



**ONUR YÜKSEK TEKNOLOJİ A.Ş.
FİYAT TESPİT RAPORU
19.03.2024**



İçindekiler

Yönetici Özeti	7
1. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler	10
1.1. Şirket ve Faaliyetlerine İlişkin Bilgiler	10
1.2. Uzmanlık Alanları	13
1.3. Şirket'in Devam Eden Projelerine İlişkin Bilgiler	13
1.4. Sermaye ve Ortaklık Yapısı	14
2. Şirket'in Finansal Durumuna İlişkin Bilgiler	15
2.1. Varlıklar	15
2.1.1. Dönen Varlıklar	16
2.1.2. Duran Varlıklar	20
2.2. Kaynaklar	23
2.2.1. Kısa Vadeli Yükümlülükler	23
2.2.2. Uzun Vadeli Yükümlülükler	25
2.2.3. Özkaynaklar	27
2.3. Mali Yapı Oranları	28
2.4. Net Nakit Pozisyon	29
2.5. İşletme Sermayesi	29
2.6. Gelir Tablosu ve Faaliyet Sonuçları	30
3. Sektör Hakkında Bilgi	35
3.1. Küresel Savunma Sanayii	35
3.1.1. Türkiye'de Savunma Sanayii	37
3.1.2. OVP (Orta Vadeli Program) / Savunma Sanayii	38
3.1.3. Yurt İçi Savunma Sanayii Dış Ticaret Verileri	38
3.1.4. Savunma ve Havacılık	39
3.2. Yenilenebilir Enerji Teknolojileri	40
3.2.1. Küresel Perspektifle Enerji Sektörü ve Enerji Depolama	40
3.2.2. Türkiye Enerji Piyasası	41
4. Değerleme	43
4.1. Şirket'in USD Cinsinden Mali Tabloları	44
4.2. Değerleme Çalışmasına İlişkin Temel Varsayımlar	46
Sermaye Maliyeti	46
Vergi Oranı	47
Değerlemeye İlişkin Diğer Önemli Hususlar	48
4.3. GES Tesislerinin Değerlemesi	48
4.3.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi - Enerji	49
4.3.2. Çarpan Analizi Yöntemi - Enerji	50

4.3.2.1.	Yurt İçi Çarpan Analizi.....	51
4.3.2.2.	Yurt Dışı Çarpan Analizi	52
4.3.3.	GES Tesisleri Değerlemesi Sonucu.....	54
4.4.	İletişim ve Havacılık Teknolojilerinin Değerlemesi.....	55
4.4.1.	İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi (İNA) - İletişim ve Havacılık	56
4.4.2.	Çarpan Analizi Yöntemi - İletişim ve Havacılık	59
4.4.2.1.	Yurt İçi Çarpan Analizi.....	60
4.4.2.2.	Yurt Dışı Çarpan Analizi	62
4.4.3.	İletişim ve Havacılık Faaliyetleri Değerleme Sonucu	64
4.5.	OYT Şirket Değeri.....	65
EK - 1:	Değerleme Raporu Sorumluluk Beyanı.....	66
EK - 2:	Yetkinlik Beyanı.....	67
EK - 3:	USD Finansal Tablolar.....	68

KISALTMALAR	TANIMLAR
3238 SAYILI KANUN	Savunma Sanayiinin Geliştirilmesi ve Türk Silahlı Kuvvetlerinin Modernizasyonu Hakkında Kanun
5746 SAYILI KANUN	12.03.2008 Tarihli ve 26814 Sayılı Resmî Gazete’de Yayımlanan 5228 Sayılı Bazı Kanunlarda ve 178 Sayılı Kanun Hükmünde Kararnamede Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun
A.Ş.	Anonim Şirket
AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ABD DOLARI, USD	Amerika Birleşik Devletleri Para Birimi
ANKA	Orta İrtifa Uzun Havada Kalışlı (Male İHA Sistemi)
ANY/ANY PARTNERS	Any Partners Bağımsız Denetim A.Ş.
ARACI KURULUŞ/ARACI KURUM	Global Menkul Değerler A.Ş., Global Menkul
AR-GE	Araştırma ve Geliştirme
ASELSAN	Askeri Elektronik Sanayii Anonim Şirketi
BİAŞ/BİST	Borsa İstanbul A.Ş.
COVID-19	Koronavirüs Hastalığı
DEHATA	Deniz Hava Telsiz Komuta ve Röle Ağı
DETTA	Deniz Telsiz Taktik Ağı
DHMI	Devlet Hava Meydanları İşletmesi
DZ.K.K.	Deniz Kuvvetleri Komutanlığı
ELD	Entegre Lojistik Destek
EPC	Mühendislik, Tedarik ve Kurulum
EPDK	T.C. Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu
ETKB	Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı
EURO/AVRO	Avrupa Para Birimi
EÜAŞ	Elektrik Üretim A.Ş.
EVDS	Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
FAVÖK	Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr
GES	Güneş Enerji Santrali
GW	Gigawatt
GWS	Gigawatt Saat
HALKA ARZ EDEN PAY SAHİBİ	Cengiz DEDE, Noyan Burçin DEDE, Tolga DEDE, Nurgül DEDE
HALKA ARZ EDİLEN PAYLAR	Sermaye Artırım Suretiyle İhraç Edilecek Beheri 1,00 TL Nominal Değerli 12.830.000 Adet Pay ile Ortak Satışı Yolu İle Satılacak Beheri 1,00 TL Nominal Değerli 6.900.000 Adet Pay Olmak Üzere Toplam 19.730.000 Adet (B) Grubu Pay
HAVELSAN	Hava Elektronik Sanayii
HF	High Frequency - Yüksek frekans
HSTA	Hava Savunma Telsiz Ağı
ILS	Aletli İniş Sistemleri
ISIN	International Securities Identification Number – Uluslararası Menkul Kıymet Tanımlama Numarası
İDA	İnsansız Deniz Aracı

İHA	İnsansız Hava Aracı
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımları
KWS	Kilowattsaat
LTD. ŞTİ.	Limited Şirketi
MARMARAY	Türkiye'nin İstanbul Şehrinde Hizmet Veren Banliyö Treni Sistemi
MDV	Maddi Duran Varlıklar
MSG	Market Statsville Group
MW	Megawatt
MWE	Megawatt Elektrik
MWH	Megawatt Saat
MWP	Kurulu Güç
N.A.	Uygun değil
NATO	Kuzey Atlantik Anlaşması Örgütü
ONDA	Fas Havalimanları İşletmeciliği
OVP	Orta Vadeli Program
Pay Tebliği	Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22.06.2013 tarihli 28685 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanmış VII-128.1 Pay Tebliği
PTF	Piyasa Takas Fiyatı
PWC	Pricewaterhousecoopers International Limited – Finansal hizmetler şirketi
RES	Rüzgâr Enerji Santrali
SASAD	Savunma ve Havacılık Sanayii İmalatçılar Derneği
SCADA	Denetimsel Kontrol ve Veri Toplama (Supervisory Control and Data Acquisition)
SIPRI	Stockholm Uluslararası Barış Araştırmaları Enstitüsü (Sipri - Stockholm International Peace Research Institute)
SIPRI MILEX	Sipri Askeri Harcama Veritabanı
SİHA	Silahlı İnsansız Hava Aracı
SPK, KURUL	Sermaye Piyasası Kurulu
SSB	Cumhurbaşkanlığı Savunma Sanayii Başkanlığı
ŞİRKET/İHRAÇÇI/OYT	Onur Yüksek Teknoloji A.Ş.
T.C.	Türkiye Cumhuriyeti
TAFICS	Turkish Armed Forces Integrated Communications System (Türk Silahlı Kuvvetleri Entegre Haberleşme Sistemi)
TCDD	Türkiye Cumhuriyeti Devlet Demiryolları
TEİAŞ	Türkiye Elektrik İletim A.Ş.
TFRS	Türkiye Finansal Raporlama Standardı
TİC.	Ticaret
TL	Türk Lirası
TMS	Türkiye Muhasebe Standartları
TTSG	Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi
TUSAŞ	Türk Havacılık Uzay Sanayii Anonim Şirketi
TÜBİTAK	Türkiye Bilimsel ve Teknik Araştırmalar Kurumu
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
TWS	Terawatt Saat
UHF	Ultra High Frequency - Ultra Yüksek Frekans

USD	Amerika Birleşik Devletleri Doları
USDTRY	Amerika Birleşik Devletleri Doları'nın Türk Lirası Karşısındaki Değerini Gösteren Parite
ÜR-GE	Üretim Geliştirme
VCS	Voice Communication System (Ses Haberleşme Sistemi)
VHF	Çok Yüksek Frekans (Very High Frequency)
VOIP	IP Tabanlı Ses Haberleşme
VRS	Ses Kayıt Sistemi (Voice Recording System)
VTMIS	Vessel Traffic Management Information System (Gemi Trafik Yönetimi Bilgi Sistemi)
YAG	Yatırım Amaçlı Gayrimenkul
YDSG	Yurt Dışı Satış Gelirleri
YEKA	Yenilenebilir Enerji Kaynak Alanları
YEKDEM	Yenilenebilir Enerji Kaynakları Destekleme Mekanizması

Yönetici Özeti

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 1. fıkrası uyarınca halka arz edilecek payların satış fiyatının borsa fiyatından farklı veya nominal değerinden yüksek olması durumunda söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşça fiyat tespit raporu hazırlanması gerekmektedir.

Bu kapsamda; 19.03.2024 tarihli ve GLB KF 2024/02 sayılı işbu rapor, Mutlukent Mah. 1942. Cad. No: 39 06800 Çankaya/Ankara adresinde mukim Onur Yüksek Teknoloji A.Ş. ("Onur", "OYT" ve/veya "Şirket") ile Ağaoğlu My Newwork Barbaros Mah. İhlamur Bul. No: 3/89 K: 9, 34746 Ataşehir/İstanbul adresinde mukim Global Menkul Değerler A.Ş. ("Global Menkul") arasında 22.12.2023 tarihinde imzalanmış olan "Değerleme Raporu ve Fiyat Tespit Raporunun Hazırlanması Sözleşmesi" gereği Şirket'in özsermaye değeri ve beher pay değerinin tespiti amacıyla Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği" gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak hazırlanmıştır.

Şirket ile halka arza aracılık eden Global Menkul arasında çıkar çatışması veya herhangi bir menfaat çatışması bulunmamaktadır. Global Menkul ve Şirket arasında herhangi bir sermaye ilişkisi yoktur. Global Menkul'ün halka arz işlemi nedeniyle elde edeceği aracılık komisyonu haricinde doğrudan ya da dolaylı olarak halka arzın başarısına bağlanmış bir ekonomik çıkarı bulunmamaktadır.

Şirket Özeti:

Şirket'in başlıca faaliyetleri; gerek sivil gerek savunma sanayine yönelik askeri projelerde kullanılmak üzere görev kritik (mission critical) ses ve veri haberleşme sistemlerine yönelik yüksek teknoloji elektronik donanım ürünlerinin tasarımı ve mühendislik hizmetlerinin yürütülmesi, geliştirilen donanımlarda çalışacak nitelikli yazılım bileşenlerinin geliştirilmesi, geliştirilen ürünlerin uluslararası standartlara uyumluluğunun sağlanması, üretimi, entegrasyonu, sistemlerin yurt içinde ve yurt dışında kurulumu ve hizmete verilmesi faaliyetlerinin yürütülmesi ve bu sistemlerin satış sonrası destek hizmetlerinin sağlanmasıdır.

Şirket iletişim ve havacılık alanında yürütmüş olduğu faaliyetlerin yanında, yenilenebilir enerji (GES ve RES) üretim tesislerine ilişkin teknolojiler geliştirilmesi, santral sahası ve proje geliştirilmesi, üretim tesisleri inşasına ilişkin mühendislik, proje yönetimi, satın alma ve yapım faaliyetlerinin anahtar teslimi ve bu kapsamda yatırımlar yapılması, enerji üretim tesislerinin işletilmesi ve elektrik üretiminden gelir elde edilmesi konularında faaliyetler yürütmektedir. Şirket'in halihazırda toplam 11,45 MWp kurulu güçte iki adet GES tesisi bulunmaktadır.

İşbu değerlendirme raporunun "Sonuç" bölümünde belirtildiği üzere değerlendirme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları Modeli ve Çarpan Analizi Yöntemi eşit ağırlıklandırılmış olup, %30,64 iskontolu 2.474.928.764 TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. Şirket'in halka arz öncesi ödenmiş sermayesine bölünmesiyle halka arz öncesi beher pay değeri iskontosuz 71,36 TL olarak hesaplanmıştır. Uygulanan %30,64 halka arz iskontosuz neticesinde pay başına beher değer 49,50 TL olarak hesaplanmıştır. Özet tablo aşağıda yer almaktadır.

Değerleme Sonucu	Hesaplanan Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
Yurt İçi Çarpanlara Göre Firma Değeri (USD)	100.276.638	25%	25.069.159
Yurt Dışı Çarpanlara Göre Firma Değeri (USD)	92.770.425	25%	23.192.606
İNA Modeline Göre Firma Değeri (USD)	107.506.505	50%	53.753.253
Ağırlıklandırılmış Firma Değeri (USD)		100%	102.015.018
GES'lerin Firma Değeri (USD)			16.889.173
GES'ler Dahil Toplam Firma Değeri (USD)			118.904.192
Net Borç Pozisyonu (USD)			-8.559.561
Şirket Özsermaye Değeri (USD)			110.344.631
Şirket Özsermaye Değeri (TL)			3.568.236.396
<i>Halka Arz İskontosu</i>			<i>30,64%</i>
İskontolu Özsermaye Değeri (USD)			76.535.036
19.03.2024 USD/TL Döviz Satış Kuru			32,3372
İskontolu Özsermaye Değeri (TL)			2.474.928.764
İskontolu Pay Değeri (TL)			49,50

Değerleme Sonuç Tablosu - Hesaplama Global Menkul

Şirket'in çıkarılmış sermayesinin 50.000.000 TL'den 62.830.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle artırılabilecek 12.830.000 TL nominal değerli 12.830.000 adet B Grubu pay ve mevcut ortaklardan Cengiz DEDE'ye ait 3.200.000 TL nominal değerli 3.200.000 adet (B) Grubu hamiline yazılı paylar, Noyan Burçin DEDE'ye ait 1.600.000 TL nominal değerli 1.600.000 adet (B) Grubu hamiline yazılı paylar, Tolga DEDE'ye ait 1.600.000 TL nominal değerli 1.600.000 adet (B) Grubu hamiline yazılı paylar, Nurgül DEDE'ye ait 500.000 TL nominal değerli 500.000 adet (B) Grubu hamiline yazılı paylar olmak üzere Cengiz DEDE, Noyan Burçin DEDE, Tolga DEDE ve Nurgül DEDE tarafından halka arz edilecektir. Halka arza ilişkin özet bilgiler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Halka Arza İlişkin Bilgiler (TL)	
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri	3.568.236.396
<i>Halka Arz İskontosu</i>	<i>30,64%</i>
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri	2.474.928.764
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermayesi	50.000.000
Sermaye Artırımı Nominal Pay Tutarı	12.830.000
Ortak Satışı Nominal Pay Tutarı	6.900.000
<i>Cengiz DEDE</i>	<i>3.200.000</i>
<i>Noyan Burçin DEDE</i>	<i>1.600.000</i>
<i>Tolga DEDE</i>	<i>1.600.000</i>
<i>Nurgül DEDE</i>	<i>500.000</i>
Halka Arz Edilecek Nominal Pay Tutarı	19.730.000
Halka Arz Büyüklüğü	976.635.000
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermayesi	62.830.000
<i>Halka Açıklık Oranı</i>	<i>31,40%</i>

Halka Arz Özet Tablosu - Hesaplama Global Menkul

Proje Ekibi:

Global Menkul Değerler A.Ş. Kurumsal Finansman Departmanı işbu raporu hazırlayabilmek için gerekli ehliyet, tecrübe ve teknik altyapıya sahiptir. Değerleme ekibi aşağıdaki gibidir.

Kadir Berkay Aytekin, Global Menkul Değerler A.Ş.'de Kurumsal Finansman Genel Müdür Yardımcısı olarak görev yapmaktadır. Değerleme projesinde kontrolör olarak görev almıştır. Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı (Belge No: 206996) ve Türev Araçlar Lisansı'na (Belge No: 303457) sahip Kadir Berkay Aytekin; kurumsal finansman alanında Şirket halka arzları, borçlanma araçları piyasası işlemleri, şirket değerlendirme ve due diligence (durum tespiti) projeleri ve diğer birçok sermaye piyasası iş ve işlemlerinde görev almıştır.

Yiğit Engiz, Global Menkul Değerler A.Ş.'de Kurumsal Finansman Kıdemli Müdürü olarak görev yapmaktadır. Değerleme çalışması Yiğit Engiz tarafından yürütülmüştür. Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı'na (Belge No: 903400) sahip Yiğit Engiz; kurumsal finansman alanında borçlanma araçları piyasası işlemleri, şirket halka arzları, değerlendirme projeleri ve diğer birçok sermaye piyasası projelerinde görev almıştır.

Bünyamin Dilsiz, Global Menkul Değerler A.Ş.'de Kurumsal Finansman Uzmanı olarak görev yapmaktadır. Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı'na (Belge No: 926133) sahip Bünyamin Dilsiz; kurumsal finansman alanında borçlanma araçları piyasası işlemleri, şirket halka arzları, değerlendirme projelerinde görev almıştır.

Değerleme Çalışması Sırasında Uygulanan Etik ilkeler ve sınırlamalar:

- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket ortaklarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Global Menkul, önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Görev, bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Değerleme çalışmasında kullanılan yaklaşım ve yöntemler değerlemenin amacına uygun şekilde değerlendirilmiş ve belirlenmiştir.
- Global Menkul, değerlemede kullanılan analiz verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Tarafımıza sunulan bilgi ve belgelerin doğru ve eksiksiz olduğu konusunda makul dikkat ve özen gösterilmiş ve bunun sonucunda, sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu çerçevede bilgi ve belgelerin doğruluğu ayrıca denetlenmemiştir. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte, Global Menkul elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını taahhüt edememektedir. Global Menkul tarafından projeksiyon dönemine ait verilerin

oluşturulmasında, Şirket'in geçmiş faaliyet ve finansal sonuçları ile gelecek yıllara ilişkin beklentileri dikkate alınmıştır. Global Menkul olarak, Şirket'in geçmiş finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakâr bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir.

1. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler

1.1. Şirket ve Faaliyetlerine İlişkin Bilgiler

Şirket, Mutlukent Mahallesi 1942nci Cadde No: 39-41 Ümitköy, Çankaya-ANKARA adresinde faaliyet göstermektedir.

Toplam 2.275 m² üzerine oturan 3.604 m² kapalı alana sahip tesiste AR-GE Merkezi olarak faaliyet gösteren bir bina ve merkez ofis binası bulunmaktadır. Tesis, AR-GE faaliyetlerinin yanı sıra geliştirilen ürünlerle ilgili üretim faaliyetlerinin yapıldığı alan, hammadde ve mamullerin depolama alanları, mühendislik ve yazılım hizmetlerinin verildiği alanlar, üretilen ürünlerin test edildiği alanlar ile idari ve sosyal alanlardan oluşmaktadır.

Şirket'in sahip olduğu, toplam 11,45 MWp kurulu güce sahip Güneş Enerji Santrali (GES) tesislerinin biri Kahramanmaraş ili Türkoğlu ilçesi Kuyumcular mahallesi 245 ada 1 parselde diğeri ise Osmaniye ili, Hasanbeyli ilçesi Merkez mahallesi 325 ada 327 parselde faaliyette bulunmaktadır.

Şirket'in, merkez yerleşke için Milli ve NATO Tesis Güvenlik Belgeleri yanında Üretim Müsaade Belgeleri de bulunmaktadır. Şirket tesisleri "Savunma Sanayii Güvenliği Yönetmeliği" kapsamında tesis güvenliği için alınması gereken fiziki önlemler, ulaşım bakımından alınması gereken fiziki önlemler, ziyaretçiler ve güvenlik belgeleri ve onlara ilişkin denetimler ile ilgili düzenlemeler kapsamında faaliyet göstermektedir.

31.12.2023 tarihli finansal tablo dönemi itibarıyla Şirket'in 157 çalışanı bulunmaktadır.

Şirket 1980 yılında Ankara'da süresiz olarak kurulmuştur. Şirket kuruluş yıllarında Türk Silahlı Kuvvetleri ve NATO bünyesindeki çeşitli unsurların kritik haberleşme ihtiyaçlarına yönelik nitelikli projelerde HF/VHF/UHF telsiz sistemleri tedariki ve entegrasyonları gerçekleştirmiştir. Haberleşme alanında uzmanlığını geliştiren Şirket; Türk Silahlı Kuvvetleri'nin kendisine tahsisli, güvenilir bir haberleşme şebekesine sahip olması amacıyla başlatılan TAFICS (Turkish Armed Forces Integrated Communications System) projesi kapsamında yaklaşık 1.200 kilometrelik fiber optik kablo şebekesi tesis ederek, Türkiye'de bu alanda iş yapan ilk şirket olmuştur. Bu alanda kazanılan referanslar sayesinde Şirket, Türk Telekom A.Ş. ile imzaladığı sözleşme kapsamında 1995 - 2002 yılları arasında çeşitli şehirlerde haberleşme altyapıları tesis etmiştir.

Şirket, gerçekleştirildiği projelerden edinilen mühendislik altyapısı sayesinde 2000'li yıllardan itibaren hem sivil hem savunma sanayii projelerinde uluslararası firmaların iş ortağı, alt yüklenicisi veya ortağı olarak yer almaya başlamıştır. 2000 - 2010 yılları arasında Şirket:

- NATO tarafından yürütülen ve Hava Kuvvetleri unsurları ile Deniz Kuvvetlerine ait gemiler arasında koordinasyon için güvenli bir haberleşme altyapısı oluşturan SSSB (Ship Shore Ship Buffer), TASMO (Tactical Air Support for Maritime Operations) ve ADCAB Projelerinin kurulum ve entegrasyonlarını,
- Hava Kuvvetleri Komutanlığı için mobil hava trafik kontrol kulesi tasarımı ve üretimi, Ana Jet Üs Komutanlıkları Fiziki Korumalı Muhabere Sistemleri tedariki, hava trafik kontrol kuleleri modernizasyonu, hava sahası yönetim merkezleri haberleşme sistemleri kurulumu ve entegrasyonunu,

- Deniz Kuvvetleri Komutanlığı ve Sahil Güvenlik Komutanlığı ihtiyaçları için gerçekleştirilen MELTEM-II projesi kapsamındaki yer istasyonları kurulum ve entegrasyonlarını,
- Deniz Kuvvetleri Komutanlığı emrindeki yüzer unsurlara seyrüsefer radarları ve WECDIS (Warship Electronic Chart System) kurulumu ve entegrasyonunu,
- Sahil Güvenlik Komutanlığı emrindeki yüzer unsurlara WAIS (Warship Automatic Identification System), ECDIS (Electronic Chart Display and Information System) ve ECS (Electronic Chart System) sistemlerinin kurulum ve entegrasyonunu,
- Denizcilik Müsteşarlığı tarafından yürütülen bir proje kapsamında İstanbul ve Çanakkale boğazlarındaki gemi trafiğinin kontrolü amacıyla Gemi Trafik Kontrol ve Yönetim Bilgi Sistemi (Vessel Traffic Control and Management System–VTMIS) kurulum ve entegrasyonunu,
- Meteoroloji Genel Müdürlüğü için 13 adet C-BAND Doppler Meteoroloji radarı ve iki adet HF Dalga Radarı kurulumu ve entegrasyonunu,
- Komşu ülkelerdeki sivil havacılık servis sağlayıcılarının ihtiyaçlarına yönelik anahtar teslim seyrüsefer sistemleri tedariki ve entegrasyonlarını,

gerçekleştirerek görev kritik komuta kontrol ve haberleşme sistemlerine yönelik ileri mühendislik yeteneğine sahip Türkiye’deki sayılı firmalardan biri haline gelmiştir.

Özellikle Hava Kuvvetleri Komutanlığı için gerçekleştirilen projelerde yurt içinde üretimi olmadığı için yurt dışından tedarik edilen ses haberleşme sistemlerine yönelik ihtiyacı gören Şirket yıllar içinde artan alan uzmanlığının sağladığı özgüvenle stratejik bir karar alarak kendi özkaynakları ile yeni nesil IP tabanlı ses haberleşme sistemi geliştirilmesi için bir AR-GE projesi başlatmıştır. Kavramsal tasarımları özkaynaklarla gerçekleştirilen ilk ürün prototiplerinin başarılı olması sonrasında ürünün uluslararası standartlarla uyumlu hale getirilmesi için TÜBİTAK AR-GE programları çerçevesinde destek alınmış ve tasarımların ürünlere dönüştürülmesi için gerekli altyapı tesis edilmiştir.

Savunma sanayinde stratejik olarak yerli ve milli çözümlerin daha etkin kullanımına yönelik alınan kararlar çerçevesinde Savunma Sanayii Başkanlığı (SSB) tarafından ülke askeri hava sahasının yönetiminde kullanılmak üzere yeni nesil IP (Internet Protocol) tabanlı ses haberleşme ve kayıt ihtiyaçları çerçevesinde Şirket’teki alan uzmanlığının değerlendirilmesine karar verilmiştir. 2012 yılında Şirket ile Savunma Sanayii Başkanlığı (SSB) arasında imzalanan “Hava Savunma Telsiz Ağı – HSTA Projesi” sözleşmesi ile Şirket’teki bilgi birikiminin taktik sahaya uygulanacak ürünlere dönüşümü başlatılmıştır. Proje kapsamında kazanılan yeteneklerin beğeni toplaması üzerine HSTA projesinin ikinci fazı imzalanmış ve ürünlerin Hava Kuvvetleri Komutanlığı bünyesindeki tüm hava trafik kontrol kuleleri ve kontrol ihbar merkezlerine yaygınlaştırılması gerçekleştirilmiştir.

Özellikle telsiz sistemleri entegrasyonu ve IP tabanlı ağ teknolojileri kapsamında dünyada çok az firmada bulunan görev kritik (yedekli) ve gerçek zamanlı (real-time) ses ve veri haberleşme sistemleri tasarlanması konusunda deneyim kazanan Şirket, Deniz Kuvvetleri Komutanlığı’nın platformları arası veri haberleşme ihtiyaçları çerçevesinde “Deniz Telsiz Taktik Ağı – DETTA Projesi” için SSB ile 2016 yılında sözleşme imzalamıştır. Bu proje ile Şirket ikinci ürün grubu olarak Veri Haberleşme Sistemleri Grubu kurulmuştur. Geliştirilen entegre ses ve veri haberleşme sistemlerinin yetkinliği Sahil Güvenlik Komutanlığı tarafından da tercih edilmiş ve fazlar şeklinde tüm Türkiye’ye yaygınlaştırılmak üzere modellenen SAHİL-NET Deniz projesinin ilk fazı 2019 yılında SSB ile imzalanmıştır.

Kritik sistemlerin özgün olarak yerleştirilmesini sağlayan OYT, havacılığa yönelik seyrüsefer sistemleri entegrasyonları konularındaki projelerini artırarak başarı ile yürütmektedir.

