	İsrail	Imco Industries Ltd. askeri savunma sistemleri üretemektedir. Şirket, zırhlı araçlar, tanklar ve askeri gemiler için elektronik, elektrik, elektromekanik ve mekanik sistem ve alt sistemlerin geliştirilmesi, tasarımını ve imalatı konusunda İsrail, Amerika Birleşik Devletleri ve Türk savunma kuruluşlarına hizmet vermektedir.

Piyasa Çarpanları

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

BİST Teknoloji Grubu

Faaliyet alanı ve finansal benzerlikler dikkate alındı. Şirket savunma sanayiline 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 borçluk açısından Şirket'e benzer olduğu dikkat çekmektedir. SDT'nin projelerindeki EBITDA marjinin 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 öneklemle dahil edilmemiştir. Şirketlerin EV/EBITDA ve F/K çarpanlarına %50'şer ağırlık verilerek değer tespiti yapılmıştır. Çarpanlarda kullanılabilecek 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.

BİST Teknoloji Şirketleri		PD (MilyonTL)	EV / EBITDA 2022/09	EV / Satışlar 2022/09	F/K 2022/09	PD/DD 2022/09	Net Satış Artışı		EBITDA Artışı	2022/09	2022/09	2022/09
BİST Kodu	Şirket Adı						2020-2022/09 YBBO(%)	2020-2022/09 YBBO(%)				
ALCTL	Alcatel Lucent Teletas	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	
ARMADA	Armeda 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	Datalogate 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%	6,3%	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	Fonel 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)	
INDES	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	Karei 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	Mia 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	Netaş Telekom.	2.778	(13,9)	1,1	(4,8)	602,6	22,8%	A.D	-7,9%	-376,9%	223,92	
PAPIL	Papillon 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 ömeklem gruplarında piyasa yaklaşımından değer bulunurken F/K ve EV/EBITDA çarpanları kullanılmış olup ilgili çarpanların şirketlerin ürettiği değeri daha doğru yansıtıcı düşünsesiniz. PD/DD ve EV/Satış rasyoları değerlemede kullanılmasa da ömeklemelerin ortalama çarpanları yukarıdaki tablolarda gösterilmiştir. Şirketlerin PD/DD rasyoları ROE rasyolarına göre farklılık arz ederken EV/Satış rasyoları daha çok EBITDA marjları ile korelează. Her iki rasyonun da üretilen kar ya da EBITDA ile önemli bir ilişkisi bulunmaktadır. Diğer bir ifade ile PD/DD ve Ev/Satış çarpanları edilen yapıda olmaları nedeniyle yurtçi çarpanlardan değer elde edilirken EV/EBITDA ve F/K çarpanları dikkate alınmıştır. Net kar ve operasyonu dikkate almayan çarpanları değerlendirmede kullanmayı makul görmemektedir. 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 mn TL tutarındaki tek seferlik gelir çıkarılarak yıllıklandırmış kar tespit edilmiştir. Tüm bölgelerde 2022/09 4Ç EBITDA ve net kar verilerine göre çarpan değerlemesi yapılmış ve her 2 yaklaşımı 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**

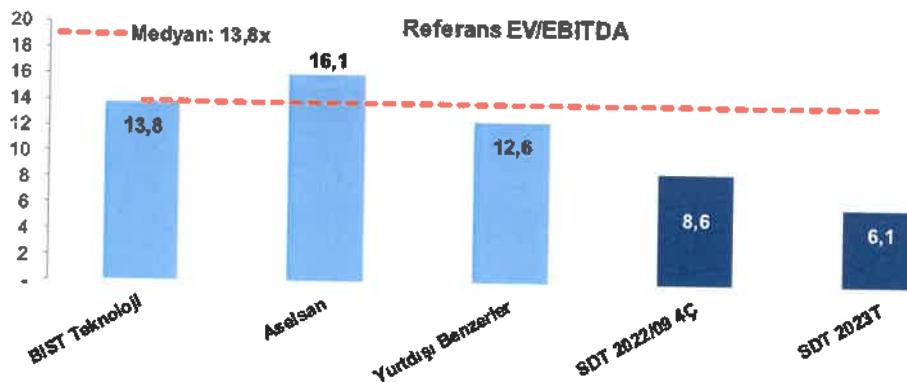
**Halka arz piyasa değeri 2022/09
4Ç ve 2023 beklenen EBITDA
verilerine göre sırasıyla 8,6x ve
6,1x EV/EBITDA çarpanlarına
 işaret etmektedir**

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 benzeyen olsa da muhafazakar tarafta kalmak adına yurtdışı benzer şirket çarpanlarından gelen değere ağırlık verilmemiştir. Bu nedenle nihai değerlerdeme çarpanın %30 oranındaki ağırlığından gelen değer tamamen BIST Teknoloji Şirketlerinin çarpanlarından tespit edilen değeri yansımaktadır. 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 adlı 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			
INA	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 Değerı	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

02.12.2022
Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.



Murat Tanrıöver
Yönetim Kurulu Üyesi

Hüseyin GÜLER
Genel Müdür Yardımcısı