Günümüz itibarıyla Şirket;

- Savunma Sanayii Başkanlığı (SSB) bünyesindeki projeleri ana yüklenici olarak üstlenebilecek bilgi birikimine, tecrübeye ve kaynaklara sahip, sayılı yerli ve milli firma arasında yer almaktadır ve savunma sanayinde yürütülen pek çok projede Şirket tarafından geliştirilen ses ve veri haberleşme ürünleri tercih edilmektedir.
- Ses haberleşme sistemleri çözümleri ile taktik sahada kendini kanıtlamış, uluslararası standartlarla uyumlu, yerli ve milli yüksek teknoloji çözümlerini ulusal ve uluslararası son kullanıcılara rekabetçi olarak pazarlayan bir aktör haline gelmiştir. Türkiye’de aldığı olumlu referanslar sonrasında çözümleri 4 kıtaya ihraç edilmiş olup İHA/SİHA projeleri dahil çeşitli hava trafik yönetimi ve kontrolü ihtiyaçları çerçevesinde etkin olarak kullanılmaktadır.
- Veri haberleşme sistemleri çözümleri mavi vatanın korunmasında ihtiyaç duyulan taktik haberleşme altyapısını sağlamaktadır ve bu yetkinliğin her türlü insanlı ve insansız platforma entegrasyonu için proje görüşmeleri devam etmektedir.
- Geliştirilen ürünlerin çift kullanımlı olması sayesinde hem sivil hem de savunma sanayine hizmet vermekte ve sektörlerdeki dönemsel dalgalanmalardan asgari etkilenmektedir.
- Yüksek hacimli ihracat projelerinde ürünlerinin yurt dışında konuşlu sistem entegratörleri tarafından Şirket lisansı altında üretimi için görüşmeleri devam etmektedir.
- Geliştirilen ürünlerin rekabetçiliğinin korunması adına düzenli olarak AR-GE faaliyetleri yürütmektedir.
- Yurt içinde ve yurt dışındaki 1. seviye (Tier-1) sistem entegratörü firmalarla stratejik iş birliği anlaşmaları imzalayarak ürünlerinin ihraç edilmesine yönelik pazarlama faaliyetleri gerçekleştirmektedir.
- Bünyesinde geliştirilen ürünlere ek olarak köklü bir geçmişe sahip olduğu havacılık sistemleri entegrasyonu projeleri de artan bir hacim ve portföy çerçevesinde devam ettirmektedir.

2015 yılında adım attığı yenilenebilir enerji teknolojileri alanında proje geliştirme, anahtar teslimi GES EPC hizmeti ve güneş takip sistemleri üretimi konularında tecrübe kazanmıştır. Bünyesinde bulundurduğu 11,45 MWp kurulu güce sahip GES portföyüne ilave olarak Şirket, planladığı yatırımları halka arz sonrası hayata geçirerek mevcut elektrik üretim kapasitesini dört yıl içerisinde 12 kattan fazla artırarak 250 milyon kW's seviyesinin üzerine çıkarma hedefindedir.

11.02.2022 tarihinde Şirket'in ticaret unvanı "Onur Yüksek Teknoloji Anonim Şirketi" olarak değiştirilmiştir. Yine aynı tarihte sermayesi geçmiş yıl kârlarından karşılanarak 30.000.000 TL'ye çıkartılmıştır. 11.02.2022 tarihinde Şirket'in şube unvanı "Onur Yüksek Teknoloji Anonim Şirketi AR-GE Merkezi Şubesi" olarak değiştirilmiştir.

07.03.2022 tarihinde Şirket sermayesini, geçmiş yıl kârı ve özel fonlardan karşılanmak üzere 50.000.000 TL'ye çıkarmıştır.

Şirket'in 28.07.2023 tarihli genel kurul toplantısında, Onur Yenilenebilir Enerji A.Ş. ve Sunl Yenilenebilir Enerji Üretim Ltd. Şti. şirketlerinin 31.05.2023 bilançoları ile bütün aktif ve pasifleriyle birlikte kül halinde Şirket tarafından devralınması ve bu surette birleşmesine karar verilmiş olup, birleşme sözleşmesi birleşmeye katılan şirketlerin yönetim organlarına 23.06.2023 tarihinde imzalanmıştır. Birleşme işlemi nedeniyle Şirket'in sermayesinde herhangi bir artırım olmamış ve esas sözleşmesinde herhangi bir değişiklik gerçekleşmemiştir.

Şirket'in birleşmeye ilişkin genel kurul kararı, TTSG'nin 10.08.2023 tarih ve 10890 sayılı nüshasında ilan edilmiştir.

1.2. Uzmanlık Alanları

Şirket'in uzmanlık alanları aşağıdaki gibidir:

➤ İletişim ve Havacılık Teknolojileri

- Ses Haberleşme Sistemleri
 - Askeri Ses Haberleşme ve Kayıt Sistemleri
 - Sivil Havacılık Ses Haberleşme ve Kayıt Sistemleri
 - Platformlar için Entegre Ses Haberleşme Sistemleri
 - Ulaştırma Sistemleri için Ses Haberleşme ve Kayıt Sistemleri
 - Diğer Komuta Kontrol Uygulamaları
 - Bakım ve Destek Projeleri
- Veri Haberleşme Sistemleri
 - Hareketli Platformlar için Entegre Veri Haberleşme Sistemleri
 - İnsansız Sistemler için Entegre Veri Haberleşme Sistemleri
 - Akıllı Veri Yönlendirme Sistemleri
 - Kablosuz İletişim Sistemleri
- Havacılık Sistemleri Entegrasyonu
 - Mobil Hava Trafik Kontrol Kulesi
 - Seyrüsefer Sistemleri
 - Hava Trafik Kontrol Sistemleri Entegrasyonu

➤ Yenilenebilir Enerji Teknolojileri

- Elektrik Üretimi ve Ticareti Amaçlı GES ve RES Yatırımları
 - Lisanssız GES Tesisleri
 - Lisanslı Enerji Depolamalı GES ve RES Tesisleri
- Santral Sahası ve Proje Geliştirme
- GES Tesisleri İçin Anahtar Teslimi EPC Hizmetleri
- GES Tesisleri İçin Güneş Takip Sistem Çözümleri Tasarım ve Üretimi

1.3. Şirket'in Devam Eden Projelerine İlişkin Bilgiler

Şirket'in ürünleşme döneminde imzalanan önemli sözleşmeleri aşağıda listelenmiştir:

İdare	Proje Adı	Sözleşme Tarihi	Durumu
SSB	Hava Savunma Telsiz Ağı (HSTA) Projesi (Faz-1) (*)	2012	Tamamlandı
TUSAŞ	TUSAŞ Ses Haberleşme Sistemi Temini (*)	2013	Tamamlandı
TUSAŞ	TUSAŞ Ses Haberleşme Sistemi Temini (*)	2014	Tamamlandı
SSB	Mobil/Sabit Tacan Sistemleri Temini Projesi	2014	Tamamlandı
DHMI	Adana, Gaziantep, Muş, Siirt Havaalanları Ses Haberleşme ve Ses Kayıt Sistemleri (*)	2015	Tamamlandı
SSB	Deniz Telsiz Taktik Ağı Projesi (DETTA) (*)	2016	Devam Ediyor
SSB	Hava Savunma Telsiz Ağı (HSTA) Projesi (Faz-2) (*)	2017	Tamamlandı
DHMI	Aydın, Bingöl, Kastamonu, Ordu-Giresun, Sinop, Şırnak, Van Havaalanları Ses Haberleşme ve Ses Kayıt Sistemleri (*)	2018	Tamamlandı
ELSİTEL / TCDD	Marmaray Ses Haberleşme Sistemi (*)	2018	Devam Ediyor
TUSAŞ	TUSAŞ Ses Haberleşme Sistemi Temini (*)	2019	Devam Ediyor
AELSAN	AELSAN – Ses Haberleşme Projesi #3 (*)	2019	Devam Ediyor
AELSAN	AELSAN – Ses Haberleşme Projesi #6 (*)	2019	Devam Ediyor
AELSAN	AELSAN – Ses Haberleşme Projesi #8 (*)	2019	Devam Ediyor
SSB	SSB Sahil-Net Deniz (Snet) Projesi (*)	2019	Devam Ediyor
ONDA	Fas – Altı Adet Devlet Havalimanı İçin Ses Haberleşme Sistemleri Tesis Edilmesi (*)	2020	Devam Ediyor
KMC / DHMI	Sabiha Gökçen Havaalanı ILS/DME Sistemleri Tesisi	2020	Devam Ediyor
ONDA	FAS – Ifrane Özel Hava Limanı İçin Ses Haberleşme Sistemi Tesis Edilmesi (*)	2020	Devam Ediyor
FAA	FAA – COTS VOIP VCS Sistemi Temini (*)	2020	Devam Ediyor
AELSAN	AELSAN – Ses Haberleşme Projesi #18 (*)	2021	Devam Ediyor
AELSAN	AELSAN – Ses Haberleşme Projesi #5 (*)	2021	Devam Ediyor
AELSAN	AELSAN – Ses Haberleşme Projesi #17 (*)	2021	Devam Ediyor
HEAŞ	Sabiha Gökçen Havaalanı Ses Kayıt Sistemi (*)	2021	Devam Ediyor
İGA	İstanbul Havaalanı Ses Haberleşme Ve Kayıt Sistemi (*)	2021	Devam Ediyor
TUSAŞ	TUSAŞ Ses Haberleşme Sistemi Temini (*)	2021	Devam Ediyor
AELSAN	AELSAN – Ses Haberleşme Projesi #25 (*)	2021	Devam Ediyor
DHMI	DHMI – Beş Adet ILS Sistemi Temin Ve Tesisi	2022	Devam Ediyor
DHMI	DHMI – Beş Adet ILS Sistemi Temin Ve Tesisi – Ek Paket	2022	Devam Ediyor
AELSAN	AELSAN – Ses Haberleşme Projesi #25 – Ek Paket(*)	2022	Devam Ediyor
AELSAN	AELSAN – Ses Haberleşme Projesi #19	2022	Devam Ediyor
AELSAN	AELSAN – Ses Haberleşme Projesi #19 Ek Paketler	2022	Devam Ediyor
AELSAN	AELSAN – Ses Haberleşme Projesi #8-2 Ek Paket 1 (*)	2022	Devam Ediyor
KOZUVA / DHMI	Çukurova Bölgesel Havalimanı VCS VRS Temini Projesi	2022	Devam Ediyor
DHMI	DHMI 6 adet VRS Sistemi Temini Projesi	2022	Devam Ediyor
AELSAN	AELSAN – Ses Haberleşme Projesi #8-2 Ek Paket 2(*)	2022	Devam Ediyor
TUSAŞ	TUSAŞ Ses Haberleşme Sistemi Temini (*)	2023	Devam Ediyor
SSB	SSB Sayısal Deniz Hava Telsiz Komuta ve Röle Ağı (DEHATA) Projesi	2023	Devam Ediyor
AELSAN	AELSAN – Ses Haberleşme Projesi #6 – Ek Paket 1(*)	2023	Devam Ediyor
SSB	Sahil-Net Deniz (Snet) Projesi Ek Paket 1(*)	2022	Devam Ediyor
HAVELSAN	HAVELSAN Haberleşme Sistemi Temini	2023	Devam Ediyor
DEARSAN	DEARSAN Haberleşme Sistemi Temini	2023	Devam Ediyor
AELSAN	AELSAN Haberleşme Sistemi Temini	2023	Devam Ediyor
MUHTELİF	Muhtelif idarelerle imzalanan Satış Sonrası Destek Paketleri	Düzenli	Devam Ediyor

Devam Eden Projeleri Gösterir Tablo - Kaynak: Şirket

(*) Projede Şirket tarafından milli olarak geliştirilip üretilen sistemler kullanılmaktadır.

1.4. Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Şirket kayıtlı sermaye sistemine tabi olmakla beraber, 2022 – 2026 yılları dönemi için geçerli olmak üzere 375.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanına sahiptir. Şirket'in çıkarılmış sermayesi 50.000.000 TL olup payların her birinin nominal değeri 1 TL olmak üzere 50.000.000 adet paya bölünmüştür. Sermayenin tamamı muvazaadan ari olarak ödenmiştir. Payların 5.000.000

TL'lik kısmı (A) Grubu, geri kalan 45.000.000 TL'lik kısmı ise (B) Grubu paylardan oluşmaktadır. A Grubu payların yönetim kuruluna aday gösterme ve genel kurulda oy imtiyazı bulunmaktadır. (B) Grubu payların hiçbir imtiyazı yoktur. Ortaklık yapısını gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Adı Soyadı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		(TL)	(%)	(TL)	(%)
Cengiz DEDE	A	2.000.000	4,00	2.000.000	3,18
	B	10.500.000	21,00	7.300.000	11,62
Noyan Burçin DEDE	A	1.500.000	3,00	1.500.000	2,39
	B	13.500.000	27,00	11.900.000	18,94
Tolga DEDE	A	1.500.000	3,00	1.500.000	2,39
	B	13.500.000	27,00	11.900.000	18,94
Zeynep DEDE ZÜLFİKAR	B	6.250.000	12,50	6.250.000	9,95
Nurgül DEDE	B	1.250.000	2,50	750.000	1,19
Halka Açık	B	-	-	19.730.000	31,40
TOPLAM		50.000.000	100	62.830.000	100

Şirket Ortaklık Yapısı - Kaynak: Şirket

Şirket'in doğrudan veya dolaylı bağlı ortaklığı yoktur.

2. Şirket'in Finansal Durumuna İlişkin Bilgiler

2.1. Varlıklar

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 mali yıllarına ilişkin TMS-29'a göre enflasyon düzeltilmesi yapılmış finansal durum tablosu aşağıda verilmektedir.

TL	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş		
	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
VARLIKLAR			
Dönen Varlıklar			
Nakit ve Nakit Benzerleri	6.882.210	8.475.891	36.858.415
Finansal Yatırımlar	680.212	11.998	27.327
Ticari Alacaklar	139.379.132	99.170.406	150.898.679
<i>İlişkili Taraflar</i>	<i>118.390</i>	<i>740.567</i>	<i>342.045</i>
<i>Diğer Taraflar</i>	<i>139.260.742</i>	<i>98.429.839</i>	<i>150.556.634</i>
Diğer Alacaklar	20.908.928	18.901.036	12.876.075
<i>İlişkili Taraflar</i>	<i>20.841.338</i>	<i>16.420.887</i>	<i>12.623.254</i>
<i>Diğer Taraflar</i>	<i>67.590</i>	<i>2.480.149</i>	<i>252.821</i>
Sözleşme Varlıkları	155.133.148	214.373.250	95.251.202
Stoklar	78.770.451	130.639.975	10.632.966
Peşin Ödenmiş Giderler	10.682.762	9.542.430	9.119.437
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	30.190	3.786	-
Diğer Dönen Varlıklar	1.163.564	10.359.841	870.914
TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR	413.630.597	491.478.613	316.535.015
Duran Varlıklar			
Finansal Yatırımlar	823.865	823.865	-
Diğer Alacaklar	172.041	321.569	451.752
<i>Diğer Taraflar</i>	<i>172.041</i>	<i>321.569</i>	<i>451.752</i>
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	18.837.000	15.999.450	11.728.210
Maddi Duran Varlıklar	682.997.508	547.384.828	549.061.237
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	254.784.376	220.999.002	212.345.543
Peşin Ödenmiş Giderler	18.428	-	-
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Duran Varlıklar	224.921	228.645	375.595
TOPLAM DURAN VARLIKLAR	957.858.139	785.757.359	773.962.337
TOPLAM VARLIKLAR	1.371.488.736	1.277.235.972	1.090.497.352

Bilanço Verileri - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

2.1.1. Dönen Varlıklar

Dönen Varlıklar (TL)	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2023	31.12.2022
				31.12.2022	31.12.2021
				Değişim	Değişim
Dönen Varlıklar	413.630.597	491.478.613	316.535.015	-16%	55%

Dönen Varlıklar - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in dönen varlıkları 31.12.2023 ve 31.12.2022 tarihlerinde bir önceki dönemlere göre sırasıyla -%16 ve %55 oranında değişim göstermiştir. 31.12.2023, 31.12.2022 ve 31.12.2021 dönemlerinde dönen varlıkların toplam varlıklara oranı sırasıyla %30, %38 ve %29 düzeyindedir.

Nakit ve Nakit Benzerleri (TL)	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2023	31.12.2022
				31.12.2022	31.12.2021
				Değişim	Değişim
Kasa	23.219	28.707	154.029	-19%	-81%
Banka	6.858.991	8.447.184	36.704.386	-19%	-77%
Toplam	6.882.210	8.475.891	36.858.415	-19%	-77%

Nakit ve Benzeri - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in nakit ve benzerleri kalemi, 31.12.2023, 31.12.2022 ve 31.12.2021 tarihlerinde sırasıyla 6.882.210 TL, 8.475.891 TL ve 36.858.415 TL olarak gerçekleşmiştir. Aynı sıraya göre nakit ve benzerleri kaleminin toplam varlıklara oranı %0,5, %0,66 ve %3,38 olarak gerçekleşmiştir.

Nakit ve nakit benzerleri kalemi, 2023/12 döneminde bir önceki döneme göre %19 azalmıştır. Söz konusu azalışın başlıca unsurları; ilgili dönemde işletme faaliyetlerinden kaynaklanan 5.154.063 TL'lik nakit çıkışı, yatırım faaliyetlerinden kaynaklanan 37.802.109 TL'lik nakit çıkışı, finansman faaliyetlerinden kaynaklanan 3.478.359 TL'lik nakit çıkışı ve 44.840.850 TL'lik yabancı para çevirim farklarının nakit ve nakit benzerleri üzerindeki etkisidir. Nakit ve nakit benzeri kalemi 31.12.2023 döneminde 1.593.681 TL azalarak 6.882.210 TL olarak gerçekleşmiştir.

Kısa Vadeli Finansal Yatırımlar	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2023	31.12.2022
				31.12.2022	31.12.2021
				Değişim	Değişim
Yatırım Fonları	680.212	11.998	16.473	5569%	-27%
Altın Hesabı	-	-	10.854	-	-
Toplam	680.212	11.998	27.327	5569%	-56%

Finansal Yatırımlar - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in kısa vadeli finansal yatırımları yatırım fonlarından oluşmaktadır. Söz konusu tutar 31.12.2023 tarihli finansal tablo dönemi itibarıyla 680.212 TL'dir. Şirket'in AR-GE harcamaları vergi indirimine tabidir. Güncel mevzuat gereği Şirket'in vergi indiriminden faydalanması için vergi indirimine konu olan tutarın %2'si kadar bir kuluçka şirketine ya da girişim sermayesi fonuna yatırım yapması gerekmekte olup, Şirket ilgili dönemde girişim sermayesi fonu yatırımı yapmıştır.

Ticari Alacaklar - Kısa Vadeli	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2023	31.12.2022
				Değişim	Değişim
Alıcılar	127.599.474	74.906.096	148.890.491	70%	-50%
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	118.390	740.567	342.045	-84%	117%
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	127.481.084	74.165.529	148.548.446	72%	-50%
Alacak Senetleri	15.000.000	24.341.915	2.473.402	-38%	884%
İlişkili Olmayan Taraflardan Alınan Çek ve Senetler	15.000.000	24.341.915	2.473.402	-38%	884%
Alacaklarda Beklenen Kredi Zararı	-	-8.506	-429.556	-100%	-98%
Ertelenmiş Faiz Gelirleri (Reeskont)	-3.220.342	-69.099	-35.658	4560%	94%
Şüpheli Ticari Alacaklar	995.688	17.733	1.678.679	5515%	-99%
Şüpheli Ticari Alacak Karşılıkları (-)	-995.688	-17.733	-1.678.679	5515%	-99%
Toplam	139.379.132	99.170.406	150.898.679	41%	-34%

Ticari Alacaklar - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Ticari alacaklar kalemi; 31.12.2023, 31.12.2022 ve 31.12.2021 dönemlerinde sırasıyla 139.379.132 TL, 99.170.406 TL ve 150.898.679 TL olarak gerçekleşmiştir. 31.12.2023 döneminde bir önceki yıla göre %41 oranında artış göstermiştir. 31.12.2022 yılında ise ticari alacaklar bir önceki yıla göre %34 oranında azalmıştır.

01.01.2023 - 31.12.2023 döneminde yüksek montanlı proje kabulleri yılın son çeyreğinde tamamlanmıştır. Faturası kesilen ilgili projelerin hak ediş tahsilatlarının da bir sonraki yıla devir olması nedeniyle ticari alacaklar kaleminde artış meydana gelmiştir. Bunun yanı sıra 31.12.2023 tarihinde döviz kurlarının 31.12.2022 tarihindeki döviz kurlarına göre yüksek seviyede gerçekleşmesi ve alacakların yabancı para cinsinden olması kaynaklı ticari alacakların, TL değeri artış göstermiştir. Bu nedenler ile 31.12.2023 tarihinde ticari alacaklar 31.12.2022 tarihine göre %41 oranında artış göstermiştir.

-31.12.2022 tarihinde ticari alacaklar, yıl sonuna denk gelen hak ediş tahsilatlarının önceki yıla göre daha yüksek oranda olmasından dolayı 31.12.2021 tarihine göre %34 düşmüştür.

İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2023	31.12.2022
				Değişim	Değişim
Ticari Alacaklar	118.390	740.567	342.045		
Onur Hızlı Şarj İstasyon Teknolojileri San. ve Tic. Ltd. Şti.	50.332	675.857	285.543	-93%	137%
Onur Solar Enerji A.Ş.	10.762	17.733	29.130	-39%	-39%
Uks Elektronik ve İletişim Tic. Ltd Şti.	57.296	46.977	27.372	22%	72%
Toplam	118.390	740.567	342.045	-84%	117%

İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

İlişkili taraflardan ticari alacaklar kalemi 31.12.2023, 31.12.2022 ve 31.12.2021 dönemlerinde sırasıyla 118.390 TL, 740.567 TL ve 342.045 TL olarak gerçekleşmiştir.

Onur Hızlı Şarj İstasyon Teknolojileri San. ve Tic. Ltd. Şti. ile ilgili olarak oluşan bakiyeler adat tahakkukları ile Şirket'e ait 2021 ve 2022 dönemi ofise ait kiralamalarından kaynaklanmaktadır. İlgili şirket merkez adresini taşıması sebebi ofis kiralaması 2023 yılında yapılmamıştır. Onur Solar Enerji A.Ş ile ilgili oluşan bakiyeler de ofise ait kiralamalardan kaynaklanmaktadır. Uks Elektronik ve İletişim Tic. Ltd. Şti. ile ilgili oluşan bakiye yine ofise ait kiralamalardan kaynaklanmaktadır.

Diğer Alacaklar - Kısa Vadeli	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2023	31.12.2022
				Değişim	Değişim
Diğer Alacaklar	20.884.516	18.803.141	191.722	11%	9708%
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>20.841.338</i>	<i>16.420.887</i>	-	27%	-
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>43.178</i>	<i>2.382.254</i>	<i>191.722</i>	-98%	1143%
Verilen Depozito ve Teminatlar	24.412	97.895	61.099	-75%	60%
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Verilen Depozito ve Teminatlar</i>	<i>24.412</i>	<i>97.895</i>	<i>61.099</i>	-75%	60%
Ortaklardan Alacaklar	-	-	12.623.254	-	-100%
Şüpheli Diğer Alacaklar	-	244.302	3.279.419	-100%	-93%
Şüpheli Diğer Alacak Karşılıkları (-)	-	-244.302	-3.279.419	-100%	-93%
Toplam	20.908.928	18.901.036	12.876.075	11%	47%

Diğer Alacaklar - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Diğer alacaklar kalemi, 31.12.2023, 31.12.2022 ve 31.12.2021 dönemlerinde sırasıyla 20.908.928TL, 18.901.036 TL ve 12.876.075 TL olarak gerçekleşmiştir. Toplam varlıklara oranı aynı sırayla %2, %1 ve %1 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in diğer alacaklarının ilişkili taraflardan olan kısımları aşağıda belirtilmiştir. İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar KDV iadeleri ile verilen depozito teminatlarından oluşmaktadır.

İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
Ortaklardan Alacaklar	-	-	12.623.254
<i>Cengiz DEDE</i>	-	-	<i>12.623.254</i>
Diğer Alacaklar	20.841.338	16.420.887	-
<i>Onur Hızlı Şarj İstasyon Teknolojileri San. ve Tic. Ltd. Şti.</i>	<i>20.603.237</i>	<i>16.420.887</i>	-
<i>Uks Elektronik Ve İletişim Tic. Ltd Şti.</i>	<i>238.101</i>	-	-
Toplam	20.841.338	16.420.887	12.623.254

İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Şirket ortağı Cengiz DEDE'den olan alacağın artışı; 31.12.2021 tarihinde Şirket'in aktifinde kayıtlı olan Yatırım Amaçlı Gayrimenkul (YAG) olarak takip ettiği binanın satış işleminden kaynaklanmaktadır.

Onur Hızlı Şarj İstasyon Teknolojileri San. ve Tic. Ltd. Şti. ile Uks Elektronik ve İletişim Tic. Ltd. Şti. yer alan bakiyeler Şirket tarafından kullanılan nakit borçlar sebebiyle oluşmuştur.

Sözleşme varlığı, müşteriye devrettiği mal veya hizmetler karşılığında işletmenin bedeli alma hakkıdır. Sözleşme varlıkları kalemi, 31.12.2023, 31.12.2022 ve 31.12.2021 dönemlerinde sırasıyla 155.133.148 TL, 214.373.250 TL ve 95.251.202 TL olarak gerçekleşmiştir. Sözleşme varlıklarının toplam varlıklara oranı, aynı sırayla %11, %17 ve %9'dur.

Sözleşme varlıkları kapsamında devam eden proje alacaklarının önemli bölümünü iletişim ve havacılık gelirleri oluşturmaktadır. 31.12.2023 döneminde 155.133.148 TL kısa vadeli sözleşme varlıkları bakiyesinin 153.934.814 TL'si iletişim ve havacılık operasyonlarından oluşmakta, 1.198.334 TL bakiye GES sözleşme alacaklarından meydana gelmiştir.

Mevcut durum itibarıyla kısa vadeli sözleşme varlıklarının proje bazında detayı aşağıdaki gibidir:

Kısa Vadeli Sözleşme Varlıkları	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
Devam Eden Proje Alacakları	155.133.148	214.373.250	95.251.202
İletişim ve Havacılık Teknolojileri	153.934.814	210.953.322	91.535.815
Proje 3	46.439.618	18.149.124	-
Proje 28	29.840.949	-	-
Proje 29	19.942.534	-	-
Proje 1	14.105.070	99.916.726	8.060.420
Proje 25	12.992.645	-	-
Proje 5	11.418.810	9.739.867	-
Proje 2	6.489.277	-	21.420.047
Proje 26	4.995.034	31.091.274	-
Proje 4	3.193.302	7.539.172	17.281.721
Proje 30	3.101.175	-	-
Proje 37	1.416.400	-	-
Proje 7	-	20.230.308	-
Proje 8	-	8.238.012	-
Proje 17	-	3.377.092	-
Proje 25	-	5.189.096	-
Proje 19	-	7.482.651	-
Proje 11	-	-	27.002.342
Proje 8	-	-	17.771.285
Yenilenebilir Enerji Teknolojileri	1.198.334	3.419.928	3.715.387
GES Sözleşme Alacakları	1.198.334	3.419.928	3.715.387
Toplam	155.133.148	214.373.250	95.251.202

Kısa Vadeli Sözleşme Varlıkları - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in stokları, genel olarak devam eden projeler için tedarik edilmiş ürünlerden oluşmaktadır. 31.12.2021 döneminde 10.632.966 TL olarak gerçekleşen stok bakiyesi 31.12.2022 döneminde %1129 artış göstermiş ve 130.639.975 TL seviyesine gelmiştir. Artışın nedeni ilgili dönemde alınan yeni projelerdir. 2023 yılı içerisinde, 2022 yılında alınan projelerin tamamlanması nedeniyle yapılan kabuller sonrası ürün teslimleri ile devam eden proje stokları %40 azalarak 78.770.451 TL olarak gerçekleşmiştir. Diğer yandan Şirket'in kullanmış olduğu mamul ve yarı mamul elektronik komponentler emtia fiyatlarından önemli ölçüde etkilenmekte olup, emtia fiyatlarındaki değişim stokları önemli ölçüde etkilemektedir.

31.12.2023, 31.12.2022 ve 31.12.2021 tarihlerinde stokların toplam varlıklara oranı sırasıyla %6, %10 ve %1 düzeyindedir.

Kısa Vadeli Stoklar	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2023	31.12.2022
				31.12.2022	31.12.2021
				Değişim	Değişim
Devam Eden Proje Stokları	78.770.451	130.639.975	10.632.966	-40%	1129%
Toplam	78.770.451	130.639.975	10.632.966	-40%	1129%

Devam Eden Proje Stokları - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in peşin ödenmiş giderler kalemi içerisinde gelecek aylara ait giderler, ön ödemeli sigorta, ön ödemeli kiralama giderlerinden oluşmaktadır. Verilen sipariş avansları kalemi ise temel olarak sipariş avansı olarak sınıflanan stok alımları için yapılan ödemelerden oluşmaktadır. Peşin ödenmiş giderler bakiyesi, 31.12.2023, 31.12.2022 ve 31.12.2021 dönemlerinde sırasıyla, 10.682.762 TL, 9.542.430 TL ve 9.119.437 TL olarak gerçekleşmiştir. Peşin ödenmiş giderlerin toplam varlıklara oranı, izahnamede yer alan finansal tablo dönemlerinde ortalama %1 olarak gerçekleşmiştir. Peşin ödenmiş giderler bakiyesinde

gerçekleşen değişimler, ağırlıklı olarak Şirket'in tedarik politikasından kaynaklanmakta olup, temin edilen ürün fiyatlarındaki değişimler sipariş avansları bakiyesine etki edebilmektedir.

Peşin Ödenmiş Giderler (Kısa Vadeli)	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2023	31.12.2022
				Değişim	Değişim
Gelecek Aylara Ait Giderler	4.354.783	3.963.148	1.449.867	10%	173%
Verilen Sipariş Avansları	6.327.979	5.579.282	7.669.570	13%	-27%
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Verilen Sipariş Avansları</i>	6.327.979	5.579.282	7.669.570	13%	-27%
Toplam	10.682.762	9.542.430	9.119.437	12%	5%

Peşin Ödenmiş Giderler - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Cari dönem vergisi, peşin ödenen ve indirim konusu yapılabilecek gelir üzerinden ödenecek çeşitli vergi ve fonlar gibi bakiyelerden oluşmaktadır. Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar kalemi, 31.12.2023 ve 31.12.2022 dönemlerinde sırasıyla 30.190 TL, 3.786 TL olarak gerçekleşmiştir.

Diğer dönen varlıklar kalemi, 31.12.2023, 31.12.2022 ve 31.12.2021 dönemlerinde sırasıyla 1.163.564 TL, 10.359.841 TL ve 870.814 TL olarak gerçekleşmiştir. Diğer dönen varlıkların önemli kısmı devreden KDV bakiyelerinden oluşmaktadır. Devreden KDV bakiyeleri kamuya yapılan işler kapsamında kesilmiş olan faturalardan kaynaklanan KDV tutarlarından oluşmaktadır. 2022 yılında devreden KDV bakiyesinde artışın sebebi, DHMI – Beş Adet ILS Sistemi Temin ve Tesisi projesinden kaynaklıdır.

2.1.2. Duran Varlıklar

Şirket'in duran varlıkları 31.12.2023, 31.12.2022 ve 31.12.2021 tarihlerinde sırasıyla, 957.858.139 TL, 785.757.359 TL ve 773.962.337 TL olarak gerçekleşmiştir. Aynı sırayla duran varlıkların toplam varlıklara oranı %70, %62 ve %71 olarak gerçekleşmiştir.

Duran Varlıklar (TL)	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2023	31.12.2022
				Değişim	Değişim
Duran Varlıklar	957.858.139	785.757.359	773.962.337	22%	2%

Duran Varlıklar - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in 31.12.2023 tarihi itibarıyla uzun vadeli finansal yatırımları tutarı 823.865 TL'dir. Uzun vadeli finansal yatırımların tamamı Mavi Kanatlar Teknoloji Müh. Yaz. Ltd. Şti.'ye yapılan kuluçka yatırımından kaynaklanmıştır. Şirket'in AR-GE harcamaları vergi indirimine tabi olup, yürürlükteki mevzuat gereği Şirket'in vergi indiriminden faydalanması için vergi indirimine konu olan tutarın %2'si kadar bir kuluçka şirketine ya da girişim sermayesi fonuna yatırım yapması gerekmekte olup, Şirket ilgili dönemde Mavi Kanatlar Teknoloji Müh. Yaz. Ltd. Şti.'ye yatırım yapmıştır.

Uzun vadeli diğer alacaklar kalemi, 31.12.2023, 31.12.2022 ve 31.12.2021 dönemlerinde sırasıyla 172.041 TL, 321.569 TL ve 451.752 TL olarak gerçekleşmiştir.

Uzun vadeli olarak nitelendirilen diğer alacaklar, Şirket'in faaliyetleri için dışardan sağladığı elektrik, su ve doğalgaz abonelikleri için vermiş olduğu teminat-güvence bedelinden oluşmaktadır.

Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (TL)	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2023	31.12.2022
				Değişim	Değişim
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	18.837.000	15.999.450	11.728.210	18%	36%
Toplam	18.837.000	15.999.450	11.728.210	18%	36%

Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Yatırım amaçlı gayrimenkuller kalemi, 31.12.2023, 31.12.2022 ve 31.12.2021 dönemlerinde sırasıyla 18.837.000 TL, 15.999.450 TL ve 11.728.210 TL olarak gerçekleşmiştir. İzahnamede yer alması gereken finansal tablo dönemlerinde yatırım amaçlı gayrimenkullerinde toplam varlıklara oranı ortalama %1 düzeyindedir.

Şirket yatırım amaçlı gayrimenkullerini 31.12.2023 tarihi itibarıyla SPK tarafından yetkilendirilmiş Adım Gayrimenkul Değerleme A.Ş.'ne değerlendirilmiştir olup; Şirket'in vermiş olduğu emsal bedellere göre kayıtlarda güncellemeler yapılmıştır. Yatırım amaçlı gayrimenkuller Ankara ili içerisindeki, farklı lokasyonlarda bulunan arsa niteliğindeki gayrimenkullerden oluşmaktadır.

Maddi Duran Varlıklar (TL)	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2023	31.12.2022
				Değişim	Değişim
Arsa ve Araziler	136.500.000	74.971.678	70.814.512	82%	6%
Binalar	52.727.842	41.520.831	30.153.506	27%	38%
Tesis Makina ve Cihazlar	2.181.389	715.502	344.684	205%	108%
Güneş Enerji Tesisi	584.819.261	484.121.617	484.143.386	21%	0%
Taşıtlar	16.805.346	18.237.239	18.237.239	-8%	0%
Mobilya ve Demirbaşlar	27.375.560	25.211.489	22.752.394	9%	11%
Toplam	682.997.508	547.384.828	549.061.237	25%	0%

Maddi Duran Varlıklar - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in maddi duran varlıkları ("MDV"), 31.12.2023, 31.12.2022 ve 31.12.2021 dönemlerinde sırasıyla, 682.997.508 TL, 547.384.828 TL ve 549.061.237 TL olarak gerçekleşmiştir. 2022 yılında MDV'ler 2021 yılına paralel seyretmiş, 2023 yılında ise bir önceki yıla göre %25 artış göstermiştir.

MDV'ler içerisinde bulunan tüm gayrimenkuller 31.12.2023 tarihi itibarıyla gerçeğe uygun değerler üzerinden raporlanmıştır. Artışın en önemli sebebi MDV içindeki gayrimenkullerin ve güneş enerjisi tesisinin değer artışından kaynaklanmaktadır. Ayrıca 2023 yılı içerisinde araç alımlarının da etkisi bulunmaktadır.

31.12.2023, 31.12.2022 ve 31.12.2021 yıllarında maddi duran varlıkların toplam varlıklara oranı sırasıyla %50, %43 ve %50 düzeyindedir.

Şirket Gayrimenkullerini SPK tarafından yetkilendirilmiş Adım Gayrimenkul Değerleme A.Ş.'ye değerlendirilmiştir ve 31.12.2023 dönemi finansal tablolara bu tutarları yansıtılmıştır. Ayrıca Şirket güneş enerji tesisini SPK tarafından yetkilendirilmiş Aden Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık Anonim Şirketi'ne 31.12.2023 döneminde değerlendirilmiştir olup finansal tablolara yansıtılmıştır.

İzahnamede yer alması gereken finansal tablo dönemleri itibarıyla maddi duran varlıkların kırılımı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

MDV Kayıtlı Değerler (TL)	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
Arsa ve Araziler	136.500.000	74.971.678	70.814.512
Binalar	52.727.842	41.520.831	30.153.506
Tesis Makina ve Cihazlar	2.181.389	715.502	344.684
Güneş Enerji Tesisi	584.819.261	484.121.617	484.143.386
Taşıtlar	16.805.346	18.237.239	18.237.239
Mobilya ve Demirbaşlar	27.375.560	25.211.489	22.752.394
Toplam	820.409.398	644.778.356	626.445.721
MDV Birikmiş Amortismanlar (TL)	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
Binalar	-5.423.842	-3.726.109	-2.288.847
Tesis Makina ve Cihazlar	-179.601	-104.693	-71.936
Güneş Enerji Tesisi	-117.017.261	-80.731.149	-64.596.667
Taşıtlar	-2.199.372	-2.000.018	-1.382.232
Mobilya ve Demirbaşlar	-12.591.814	-10.831.559	-9.044.802
Toplam	-137.411.890	-97.393.528	-77.384.484
Net Defter Değeri (TL)	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
Arsa ve Araziler	136.500.000	74.971.678	70.814.512
Binalar	47.304.000	37.794.722	27.864.659
Tesis Makina ve Cihazlar	2.001.788	610.809	272.748
Güneş Enerji Tesisi	467.802.000	403.390.468	419.546.719
Taşıtlar	14.605.974	16.237.221	16.855.007
Mobilya ve Demirbaşlar	14.783.746	14.379.930	13.707.592
Toplam	682.997.508	547.384.828	549.061.237

Maddi Duran Varlıklar - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in sahip olduğu arsa, bina ve güneş enerjisi tesislerinin 31.12.2023 tarihi itibarıyla gerçeğe uygun değerini gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Nitelik	Açıklama	Gerçeğe Uygun Değeri (31.12.2023)
Arsa	Çayyolu 13058/17 Arsa Payı	50.280.000
Arsa	Çayyolu 13058/16 Arsa Payı	44.400.000
Arsa	Çayyolu 13058/18 Arsa Payı	41.820.000
Bina	Çayyolu 13058/17 Bina Payı	26.082.000
Bina	Çayyolu 13058/18 Bina Payı	18.522.000
Bina	Yapılar Arası Köprü	2.700.000
Güneş Enerji Tesisi	Osmaniye/Hasanbeyli	229.088.000
Güneş Enerji Tesisi	Kahramanmaraş/Türkoğlu	238.714.000
Toplam		651.606.000

Maddi Duran Varlıklar Gerçeğe Uygun Değerleri - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in maddi olmayan duran varlıkları 31.12.2022 tarihinde bir önceki yıla göre %4 artışla 220.999.002 TL'ye 2023 yılında ise bir önceki döneme göre %15 artışla, 254.784.376 TL'ye artırmıştır. 31.12.2023, 31.12.2022 ve 31.12.2021 dönemlerinde maddi olmayan duran varlıkların toplam varlıklara oranı sırasıyla %19, %17 ve %19 düzeyindedir.

Net Değeri	31.12.2023			31.12.2022	
	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2021
				Değişim	Değişim
Kullanım Hakkı Varlıkları	4.334.282	4.182.902	3.327.009	4%	26%
Kullanım Amaçlı Alınan Programlar	9.885.454	9.993.600	7.216.435	-1%	38%
Geliştirilen Yazılımlar	42.361.270	46.017.244	49.673.222	-8%	-7%
Geliştirme Süreci Devam Eden Yazılımlar	198.203.370	160.805.256	152.128.877	23%	6%
Toplam	254.784.376	220.999.002	212.345.543	15%	4%

Maddi Olmayan Duran Varlıklar - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Geliştirme süreci devam eden yazılımlar kaleminde yer alan unsurlar henüz kullanım aşamasına geçmemiş ancak zaman içerisinde Şirket'in teknik uzmanlığı ve bilgi birikimi olarak kullanılmaya başlanacak değerlerinden oluşmaktadır. Kullanım aşamasına geçmeyen maliyetler itfa edilmemektedir. Maddi olmayan duran varlıklar bakiyesi içerisinde en önemli artış geliştirme süreci devam eden yazılımlardan kaynaklanmıştır.

Cari dönem vergisiyle ilgili uzun vadeli karşılıklar kalemi; 31.12.2023, 31.12.2022 ve 31.12.2021 dönemlerinde sırasıyla 224.921 TL, 228.645 TL ve 375.595 TL olarak gerçekleşmiştir.

2.2. Kaynaklar

Şirket'in 31.12.2023, 31.12.2022 ve 31.12.2021 mali yıllarına ilişkin kaynaklarını gösterir tablo aşağıda verilmektedir.

KAYNAKLAR	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
Kısa Vadeli Yükümlülükler			
Kısa Vadeli Borçlanmalar	124.670.285	79.419.809	82.980.498
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	54.261.709	97.556.687	116.290.170
Diğer Finansal Yükümlülükler	595.561	282.879	798.290
Ticari Borçlar	47.230.978	67.388.002	73.498.474
Diğer Taraflar	47.230.978	67.388.002	73.498.474
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	11.380.232	7.452.417	5.444.866
Diğer Borçlar	-	-	90477
İlişkili Taraflar	-	-	90.477
Sözleşme Yükümlülükleri	4.828.845	51.214.733	37.678.463
Ertelenmiş Gelirler	0	0	1.400.667
Kısa Vadeli Karşılıklar	11.375.627	2.874.337	1.426.281
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	3.421.783	4.910.221	23.071.613
TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	257.765.020	311.099.085	342.679.799
Uzun Vadeli Yükümlülükler			
Uzun Vadeli Borçlanmalar	80.129.251	114.065.353	175.548.817
Ticari Borçlar	254.225	418.894	688.115
Diğer Taraflar	254.225	418.894	688.115
Diğer Borçlar	1.128.852	693.219	793.052
İlişkili Taraflar	466.492	-	-
Diğer Taraflar	662.360	693.219	793.052
Ertelenmiş Gelirler	1.677.374	-	18.075.033
Uzun Vadeli Karşılıklar	5.896.157	4.340.330	5.466.815
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	170.866.190	160.989.526	153.313.568
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	259.952.049	280.507.322	353.885.400

Bilanço Verileri - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

2.2.1. Kısa Vadeli Yükümlülükler

Şirket'in ana finansman ihtiyacı temel olarak iş modeline dayanmaktadır. Şirket yürütmekte olduğu projeleri aldığı proje avansları, proje ara ödemeleri ile finanse etmekte olup, ihtiyaç hasıl olması durumunda bankalar yoluyla ağırlıklı olarak proje vadesine uygun ek finansman sağlayabilmektedir. Şirket'in iletişim ve havacılık operasyonlarında ağırlıklı olarak kısa vadeli TL cinsinden krediler kullanılmaktadır. Şirket'in uzun vadeli kredileri GES'lerin proje finansmanı kredilerinden oluşmaktadır.

Şirket'in 31.12.2023, 31.12.2022 ve 31.12.2021 tarihlerinde sırasıyla 179.527.555 TL, 177.259.375 TL ve 200.068.958 TL toplam kısa vadeli finansal borç bulunmaktadır. Şirket'in kısa vadeli finansal borçlarının arasında, Şirket'in kiralama suretiyle kullandığı ve sözleşmeye bağlı olarak 1 yıl üzeri olarak sabit araç kira ödeme mevcudiyetinden kaynaklı oluşan kiralamalar, kullanım hakkı sözleşmelerinden ve kira sözleşmelerinden doğan kiralamalardan kaynaklı olan kullanım hakkı varlıklarından kaynaklanan yükümlülükler de bulunmaktadır.

Şirket'in kısa vadeli finansal yükümlülüklerinin toplam kaynaklara oranı 31.12.2023, 31.12.2022 ve 31.12.2021 tarihlerinde sırasıyla %13, 14 ve %18'dir.

Kısa Vadeli Finansal Borçlanmalar (TL)	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2023	31.12.2022
				Değişim	Değişim
Kısa Vadeli Kredi Borçları	122.526.189	77.106.092	81.627.115	59%	-6%
Kullanım Hakkı Varlıklarından Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.144.096	2.313.717	1.353.383	-7%	71%
Kısa Vadeli Diğer Finansal Yükümlülükler	595.561	282.879	798.290	111%	-65%
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	54.261.709	97.556.687	116.290.170	-44%	-16%
Toplam	179.527.555	177.259.375	200.068.958	1%	-11%

Kısa Vadeli Finansal Borçlanmalar - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Ticari borçlar kalemi; 31.12.2023, 31.12.2022 ve 31.12.2021 tarihlerinde sırasıyla 47.230.978 TL, 67.388.002 TL ve 73.498.474 TL olarak gerçekleşmiştir. Toplam kaynaklara oranı aynı sırayla %3, %5 ve %7 olmuştur.

Ticari Borçlar - Kısa Vadeli	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2023	31.12.2022
				Değişim	Değişim
Satıcılar	47.112.489	67.261.274	64.135.712	-30%	5%
<i>İlişkili Olmayan Taraplara Ticari Borçlar</i>	<i>47.112.489</i>	<i>67.261.274</i>	<i>64.135.712</i>	<i>-30%</i>	<i>5%</i>
Borç Senetleri	-	-	7.919.532	-	-100%
Borç Senetleri Reeskontu (-)	-	-	-76.814	-	-100%
Diğer Ticari Borçlar	118.489	126.728	1.520.044	-7%	-92%
Toplam	47.230.978	67.388.002	73.498.474	-30%	-8%

Ticari Borçlar - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Ticari borçlar, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihleri itibarıyla bir önceki döneme göre %8 ve %30 azalmıştır. 2023 yılında bir önceki yıla göre ticari borçlar hesabını azalmasının en önemli nedeni 2023 yılının son çeyrek döneminde Vakıf Şirketlerinden gelen hak edişlerin hızlanması ile elde edilen nakitle ticari borçların kapanmasıdır.

Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar (TL)	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2023	31.12.2022
				Değişim	Değişim
Personele Borçlar	5.970.262	5.110.801	3.590.364	17%	42%
Ödenecek Sosyal Güvenlik Kesintileri	5.409.970	2.341.616	1.854.502	131%	26%
Toplam	11.380.232	7.452.417	5.444.866	53%	37%

Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçları ödenecek olan sosyal güvenlik kesintileri ile personele olan borçlardan oluşmaktadır.

Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar; 31.12.2023, 31.12.2022 ve 31.12.2021 dönemlerinde sırasıyla 11.380.232 TL, 7.452.417 TL ve 5.444.866 TL olarak gerçekleşmiştir. Toplam kaynaklara oranı her bir finansal tablo dönemi için %1'in altındadır.

Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar kaleminde 31.12.2023 tarihinde 2022 yıl sonuna göre %53, 31.12.2022 tarihi itibarıyla 2021 yıl sonuna göre %37 artış gerçekleşmiştir. Artışın nedeni, işçilik ve personel giderlerindeki yükseliş ve yeni projelerin alınmasıyla yeni personel istihdam edilmesidir.

Kısa Vadeli Sözleşme Yükümlülükleri	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
Devam Eden Proje Yükümlülükleri	4.828.845	51.214.733	37.678.463
İletişim ve Havacılık Teknolojileri	4.381.881	50.812.872	37.552.371
Proje 38	2.663.189	-	-
Proje 24	1.045.216	2.133.575	-
Proje 33	354.276	-	-
Proje 31	222.397	-	-
Proje 34	96.803	-	-
Proje 3	-	-	12.076.730
Proje 17	-	-	10.454.628
Proje 5	-	-	9.253.736
Proje 10	-	-	2.199.279
Proje 6	-	865.315	1.538.631
Proje 7	-	-	896.811
Proje 12	-	-	853.848
Proje 18	-	-	278.708
Proje 2	-	47.813.982	-
Yenilenebilir Enerji Teknolojileri	446.964	401.861	126.092
GES Sözleşme Yükümlülükleri	446.964	401.861	126.092
Toplam	4.828.845	51.214.733	37.678.463

Kısa Vadeli Sözleşme Yükümlülükleri - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in 31.12.2023, 31.12.2022 ve 31.12.2021 tarihlerinde kısa vadeli sözleşme yükümlülükleri sırasıyla, 4.828.845 TL, 51.214.733 TL ve 37.678.463 TL olarak gerçekleşmiştir. Sözleşme yükümlülüklerinin toplam kaynaklara oranı aynı sırayla 0,35%, %4 ve %3'tür. Şirket'in kısa vadeli sözleşme yükümlülükleri ağırlıklı olarak iletişim ve havacılık operasyonlarından kaynaklanmaktadır. Sözleşme yükümlülükleri 31.12.2023 döneminde bir önceki döneme göre %91 oranında azalmıştır. Söz konusu azalmanın nedeni Şirket'in proje tamamlanma oranının artmasından kaynaklanmıştır. 31.12.2022 döneminde bir önceki döneme göre sözleşme yükümlülüklerinin %36 artmasının nedeni alınan yeni projelerden kaynaklıdır.

Kısa vadeli karşılıklar 31.12.2023, 31.12.2022 ve 31.12.2021 tarihlerinde sırasıyla 11.375.627 TL, 2.874.337 TL ve 1.426.281 TL olarak gerçekleşmiştir. Kısa vadeli karşılıkların toplam kaynaklara oranı izahnamede yer alması gereken finansal tablo dönemleri itibarıyla %1'in altındadır. 31.12.2023 tarihinde bir önceki döneme göre kıdem tazminatı karşılığı bakiyesinde gerçekleşen %1242 oranındaki artış, 2023 yılında kanunlaşan emeklilik mevzuatı gelişmelerinden kaynaklanmıştır. (EYT uygulaması)

Diğer kısa vadeli yükümlülükler 31.12.2023, 31.12.2022 ve 31.12.2021 tarihlerinde sırasıyla 3.421.783 TL, 4.910.221 ve 23.071.613 TL olarak gerçekleşmiştir.

Diğer kısa vadeli yükümlülükler, 31.12.2022 tarihi itibarıyla bir önceki döneme göre %79 ve 31.12.2023 döneminde bir önceki döneme göre %30 azalmıştır. Söz konusu azalmanın sebebi ödenecek vergi ve fonlar kalemindeki bakiyenin azalmasından kaynaklıdır.

2.2.2. Uzun Vadeli Yükümlülükler

Şirket'in uzun vadeli yükümlülükleri; uzun vadeli borçlanmalar, ticari borçlar, diğer borçlar, ertelenmiş gelirler, uzun vadeli karşılıklar ve ertelenmiş vergi yükümlülüklerinden oluşmaktadır.

Uzun Vadeli Yükümlülükler (TL)	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2023	31.12.2022
				31.12.2022	31.12.2021
				Değişim	Değişim
Uzun Vadeli Yükümlülükler	259.952.049	280.507.322	353.885.400	-7%	-21%

Uzun Vadeli Yükümlülükler - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in uzun vadeli yükümlülükleri; 31.12.2023, 31.12.2022 ve 31.12.2021 tarihlerinde sırasıyla 259.952.049 TL, 280.507.322 TL ve 353.885.400 TL olarak gerçekleşmiştir. Toplam kaynaklara oranı aynı sırasıyla %19, %22 ve %32 oranında gerçekleşmiştir.

Uzun Vadeli Finansal Borçlanmalar (TL)	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2023	31.12.2022
				31.12.2022	31.12.2021
				Değişim	Değişim
Uzun Vadeli Kredi Borçları	77.905.609	111.176.533	173.976.371	-30%	-36%
Kullanım Hakkı Varlıklarından Uzun Vadeli Yük.	2.223.642	2.888.820	1.572.446	-23%	84%
Toplam	80.129.251	114.065.353	175.548.817	-30%	-35%

Uzun Vadeli Finansal Borçlanmalar - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Uzun vadeli finansal borçlanmalar 31.12.2023, 31.12.2022 ve 31.12.2021 tarihlerinde sırasıyla 80.129.251 TL, 114.065.353 TL ve 175.548.817 TL olarak gerçekleşmiştir. Toplam kaynaklara oranı %6, %9 ve %16 oranında gerçekleşmiştir. Şirket'in uzun vadeli kredileri içerisinde kullanım hakkı varlıklarından kaynaklanan yükümlülükler de bulunmaktadır. Şirket'in uzun vadeli kredileri, Şirket bilançolarına TL olarak konsolide olan USD cinsinden GES'lerin proje finansman kredileridir.

Ticari Borçlar - Uzun Vadeli	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2023	31.12.2022
				31.12.2022	31.12.2021
				Değişim	Değişim
Diğer Ticari Borçlar	254.225	418.894	688.115	-39%	-39%
Toplam	254.225	418.894	688.115	-39%	-39%

Uzun Vadeli Ticari Borçlanmalar - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Uzun vadeli ticari borçlanmalar enerji şirketlerinin konsolide olması ile oluşan bakiye olup, tedarikçi firma ile mutabakatsızlıktan kaynaklanmaktadır. Söz konusu borçlar 31.12.2023, 31.12.2022 ve 31.12.2021 tarihlerinde sırasıyla 254.255 TL, 418.894 TL ve 688.115 TL'dir.

Diğer Borçlar - Uzun Vadeli (TL)	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2023	31.12.2022
				31.12.2022	31.12.2021
				Değişim	Değişim
Ortaklara Borçlar	466.492	-	-	-	-
Alınan Depozito ve Teminatlar	662.360	693.219	793.052	-4%	-13%
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Alınan Depozito ve Teminatlar</i>	<i>662.360</i>	<i>693.219</i>	<i>793.052</i>	<i>-4%</i>	<i>-13%</i>
Toplam	1.128.852	693.219	793.052	63%	-13%

Uzun Vadeli Diğer Borçlanmalar - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in uzun vadeli yükümlülükleri kapsamında bulunan diğer borçlar bakiyesi; 31.12.2023, 31.12.2022 ve 31.12.2021 tarihlerinde sırasıyla 1.128.852 TL, 693.219 TL ve 793.052 TL'dir. Bakiye, alınan depozito, teminatlar ve ortaklara borçlar kalemlerinden oluşmaktadır. Ortaklara borçlar kaleminin 31.12.2023 tarihinde oluşması ile artış göstermiştir. İzahnamede yer alması gereken finansal tablo dönemleri itibarıyla söz konusu bakiyelerin toplam kaynaklara oranı %0,1'in altındadır.

Uzun Vadeli Borçlar	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2023	31.12.2022
				31.12.2022	31.12.2021
				Değişim	Değişim
Ortaklara Borçlar	466.492	-	-	-	-
<i>Cengiz DEDE</i>	<i>165.121</i>	-	-	-	-
<i>Tolga DEDE</i>	<i>301.371</i>	-	-	-	-
Toplam	466.492	-	-	-	-

Diğer Borçlar - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Ertelenmiş gelirler; 31.12.2023 ve 31.12.2021 tarihlerinde sırasıyla 1.677.374 TL ve 18.075.033 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in yürütmüş olduğu projeler karşılığında müşterilerinden almış olduğu avanslardan oluşmaktadır.

Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2023	31.12.2022
				31.12.2022	31.12.2021
				Değişim	Değişim
Kıdem Tazminatı Karşılığı	5.896.157	4.340.330	5.466.815	36%	-21%
Toplam	5.896.157	4.340.330	5.466.815	36%	-21%

Kıdem Tazminatı Karşılıkları - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Uzun vadeli karşılıklar, 31.12.2023, 31.12.2022 ve 31.12.2021 tarihlerinde sırasıyla 5.896.157 TL, 4.340.330 TL ve 5.466.815 TL olarak gerçekleşmiştir. İzahnamede yer alması gereken finansal tablo dönemleri itibarıyla kıdem tazminat karşılığının toplam kaynaklara oranı %0,5'in altındadır.

Uzun vadeli karşılıklar, 31.12.2023, 31.12.2022 ve 31.12.2021 tarihlerinde sırasıyla 5.896.157 TL, 4.340.330 TL ve 5.466.815 TL olarak gerçekleşmiştir. İzahnamede yer alması gereken finansal tablo dönemleri itibarıyla kıdem tazminat karşılığının toplam kaynaklara oranı %0,5'in altındadır.

Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü (TL)	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2023	31.12.2022
				31.12.2022	31.12.2021
				Değişim	Değişim
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü (TL)	170.866.190	160.989.526	153.313.568	6%	5%

Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Vergilendirilebilir geçici farklar üzerinden gelecek dönemlerde ödenecek ya da ödenme ihtimali söz konusu gelir vergilerini ifade eden ertelenmiş vergi yükümlülüğü, 2022 yılında bir önceki yıla göre %5 ve 2023 yılında %6 artış göstermiştir. Ertelenmiş vergi yükümlülüğü kalemi, 31.12.2023, 31.12.2022 ve 31.12.2021 tarihlerinde sırasıyla 170.866.190 TL, 160.989.526 TL ve 153.313.568 TL olarak gerçekleşmiştir. Ertelenmiş vergi yükümlülüğünün toplam kaynaklara oranı aynı sırayla %12, %13 ve %14 olmuştur.

31.12.2023 tarihli finansallara göre Şirket'in ertelenmiş vergi yükümlülüğü bakiyesinde en önemli kalemler gayrimenkul ve tesis değerlemelerinden ve projelerdeki ilerleme oranlarından kaynaklanmaktadır. UFRS'ye göre Şirket'in gelecekte karşılaşma ihtimali olan vergiler olup, VUK'a göre ödenen vergileri içermemektedir.

2.2.3. Özkaynaklar

Özkaynaklar; 31.12.2023, 31.12.2022 ve 31.12.2021 tarihlerinde sırasıyla 853.771.667 TL, 685.629.565 TL ve 393.932.153 TL olarak gerçekleşmiştir. Özkaynakların toplam kaynaklara oranı aynı sırayla %62, %54 ve %36 olarak gerçekleşmiştir.

ÖZKAYNAKLAR	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2023	31.12.2022
				Değişim	Değişim
Ödenmiş Sermaye	50.000.000	50.000.000	2.000.000	0%	2400%
Sermaye Düzeltme Farkları	94.644.900	94.644.900	33.480.964	0%	183%
Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	246.900.416	163.186.996	148.189.251	51%	10%
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	22.667.033	22.476.415	1.129.213	1%	1890%
Geçmiş Yıllar Kârları veya Zararları	355.130.636	78.621.587	48.154.623	352%	63%
Net Dönem Kârı/Zararı	84.428.682	276.699.667	160.978.102	-69%	72%
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	853.771.667	685.629.565	393.932.153	25%	74%

Özkaynaklar - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in sermayesi 31.12.2023 tarihi itibarıyla 50.000.000 TL'dir. 31.12.2021 tarihinde 2.000.000 TL olan sermaye, 2022 yılında yapılan sermaye artışı ile 50.000.000 TL olmuştur. Artışın 28.000.000 TL'lik kısmı 11.02.2022 tarihinde geçmiş yıl kârlarından, 20.000.000 TL'lik kısmı 07.03.2022 tarihinde geçmiş yıl kârlarından ve özel fonlardan karşılanmıştır

Ödenmiş sermaye tutarının yüksek enflasyon dönemlerinde TMS 29 kapsamında düzeltilmesi sonucu ortaya çıkan farklar sermaye düzeltme farkları hesabında gösterilmekte olup, 31.12.2023 tarihli sermaye düzeltmesi farkları bakiyesi 94.644.900 TL'dir.

Birikmiş diğer kapsamlı gelirler hesabında maddi duran varlıklar için yapılan yeniden değerlendirme bedelleri yansıtılmıştır. MDV'ler içerisinde bulunan tüm gayrimenkuller ve güneş enerjisi tesisleri 31.12.2023 tarihi itibarıyla gerçeğe uygun değerler üzerinden raporlanmıştır. Artışın en önemli sebebi MDV içindeki gayrimenkullerin ve güneş enerjisi tesisin değer artışından kaynaklanmaktadır. 31.12.2023 tarihinde maddi duran varlıklar kalemi yeniden değerlendirme farkları 171.878.402 TL olmuştur, yeniden değerlemenin etkisiyle 31.12.2023 tarihinde bir öndeki döneme göre %51 ve 31.12.2022 tarihinde bir önceki yıla göre %10 oranında artmıştır.

Özkaynaklar altında bir diğer önemli kalem olarak geçmiş yıllar kârları yer almaktadır. 31.12.2023, 31.12.2022 ve 31.12.2021 tarihlerinde sırasıyla geçmiş yıl kârları 355.130.636 TL, 78.621.587 TL ve 48.154.623 TL olarak gerçekleşmiştir.

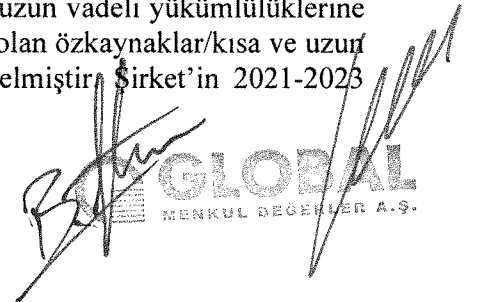
2.3. Mali Yapı Oranları

2020 – 2023 dönemi incelendiğinde, Şirket'in cari oranları ve likidite oranları artış eğiliminde olduğu gözlenmiştir. Bu oranlar dikkate alındığında Şirket'in kısa vadeli yükümlülüklerini karşılama konusunda dönen varlıklarının yeterli olduğu görülmektedir.

Mali Yapıya İlişkin Rasyolar	2023	2022	2021
Cari Oran (Dönen Varlıklar/Kısa Vadeli Yükümlülükler)	1,60	1,58	0,92
Likidite Oranı ((Dönen Varlıklar-Stoklar)/Kısa Vadeli Yükümlülükler)	1,30	1,16	0,89
Nakit Oranı (Nakit ve Nakit Benzerleri/Kısa Vadeli Yükümlülükler)	0,03	0,03	0,11
Özkaynaklar/Kısa ve Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,65	1,16	0,57
Kısa ve Uzun Vadeli Yükümlülükler / Toplam Kaynaklar	0,38	0,46	0,64

Mali Yapıya İlişkin Oranlar - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

2020-2023 döneminde Şirket'in özkaynakları, Şirket'in kısa ve uzun vadeli yükümlülüklerine göre daha fazla artış göstermiştir. 2021 yılında 0,57 düzeyinde olan özkaynaklar/kısa ve uzun vadeli yükümlülükler oranı 2023 yılında 1,65 düzeyine yükselmiştir. Şirket'in 2021-2023

GLOBAL
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

döneminde toplam kısa vadeli ve uzun vadeli yükümlülüklerinin toplam kaynaklar içindeki payı düzenli olarak küçülmüştür.

2.4. Net Nakit Pozisyon

İhraççı'nın varlıklarını finanse etmek için ağırlıklı olarak özkaynaklarını kullandığını ve yükümlülüklerini karşılayabilecek durumda olduğu görülmektedir. 31.12.2023 dönemi mali tablolar incelendiğinde, Şirket net borç tutarı 252.094.384 TL hesaplanmıştır.

TL	2023	2022	2021
Nakit ve Nakit Benzerleri	6.882.210	8.475.891	36.858.415
Finansal Yatırımlar	680.212	11.998	27.327
Kısa Vadeli Borçlanmalar	124.670.285	79.419.809	82.980.498
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	54.261.709	97.556.687	116.290.170
Diğer Finansal Yükümlülükler	595.561	282.879	798.290
Uzun Vadeli Borçlanmalar	80.129.251	114.065.353	175.548.817
NET NAKİT	-252.094.384	-282.836.839	-338.732.033

Net Nakit Pozisyon - Hesaplama: Global Menkul

2.5. İşletme Sermayesi

Şirket'in faaliyetleri gereği temel borçlanma ihtiyacı işletme sermayesinden kaynaklanmaktadır. Şirket yürütmekte olduğu projelerde ortalama olarak sözleşme bedelinin %10 ila %30'u arasında avans ödemesi almaktadır. Proje maliyetinin geri kalan kısmı idare tarafından belirli kilometre taşlarında yapılan ara ödemeler ile karşılanmaktadır. Ancak proje aşamalarında, malzeme tedarikinde veya idare ödemelerinde beklenmeyen gecikmeler olması gibi istisnai durumlarda öz kaynaklar ve/veya kısa vadeli krediler yoluyla işletme sermayesi ihtiyacı hasıl olmaktadır.

Şirket'in yenilenebilir enerji teknolojileri operasyonları hali hazırda kurulu 11,45 MWp kurulu güçte iki adet GES tesisinden oluşmakta olup, söz konusu operasyonlar alacak tahsil süreleri stabil ve stok yönetimi olmamasından kaynaklı ilave işletme sermayesi ihtiyacı doğurmamaktadır.

Mevcut durumda cari yükümlülüklerini karşılamak için yeterli işletme sermayesi mevcuttur. Şirket'in izahnamede yer alması gereken finansal tablo dönemleri itibarıyla işletme sermayesini gösterir tablo aşağıda yer almaktadır. Şirket'in 31.12.2023 tarihi itibarıyla net işletme sermayesi 155.865.577 TL'dir.

İşletme Sermayesi (TL)	2023	2022	2021
Dönen varlıklar	413.630.597	491.478.613	316.535.015
Kısa vadeli yükümlülükler	257.765.020	311.099.085	342.679.799
Net işletme sermayesi	155.865.577	180.379.528	-26.144.784

İşletme Sermayesi Tablosu - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

2021-2023 döneminde Şirket'in ticari işletme sermayesi ihtiyacını gösterir tablo aşağıdaki gibidir.

(TL)	2023	2022	2021
Ticari alacaklar	139.379.132	99.170.406	150.898.679
Stoklar	78.770.451	130.639.975	10.632.966
Ticari borçlar	47.230.978	67.388.002	73.498.474
Net Ticari İşletme Sermayesi	170.918.605	162.422.379	88.033.171

Net İşletme Sermayesi Tablosu - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in iletişim ve havacılık faaliyetlerinden elde edilen nakit akışı ağırlıklı olarak proje bazı gelirlerden oluşmaktadır. İletişim ve havacılık projelerinde ağırlıklı olarak proje başında avans

alınmakta, daha sonra projelendirme ve üretim sonrası fabrika kabullerinde ve saha kabullerinde tahsilat yapılmaktadır.

Proje bazlı faaliyetlerde, her projede farklı tahsil planı olması, her projede stok yönetiminde farklı süreçlerin olabilmesi nedenleriyle, Şirket işletme sermayesine ihtiyaç duyabilmektedir. Geçmiş yıllar için alacak tahsil sürelerini, stok devir hızlarını ve borç ödeme sürelerini gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

İşletme Sermayesi - Süreler(Gün)*	2023	2022	2021
Alacak Tahsil Süresi (Ort. Ticari Alacaklar / Net Satışlar*365)	74	75	75
Stok Devir Süresi (Ort. Stoklar /Satışların Maliyeti * 365)	112	73	19
Borç Ödeme Süresi (Ort. Ticari Borçlar /Satışların Maliyeti * 365)	61	73	89

Devir Hızı Oranları Tablosu - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

*Şirket'in TMS-29 kapsamında düzeltilmiş mali tablolarına göre yapılan işletme sermayesi süreleri hesaplamalarında; ticari alacak, stok ve ticari borçlar hesaplarının devir sürelerinin daha sağlıklı hesaplanmasını teminen dönem başı ve dönem sonu bakiyelerinin ortalamaları dikkate alınmıştır. İletişim ve Havacılık operasyonlarının İNA analizinde kullanılan devir hızları yukarıda yer alan tablodaki sürelerden farklı olup, farklılığın sebebi GES gelir ve giderlerinin elemine edilmesinden kaynaklıdır.

2.6. Gelir Tablosu ve Faaliyet Sonuçları

Şirket'in 31.12.2023, 31.12.2022 ve 31.12.2021 tarihli karşılaştırmalı gelir tablosu aşağıdaki gibidir.

GELİR TABLOSU	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
Hasılat	589.328.891	605.251.535	495.786.212
Satışların Maliyeti (-)	-340.275.900	-352.590.914	-221.994.308
BRÜT KÂR (ZARAR)	249.052.991	252.660.621	273.791.904
Genel Yönetim Giderleri (-)	-53.556.474	-29.798.996	-26.879.078
Pazarlama Giderleri (-)	-3.223.706	-2.301.873	-3.036.927
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	70.099.333	130.489.823	56.291.688
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-65.114.919	-27.735.003	-47.837.750
ESAS FAALİYET KÂRI (ZARARI)	197.257.225	323.314.572	252.329.837
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	13.130.183	7.405.261	8.422.363
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-	-1.293.407	-10.123
TFRS 9 Uyarınca Belirlenen Değer Düşüklüğü Kazançları (Zararları) ve Değer Düşüklüğü Zararlarının İptalleri	6.425	176.826	-285.467
FİNANSMAN GELİRİ (GİDERİ) ÖNCESİ FAALİYET KÂRI (ZARARI)	210.393.833	329.603.252	260.456.610
Finansman Giderleri	-128.752.491	-101.483.128	-155.816.691
Net Parasal Pozisyon Kazançları (Kayıpları)	-35.399.700	68.349.268	86.970.698
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KÂRI (ZARARI)	46.241.642	296.469.392	191.610.617
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	38.187.040	-19.769.725	-30.632.515
Dönem Vergi Gideri/Geliri	-	-	-196.337
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	38.187.040	-19.769.725	-30.436.178
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KÂRI (ZARARI)	84.428.682	276.699.667	160.978.102
DÖNEM KÂRI (ZARARI)	84.428.682	276.699.667	160.978.102

Gelir Tablosu - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Şirket hasılatı 31.12.2021 döneminde 495.786.212 TL olarak gerçekleşmiş olup, 31.12.2022 yılında %22'lik artışla 605.251.535 TL seviyesine ulaşmıştır. Şirket'in 31.12.2023 yılı gelirleri bir önceki yıla göre %3 azalarak 589.328.891 TL olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in iş modeli, proje ve AR-GE üzerine kurulu olması nedeniyle Şirket'in raporlanan dönemler itibari ile yıllara sâri proje işlerinde maliyetine katlandığı ve hasılatı konu olmuş işleri bulunmaktadır.

Şirket'in yürütmekte olduğu projelerinin henüz hak edişe veya tahsilata konu olmamış ancak fiziki olarak tamamlanan kısımları raporlama dönemlerine hasılat olarak tahakkuk ettirilmiş ve hasılat olarak raporlanan tutarların karşılığında da sözleşme varlığı olarak alacak niteliğinde hesap raporlanmıştır.

2020 – 2021 ve 2023 yıllarında raporlanan satışlara ilişkin tablo proje bazında aşağıdaki gibidir:

TL	01.01.2023 31.12.2023	01.01.2022 31.12.2022	01.01.2021 31.12.2021	2023 – 2022 Değişim	2022 – 2021 Değişim
İletişim ve Havacılık Teknolojileri	509.723.938	513.051.461	416.128.117	-1%	23%
Proje 27 Gelirleri	146.456.786	-	-	-	-
Proje 3 Gelirleri	72.892.846	64.921.652	22.699.870	12%	186%
Proje 1 Gelirleri	50.910.394	93.688.916	71.955.502	-46%	30%
Proje 28 Gelirleri	49.179.090	-	-	-	-
Proje 26 Gelirleri	32.023.747	100.430.923	-	-68%	-
Proje 29 Gelirleri	24.821.191	-	-	-	-
Proje 30 Gelirleri	22.994.620	-	-	-	-
Proje 33 Gelirleri	21.606.289	-	-	-	-
Proje 32 Gelirleri	15.751.428	-	-	-	-
Proje 25 Gelirleri	14.404.576	21.511.787	-	-33%	-
Proje 8 Gelirleri	10.456.465	20.843.824	21.559.759	-50%	-3%
Proje 35 Gelirleri	8.933.863	-	-	-	-
Proje 5 Gelirleri	7.215.186	23.501.268	3.564.271	-69%	559%
Proje 31 Gelirleri	5.259.263	-	-	-	-
Proje 4 Gelirler	5.011.751	15.685.525	26.565.161	-68%	-41%
Proje 2 Gelirleri	4.371.051	30.615.034	34.348.020	-86%	-11%
Proje 34 Gelirleri	3.895.654	-	-	-	-
Proje 19 Gelirleri	2.966.198	9.302.410	-	-68%	-
Proje 37 Gelirleri	2.939.541	-	-	-	-
Diğer Proje Gelirleri	2.507.555	13.854.872	41.525.678	-82%	-67%
Proje 38 Gelirleri	1.419.166	-	-	-	-
Proje 36 Gelirleri	1.363.659	-	-	-	-
Proje 24 Gelirleri	1.332.514	23.872.103	-	-94%	-
Proje 6 Gelirleri	1.011.105	5.946.139	4.251.150	-83%	40%
Proje 9 Gelirleri	-	50.768.939	-	-	-
Proje 18 Gelirleri	-	303.906	13.125.883	-	-98%
Proje 12 Gelirleri	-	931.053	2.316.710	-	-60%
Proje 7 Gelirleri	-	977.939	2.901.372	-	-66%
Proje 11 Gelirleri	-	3.902.635	22.020.738	-	-82%
Proje 17 Gelirleri	-	15.598.334	130.756.866	-	-88%
Proje 10 Gelirleri	-	16.394.202	18.537.137	-	-12%
Yenilenebilir Enerji Teknolojileri	79.604.953	92.200.074	79.658.095	-14%	16%
GES Gelirleri	79.604.953	92.200.074	79.658.095	-14%	16%
Toplam Brüt Satışlar	589.328.891	605.251.535	495.786.212	-3%	22%

Satışlar Tablosu - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in hem iletişim ve havacılık teknolojileri hem de yenilenebilir enerji teknolojileri alanında gelirleri büyük oranda döviz bazlıdır.

Şirket'in iletişim ve havacılık teknolojilerinden elde ettiği gelirlerin yaklaşık %97'si döviz bazlı olup, geri kalan gelirleri de TL eskalasyona tabidir. Şirket'in yenilenebilir enerji teknolojileri gelirlerinin tamamı döviz bazlıdır. İlgili dönemlerde Şirket satışlarındaki artış,

artan proje miktarı, projelerdeki ilerleme ve tamamlama durumunun hızlanmış olması, döviz kurlarındaki artış ve güneş enerji tesislerinden kaynaklanmaktadır.

Satışların Maliyeti (TL)	01.01.2023	01.01.2022	01.01.2021	2023 – 2022	2022 – 2021
	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021	Değişim	Değişim
İletişim ve Havacılık Teknolojileri	303.931.592	322.123.652	205.702.925	-6%	57%
Malzeme Giderleri	212.527.957	228.426.539	182.022.931	-7%	25%
Personel Giderleri	51.474.403	63.372.418	12.893.589	-19%	392%
Diğer Giderler	32.382.697	23.120.976	5.753.157	40%	302%
Amortisman Giderleri	7.546.535	7.203.719	5.033.248	5%	43%
Yenilenebilir Enerji Teknolojileri	36.344.308	30.467.262	16.291.383	19%	87%
GES Giderleri	20.206.921	14.332.495	6.449.186	41%	122%
Amortisman Giderleri	16.137.387	16.134.767	9.842.197	0%	64%
SATIŞLARIN MALİYETİ	340.275.900	352.590.914	221.994.308	-3%	59%

Satışların Maliyeti Tablosu - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Projenin durumuna göre malzeme ağırlıklı projelerde maliyetler yükselebilmekte, yazılımın ağırlığı (personel maliyeti) daha yüksek olan projelerde ise satışların maliyeti görece daha düşük kalabilmektedir.

Şirket'in 2021 yılında 273.791.904 TL olan brüt kârı, 2022 yılında %8 azalarak 252.660.621 TL seviyesine gelmiştir. 2022 yılında brüt kârda gerçekleşen düşüşün en önemli sebepleri navlun fiyatlarının yükselmesi ve emtia fiyatlarının dalgalı seyir izlemesinden kaynaklı artan malzeme maliyetleri ile artan personel giderleridir. Şirket brüt kârı, 2023 yılında bir önceki yıla paralel olarak 249.052.911 TL olarak gerçekleşmiştir.

Genel yönetim giderlerinin Şirket gelirlerine oranı, izahnamede yer alması gereken finansal tablo dönemleri itibarıyla ortalama %6 seviyesindedir.

Genel Yönetim Giderleri (TL)	01.01.2023	01.01.2022	01.01.2021	2023 – 2022	2022 – 2021
	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021	Değişim	Değişim
Personel Ücret ve Giderleri	34.469.003	15.563.832	15.961.317	121%	-2%
Amortisman Giderleri	3.804.240	2.676.845	1.504.056	42%	78%
Bakım ve Onarım Giderleri	3.136.115	915.523	1.749.441	243%	-48%
Ofis Giderleri (Elektrik, Su ve Haberleşme vb.)	2.785.196	688.693	2.019.580	304%	-66%
Danışmanlık Giderleri	2.176.816	5.717.488	1.798.013	-62%	218%
Aidat ve Diğer Kira Giderleri	1.813.310	2.086.506	1.461.963	-13%	43%
Temsil, Ağırılama ve Tanıtım Giderleri	1.302.265	249.086	472.509	423%	-47%
Taahhüt Giderleri	1.286.551	670.403	953.536	92%	-30%
Vergi, Resim ve Harç Giderleri	975.095	118.778	102.655	721%	16%
Seyahat ve Konaklama Giderleri	664.721	348.104	298.440	91%	17%
Sigorta Giderleri	612.831	362.677	130.951	69%	177%
Banka Komisyon ve Masraf Giderleri	353.540	265.937	332.187	33%	-20%
Mahkeme ve Dava Giderleri	27.375	125.564	94.429	-78%	33%
Diğer Giderler	149.416	9.560	1	1463%	955900%
Toplam	53.556.474	29.798.996	26.879.078	80%	11%

Faaliyet Giderleri - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Pazarlama ve satış giderlerinin Şirket gelirlerine oranı, izahnamede yer alması gereken finansal tablo dönemleri itibarıyla %1'in altındadır. Şirket'in pazarlama satış ve dağıtım giderleri, Şirket satışları ve büyüklüğüne göre oldukça düşüktür. Bu durumun temel sebebi, Şirket'in ağırlıklı olarak askeri ve sivil havacılık projeleri gerçekleştirmesi ile elektrik geliri elde etmesi nedeniyle yüksek tutarlı pazarlama ve tanıtım bütçelerine gerek duymamasıdır. Pazarlama,

satış ve dağıtım giderleri hesabı altında en önemli gider kalemleri fuar ve organizasyon giderleri ile yine bu hesaba paralel olarak seyahat ve konaklama giderlerinden oluşmaktadır.

Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri (TL)	01.01.2023 31.12.2023	01.01.2022 31.12.2022	01.01.2021 31.12.2021	2023 – 2022 Değişim	2022 – 2021 Değişim
Seyahat ve Konaklama Giderleri	1.388.786	571.964	283.919	143%	101%
Reklam ve Tanıtım Giderleri	991.238	252.773	265.142	292%	-5%
Fuar ve Organizasyon Giderleri	755.001	1.338.249	919.702	-44%	46%
Vergi, Resim ve Harç Giderleri	88.681	138.887	-	-36%	-
Proje Teklif Aşamasına Ait Giderler	-	-	1.414.542	-	-100%
Personel Giderleri	-	-	153.622	-	-100%
Toplam	3.223.706	2.301.873	3.036.927	40%	-24%

Pazarlama Giderleri - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in esas faaliyetlerden gelirler kalemi 31.12.2021 tarihinde 56.291.688 TL iken %132 oranında artış ile 130.489.823 TL olmuştur. 31.12.2023 döneminde diğer gelirler kalemi %46 azalarak 70.099.333 TL seviyesinde kapanmıştır. Esas faaliyetlerden gelirler kaleminde ticari faaliyetlerden kur farkları dışında, devlet teşvikleri, sigorta hasar yansıtma gelirleri, karşılık iptalleri gibi gelirlerden oluşmaktadır.

Diğer Gelirler (TL)	01.01.2023 31.12.2023	01.01.2022 31.12.2022	01.01.2021 31.12.2021	2023 – 2022 Değişim	2022 – 2021 Değişim
Ticari Faaliyetlerden Kur Farkı Gelirleri	63.176.884	124.687.393	49.934.077	-49%	150%
Banka Promosyon Gelirleri	4.177.968	-	1.854.783	-	-100%
Diğer Gelirler	995.565	1.046.111	24.639	-5%	4146%
Proje Destek Prim ve ARGE Teşvik Gelirleri	969.947	745.512	3.874.545	30%	-81%
Sigorta Hasar Yansıtma Gelirleri	542.237	557.278	214.846	-3%	159%
Karşılık İptalleri	184.537	3.426.542	-	-95%	-
Reeskont Faiz Gelirleri	52.195	26.987	388.798	93%	-93%
Toplam	70.099.333	130.489.823	56.291.688	-46%	132%

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in esas faaliyetlerden diğer giderler hesabı izahnamede yer alan hesap dönemleri itibarıyla ortalama %74 oranında ticari faaliyetlerden kur farkı giderlerinden oluşmaktadır. Şirket'in esas faaliyetlerden diğer giderleri 31.12.2021 tarihinde 47.837.750 TL iken 31.12.2022 tarihinde %42 azalışla, 27.735.003 TL olarak gerçekleşmiştir. 31.12.2023 döneminde bir önceki yıla göre %135 artarak 65.114.919 TL seviyesine yükselmiştir. Esas faaliyetlerden diğer giderler hesabında, ticari faaliyetlerden kur farkı giderleri dışında, yeniden yapılandırma giderleri, karşılık giderleri, sözleşme fesih giderleri gibi gider kalemleri bulunmaktadır.

Diğer Giderler (TL)	01.01.2023 31.12.2023	01.01.2022 31.12.2022	01.01.2021 31.12.2021	2023 – 2022 Değişim	2022 – 2021 Değişim
Ticari Faaliyetlerden Kur Farkı Giderleri	37.617.421	21.443.628	41.671.574	75%	-49%
Yeniden Yapılandırma Giderleri	19.224.793	6.054.461	1.885.072	218%	221%
Reeskont Faiz Giderleri	4.008.153	144.036	152.651	2683%	-6%
Karşılık Giderleri	2.491.177	-	710.137	-	-100%
Sözleşme Fesih Gideri	735.773	-	-	-	-
Mutabakat Farkları	593.079	-	1.767.219	-	-100%
Diğer Giderler	444.523	92.878	1.651.097	379%	-94%
Toplam	65.114.919	27.735.003	47.837.750	135%	-42%

Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in izahnamede yer alması gereken finansal tablo dönemleri itibarıyla yatırım faaliyetlerinden gelirlerinin başlıca unsuru yatırım amaçlı gayrimenkul değer artışı ve duran varlık satış kârından oluşmaktadır. Ayrıca nakit ve benzerlerinden elde edilen faiz gelirleri de yatırım faaliyetlerinden gelirler kalemine pozitif katkı sunmuştur.

Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler (TL)	01.01.2023 31.12.2023	01.01.2022 31.12.2022	01.01.2021 31.12.2021	2023 - 2022 Değişim	2022 - 2021 Değişim
YAG Yeniden Değerleme Gelirleri	2.837.550	4.271.240	-	-34%	-
Banka Mevduat Kur Değerleme Farkı	2.365.741	1.723.808	1.972.307	37%	-13%
YAG Kira Gelirleri	-	357.215	731.653	-100%	-51%
Menkul Kıymet Satış Kârları	2.992	4.436	7.514	-33%	-41%
Faiz Geliri	5.702.576	1.048.562	992.296	444%	6%
Duran Varlık Satış Kârı	2.221.324	-	4.718.593	-	-100%
Toplam	13.130.183	7.405.261	8.422.363	77%	-12%

Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

İzahnamede yer alması gereken finansal tablo dönemleri itibarıyla yatırım faaliyetlerinden giderlerin dağılımı aşağıdaki gibidir. 31.12.2023 dönemi itibarıyla yatırım faaliyetlerinden gider bakiyesi oluşmamıştır.

Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (TL)	01.01.2023 31.12.2023	01.01.2022 31.12.2022	01.01.2021 31.12.2021	2023 - 2022 Değişim	2022 - 2021 Değişim
Banka Mevduat Kur Değerleme Farkı	-	1.293.311	-	-100%	-
Menkul Kıymet Satış Zararları	-	96	78	-100%	23%
Duran Varlık Satış Zararları	-	-	10.045	-	-100%
Toplam	-	1.293.407	10.123	-100%	12677%

Yatırım Faaliyetlerinden Giderler - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Savunma sanayinde faaliyet gösteren şirketler, sektördeki genel uygulamalara paralel olarak alınan avanslara karşılık olarak bankalardan teminat mektubu kullanmakta ve komisyon giderlerine katlanmaktadır. ASELSAN ile Şirket arasındaki Stratejik İş Birliği Anlaşması kapsamında Şirket, Türk Silahlı Kuvvetlerini Güçlendirme Vakfı bünyesinde bulunan şirketlere teminat mektubu olmaksızın hizmet vermektedir. Şirket'in stratejik ortak unvanı ile yaptığı faaliyetler Şirket'in finansman giderlerini azaltmaktadır.

Şirket'in izahname dönemleri itibari ile finansman gideri faiz gideri ve güneş enerji tesisi yatırımı için kullanılan kredilere ilişkin olarak hesaplanan kur farkı giderinden oluşmaktadır.

Şirket'in finansman giderlerinin Şirket net satışlarına oranı ,31.12.2023 döneminde %22, 31.12.2022 döneminde %17 ve 31.12.2021 döneminde ise %31 olarak gerçekleşmiştir.

Finansal Giderler (TL)	01.01.2023 31.12.2023	01.01.2022 31.12.2022	01.01.2021 31.12.2021	2023 - 2022 Değişim	2022 - 2021 Değişim
Faiz Gideri	68.503.525	36.327.578	37.359.693	89%	-3%
Kredi Kur Farkı Gideri	60.248.966	65.155.550	118.456.998	-8%	-45%
Toplam	128.752.491	101.483.128	155.816.691	27%	-35%

Finansman Gelir ve Giderleri - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Şirket faaliyetleri sonucunda 2021 yılında 160.978.102 TL dönem kârı elde etmişken, 2022 yılında %72 artışla, 276.699.667 TL seviyesine ulaşmıştır. 2023 yılında %69 oranında düşüş ile net dönem kârı 84.428.682 TL olarak gerçekleşmiştir. 2023 yılında proje kârlılıklarının bir önceki yıla göre düşük olması ve finansman giderinin %27 oranında artış göstermesi 2023 yılı

net dönem kârında %69 oranında düşüşe neden olmuştur. Şirket net dönem kârına etki eden en önemli unsurlar, ilgili dönemde alınan projelerin kârlılıkları, proje sayısı ve söz konusu proje süreleri, kur farkı gelirleri ve finansman giderleridir.

Şirket'in izahnamede yer alması gereken finansal tablo dönemleri itibarıyla kâr marjlarını gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

%	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
Brüt Kâr Marjı	42%	42%	55%
Esas Faaliyet Kâr Marjı	33%	53%	51%
FAVÖK Marjı	37%	57%	54%
Net Kâr Marjı	14%	46%	32%

Kârlılık Oranları Tablosu - Hesaplama: Global Menkul

3. Sektör Hakkında Bilgi

Güvenlik ihtiyacı hem bireylerin hem de toplumların temel ihtiyaçlarından olup, sosyal devlet ilkesi gereği devletlerin, ulus bütünlüğünü koruması ve ülke güvenliğini sağlaması gerekmektedir. Söz konusu gereklilik; son dönemde artan jeopolitik gerilimler, birçok ülkede devam eden terörizmle mücadele çalışmaları ve ülkeler arasında savaş boyutuna taşınmış gerginlikler nedeniyle her geçen gün artmaktadır. Buna paralel olarak ülkeler savunma sanayii bütçelerini ve ülkelerinde bu sektörde faaliyet gösteren firmalara desteklerini artırmışlardır. Savunma sanayii sektöründe dışa bağımlılıktan kurtulmak stratejik öneme sahiptir ve bu bağlamda ülkelerin kamu harcamalarının önemli bir bölümü silahlanma, askeri teçhizat (iletişim ve haberleşme teknolojileri de dahil) ve mühimmata yöneliktir.

3.1. Küresel Savunma Sanayii

Stockholm Uluslararası Barış Araştırmaları Enstitüsü (SIPRI- Stockholm International Peace Research Institute) 2023 yıllık raporuna göre, küresel askeri harcamalar 2022'de art arda sekizinci yıl artarak 2.181,9 milyar USD seviyesine ulaşmıştır. Küresel askeri harcamalar bir önceki yıla göre %3,7 artmış olmakla birlikte, küresel gayri safi yurt içi hasılanın yüzde 2,2'sini oluşturmaktadır. Burada artış olmamıştır ve sebebi küresel gayrisafî milli hasılanın 2022 yılı içindeki artış oranının yüksek olmasıdır. Söz konusu harcamalar küresel bazda kişi başı 282 USD'lik bir askeri harcamaya tekabül etmektedir.

Ukrayna'daki savaş nedeniyle 2022 yılında Avrupa'daki askeri harcamalarda %13 oranında dramatik bir artış yaşanmıştır. Ayrıca Avrupa ülkelerinin 2033 yılına kadar söz konusu harcamaları artırma planları yapma ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Söz konusu planların büyük bölümü ekipman modernizasyonu ve askeri personel sayısının artışı ile alakalıdır. Örneğin; Almanya gayrisafî milli hasilasından ilave %2 askeri harcamalarına ayırmayı planlamaktadır.¹

Bölgelere göre savunma harcamalarının yıllık gelişimine bakıldığında yıllar itibarıyla artış trendi görülmektedir:

Bölgelere Göre Askeri Harcamalar (milyar USD)	2018	2019	2020	2021	2022
Dünya	1.950,2	2.028,6	2.091,9	2.104,1	2.181,9
Afrika	36,3	37,2	39,0	40,0	37,9
Kuzey Afrika	17,2	18,3	19,5	19,2	18,6
Sahra Altı Afrika	19,1	19,0	19,5	20,8	19,3
Amerika	816,7	858,3	897,7	888,4	891,1
Orta Amerika ve Karayipler	8,4	9,2	11,3	10,9	10,3
Kuzey Amerika	761,4	803,0	840,5	831,6	837,7
Güney Amerika	46,9	46,1	45,9	45,9	43,1
Asya & Okyanusya	523,0	549,0	567,8	580,4	595,9

¹ SIPRI Yearbook 2023, Summary – https://www.sipri.org/sites/default/files/2023-06/yb23_summary_en_1.pdf

Okyanusya	31,1	32,5	34,0	35,8	36,0
Güney Asya	89,5	95,0	95,3	95,6	99,4
Doğu Asya	357,2	375,2	390,1	400,8	414,6
Güneydoğu Asya	43,5	44,2	46,6	46,5	44,6
Orta Asya	1,7	2,1	1,8	1,8	1,3
Avrupa	368,4	387,3	407,9	420,7	477,0
Orta Avrupa	29,8	34,1	36,0	37,8	39,5
Doğu Avrupa	69,0	72,8	75,2	76,3	120,4
Batı Avrupa	269,5	280,4	296,7	306,6	317,2
Orta Doğu	205,7	196,8	179,5	174,5	180,1

Kaynak: SIPRI Milex²

Savunma harcamalarının seyri büyük jeopolitik kırılmalar ve ekonomik krizlerden etkilenmektedir. “Soğuk Savaş” döneminin sonlarına doğru küresel savunma harcamaları 1,5 trilyon USD seviyesinin üzerine çıkmışken, Aralık 1991’de Sovyetler Birliği’nin dağılmasının ardından belirgin bir düşüş yaşanmış ve 1990’lı yılların sonunda harcamalar 1 trilyon USD seviyesine kadar gerilemiştir.

ABD’de 11 Eylül 2001’deki terör saldırılarının ardından savunma harcamaları yeniden yükselişe geçmiş, 2008 mali krizine rağmen 1,5 trilyon USD seviyesinin üzerine çıkmıştır. 2022 yılı itibarıyla küresel askeri harcamalar 2,1 trilyon USD seviyesini aşmıştır.

Savunma harcamaları 2022 yılında (USD bazında) en yüksek seviyede olan ilk 25 ülke aşağıdaki gibi sıralanmıştır:

Ülkelerin Askeri Harcamaları (milyon USD)

Sıra	Ülke	2018	2019	2020	2021	2022
1	ABD	682.491,40	734.344,10	778.397,20	806.230,20	876.943,20
2	Çin	232.530,60	240.332,56	257.973,43	285.930,52	291.958,43
3	Hindistan	61.609,20	65.201,34	61.712,54	65.907,71	86.373,10
4	Suudi Arabistan	66.257,80	71.468,90	72.937,06	76.348,54	81.363,19
5	Rusya	74.612,27	65.362,67	64.558,40	63.194,67	75.013,33
6	Birleşik Krallık	55.832,92	56.567,60	58.332,37	67.500,69	68.462,58
7	Almanya	46.497,68	49.079,44	53.318,71	56.513,13	55.759,75
8	Fransa	51.409,81	50.118,93	52.747,06	56.647,00	53.638,75
9	Japonya	43.069,97	44.102,24	46.117,10	50.873,79	46.365,42
10	Güney Kore	48.535,91	50.778,01	51.396,54	50.957,47	45.992,09
11	Ukrayna	4.169,71	5.419,14	5.924,20	5.942,78	43.997,75
12	İtalya	28.420,10	26.380,67	32.929,09	36.249,28	33.489,71
13	Avusturalya	26.839,82	26.079,35	27.300,89	32.718,07	32.298,92
14	Kanada	22.729,33	22.394,88	23.082,77	25.362,24	26.896,32
15	İsrail	19.899,82	20.339,23	21.816,57	24.340,98	23.406,07
16	İspanya	17.823,27	17.189,32	17.431,78	19.544,47	20.306,57
17	Brezilya	28.177,41	25.906,87	19.591,21	19.187,12	20.210,79
18	Polonya	12.040,67	11.786,15	13.368,39	15.112,49	16.573,13
19	Hollanda	11.114,93	12.000,67	13.085,72	13.941,58	15.606,62
20	Katar	11.593,41	15.412,09
21	Tayvan	10.504,78	10.993,17	11.859,17	12.893,98	12.508,61
22	Pakistan	10.581,92	10.402,58	9.801,65	11.054,77	11.687,57
23	Türkiye	19.648,69	20.436,92	17.478,41	15.567,41	10.644,58
24	Singapur	11.745,30	10.399,19	10.408,08	11.836,35	10.337,48
25	Kolombiya	10.134,72	10.167,55	9.554,13	10.180,13	9.937,70

Kaynak: SIPRI Milex³

² <https://milex.sipri.org/sipri>

³ <https://milex.sipri.org/sipri>

İlgili tabloda Türkiye’de askeri harcamalar USD bazında 2021 yılında 15,6 milyar USD seviyesinde iken 2022 yılında 10,6 milyar USD seviyesine gerilemiş görünmekle birlikte, düşüş ülkedeki kur artışından kaynaklanmıştır.

Savunma harcamalarının ülkelerin gayrisafi milli hasıllarına baktığımızda da ülkelerin içinde buldukları duruma (savaş, terör, vb.) paralel olarak kaynak ayırdıkları net olarak görülmektedir:

Askeri Harcamaların Gayri Safi Milli Hasıllara Oranı

Sıra	Ülke	2018	2019	2020	2021	2022
1	Ukrayna	3,19%	3,52%	3,81%	3,23%	33,55%
2	Suudi Arabistan	9,14%	8,13%	9,18%	7,58%	7,42%
3	Katar	-	-	-	6,45%	6,96%
4	Togo	1,96%	3,15%	2,84%	3,11%	5,44%
5	Umman	8,27%	7,44%	8,03%	6,56%	5,17%
6	Ürdün	4,56%	4,57%	4,70%	4,81%	4,84%
7	Cezayir	5,48%	6,00%	6,69%	5,59%	4,78%
8	Azerbaycan	3,56%	3,87%	5,39%	5,27%	4,55%
9	Kuveyt	5,19%	5,42%	6,57%	6,59%	4,53%
10	İsrail	5,28%	5,05%	5,28%	4,98%	4,51%
92	Türkiye	2,52%	2,69%	2,43%	1,90%	1,23%

Kaynak: SIPRI Milex⁴

3.1.1. Türkiye’de Savunma Sanayii

Jeopolitik olarak büyük bir öneme sahip olan, dünyada ülkeler arası gerginliklerin sık yaşandığı coğrafyalara yakın konumda bulunan ve uzun yıllardan beri terörizm ile mücadele içinde olan Türkiye’de savunma sanayii çok büyük önem arz etmektedir.

Son yıllarda savunma sanayii alanında millileşme stratejilerine ağırlık verilmesiyle birlikte, tarihsel olarak zaman zaman doğrudan veya dolaylı askeri ambargolara maruz kalmış olan Türkiye’nin yerli savunma sanayiinde önemli kazanımlar elde edilmeye başlandığı görülmektedir.

Türk Silahlı Kuvvetlerini Güçlendirme Vakfı bünyesinde bulunan bazı vakıf şirketleri (örn.: Aselsan, Tusaş, Havelsan ve Roketsan) önderliğinde gelişen milli savunma sanayii, bugün OYT’nin de aralarında yer aldığı stratejik ortak ve paydaşlarıyla ülkenin ihtiyaç duyduğu pek çok teknolojiyi milli imkanlarla üretmekte ve bu alanda büyüyerek hizmet vermektedir.

Bu kapsamda Türk savunma sanayii sektöründe AR-GE faaliyetlerinin desteklenmesi için vergi teşvikleri, yatırım destekleri, arazi tahsisi destekleri, SGK prim muafiyeti destekleri, kurumlar vergisi indirimleri sağlanması gibi destekler mekanizmaları işletilmektedir.

Türkiye’nin 2000 yılından bu yana yapmış olduğu savunma harcamaları aşağıda gösterilmiş olup, 2019 yılında 20 milyar USD seviyesini geçmiştir. Son yıllarda USD/TRY kurlarındaki artış nedeniyle, USD bazında harcamalar düşmüş görünmektedir.

Ancak 2022 yılı Kasım’da 2023 yılını kapsayan Savunma ve Güvenlik Bütçesi 468,7 milyar TL (ilgili dönemin döviz kuru ile yaklaşık olarak 25 milyar USD) olarak açıklanmıştır.

2024 yılı Savunma ve Güvenlik Bütçesi ise 1 trilyon 133,5 milyar TL (40 milyar 450 milyon USD) olmasıyla dikkat çekmektedir.⁵

⁴ <https://milex.sipri.org/sipri>

⁵ <https://www.sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2023/10/2024-Yili-Butce-Gerekcesi.pdf>

Türkiye'nin Savunma Harcamaları			
YIL	Milyon USD	TL	Ortalama Kur
2000	9.993,73	6.248.270.000,00	0,62522
2001	7.216,05	8.843.920.000,00	1,22559
2002	9.050,38	13.641.000.000,00	1,50723
2003	10.277,90	15.426.000.000,00	1,50089
2004	10.920,77	15.568.000.000,00	1,42554
2005	12.081,16	16.232.000.000,00	1,34358
2006	13.036,51	18.622.000.000,00	1,42845
2007	14.987,76	19.528.000.000,00	1,30293
2008	16.809,58	21.878.000.000,00	1,30152
2009	16.047,51	24.873.000.000,00	1,54996
2010	17.650,46	26.526.000.000,00	1,50285
2011	17.006,48	28.485.000.000,00	1,67495
2012	17.694,32	31.779.000.000,00	1,79600
2013	18.427,65	35.082.000.000,00	1,90377
2014	17.576,54	38.467.000.000,00	2,18854
2015	15.668,75	42.619.000.000,00	2,72000
2016	17.827,70	53.853.000.000,00	3,02075
2017	17.822,74	64.243.000.000,00	3,60455
2018	19.648,69	94.860.000.000,00	4,82780
2019	20.436,92	116.143.000.000,00	5,68300
2020	17.478,41	122.750.899.311,65	7,02300
2021	15.567,41	137.647.039.480,18	8,84200
2022	10.644,58	176.277.888.398,12	16,56034

Kaynak: SIPRI Milex⁶

Türkiye’de savunma sanayiinin gelişme ve büyüme potansiyeli halen çok yüksektir. Ülkenin her türlü büyüme ve gelişme planında savunma sanayiine geniş yer verilmektedir. Eylül 2023’te yayımlanarak yürürlüğe giren Orta Vadeli Programda (OVP) da bu sektöre geniş yer verilmiştir.⁷

3.1.2. OVP (Orta Vadeli Program) / Savunma Sanayii

06/09/2023 tarihinde Cumhurbaşkanı Kararı ile yayımlanıp yürürlüğe giren Hazine ve Maliye Bakanlığı ile Strateji ve Bütçe Başkanlığı’nca hazırlanan “Orta Vadeli Program”da (2024 - 2026) savunma sanayii geniş yer bulmuş olup, önümüzdeki dönemde savunma sanayiinin Türkiye’de devlet desteği ve üretilecek projeler ile gelişim hızının artacağı düşünülmektedir.

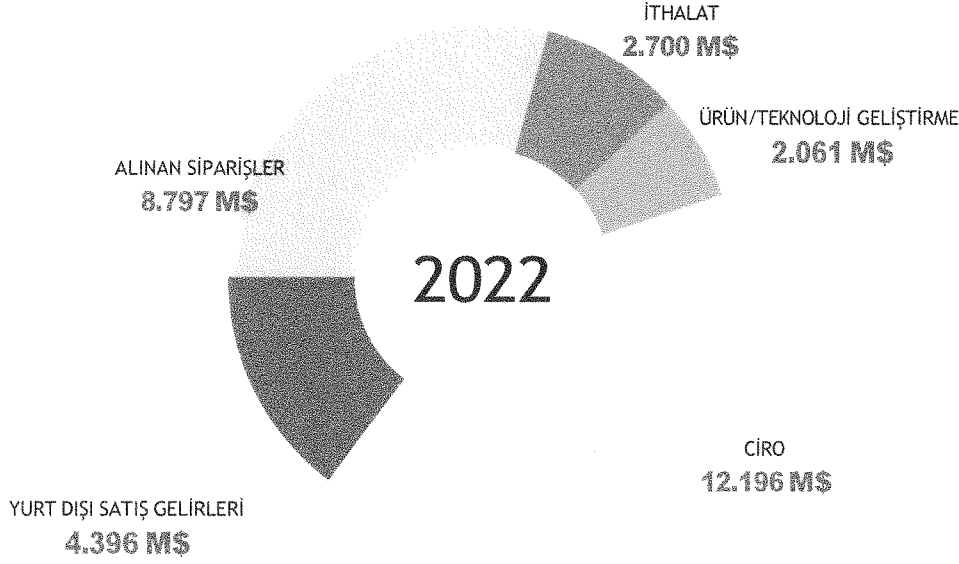
3.1.3. Yurt İçi Savunma Sanayii Dış Ticaret Verileri⁸

2022 sonu itibarıyla, sektör performans verilerinde hasılat, yurt dışı satış gelirleri (YDSG), ithalat ürün ve teknoloji geliştirme harcamaları, istihdam ve alınan yeni siparişlerde önemli bir pozitif gelişmenin olduğu ve sektörün çok iyi bir yıl geçirdiği görülmektedir. Bu verilere göre, geçtiğimiz yıllarda Covid-19 salgınından oldukça etkilenen sektörün, bu etkilerden tamamen kurtulduğu söylenebilmektedir. Aynı şekilde kişi başı hasılat (ciro) ve kişi başı yurt dışı satış gelirlerinde de yukarı yönlü bir ivme görülmektedir.

⁶ <https://milex.sipri.org/sipri>

⁷ <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2023/09/20230906M1-1.pdf>

⁸ SASAD Sektör Performans Raporu 2022 <https://sasad.org.tr/sasad-sektor-performans-raporu-2022>



İSTİHDAM	KİŞİ BAŞI CİRO	KİŞİ BAŞI YDSG
81.132 KİŞİ	150.328 \$	54.183 \$

Kaynak: SASAD Sektör Performans Raporu 2022⁹

Buna göre; 2021 yılına göre 2022 verilerinde; hasılat 10.159.297.769 USD'den 12.196.447.159 USD'ye (%20,05), yurt dışı satış gelirleri 3.224.786.000 USD'den 4.395.997.000 USD'ye (%36,32), AR-GE harcamaları 1.639.545.306 USD'den 2.061.312.707 USD'ye (%25,72), ithalat 2.062.204.996 USD'den 2.700.430.973 USD'ye (%30,95), 75.660 olan istihdam 81.132 seviyesine (%7,23) çıkmıştır.

3.1.4. Savunma ve Havacılık SSB- 2019-2023 Stratejik Planı¹⁰

Savunma sanayiindeki tarihi gelişim (2002-2018) rakamlarla değerlendirildiğinde; 1 milyar USD olan savunma ve havacılık hasılatı 8,761 milyar USD'ye, savunma ve havacılık ihracatı 248 milyon USD'den 2,188 milyar USD'ye, AR-GE harcamaları 49 milyon USD'den 1,448 milyar USD'ye, Savunma Sanayii Başkanlığında yürütülen savunma Proje sayısı 66'dan 667'ye, bu projelerin sözleşme bedeli ise 5,5 milyar USD'den 60 milyar USD'ye ulaşmıştır.

Şirket'in uzmanlık alanlarında mikro sektörler aşağıdaki gibidir:

- Küresel Askeri Haberleşme Sistemleri Sanayii
- Küresel Hava Trafik Kontrol Sistemleri Pazarı
- İnsansız Deniz Araçları
- Küresel Ses Haberleşme ve Kontrol Sistemleri
- İnsansız Hava Araçları
- Entegre Lojistik Destek

⁹ SASAD Sektör Performans Raporu 2022 <https://sasad.org.tr/sasad-sektor-performans-raporu-2022>

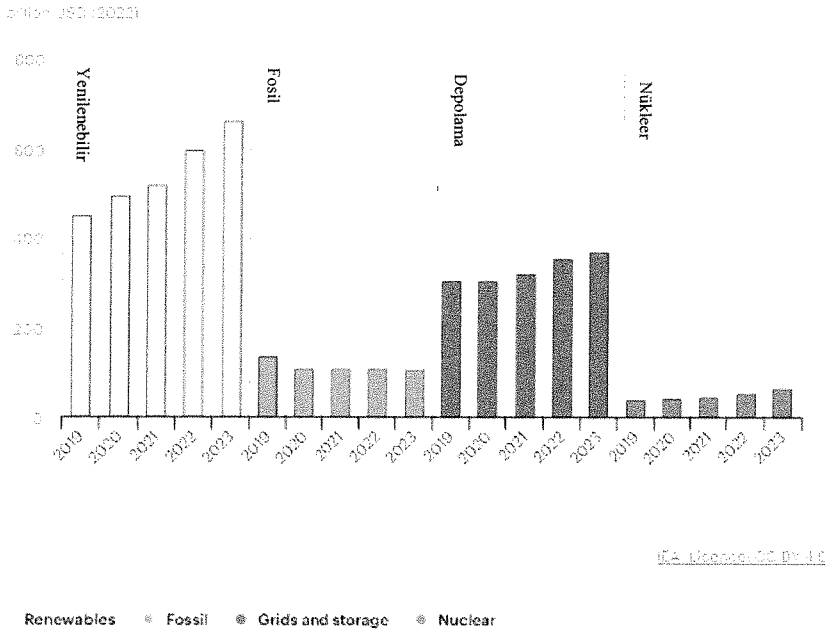
¹⁰ <https://www.sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2021/07/Strateji-ve-Butce-Baskanligi-2019-2023-Stratejik-Plani-28072021.pdf>

3.2. Yenilenebilir Enerji Teknolojileri

3.2.1. Küresel Perspektifte Enerji Sektörü ve Enerji Depolama

Dünya nüfusunun artışına ve ekonomilerdeki büyümeye paralel olarak her geçen yıl küresel enerji ihtiyacı artmaktadır. Elektrik üretiminde ağırlıklı olarak kullanılan fosil yakıtlar, sürdürülebilirlik politikaları gereği her geçen yıl elektrik üretimindeki payını kaybetmektedir. Küresel ısınma sorunu ve karbon salınımının azaltılması zorunluluğuna paralel olarak da yenilenebilir enerji kaynaklarına yönelim ivme kazanarak artış göstermektedir.

Enerji Yatırımları, 2019 – 2023 (milyar USD)



IEA Licence: CC BY 4.0

Kaynak: IEA, Global energy investment in clean energy and in fossil fuels, 2015-2023, IEA, Paris <https://www.iea.org/data-and-statistics/charts/global-energy-investment-in-clean-energy-and-in-fossil-fuels-2015-2023>, IEA. Licence: CC BY 4.0

Güneş ve rüzgârın başı çektiği yenilenebilir enerjiden gelen üretim kapasite artışı, elektrikli araç üretimindeki ivmenin batarya teknolojilerinin ucuzlamasına verdiği katkı ile birleşince, enerji depolamalı GES/RES tesislerine olan yatırımcı ilgisi de 2023 yılında global ölçekte artış göstermiştir.

Yeşil enerji yatırımları artarken gelişen teknolojilerin ve sektördeki oyuncuların artmasının etkisiyle ilk yatırım maliyetlerindeki düşüş trendi, yenilenebilir enerji kaynaklarından üretilen ucuz elektriğin enerji karması üzerinde oluşturduğu aşağı yönlü elektrik fiyatı baskısını artırmakta, buna ilave olarak karbon salınımını azaltan yatırımlara verilen global teşvikler sayesinde de sektörün sürdürülebilirliği sağlam temeller üzerine oturmaktadır.

Enerji Depolama

Fosil yakıtların çevresel etkileri ve dünya çapındaki enerji şebekelerinin kapasitesi ve dayanıklılığı konusundaki artan endişeler nedeniyle, mühendisler ve politika yapımcılar dikkatlerini giderek daha fazla enerji depolama çözümlerine çevirmektedir. Enerji depolama, güneş ve rüzgâr enerjisinin kesintilerine çözüm bulmaya yardımcı olmakta, aynı zamanda birçok durumda talepteki büyük dalgalanmalara hızla yanıt vererek şebekeyi daha duyarlı hale getirmekte ve yedek enerji santralleri kurma ihtiyacını azaltmaktadır.

Dünyanın çeşitli bölgelerinde 1920'lerde başlayan bazı mekanik (özellikle pompalı hidrolik) enerji depolama uygulamaları, günümüzde gelen teknolojik seviyenin etkisiyle yerini daha verimli enerji depolama çözümlerine bırakmaktadır. Bunların odağında da pil (batarya) varyantları bulunmaktadır.

Pil depolama projelerinin çoğu kısa vadeli enerji depolamaya yöneliktir ve geleneksel şebekenin yerini alacak şekilde inşa edilmemiştir. Bu tesislerin çoğunda, yerel şebekeyi yaklaşık dört saat veya daha kısa bir süre boyunca desteklemek için yeterli enerji sağlayan lityum iyon piller kullanılmaktadır. Bu tesisler şebeke güvenilirliği, yenilenebilir enerji kaynaklarının şebekeye entegrasyonu ve yoğun saatlerde enerji şebekesinde rahatlatma sağlamak için kullanılmaktadır.

Geçtiğimiz on yılda, güneş/rüzgâr enerjisinin ve enerji depolamanın maliyetleri önemli ölçüde azalmış ve bu da depolamayı yenilenebilir enerjiyle eşleştiren çözümleri daha rekabetçi hale getirmiştir. Fiyat düşüşlerinin büyük bir kısmı lityum iyon pillerin düşen maliyetlerinden kaynaklanmaktadır. Küresel araştırmalar, enerji depolama maliyetlerinin yıllık ortalama %8 oranında düşmekte olduğunu göstermektedir.

3.2.2. Türkiye Enerji Piyasası

PWC-Türkiye Elektrik Piyasasına Genel Bakış Raporu-2023

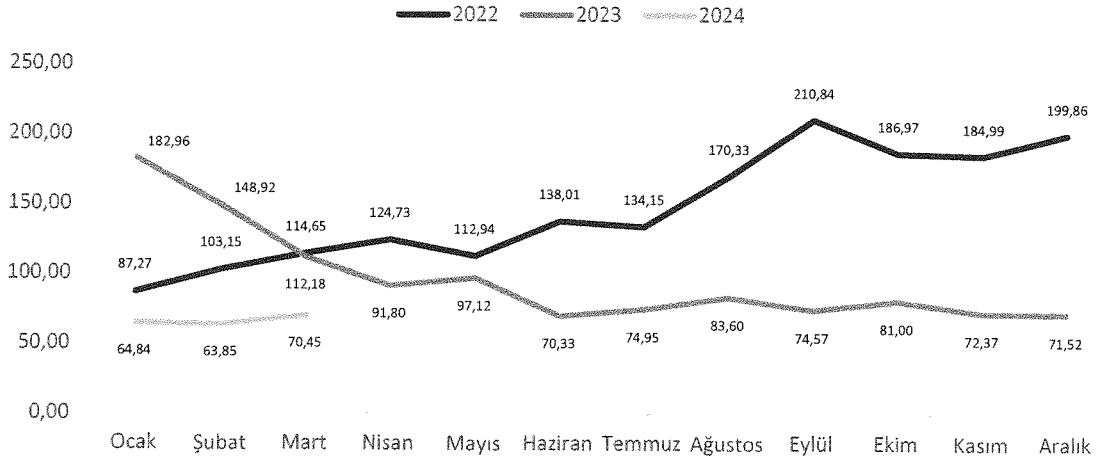
Türkiye elektrik piyasasının gelişimi konusunda özellikle yapılanma ve büyüme aşamalarına değinmek önem taşımaktadır. Günümüzde piyasa, artan elektrik talebi karşısında karbon emisyonlarını azaltılmasına odaklanmaktadır.

Türkiye Ekim 2021'de, Paris Anlaşması'nı imzalamış ve ardından 2053 yılına kadar Net Sıfır Emisyonlu bir ekonomiye ulaşma taahhüdünü duyurmuştur. Ulusal Enerji Planı, 2053 vizyonunun gerçekleştirilebilirliğini sağlamak için 2035'e kadar karşılanması gereken hedefleri ETKB'nin bakış açısından özetlemektedir.

- Yenilenebilir enerjideki kurulu gücün payı 2035 yılında %65 olarak tahmin edilmiştir (Haziran 2023 itibari ile %53). Güneş enerjisinin %53 ile yenilenebilir kurulu güç içinde en büyük paya sahip olacağı öngörülmektedir.
- 2000 seviyelerine göre, enerji yoğunluğunun 2035 yılı itibarıyla %51 azalması beklenmektedir. Bu oran, Almanya ve Fransa'da gözlenen oranlarla benzerlik göstermektedir.
- Kömürün aşamalı olarak sona erdirilmesi ve ilave ek kömür kurulu gücüne ilişkin spesifik bir tarih belirlenmemiştir.

2022, 2023 ve 2024/03 dönemi itibarıyla USD/MWh bazlı piyasa takas fiyatı aşağıdaki gibidir.

Piyasa Takas Fiyatı Gelişimi - USD/MWh



Türkiye’de Elektrik Üretim Analizi

Bir kamu kuruluşu olan Elektrik Üretim A.Ş. (EÜAŞ), elektrik üretimi alanında piyasanın en büyük oyuncusudur. EÜAŞ'a ait tesislerin kurulu gücü 1970 ve 1990 yılları arasında önemli ölçüde artmış, son 20 yılda ise EÜAŞ'a ait kapasitenin piyasadaki payı, özel sektör yatırımcıları ve özelleştirmeler nedeniyle azalmıştır.

EÜAŞ'ın toplam kurulu gücü 2010 yılında 24,2 GW iken, büyük ölçekli özelleştirmeler sonrası Haziran 2023 itibarıyla 21,0 GW'a düşmüş, üretimdeki payı 2010 yılında %48,9 iken Haziran 2023'te %20'ye gerilemiştir. Haziran 2023'te Türkiye'nin toplam kurulu gücü içinde %67,8'lik bir paya sahip olan özel sektör yatırımları, ağırlıklı olarak fosil, hidroelektrik ve diğer yenilenebilir enerji kaynaklarından oluşmaktadır.

Türkiye'nin kurulu güç portföyü, rüzgâr, güneş ve jeotermal enerji gibi hidroelektrik olmayan yenilenebilir enerji kaynaklarının devreye girmesi, doğal gaz ve ithal kömür gibi fosil kaynakların da genişletilmesiyle çeşitlenmiş ve önemli ölçüde büyümüştür. Türkiye'deki toplam kurulu güç 2001 - 2023 yılları arasında %6,1'lik bir YBBO ile önemli ölçüde artarak 28,3 GW'tan 104,9 GW'a ulaşmıştır. 2009-2014 yılları arasında yapılan yenilenebilir enerji ve doğal gaz yatırımları 2013 - 2017 yılları arasında elektrik üretmeye başlamış ve piyasa arzının hızlı bir şekilde yükselmesine yol açmıştır. 2015'te piyasa takas fiyatlarının düşmesinin ardından, termik kaynaklara dayalı mevcut enerji santrallerinin kârlılığı olumsuz etkilenmiş, yeni termik projeler için iştah azalmıştır.

Yenilenebilir enerji kurulu güç kapasitesi açısından en büyük şirketler ağırlıklı olarak HES işletmektedir. Büyük şirketlerin toplam portföyleri içindeki yenilenebilir enerji varlıkları 2023 itibarıyla toplam kurulu gücünün %61,1'ini oluşturmaktadır. Bu şirketlerin yalnızca sınırlı bir kısmını güneş santrali yatırımları bulunurken, portföyleri önemli ölçüde hidroelektrik ve rüzgâr santrallerinden oluşmaktadır.

Temel olarak öz tüketimin teşvik edilmesinden kaynaklanan lisanssız elektrik üretim kapasitesi, özellikle güneş enerjisi yatırımlarıyla artmıştır. Lisanssız enerji santrallerinin toplam kurulu gücü son birkaç yılda önemli ölçüde artmış, 2015 yılı sonunda yaklaşık 0,4 GW iken Haziran 2023'te 9,4 GW'a kadar yükselmiştir. Haziran 2023 itibarıyla Türkiye'deki lisanssız kapasitenin %93,7'sini güneş enerjisi oluşturmakta olup diğer yenilenebilir enerji

kaynakları önemli ölçüde geride kalmıştır. Lisanssız güneş enerjisi kurulu gücünde görülen yüksek payı destekleyen temel faktörler aşağıdaki gibidir¹¹:

- verimliliğin ölçüğe bağlı olmaması,
- panel maliyetlerinin zaman içinde azalması,
- Türkiye'nin güneş enerjisi potansiyeli,
- diğer teknolojilere kıyasla operasyonel kolaylıklar.

Türkiye'de Yenilenebilir Enerjinin Gelişimi

Küresel toplam yenilenebilir enerji kurulu gücü 2011'den bu yana %8,8 artarak 2022'de 3.372 GW'a yükselmiştir. Aynı dönemde Türkiye'deki yenilenebilir enerji kurulu gücü ise %10,3'lük YBBO ile 56,4 GW'a ulaşmıştır.¹²

Avrupa'da kurulu yenilenebilir enerji kapasitesi 2011'den bu yana %6,6 artarak 2022'de 765 GW'a ulaşmıştır. Türkiye, Avrupa'nın en büyük 5. yenilenebilir enerji kurulu gücüne sahip olup, hidroelektrik enerji kapasitesi açısından da Norveç'ten sonra ikinci sıradadır.¹³

Yenilenebilir enerji santrallerinin toplam küresel elektrik üretimi, 2011'den bu yana her yıl %6 artarak 2021'de 7.931 TWs'e ulaşmıştır. 2021 yılında 334,7 TWs (2000 yılına kıyasla üretimin 2 katından fazlası) üretim ile tarihindeki en yüksek elektrik üretimine ulaşan Türkiye'de, artışın ağırlıklı payı 2011 – 2021 arasında %7 YBBO ile artış gösteren yenilenebilir enerji kaynakları ile desteklenmiştir.¹⁴

4. Değerleme

Şirket'in hem iletişim ve havacılık teknolojileri hem de yenilenebilir enerji teknolojileri alanında gelirleri büyük oranda döviz bazlıdır. Şirket'in yenilenebilir enerji teknolojileri alanındaki gelirleri tamamen döviz bazlı olmakla birlikte izahnamede yer alması gereken finansal tablo dönemleri itibarıyla iletişim ve havacılık teknolojileri alanındaki proje kontratlarının ortalama %97,5'i döviz bazlıdır. Ayrıca iletişim ve havacılık teknolojileri alanındaki ortalama %2,5 oranındaki TL proje kontratları eskalasyona tabidir. Diğer yandan Şirket'in iletişim ve havacılık teknolojileri alanında tedarik malzemelerinin fiyatları çoğunlukla döviz bazlıdır. Bu nedenle döviz kurlarındaki artışlar Şirket'in gelirlerinde önemli bir etki yaratabilmekte ve aynı şekilde döviz kurlarındaki düşüşler ise Şirket'in gelirlerinde düşüşe yol açmaktadır.

Hem enerji tarafında fiyatların USD cinsinden belirlenmesi, hem iletişim ve havacılık teknolojileri tarafında sözleşmelerin ağırlıklı olarak USD üzerinden yapılması nedenleriyle tüm projeksiyonlar USD olarak hazırlanmıştır. Değerleme çalışması için bağımsız denetimden geçen TL cinsinden mali tablolar, "TMS 21 Kur Değişiminin Etkileri" standardı kapsamında USD'ye çevrilmiştir. "TMS 21 Kur Değişiminin Etkileri" standardı uyarınca, Şirket finansal tabloları yüksek enflasyonlu olmayan bir ekonominin para birimine çevrildiği için, değerlemeye konu USD finansal tablolara TMS-29 standardı uygulanmamıştır.

Değerleme çalışmasında, Şirket'in organizasyon yapısında yer alan iletişim ve havacılık teknolojileri ile enerji üretimi faaliyetleri iki farklı faaliyet kolu olarak değerlendirilmiş, raporlama dönemleri itibarıyla bir bütün olarak raporlanan bu faaliyetlerin, ilgili bölümlere göre detayı dikkate alınarak ayrı ayrı analiz edilmiştir. Her iki sektörün de farklı dinamikleri, riskleri, getiri oranları olması dikkate alınarak, iletişim ve havacılık teknolojileri ile yenilenebilir enerji operasyonları için ayrı ayrı çarpan analizi ve indirgenmiş nakit akımları

¹¹ Kaynak: TEİAŞ, Resmî Gazete, Kamuya Açık Kaynaklar

¹² <https://www.pwc.com.tr/tr/sectorler/enerji/turkiye-elektrik-piyasasina-genel-bakis-2023.pdf>

¹³ <https://www.pwc.com.tr/tr/sectorler/enerji/turkiye-elektrik-piyasasina-genel-bakis-2023.pdf>

¹⁴ <https://www.pwc.com.tr/tr/sectorler/enerji/turkiye-elektrik-piyasasina-genel-bakis-2023.pdf>

analizi yöntemleri kullanılmıştır. Şirket değerlemesinde hem iletişim ve havacılık operasyonları hem de yenilenebilir enerji teknolojilerinin firma değerleri ayrı ayrı hesaplanarak toplam OYT'nin firma değeri hesaplanmış ve Şirket net borç pozisyonu firma değerinden düşülerek Şirket özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Şirket'in bünyesinde bulundurduğu GES portföyüne ilave olarak, OYT planladığı yatırımları halka arz sonrası hayata geçirerek mevcut elektrik üretim kapasitesini dört yıl içerisinde 12 kat artırarak 270 milyon kW's seviyesine çıkarma hedefindedir. İşbu değerlendirme raporunda, sadece Şirket'in mevcut 11,45 MWp kurulu güce sahip GES portföyünün değerlendirilmesi yapılmıştır.

Şirket'in iletişim ve havacılık teknolojileri pay başına beher değerinin belirlenebilmesi amacıyla "Pazar Yaklaşımı" kapsamında piyasa çarpanları analizi ve "Gelir Yaklaşımı" kapsamında indirgenmiş nakit akımları yöntemi kullanılmış olup, her iki temel değerlendirme yöntemi eşit oranda ağırlıklandırılmıştır:

- **Pazar Yaklaşımı Kapsamında**
 - Piyasa Çarpanları Analizi (FD/FAVÖK) – %50
 - Yurt İçi Benzer Şirketler – %25
 - Yurt Dışı Benzer Şirketler – %25
- **Gelir Yaklaşımı Kapsamında**
 - İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) – %50

Şirket'in yenilenebilir enerji teknolojileri pay başına beher değerinin belirlenebilmesi amacıyla "Pazar Yaklaşımı" kapsamında piyasa çarpanları analizi ve "Gelir Yaklaşımı" kapsamında indirgenmiş nakit akımları yöntemi kullanılmış olup, Gelir yaklaşımına %60 ve Pazar Yaklaşımına %40 oranda ağırlık verilmiştir.

- **Pazar Yaklaşımı Kapsamında**
 - Piyasa Çarpanları Analizi – %40
 - Yurt Dışı Benzer Şirketler (FD/FAVÖK) – %20
 - Yurt Dışı Benzer Şirketler (FD/Satışlar) – %20
- **Gelir Yaklaşımı Kapsamında**
 - İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) – %60

Şirket'in yenilenebilir enerji teknolojileri değerlendirme çalışmasında, yurt içi benzer şirketler değerlendirilmiş olup, örneklem sayısının az olmasından kaynaklı değerlemede dikkate alınmamıştır. Çarpan analizinde uç değerler elimine edilerek ortalama değerler dikkate alınmıştır. İletişim ve havacılık operasyonları ile yenilenebilir enerji teknolojilerine ayrı uç değerler uygulanmıştır.

4.1. Şirket'in USD Cinsinden Mali Tabloları

Şirket değerlendirme raporunda finansal durum tablosunda yer alan aktif hesaplar, TCMB-EVDS veri tabanında yer alan ilgili dönemlerin USD-Döviz Alış kurlarına göre ve pasif hesaplar TCMB-EVDS veri tabanında yer alan ilgili dönemlerin USD-Döviz Satış kurlarına çevrilmiştir. Yabancı para cinsinden olan işlemlerin çevriminden doğan çevrim farkları ise özkaynak kalemi altında "Yabancı Para Çevrim Farkları" hesabı ile düzeltilmiştir. Gelir Tablosu hesapları, yine TCMB-EVDS veri tabanından alınan ilgili yılın USD-Döviz Alış ve USD-Döviz Satış kurlarının ortalamaları hesaplanmış olup, hesaplanan ortalama kurların ortalaması ise ilgili yılın ortalama kuru olarak kabul edilmiştir. Değerleme raporunda alınan USD kurlarını gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Ortalama Kur	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
USD/TL	7,01535	8,8934	16,5787	23,7651
Yıl/Dönem Sonu	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
USD/TL – Alış	7,3405	12,9775	18,5038	29,3973
USD/TL - Satış	7,3537	13,0009	18,5371	29,4502

Döviz Kurları - Kaynak: TCMB - EYDS

Şirket'in hem iletişim ve havacılık teknolojileri hem de yenilenebilir enerji teknolojileri operasyonlarına ilişkin gelir tablosu kırılımlarını gösterir tablolar aşağıda yer almaktadır.

USD	İletişim ve Havacılık Teknolojileri	Yenilenebilir Enerji Teknolojileri	İletişim ve Havacılık Teknolojileri	Yenilenebilir Enerji Teknolojileri	İletişim ve Havacılık Teknolojileri	Yenilenebilir Enerji Teknolojileri
	2021	2021	2022	2022	2023	2023
Hasılat	15.289.153	2.870.468	15.107.223	2.714.907	17.232.692	2.691.276
Satışların Maliyeti (-)	-7.057.666	-843.152	-9.567.697	-897.134	-10.314.729	-1.228.724
BRÜT KÂR/ZARAR	8.231.486	2.027.316	5.539.526	1.817.774	6.917.963	1.462.551
Brüt Kâr Marjı %	54%	71%	37%	67%	40%	54%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-1.186.335	-176.681	-825.741	-61.119	-1.810.631	0
Pazarlama Giderleri (-)	-109.435	0	-67.781	0	-108.987	0
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	2.074.235	2.250	3.831.404	20.381	2.369.911	0
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-1.680.540	-43.287	-803.111	-26.333	-2.201.398	0
ESAS FAALİYET KÂRI/ZARARI	7.329.411	1.809.598	7.674.297	1.750.702	5.166.857	1.462.551
Esas Faaliyet Kâr Marjı %	48%	63%	51%	64%	30%	54%
Dönem Amortisman Gideri	-166.227	-252.896	-131.482	-371.042	-128.636	-412.105
FAVÖK	7.495.638	2.062.493	7.805.779	2.121.744	5.295.493	1.874.656
FAVÖK Marjı %	49%	72%	52%	78%	31%	70%

Bölgümlere Göre Raporlama 2021-2022-2023 Yılları - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

*2023 yılı hesap dönemine özgü olarak, birleşme öncesinde Genel Yönetim Giderleri ayrı tespit edilebilirken 2023 yılı Mayıs ayındaki birleşme süreci ile söz konusu ayrımı yapmak mümkün olmamıştır. Bu nedenle 2023 raporunda GES tesislerinin Genel Yönetim Giderlerine yer verilememiştir.

USD cinsinden hazırlanan tablolara göre Şirket'in 2021-2022-2023 yıllarındaki GES gelirleri ortalama 2,7-2,8 milyon USD düzeyindedir. 2023 yılında hasılatta çok önemli bir değişim olmamakla birlikte satışların maliyeti hesabında USD bazında artış ve brüt kâr marjında düşüş gerçekleşmiştir. Söz konusu brüt kâr marjında düşüşün ana unsurları aşağıdaki gibidir.

- 2023 yılında sistem kullanım bedellerinin artması,
- 2023 yılı Şubat ayında gerçekleşen Kahramanmaraş depremi nedeniyle 11 gün boyunca sisteme elektrik verilememiş olup, gelir kaybı yaşanmış ve brüt kâr marjları olumsuz etkilenmiştir.
- Yine 2023 yılı Şubat ayında gerçekleşen Kahramanmaraş depremi nedeniyle bazı bakım harcamaları yapılmıştır.

Şirket'in iletişim ve havacılık teknolojileri faaliyetlerinde ise Şirket net satışları yükseliş göstermektedir. 2020 yılında 9.630.716 USD olan iletişim ve havacılık gelirleri, 2023 döneminde 17.232.692 USD olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in hem iletişim ve havacılık teknolojileri hem de yenilenebilir enerji teknolojileri alanında konsolide net nakit pozisyonu ve net borç/FAVÖK oranını gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

USD	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.560.330	1.049.307	277.996	234.110
Finansal Yatırımlar	703	778	394	23.139
Kısa Vadeli Borçlanmalar	3.540.968	2.358.086	2.600.167	4.233.258
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	3.267.059	3.304.658	3.193.960	1.842.490
Diğer Finansal Yükümlülükler	30.705	22.685	9.261	20.223
Uzun Vadeli Borçlanmalar	7.893.549	4.988.632	3.734.445	2.720.839
Net Borç	-13.171.248	-9.623.976	-9.259.444	-8.559.561
FAVÖK	4.349.450	9.558.131	9.940.286	7.170.149
Net Borç/FAVÖK	-x3,03	-x1,01	-x0,93	-x1,19

Net Nakit Pozisyon ve Net Borç/FAVÖK Oranı - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

4.2. Değerleme Çalışmasına İlişkin Temel Varsayımlar

Sermaye Maliyeti

UDS 150 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri - Madde 40.1: Bu yöntem, gösterge niteliğindeki değer, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlar. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir.

İNA yöntemi Şirket'in öngörülleri, geçmiş performansı, makroekonomik tahminler gibi birçok varsayımsal parametreye dayanmaktadır. Söz konusu projeksiyonlar ileriye yönelik bir taahhüt anlamına gelmemekle beraber İNA yönteminde değerlemeye etki eden parametrelerin çokluğunun yanında değerlemeyi yapan uzmanın bakış açısına bağlı olarak ulaşılan değerler önemli değişiklikler gösterebilmektedir.

Tahmini nakit akışlarını bugünkü değere indirgemek için kullanılan oranın hem paranın zaman değerini hem de varlığın nakit akış türüyle ve gelecekteki faaliyetleriyle ilgili riskleri yansıtması gerekli görülmektedir. Gelecekte yaratılacak nakit akımlarının bugünkü değerinin hesaplanmasında iskonto oranı olarak "Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti" (AOSM) kullanılmaktadır. AOSM, Şirket'in hesaplanan özkaynak ve borç maliyetlerinin ilgili oranlarla ağırlıklandırılmasıyla hesaplanmaktadır.

Hesaplanan AOSM'nin projeksiyon döneminde ve devam eden dönemde aynı olacağı varsayılmıştır. AOSM hesaplamasına ilişkin olarak detaylar aşağıda yer almaktadır.

- Risksiz faiz oranı Türkiye'nin son 3 yılda gerçekleştirmiş olduğu Eurobond ihraçları dikkate alınarak %7,5 alınmıştır. Ayrıca Türkiye Cumhuriyeti Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın ihraç ettiği 2033 vadeli US900123DG28 ve US900123DD96 ISIN kodlu Eurobondların güncel kotasyonları incelenmiş ve faiz oranının yaklaşık %7,5 olduğu görülmüştür.
- Ülke risk primi geçmiş yıl verileri ve yakın dönem halka arz raporları incelenerek projeksiyon dönemi için %6,00 olarak sabit tutulmuştur.
- Şirket'in henüz halka açık olmaması sebebiyle kaldıraçlı betası 1,00 olarak öngörülmüş ve sabit tutulmuştur.
- Şirket'in iletişim ve havacılık faaliyetlerinin İNA hesaplamasında terminal değer için, büyüme oranı, ABD'nin geçmiş 20 yıldaki ortalama enflasyon verisi oranı (%2) ve benzer halka arz raporları dikkate alınarak %2 alınmıştır. Yenilenebilir enerji operasyonlarının İNA hesaplamasında terminal büyüme oranı hesaplanmamış, hurda değer hesaplanarak nakit akışına indirgenerek eklenmiştir.
- Şirket'in borçlanma oranı güncel leasing oranları ve piyasa koşulları dikkate alınarak risksiz faiz oranının %1 puan üstünde %8,5 olarak dikkate alınmıştır.

- Vergi oranı aşağıda detaylı bir şekilde açıklanmıştır. Bu minvalde %10 olarak dikkate alınmıştır.
- Şirket'in geçmiş yıl bilanço kompozisyonu incelenmiş, özellikle yakın dönemde, 2022 ve 2023 dönemi borç/özkaynak oranının %30-70 olduğu görülmüş lakin Şirket'in planladığı GES yatırımlarını dikkate alarak projeksiyon dönemi ortalaması olarak borç/özkaynak %35-65 şeklinde dikkate alınmıştır.

Söz konusu varsayımlar dahilinde AOSM aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

AOSM	USD
Risksiz Faiz Oranı	7,50%
Ülke Risk Primi	6,00%
Beta	1,00
Sermaye Maliyeti	13,50%
Borçlanma Oranı	8,50%
Vergi Oranı	10%
Borçlanma Maliyeti	7,65%
Borç Oranı	35%
Özkaynak Oranı	65%
AOSM	11,45%

AOSM - Hesaplama: Global Menkul

Vergi Oranı

Şirket izahnamesinin 6.2.4. bölümünde yer alan “İhraççıyla İlgili Teşvik ve Sübvansiyonlar Vb. İle Bunların Koşulları Hakkında Bilgi” bölümünde yer aldığı üzere, Şirket aşağıdaki vergi destek ve teşviklerinden faydalanmaktadır.

- 5746 sayılı “Araştırma, Geliştirme ve Tasarım Faaliyetlerinin Desteklenmesi Hakkında Kanun”
- 5228 sayılı Kanun'dan kaynaklanan destekler
- TÜBİTAK - Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırma Kurumu kapsamında alınan destekler
- Türkiye Cumhuriyeti Ticaret Bakanlığı
 - 488 sayılı Kanun'dan kaynaklanan destekler
 - İhracat ve Diğer Döviz Kazandırıcı Faaliyetlerde Damga Vergisi ve Harç İstisnası
- 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanununun Genel Hüküm ve Şartları

Şirket söz konusu teşvik ve destekler kapsamında, Şirket'in geçmiş dönemlerinde önemli bir vergi gideri bulunmamaktadır.

Şirket iletişim ve havacılık teknolojilerinde de AR-GE merkezi olması sebebiyle vergi ödememektedir. Şirket 2017-2023 döneminde sadece 2021 yılında 69.564 TL kurumlar vergisi ödemiştir. Söz konusu ödemenin sebebi malzeme faturasının geç gelmesi sebebiyle vergi ödemesi çıkmasıdır. Diğer yandan yenilenebilir enerji teknolojilerinde, VUK'a göre ayrılan yıllık %10 amortisman ve USD borçlanmasından kaynaklı kur farkı giderleri vergi gideri oluşmamasına neden olmaktadır. Şirket'in projeksiyon döneminde kurumlar vergisi ödemesi beklenmemekle beraber ihtiyatlı yaklaşımla %10 vergi ödemesi olacağı projekte edilmiştir. Hem iletişim ve havacılık değerlemesinde hem de yenilenebilir enerji teknolojileri değerlemesinde vergi oranı %10 olarak dikkate alınmıştır.

Değerlemeye İlişkin Diğer Önemli Hususlar

Değerleme çalışmasında Şirket tarafından sağlanan 2021, 2022 ve 2023 mali yıllarının bağımsız denetimden geçmiş konsolide finansal tabloları kullanılmıştır.

Şirket'in hem iletişim ve havacılık teknolojileri hem de yenilenebilir enerji teknolojileri faaliyetlerinin değerlemesinde Şirket'in risk ve getiri bütünlüğü dikkate alınarak aynı AOSM kullanılmıştır. Yine Şirket'in vergi giderleri hesaplanırken aynı vergi oranı kullanılmıştır.

FAVÖK tutarı hesaplanırken, Şirket'in hem iletişim ve havacılık operasyonlarında ağırlıklı olarak USD kontratlar üzerinden çalışması hem de enerji operasyonlarında gelirlerinin tamamen USD cinsinden olması ve maliyetlerin kısmi olarak TL olması dikkate alınarak, FAVÖK = Esas Faaliyet Kârı + Amortisman gelirleri olacak şekilde hesaplanmıştır.

Yabancı para bir işlemde parasal kalemler oluştuğunda ve işlem tarihi ile ödeme tarihi arasında döviz kurunda değişim olduğunda kur farkı oluşmaktadır. Söz konusu kur farkları Şirket bağımsız denetim raporunun fonksiyonel para biriminin TL olmasından kaynaklı, esas faaliyetlerden diğer gelir/gider kalemlerinde muhasebeleşmektedir. Değerlemeye konu finansal tablolar, TL finansalların USD'ye çevrilmesiyle oluştuğu için yabancı para işlemlerden oluşan kur farkları Şirket FAVÖK tutarına eklenmiştir. Enerji operasyonları ile iletişim ve havacılık faaliyetleri ayrı ayrı değerlendirilerek, sonuç değere ulaşılmıştır. Halka arz fiyatının belirlenmesinde ulaşılan sonuç değere halka arz iskontosu uygulanmış ve TCMB Döviz Satış Kuru üzerinden Şirket değeri TL'ye çevrilmiştir.

4.3. GES Tesislerinin Değerlemesi

Değerleme çalışmasında Şirket'in güncel durumda uhdesinde yer alan 11,45 MWp kurulu güce sahip tüm santrallerin geçmiş yıl elektrik üretim verileri ve geçmiş finansal tablo dönemleri itibarıyla finansalları incelenmiştir. Global Menkul Kurumsal Finansman Bölümü tarafından hazırlanan projeksiyonlar baz alınarak değerlendirilmiştir.

Hali hazırda sahipliği ve işletmesi OYT'de bulunan söz konusu tesislerde, Şirket bünyesinde tasarlanan ve yerli olarak geliştirilip üretilen, SCADA tabanlı güneş takip sistemleri kullanılmıştır. Sabit açılı sistemlere oranla elektrik üretim verimi ve tesis kapasite faktörünü arazi koşullarına bağlı olarak %15-25 oranında artıran OYT tek eksenli güneş takip çözümü, kurulduğu tarih itibarıyla ülkemizde kurulmuş şebeke ölçeğinde en büyük yerli güneş takip sistemi olma özelliğini taşımaktadır.

Şirket'in sahip olduğu Güneş Enerji Santrali (GES) tesislerinin biri Kahramanmaraş ili Türkoğlu ilçesi Kuyumcular mahallesi 245 ada 1 parselde diğeri ise Osmaniye ili, Hasانبeyli ilçesi Merkez mahallesi 325 ada 327 parselde faaliyette bulunmaktadır. Şirket'in güneş enerjisi santralleri 2028 yılına kadar YEKDEM mekanizmasında elektrik üretecek olup, Şirket ürettiği elektriği 13,3 USD cent/kWs fiyat ile satacaktır.

Şirket'in GES operasyonlarının değerlemesinde, GES operasyonlarından kaynaklı finansal borçlar ve varlıklar hesaplamada kolaylık olması açısından ayrıca ayrıştırılmamıştır. Şirket'in yenilenebilir enerji operasyonlarından gelen değer, toplam Şirket değerine eklenmiş ve OYT'nin 8.559.561 USD tutarındaki net borç pozisyonu, OYT'nin toplam firma değerinden düşülmüştür.

4.3.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi - Enerji

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemi; Şirket'in öngörülleri, geçmiş performansı, makroekonomik tahminler gibi birçok varsayımsal parametreye dayanmaktadır. Söz konusu projeksiyonlar ileriye yönelik bir taahhüt anlamına gelmemekle beraber İNA yönteminde değerlemeye etki eden parametrelerin çokluğunun yanında değerlemeyi yapan uzmanın bakış açısına bağlı olarak ulaşılan değerler değişiklik gösterebilmektedir.

OYT'nin GES tesislerinin İNA yöntemi ile değerlemesinde kullanılan ana varsayımlar aşağıdaki gibidir.

- Şirket'in mevcut kapasitesinin devamı haricinde yeni bir yatırımı olmayacağı varsayılmıştır.
- 2018 yılı başında devreye alınan santrallerin 2028 yılına kadar YEKDEM mekanizmasına dahil olması sebebiyle 10 yıllık YEKDEM süresi içerisinde YEKDEM fiyatından (0,133 USD) ve 2028 yılı ve sonrası PTF fiyatının MWe başı 0,12 USD olacağı ve 2028 sonrası yıllık %2 oranında elektrik fiyatının artış göstereceği varsayılmıştır. Söz konusu 2028 yılı PTF fiyatı tahmininde ABD Enerji Bilgi Yönetim İdaresi tahminleri, EU Trends to 2050 projeksiyonları, Uluslararası Enerji Ajansı'nın tahminleri incelenmiş ve Global Kurumsal Finansman Ekibi tarafından MWe başı 0,12 USD olacağı varsayılmıştır.
- Projeksiyon dönemi sonunda santralin hurda değerinin 1 MW GES yatırımı için ekipman maliyetlerinin %30'u olacağı kabul edilmiştir. Söz konusu hurda bedeli 2047 yılında ilgili AOSM kadar indirgenmiş ve nakit akışına eklenmiştir.
- Vergi oranının projeksiyon döneminde Şirket'in iletişim ve havacılık alanından kaynaklı vergi indirimleri de dikkate alınarak %10 olacağı varsayılmıştır.
- Şirket'in enerji tarafında temel faaliyetinin elektrik üretim ve satışı olması, ticari borç ve ticari alacak sürelerinin sabit ve kısa olması, stok gerektiren bir iş modeli olmaması nedeniyle işletme sermayesi ihtiyacı olmayacağı varsayılmıştır.
- Sistem kullanım bedeli, EPDK tarafından onaylanan ve 1 Ocak 2024 tarihinden itibaren uygulanmakta olan tarifeye göre hesaplanmıştır. Hesaplama 2024 yılı ortalaması için 35 USD/TL kur veri alınmış YEKDEM süresince 0,02106 USD/kWh ve YEKDEM sonrası dönem için 0,005 USD/kWh sistem kullanım bedeli hesaplanmıştır.
- Degradasyon oranı olarak, Şirket'in geçmiş dönem verileri ve benzer santrallerde kullanılan degradasyon oranı dikkate alınarak %0,5 olarak dikkate alınmıştır.
- Lisans katkı payı, güncel mevzuat dikkate alınarak 2028 ilk çeyrek döneme kadar alınmamış ve 2028 yılı ilk çeyrek sonrasında %15 olarak dikkate alınmıştır.
- Operasyon ve pazarlama giderleri, piyasada benzer santraller ve Şirket'in geçmiş yıl verileri dikkate alınarak, toplamda %2,5 olarak dikkate alınmıştır. Projeksiyon döneminde operasyonel giderler 2024 yılında itibaren yıllık %2 oranında (terminal değer kadar) artırılmış olup, tüm projeksiyon döneminde yaklaşık olarak 85.000 USD tutara tekabül etmektedir. Operasyonel gider, santrallerde çalışan bekçi ve tekniker maaşları ile temizlik giderleri ve diğer muhtelif giderlerden oluşmaktadır.

Şirket'in 2024 - 2047 dönemi nakit akışını gösterir tablolar aşağıdaki gibidir.

Gelir Tahminleri Özet	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Mevcut GES Üretim kWh	20.370.097	20.288.616	20.207.462	20.126.632	20.046.126	19.965.941	19.886.077	19.806.533	19.727.307
Elektrik Fiyatları	0,133	0,133	0,133	0,133	0,120	0,122	0,125	0,127	0,130
Mevcut GES Gelirleri	2.709.223	2.698.386	2.687.592	2.676.842	2.470.685	2.443.831	2.482.737	2.522.262	2.562.417
Operasyonel Giderler	67.731	69.085	70.467	71.876	73.314	74.780	76.276	77.801	98.705
Sistem Kullanım Bedeli	428.994	427.278	425.569	423.866	180.768	99.899	99.500	99.102	384.362
Lisans Katkı Payı	-	-	-	-	277.952	366.575	372.411	378.339	
Toplam Maliyetler	496.724	496.363	496.035	495.743	532.034	541.254	548.186	555.242	562.425
FAVÖK	2.212.499	2.202.023	2.191.557	2.181.100	1.938.651	1.902.577	1.934.551	1.967.020	1.999.992
FAVÖK Marjı	82%	82%	82%	81%	78%	78%	78%	78%	78%
FVÖK	1.868.999	1.858.523	1.848.057	1.837.600	1.595.151	1.559.077	1.591.051	1.623.520	1.656.492
FVÖK Marjı	69%	69%	69%	69%	65%	64%	64%	64%	65%
Vergi	186.900	185.852	184.806	183.760	159.515	155.908	159.105	162.352	165.649
Amortisman	343.500	343.500	343.500	343.500	343.500	343.500	343.500	343.500	343.500
Serbest Nakit Akımı	2.025.599	2.016.171	2.006.751	1.997.340	1.779.136	1.746.669	1.775.446	1.804.668	1.834.342
İndirgeme Oranı	0,90	0,81	0,72	0,65	0,58	0,52	0,47	0,42	0,38
İNA	1.817.455	1.623.109	1.449.520	1.294.472	1.034.570	911.322	831.149	758.017	691.309

GES Nakit Akışı (2024-2031) - Hesaplama: Global Menkul Değerler A.Ş.

Gelir Tahminleri Özet	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041
Mevcut GES Üretim kWh	19.648.398	19.569.804	19.491.525	19.413.559	19.335.905	19.258.561	19.181.527	19.104.801	19.028.381
Elektrik Fiyatları	0,132	0,135	0,138	0,141	0,143	0,146	0,149	0,152	0,155
Mevcut GES Gelirleri	2.603.210	2.644.653	2.686.756	2.729.529	2.772.984	2.817.129	2.861.978	2.907.541	2.953.829
Operasyonel Giderler	80.944	82.563	84.214	85.899	87.617	89.369	91.156	92.980	94.839
Sistem Kullanım Bedeli	98.310	97.917	97.526	97.135	96.747	96.360	95.974	95.591	95.208
Lisans Katkı Payı	390.482	396.698	403.013	409.429	415.948	422.569	429.297	436.131	443.074
Toplam Maliyetler	569.736	577.178	584.753	592.464	600.311	608.298	616.428	624.701	633.122
FAVÖK	2.033.474	2.067.475	2.102.003	2.137.066	2.172.672	2.208.831	2.245.550	2.282.840	2.320.707
FAVÖK Marjı	78%	78%	78%	78%	78%	78%	78%	79%	79%
FVÖK	1.689.974	1.723.975	1.758.503	1.793.566	1.829.172	1.865.331	1.902.050	1.939.340	1.977.207
FVÖK Marjı	65%	65%	65%	66%	66%	66%	66%	67%	67%
Vergi	168.997	172.397	175.850	179.357	182.917	186.533	190.205	193.934	197.721
Amortisman	343.500	343.500	343.500	343.500	343.500	343.500	343.500	343.500	343.500
Serbest Nakit Akımı	1.864.477	1.895.077	1.926.153	1.957.709	1.989.755	2.022.298	2.055.345	2.088.906	2.122.986
İndirgeme Oranı	0,34	0,30	0,27	0,24	0,22	0,20	0,18	0,16	0,14
İNA	630.462	574.962	524.340	478.168	436.056	397.647	362.617	330.668	301.530

GES Nakit Akışı (2032-2040) - Hesaplama: Global Menkul Değerler A.Ş.

Gelir Tahminleri Özet	2042	2043	2044	2045	2046	2047	Hurda Değeri
Mevcut GES Üretim kWh	18.952.268	18.876.459	18.800.953	18.725.749	18.650.846	18.576.243	
Elektrik Fiyatları	0,158	0,162	0,165	0,168	0,171	0,175	
Mevcut GES Gelirleri	3.000.854	3.048.627	3.097.162	3.146.468	3.196.560	3.247.449	2.833.875
Operasyonel Giderler	96.736	98.671	100.644	102.657	104.710	106.804	
Sistem Kullanım Bedeli	94.827	94.448	94.070	93.694	93.319	92.946	
Lisans Katkı Payı	450.128	457.294	464.574	471.970	479.484	487.117	
Toplam Maliyetler	641.691	650.413	659.289	668.321	677.513	686.868	
FAVÖK	2.359.162	2.398.215	2.437.873	2.478.147	2.519.047	2.560.582	
FAVÖK Marjı	79%	79%	79%	79%	79%	79%	
FVÖK	2.015.662	2.054.715	2.094.373	2.134.647	2.175.547	2.217.082	
FVÖK Marjı	67%	67%	68%	68%	68%	68%	
Vergi	201.566	205.471	209.437	213.465	217.555	221.708	
Amortisman	343.500	343.500	343.500	343.500	343.500	343.500	
Serbest Nakit Akımı	2.157.596	2.192.743	2.228.436	2.264.682	2.301.492	2.338.874	2.833.875
İndirgeme Oranı	0,13	0,11	0,10	0,09	0,08	0,07	0,07
İNA	274.956	250.721	228.620	208.464	190.083	173.321	210.003

GES Nakit Akışı (2041-2047) - Hesaplama: Global Menkul Değerler A.Ş.

Yapılan İNA analizi neticesinde Şirket'in mevcut enerji operasyonlarının değeri **15.983.540 USD** olarak hesaplanmıştır.

4.3.2. Çarpan Analizi Yöntemi - Enerji

Şirket'in operasyonlarını ve finansal yapısını göz önünde bulundurarak, Çarpan Analizi kapsamında "FD/Satışlar" (Firma Değeri/Satışlar), "FD/FAVÖK" (Firma Değeri/Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kâr), "PD/DD" (Piyasa Değeri/Defter Değeri) ve "F/K" (Fiyat/Kazanç) çarpanları incelenmiştir.

Çarpan analizinde özellikle farklı muhasebe tekniklerinin etkilerinden arınmak ve farklı borç yapılarındaki şirketleri karşılaştırmak ayrıca satış gelirlerine etki eden ürünün elektrik üretimi

ve satışı olması, ürün/fiyat farklılaştırılmasının sınırlı olması nedeniyle FD (Firma Değeri)/Net Satışlar çarpanı kullanılmıştır.

Aynı şekilde; ülkeler arasındaki vergilendirme farklılıklarını ortadan kaldırması, Şirket'in kâr yaratma kapasitesini göstermesi, geçici ve istisnai kâr artışlarını değil Şirket'in faaliyetlerden sağladığı kârı dikkate alarak faaliyet kârı üzerinden analize imkân tanınması göz önüne alındığında FD/FAVÖK çarpanı değerlendirilmiştir.

Genel uygulama alanı itibarıyla finans sektöründe, holdinglerde ve gayrimenkul yatırım ortaklıklarında (GYO) sıkça kullanılan PD/DD çarpanı; operasyonel kârı dikkate almadığı, PD/DD çarpanının etkin olarak kullanılabilmesi için bilanço kalemlerinin tamamının gerçeğe uygun değerlerinin kullanılması, bilanço büyüklüklerinin sade ve likit olması durumunda sağlıklı sonuçlar vereceği için kullanılmamıştır.

İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki piyasa değerinin aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan son 12 aylık ana ortaklık net kârına bölünmesi suretiyle hesaplanan Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanı, şirketlerin nakit yaratma kapasitesini baz alması, geniş bir alanda kullanılması ve şirket payları arasında karşılaştırma yapmaya uygun olması açısından sıkça kullanılan bir çarpanıdır. Diğer yandan portföyünün önemli kısmı GES'lerden oluşan benzer şirketlerin bilanço yapısının farklı olması, yatırımlarının önemli kısmının dış kaynak ile gerçekleştirilmesi nedeniyle GES tesislerinin değerlemesinde kullanılmamıştır.

4.3.2.1. Yurt İçi Çarpan Analizi

Benzer şirket olarak yurt içinde halka açık ve yenilenebilir enerji şirketleri, özellikle güneş enerjisi santralleri olan şirketler göz önüne alınmıştır. Yurt içi benzer çarpan değerlerinden anlamlı olmayan değerler elimine edilerek hesaplamaya dahil edilmemiştir. Enerji sektöründeki dinamikler dikkate alınarak, FD/Satışlar çarpanında 10,0x ve üzeri, FD/FAVÖK değerinde ise 20,0x üzerindeki çarpanlar uç değer olarak elimine edilmiş ve ortalama hesaplamasına dahil edilmemiştir. Benzer şirketlerin faaliyet konusuna ilişkin tablo aşağıdaki gibidir:

Kod	Faaliyet Konusu
HUNER	Hun Yenilenebilir Enerji Üretim Anonim Şirketi bir enerji şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, elektrik enerjisinin kurulması, inşaatı, işletmeye alınması, kiralanması ve üretiminin yanı sıra enerji ticareti yoluyla üretilen elektrik enerjisi ve kapasitenin yurt içi ve yurt dışındaki müşterilere satışına odaklanmaktadır.
TATEN	Tatlıpınar Enerji Üretim Anonim Şirketi yenilenebilir enerji şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, temiz ve yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretimi gerçekleştirmektedir. Tatlıpınar Enerji Üretim Türkiye'deki müşterilerine hizmet vermektedir.
ESEN	Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş. bir enerji şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket güneş enerjisi santralleri geliştirmekte ve yönetmektedir. Esenboğa Elektrik Üretim dünya çapındaki müşterilerine hizmet vermektedir.
KARYE	Kartal Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş. yenilenebilir enerji şirketi olarak faaliyet göstermektedir.
AKFYE	Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş. yenilenebilir enerji şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket yenilenebilir enerji santralleri aracılığıyla elektrik üretimi ve ticareti yapmaktadır. Akfen Yenilenebilir Enerji Türkiye'deki müşterilerine hizmet vermektedir.
GWIND	Galata Wind Enerji A.Ş. yenilenebilir enerji şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, ev, okul, iş yeri, akaryakıt istasyonu ve üretim merkezlerinin çatılarında kendi enerjisini üretebilecek güneş enerjisi sistemleri tasarlamaktadır. Galata Rüzgâr Enerjisi Türkiye'deki müşterilerine hizmet vermektedir.
AYDEM	Aydem Yenilenebilir Enerji A.Ş. yenilenebilir enerji şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket hidro, rüzgâr, jeotermal ve biyogaz enerji santralleri geliştirmektedir. Aydem Yenilenebilir Enerji Türkiye'deki müşterilerine hizmet vermektedir.

Enerji Operasyonları Yurt İçi Benzer Şirketler - Hesaplama: Global Menkul

12..03.2024 tarihli benzer şirket çarpanlarını gösterir tablo aşağıdaki gibidir.

Kod	Şirket	FD/FAVÖK	FD/Satışlar
HUNER	Hun Yenilenebilir Enerji	16,87	11,04
TATEN	Tatlıpınar Enerji Üretim	20,35	13,14
ESEN	Esenboğa Elektrik	26,77	8,85
KARYE	Kartal Yen. Enerji	29,97	13,22
AKFYE	Akfen Yen. Enerji	17,37	12,07
GWIND	Galata Wind Enerji	13,19	10,22
AYDEM	Aydem Enerji	12,50	8,20
MEDYAN		17,37	11,04
ORTALAMA		14,98	8,52

Enerji Operasyonları Özet Çarpan Analizi - Hesaplama: Global Menkul

Şirket'in 2023 yılı gerçekleşen GES gelirleri ve FAVÖK verisini de içeren çarpan analizi özet tablosu aşağıdaki gibidir.

2023	USD
Net Satışlar	2.691.276
FAVÖK	1.874.656
FD/Satışlar (x)	8,52
FD/FAVÖK (x)	14,98
FD/Satışlar Çarpanının Göre GES Faaliyetleri	22.942.953
FD/FAVÖK Çarpanına GES Faaliyetleri	28.087.743
ORTALAMA	25.515.348

Enerji Operasyonları Çarpan Analizi Sonuç Tablosu - Hesaplama: Global Menkul

4.3.2.2. Yurt Dışı Çarpan Analizi

Benzer şirket olarak yurt dışında halka açık ve yenilenebilir enerji şirketleri, özellikle güneş enerjisi santralleri olan şirketler göz önüne alınmıştır. Yurt içi benzer şirketler analizinde olduğu gibi ortalama değerler kullanılmış olup, FD/Satışlar çarpanında 10,0x ve üzeri, FD/FAVÖK değerinde ise 20,0x üzerindeki çarpanlar uç değer olarak elimine edilmiştir.

Yurt dışı benzer şirketlerin faaliyet konusuna ilişkin tablo aşağıdaki gibidir:

Bloomberg Kodu	Açıklama
NHPC IN	NHPC Limited, elektrik üreten ve satan bir şirkettir. Şirket hidro, rüzgâr ve güneş enerjisi santralleri aracılığıyla elektrik üretmektedir. Şirket ayrıca işletme ve bakım, tasarım ve mühendislik, araştırma ve inceleme, zemin mekaniği mühendisliği, inşaat yönetimi, sözleşme yönetimi, satın alma, proje yönetimi, denetleme, enerji santrallerinin işletimi ve bakımı, kırsal yol projeleri ve kırsal elektrifikasyon projeleri gibi alanlarda danışmanlık hizmetleri sunmaktadır. NHPC, Hindistan'da ve yurt dışında faaliyet göstermektedir.
ACE TB	Absolute Clean Energy Company Limited, biyokütle enerji santralleri işletmektedir. Şirket, atık malzemelerden temiz enerji üretiminin yanı sıra, elektrik ve buhar üretim ve dağıtım hizmetleri de sunmaktadır. Absolute Clean Energy dünya çapındaki müşterilere hizmet vermektedir.
AY US	Atlantica Sustainable Infrass PLC, yenilenebilir enerji çözümleri sunmaktadır. Şirket, doğal gaz sahalarının sahibi ve işletmecisi olmasının yanı sıra iletim ve ulaşım altyapıları çözümleri de sunmaktadır. Şirket, Birleşik Krallık'taki müşterilere hizmet vermektedir.
AVEN SW	Aventron AG, yenilenebilir elektrik üretimi yapmaktadır. Şirket, hidroelektrik, rüzgâr ve güneş enerjisi santrallerini işletmekte ve elektrik üretimi gerçekleştirmektedir. Aventron, İsviçre ve Avrupa'daki müşterilerine hizmet vermektedir.
AZREF US	Azure Power Global Limited, güneş enerjisi üreticisi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, güneş enerjisi projeleri tasarlamakta, inşa etmekte, bakımını yapmakta ve işletmektedir. Azure Power Global dünya çapındaki müşterilere hizmet vermektedir.
579 HK	Beijing Jingneng Clean Energy Co., Ltd, elektrik üretimi alanında faaliyet göstermektedir. Şirket, gaz yakıtlı enerji, ısı enerjisi, rüzgâr enerjisi, küçük ve orta ölçekli hidroelektrik ve diğer temiz enerji projelerini yürütmektedir.

BLX CN	Boralex Inc., ana faaliyet alanı yenilenebilir enerji santrallerinin geliştirilmesi ve işletilmesi olan bir elektrik üreticisidir. Şirket, Kanada, Kuzeydoğu Amerika Birleşik Devletleri ve Fransa'da rüzgâr, hidroelektrik, termik ve güneş santralleri işletmektedir.
BEPC CN	Brookfield Renewable Corporation bir yatırım şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket gayrimenkul, altyapı, yenilenebilir enerji ve özel sermaye sektörlerine yatırım yapmaya odaklanmaktadır. Brookfield Renewable, dünya çapında varlıkları ve işletmeleri geliştirir ve yönetir.
2380 HK	China Power International Development Limited, yenilenebilir enerji hizmetleri sağlayan bir şirkettir.
CKP TB	CK Power Limited, elektrik üretimi ve dağıtım alanında faaliyet göstermektedir. Şirket hidro ve güneş enerjisi santralleri aracılığıyla elektrik üretmektedir.
ANE SM	Acciona Energia olarak faaliyet gösteren Corporacion Acciona Energias Renovables SA, yenilenebilir bir enerji kuruluşu olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, rüzgâr, güneş, hidrolik, termal, biyokütle ve depolama varlıkları dahil olmak üzere yenilenebilir enerji teknolojilerine sahiptir ve geliştirmektedir.
ERG IM	ERG SpA, Avrupa'da yenilenebilir kaynaklardan (rüzgâr, güneş, hidroelektrik ve termoelektrik) enerji üreten bir şirkettir ve ağırlıklı olarak İtalya, Fransa ve Almanya'da faaliyet göstermektedir.
GVOLT PL	Greenvolt - Energias Renovaveis, biyokütleden yenilenebilir elektrik üretmektedir. Şirket, karadaki rüzgâr ve PV kurulumlarını geliştiren ve işleten, ayrıca orman ve kentsel odun artıklarından enerji üretimi gerçekleştiren operasyonel bir yenilenebilir enerji platformu sağlıyor. Greenvolt - Energias Renovaveis dünya çapındaki müşterilere hizmet vermektedir.
9282 JP	Ichigo Green Altyapı Yatırım Şirketi bir altyapı fonudur. Şirket, güneş enerjisi üretim tesislerine yatırım yapmaktadır. Ichigo Yeşil Altyapı Yatırımı Japonya genelinde faaliyet göstermektedir.
NEOEN FP	Neoen, enerji şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, güneş, rüzgâr ve biyokütle gibi yenilenebilir enerji santralleri geliştirmekte, finanse etmekte ve yönetmektedir.
SCATC NO	Scatec ASA bir enerji şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, yenilenebilir elektrik üreten güneş, hidroelektrik ve rüzgâr enerji santralleri geliştirmekte ve işletmektedir. Scatec dünya çapındaki müşterilere hizmet vermektedir.
SLR SM	Solaria Energia y Medio Ambiente SA, güneş enerjisi üretim çözümleri sunmaktadır. Şirket, güneş enerjili fotovoltaik (PV) panellerden enerji üretmektedir. Solaria Energia y Medio Ambiente, Avrupa Birliği ve Latin Amerika'daki müşterilere hizmet vermektedir.
SUPER TB	Super Energy Corporation Public Company Limited, güneş enerjisi ve alternatif enerji kaynaklarını kullanarak elektrik üretmekte ve dağıtmaktadır.
TENERGY GA	Terna Energy SA yenilenebilir enerji kaynaklarından enerji üretmektedir. Şirket, atıkların ve biyokütlenin genel yönetimi ve enerji kullanımına yönelik rüzgâr santralleri, küçük hidroelektrik santralleri ve entegre proses birimleri inşa etmekte ve işletmektedir.
TSE TB	Thai Solar Energy PCL, güneş enerjisinden elektrik üretimi ve dağıtım alanında faaliyet göstermektedir.
MEL NZ	Meridian Energy Ltd., elektrik üreticisi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, hidroelektrik enerji santrallerinden elektrik üretmektedir.
INE CN	Innergex Yenilenebilir Enerji A.Ş., yenilenebilir enerji üreticisi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, hidroelektrik, rüzgâr ve güneş enerjisi santralleri ile elektrik üretimi yapmaktadır. Innergex Renewable Energy, Kanada, Amerika Birleşik Devletleri, Fransa ve Şili'deki müşterilere hizmet vermektedir.
AURE3 BZ	Auren Energia SA yenilenebilir enerji üretimi alanında faaliyet göstermektedir.
AESB3 BZ	AES Brasil Energia SA bir holding şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, iştirakleri aracılığıyla rüzgâr, güneş, hidroelektrik, biyokütle ve termik santrallerden elektrik dağıtım ve üretim hizmetleri sağlamakta ve enerji depolama sistemlerine yatırım yapmaktadır.
KEEN IJ	Kencana Energi Lestari Tbk PT yenilenebilir enerji üretimi alanında faaliyet göstermektedir.

Enerji Operasyonları Yurt Dışı Benzer Şirketler - Hesaplama: Global Menkul

12.03.2024 tarihli benzer şirket çarpanlarını gösterir tablo aşağıdaki gibidir.

Bloomberg Kodu	Piyasa Değeri (USD)	FD/FAVÖK	PD/Satışlar
NHPC IN	10.050.331.807	18,91	11,18
ACE TB	417.947.210	9,08	3,13
AY US	2.053.516.954	9,17	6,34
AVEN SW	556.735.293	7,93	5,26
AZREF US	83.409.937	8,21	6,61
579 HK	1.728.585.184	6,61	2,96
BLX CN	2.176.743.890	12,56	6,38
BEPC CN	9.057.066.127	12,57	9,16
2380 HK	5.376.951.317	10,82	4,00
CKP TB	906.834.342	16,97	6,40
ANE SM	7.269.503.318	8,04	3,03
ERG IM	3.930.716.164	10,50	7,07
GVOLT PL	1.241.719.874	19,50	6,08
9282 JP	51.388.997	12,85	10,93
NEOEN FP	4.009.202.988	12,23	12,81
SCATC NO	973.692.767	10,05	7,48
SLR SM	1.371.872.336	11,30	11,81
SUPER TB	229.962.772	8,64	6,69
TENERGY GA	2.199.303.611	26,66	17,08
TSE TB	76.567.559	19,22	10,87
MEL NZ	9.082.447.306	33,35	4,23
INE CN	1.245.464.090	N.A.	N.A.
AURE3 BZ	2.379.946.588	8,96	2,43
AESB3 BZ	1.267.346.320	10,06	4,97
KEEN IJ	197.581.478	11,12	6,37
ORTALAMA		11,60	5,48
MEDYAN		10,97	6,39

Enerji Operasyonları Özet Çarpan Analizi - Hesaplama: Global Menkul

Şirket'in 2023 yılı gerçekleşen GES gelirleri ve FAVÖK verisini de içeren çarpan analizi özet tablosu aşağıdaki gibidir.

2023	USD
Net Satışlar	2.691.276
FAVÖK	1.874.656
FD/Satışlar (x)	5,48
FD/FAVÖK (x)	11,60
FD/Satışlar Çarpanının Göre GES Faaliyetleri	14.740.714
FD/FAVÖK Çarpanına Göre GES Faaliyetleri	21.754.531
ORTALAMA	18.247.623

Enerji Operasyonları Özet Çarpan Analizi Sonuç Tablosu- Hesaplama: Global Menkul

4.3.3. GES Tesisleri Değerlemesi Sonucu

Şirket'in GES operasyonlarının değer tespiti çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi (İNA) ve Çarpan Analizi olmak üzere iki yöntemle göre değer tespiti yapılmıştır. Şirket'in yenilenebilir enerji teknolojileri değerlendirme çalışmasında, yurt içi benzer şirketler değerlendirilmiş olup örneklem sayısının az olmasından kaynaklı değerlemede dikkate alınmamıştır. Değerlemede Şirket'in GES operasyonlarının gelecek dönem nakit akımlarının öngörülebilirliğinin yüksek olduğu dikkate alınarak İNA yöntemine %60 ve Piyasa Çarpanları yöntemine %40 ağırlık verilmiştir.

USD	Sonuç	Ağırlık
İNA Analizine Göre GES Faaliyetleri	15.983.540	60%
Yurt İçi Çarpan Analizine Göre GES Faaliyetleri	25.515.348	0%
Yurt Dışı Çarpan Analizine Göre GES Faaliyetleri	18.247.623	40%
ORTALAMA	16.889.173	
OYT Kurulu Güç	11,45 MWp	
MWp Başı Firma Değeri	1.475.037	

Enerji Operasyonları Değerleme Sonuç Tablosu - Hesaplama: Global Menkul

Şirket'in GES operasyonlarının değerlendirilmesi neticesinde **16.889.173 USD** değere ulaşılmıştır.

4.4. İletişim ve Havacılık Teknolojilerinin Değerlemesi

Şirket'in iletişim ve havacılık teknolojilerinin değerlendirilmesinde Şirket'in mevcut yapısı, potansiyeli, sektörde yer alan benzer teknoloji şirketleri, makro ekonomik tahminler dikkate alınmıştır. Şirket'in gelirleri proje faaliyetleri ve ticari ürün satış faaliyetleri olarak ayrılmaktadır.

Proje gelirleri dört ana grupta gösterilmiştir:

- Geçmiş dönemden devir olan ve devam etmekte olan projeler,
- 2023 yılında sözleşmesi imzalanmış kesinleşmiş projeler,
- Şirket'in teklif verdiği ve kısa listede olan, Şirket yönetiminin projeyi alma ihtimalinin %75'nin üzerinde olduğu değerlendirilen projeler,
- Şirket'in iş geliştirme ekibinin takip ettiği potansiyel projelerden geçmişteki teklif/proje alma oranına göre yeni alınacak projeler.

Özetle Şirket gelirleri halihazırda imzalanmış ve devam etmekte olan projelerden elde edilmesi beklenen gelirler, bünyesinde gerçekleştirdiği AR-GE/ÜR-GE çalışmaları ile ilerleyen dönemde gerçekleştirmeyi planladığı projelerden elde edilmesi beklenen gelirler ve potansiyel projeler üzerinden oluşmaktadır. Şirket'in kısa listesinde takip ettiği projelere ayrıca %25 oranında iskonto uygulanmıştır.

Şirket'in devam eden projelerine ilişkin özet tablo aşağıdaki gibidir. Söz konusu projeler ağırlıklı olarak USD ve EUR bazlı kontratlardan oluşmaktadır. Avro bazlı kontratlar 1,10 EUR/USD paritesi üzerinden, Türk Lirası sözleşme karşılığı olan kontratlar 32,0000 USD/TRY üzerinden USD'ye çevrilmiştir.

USD	2024	2025	2026	2027	TOPLAM
Devam Eden Projeler	8.679.815	7.367.245	2.705.266	161.500	18.913.826

Devam Eden Projeler - Kaynak: Şirket

Çok genel bir değerlendirme ile Şirket'in projeleri dört ana sınıfa ayrılabilir:

- Geliştirme Projeleri
 - Bu tür projeler, geliştirme eforu gerektirmekte olup bu nedenle proje süreleri uzayabilmektedir.
 - Bu tarz projeler adet olarak fazla olmamakla birlikte genelde yüksek bütçeli projelerdir.
 - Geliştirme projelerinin ortalama süresini 36 ay civarındadır.
- Yaygınlaştırma/Entegrasyon Projeleri
 - Yaygınlaştırma/Entegrasyon projeleri mevcut yetenekler/ürünler kullanılarak gerçekleştirilmektedir.
 - Bu tür projelerin ortalama süreleri 24 - 36 ay düşünülebilir.
 - Şirket'in projelerinin büyük kısmı bu şekildedir.

- Tedarik Projeleri
 - Bu projelerde hazır ürünlerin tedariki gerçekleştirilmektedir. (Ör. yedek parça veya sipariş emri ile hazır sistem)
 - Bu projelerin ortalama süresi 8 - 12 ay civarındadır.
 - Satış sonrası destek grubunun faaliyetleri ve ANKA projeleri bu kapsamdadır.
- Satış Sonrası Destek Projeleri
 - Garanti sonrası bakım destek projeleri bu kapsama girmektedir.
 - Bu projelerin süreleri 24 - 36 ay arasında değişmekle birlikte, bu projeler homojen ödeme planına sahiptir. Bu tür projelerde, Şirket düzenli nakit akışı sağlar ve belirsizlik yoktur.

Bütün bu veriler ışığında proje büyüklüklerini dikkate alarak ağırlıklı ortalama olarak baktığımızda, Şirket'in ortalama proje portföyünün yenileme süresi 18-24 ay arasındadır.

4.4.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi (İNA) - İletişim ve Havacılık

Şirket'in iletişim ve havacılık faaliyetlerindeki gelirleri yüksek oranda döviz gelirlerinden oluşmakla birlikte, TL bazlı gelirleri de eskalasyona tabidir. Şirket'in 2020 yılında 9.630.716 USD olan iletişim ve havacılık gelirlerinin 2023 yıl sonunda 17.232.692 USD'ye ulaşmıştır. Şirket gelirlerinde artan ivmenin devam etmesi beklenmektedir. Söz konusu artışın gerekçeleri ana hatları ile aşağıdaki gibidir:

- Şirket'in mevcut ürün gruplarında yönetilen ürünlerin geliştirme faaliyetleri bitmiştir. Ürünler taktik sahada kanıtlamış ve son kullanıcıların güvenini kazanmış, sistemlerin yaygınlaştırılması ile ilgili projeler başlatılmıştır.
- Şirket'in sistemleri ilgili kullanıcıların kritik haberleşme ihtiyaçlarını karşıladığı için farklı ihtiyaçlara yönelik gerçekleştirilen projelerde de Şirket tarafından sağlanan sistemlerle entegrasyon talep edilmekte ve iş hacmi artmaktadır.
- Sahada yaygın olarak kullanılan sistemlerin garanti süreleri bitmekte ve tüm bu projeler için bakım destek sözleşmeleri imzalanarak iş hacmi artırılmaktadır.
- Artan kullanıcı ihtiyaçları çerçevesinde, daha önce teslim edilmiş olan bazı ürün grupları ve sistemlerde bakım destek süreçleri yerine, modernizasyon çalışmaları planlanmakta olup, söz konusu modernizasyon süreçlerinin satışlara olumlu etkisi olacağı değerlendirilmektedir.
- Savunma sanayindeki birinci seviye sistem entegratörleri (Aselsan, Havelsan, Tusaş vb.) Şirket'in yetkinlikleri ve stratejik iş birliği anlaşmaları çerçevesinde Şirket ürünlerini tercih etmektedir. Ek olarak son kullanıcılar da ürünlerin yetkinlikleri ve entegre lojistik destek ihtiyaçları kapsamında yeni projelerde Şirket'in ürünlerinin kullanımını teşvik etmektedir.
- İnsanlı sistemler özelinde gerek hava gerek deniz platformlarının çoğunda Şirket tarafından üretilen ses ve veri haberleşme sistemleri kullanılmaktadır. Türkiye'nin insansız sistemler konusundaki atılımları ile paralel şekilde bu platformların satışları ile Şirket'in ürünlerinin de satış hacmi (hem Türkiye için hem de uluslararası pazarda) artmaktadır.
- Her iki ürün grubundaki sistemlerin siber güvenlik ihtiyaçları kapsamında, yeni ürünlerin geliştirilmesi için projeler imzalanmış olup geliştirilecek bu ürünlerin Şirket bünyesindeki üçüncü ürün grubunu oluşturması ve hasılatı olumlu etkisi olması planlanmaktadır.
- Fiyat konusundaki rekabetçi pozisyonu itibarıyla Şirket'in yurt dışında takip ettiği projelerin artması hedeflenmektedir.

- Şirket tarafından geliştirilen bazı çözümlerin uluslararası pazarda rakibi yoktur (Ör. İHA sistemleri için Ses Haberleşme ve Kayıt Sistemi). Bu tarz projelere yönelik Şirket'in avantajlı bir pozisyonunun verilen teklifler kapsamında hasıllata olumlu etkisi olacağı değerlendirilmektedir.
- Ürünlerin çift kullanıma uygun yapısı sayesinde sivil havacılığa ek olarak sivil taraftaki ulaşım projelerinde kullanımı için Şirket'in görüşmeleri artarak devam etmektedir.
- Ülkemizin deprem riski taşıyan bir coğrafyada olması sebebiyle artan deprem farkındalığı kapsamında Şirket'in sistemlerinin afet durumunda kritik haberleşme ihtiyacını karşılaması için yerel yönetimler ve AFAD ile görüşmeleri devam etmektedir.
- Şirket ABD pazarına yönelik olarak orada yerleşik bir sistem entegratörü ve üretici şirket ile stratejik iş birliği anlaşması imzalamıştır. Ürünlerin hem sivil hem askeri pazara yönelik kullanımı için net fırsatlar belirlenmiş ve teklifler verilmiştir. Önümüzdeki süreçte tekliflerin artarak devam etmesi planlanmaktadır.
- Savunma Sanayiine ayrılan bütçe 2024 yılında artırılmış olup, yerli üretimin stratejik öneminin her geçen gün artması ile bu durumun önümüzdeki yıllar itibarıyla ivme kazanarak devam etmesi beklenmektedir. Bu durum da Şirket'in alacağı proje sayısının ve hacminin artmasını sağlayacaktır.
- Kalifiye iş gücü, AR-GE/ÜR-GE becerileri, tecrübesi ve sahip olduğu know-how ile Şirket sektörün önemli oyuncularından biri konumundadır. Bu konumu ile Şirket'in büyüyen pazarda alacağı payın da yıllar itibarıyla artacağı düşünülmektedir.

Diğer yandan artan hasıllata karşın 2023 yılı FAVÖK marjı geçmiş yılların altında kalmıştır. Bu durumun oluşmasındaki en önemli sebep, büyük hacimli projelerin geliştirme aşamalarının 2023 yılında tamamlanması ve maliyetlendirmelerin 2023 yılında başlamasının FAVÖK tutarına negatif etkisi olmuştur. 2021 yılında %49 ve 2022 yılında %52 olarak gerçekleşen iletişim ve havacılık operasyonları FAVÖK marjı 2023 yılında %31 olarak gerçekleşmiştir. Bu yönüyle 2023 yılı diğer yıllara göre istisnai bir yıl olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in geçmiş dönem verileri, mevcut iş portföyü, Şirket'in teklif verdiği ve listede olduğu, Şirket yönetiminin projeyi alma ihtimalinin %75'in üzerinde değerlendirdiği projeler, Şirket'in iş geliştirme ekibinin takip ettiği potansiyel projelerden geçmişteki teklif/proje alma oranına göre alınacak projeler dikkate alınarak hazırlanan Şirket gelir tablosu projeksiyonu aşağıda yer almaktadır.

Gelir Tahminleri Özet	2024	2025	2026	2027	2028
Devam Eden Projelerden USD	8.679.815	7.367.245	2.705.266	161.500	
Takip Edilen Projeler	14.043.379	22.235.550	15.732.302	10.398.513	3.440.134
Yeni Gelebilecek Projeler	-	-	15.000.000	30.000.000	40.000.000
Hasılat					
Devam Eden Projeler SMM	5.207.889	4.420.347	1.623.160	96.900	-
Yeni Gelebilecek Projeler SMM	-	-	9.000.000	18.000.000	24.000.000
Takip Edilen Projeler SMM	8.426.027	13.341.330	9.439.381	6.239.108	2.064.080
Satışların Maliyeti USD					
Brüt Kar	9.089.277	11.841.118	13.375.027	16.224.005	17.376.054
Brüt Kar Marjı	40%	40%	40%	40%	40%

Şirket Gelir Tablosu Projeksiyonu - Kaynak: Şirket

Şirket 2021, 2022 ve 2023 yıllarında sırasıyla %54, %37 ve %40 brüt kâr marjı ile çalışmıştır. Söz konusu dönemlerde ortalama %44 brüt kâr marjı ile çalışılmış olup, kâr marjı hesaplamasında hem geçmiş verilerden hem de teklif verilen projelerdeki kârlılık oranları

dikkate alınarak projeksiyonlar hazırlanmıştır. Projeksiyon dönemi ortalama brüt karlılık oranı %40 olarak dikkate alınmıştır.

Şirket'in izahnamede yer alan finansal tablo dönemlerinde genel yönetim giderinin hasıllata oranı %6,5 olup, projeksiyon döneminde de aynı olacağı varsayılmıştır.

Şirket'in ağırlıklı olarak askeri ve sivil havacılık projeleri gerçekleştirmesi nedeniyle yüksek tutarlı pazarlama ve tanıtım bütçelerine gerek duymamasından ötürü, Şirket'in pazarlama satış ve dağıtım giderleri, Şirket satışlarına göre oldukça düşüktür. İzahnamede yer alan finansal tablo dönemlerinde söz konusu oran ortalama %0,40 düzeyinde gerçekleşmiş olmakla birlikte, gelecek dönem sivil havacılık ve iletişim projelerinin artacağı dikkate alınarak %1 oranı baz alınmıştır.

Şirket'in 2021-2023 yılları arasında FAVÖK marjı %44 olarak gerçekleşmiş olup, muhafazakâr yaklaşımla 2024-2028 döneminde FAVÖK marjının %33 olacağı öngörülmüştür.

İşbu fiyat tespit raporunun 4.3.1 bölümünde belirtildiği üzere Şirket'in yenilenebilir enerji operasyonlarının mevcut hali kapsamında önemli bir işletme sermayesi ihtiyacı bulunmamaktadır. Şirket'in işletme sermayesi ihtiyacı ağırlıklı olarak iletişim ve havacılık faaliyetleri kapsamında gerçekleşmektedir. GES gelirleri ve maliyetleri elimine edildiğinde, Şirket'in 2021 - 2023 döneminde ortalama ticari alacaklara göre hesaplanan alacak tahsil süresi 83 gün, ortalama stok bakiyelerine göre stok tutma süresi 63 gün ve borç ödeme süresi 79 gün olarak gerçekleşmiştir.

İletişim ve havacılık faaliyetlerinden elde edilen gelirler ve katlanılan maliyetlere göre, USD cinsinden hazırlanan işletme sermayesi ihtiyacını gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

USD	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Hasılat	15.289.153	15.107.223	17.232.692	22.723.193	29.602.794	33.437.568	40.560.013	43.440.134
Satışların Maliyeti (-)	-7.057.666	-9.567.697	-10.314.729	-13.633.916	-17.761.677	-20.062.541	-24.336.008	-26.064.080
Ticari Alacaklar	3.122.525	3.774.254	3.996.929	5.473.674	7.130.866	8.054.605	9.770.295	10.464.072
Stoklar	351.375	1.854.582	2.799.719	3.171.706	4.131.961	4.667.219	5.661.371	6.063.378
Ticari Borçlar	1.689.873	2.147.441	1.905.004	2.789.055	3.633.460	4.104.142	4.978.354	5.331.862
Net İşletme Sermayesi	1.784.028	3.481.394	4.891.643	5.856.325	7.629.367	8.617.682	10.453.311	11.195.589
Yıllık Değişim	1.123.194	1.697.366	1.410.249	964.682	1.773.042	988.315	1.835.629	742.278
NİS/Hasılat	12%	23%	28%	26%	26%	26%	26%	26%
Alacak Devir Hızı	75	91	85	88	88	88	88	88
Stok Tutma Süresi	18	71	99	85	85	85	85	85
Borç Devir Hızı	87	82	67	75	75	75	75	75

Şirket İşletme Sermayesi – Hesaplama: Global Menkul

Şirket'in büyüyen bilanço yapısı ve artan proje hacmi dikkate alınarak 2022 ve 2023 yılı gerçekleştirmeleri paralelinde gelecek dönem projekte edilmiştir. Bu minvalde, alacak tahsil süresi 88 gün, stok tutma süresi 85 gün ve borç ödeme süresi 75 gün olarak dikkate alınmıştır. Projeksiyon döneminde işletme sermayesinin hasıllata oranı %26 düzeyindedir.

Şirket'in iletişim ve havacılık operasyonları için ayrı amortisman gideri tahmin edilmiş, Şirket'in büyük bir makine parkuru olmaması, önemli yenileme yatırımları olmayacağı, fabrika yatırımları olmadığı dikkate alınarak geçmiş dönemlere paralel olarak sabit tutarlı amortisman gideri ayrılmıştır. Projeksiyon dönemi için ayrılan amortisman tutarı yıllık 200.000 USD'dir.

İşbu değerlendirme raporunun 4.2 bölümünde yer alan değerlendirme çalışmasına ilişkin temel varsayımlar kapsamında %11,45 indirgeme oranı ve %10 oranında vergi gideri dikkate alınarak hesaplamalar yapılmıştır.

Terminal değer hesaplamalarını gösterir formül aşağıda yer almaktadır.

$$(FCF * (1 + g)) / (d - g)$$

FCF = Son tahmin dönemi için serbest nakit akışı

g = Terminal büyüme oranı

d = iskonto oranı (AOSM)

Söz konusu varsayımlar dahilinde indirgenmiş nakit akımları hesaplamalarını gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

İNA – USD	2024	2025	2026	2027	2028	2028+
Devam Eden Projeler	8.679.815	7.367.245	2.705.266	161.500	-	
Takip Edilen Projeler	14.043.379	22.235.550	15.732.302	10.398.513	3.440.134	
Yeni Gelebilecek Projeler	-	-	15.000.000	30.000.000	40.000.000	
Hasılat	22.723.193	29.602.794	33.437.568	40.560.013	43.440.134	
Devam Eden Projeler SMM	5.207.889	4.420.347	1.623.160	96.900	-	
Yeni Gelebilecek Projeler SMM	-	-	9.000.000	18.000.000	24.000.000	
Takip Edilen Projeler SMM	8.426.027	13.341.330	9.439.381	6.239.108	2.064.080	
SMM	13.633.916	17.761.677	20.062.541	24.336.008	26.064.080	
Brüt Kar	9.089.277	11.841.118	13.375.027	16.224.005	17.376.054	
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>40%</i>	<i>40%</i>	<i>40%</i>	<i>40%</i>	<i>40%</i>	
Genel Yönetim Giderleri	1.477.008	1.924.182	2.173.442	2.636.401	2.823.609	
Satış Pazarlama Giderleri	227.232	296.028	334.376	405.600	434.401	
Faaliyetlerden Gelen Nakit Akımı	7.385.038	9.620.908	10.867.210	13.182.004	14.118.044	
FAVÖK	7.585.038	9.820.908	11.067.210	13.382.004	14.318.044	
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>33%</i>	<i>33%</i>	<i>33%</i>	<i>33%</i>	<i>33%</i>	
Vergi Gideri	738.504	962.091	1.086.721	1.318.200	1.411.804	
Vergi Sonrası Nakit Akımı	6.646.534	8.658.817	9.780.489	11.863.804	12.706.239	
Amortisman	200.000	200.000	200.000	200.000	200.000	
İşletme Sermayesi İhtiyacı	964.682	1.773.042	988.315	1.835.629	742.278	
Yatırımlar	-	-	-	-	-	
FSNA	5.881.852	7.085.775	8.992.173	10.228.175	12.163.961	131.258.825
İndirgeme Oranı	0,90	0,81	0,72	0,65	0,58	0,58
İNA	5.277.452	5.704.371	6.495.240	6.628.861	7.073.363	76.327.219

İNA Analizi - Hesaplama: Global Menkul

İNA analizi neticesinde firma değeri **107.506.505 USD** olarak hesaplanmıştır.

4.4.2. Çarpan Analizi Yöntemi - İletişim ve Havacılık

Benzer şirket seçimi hususunda ağırlıklı olarak aynı sektörde faaliyet gösteren yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler tespit edilmeye özen gösterilmiş olup ve yurt içi ve yurt dışı çarpanlar eşit ağırlıklandırılmıştır.

Yurt içi çarpan analizinde ağırlıklı olarak yazılım ve elektronik komponent üretimi ile iştigal eden teknoloji firmaların yer aldığı BIST Teknoloji hisseleri ile savunma sanayi alanında faaliyet gösteren SDT Uzay ve Savunma Teknolojileri A.Ş. ve ASELSAN çarpanları dikkate alınmıştır.

Yurt dışı benzer şirket seçiminde ise ağırlıklı olarak elektronik haberleşme ve savunma sanayi Şirketleri dikkate alınmıştır.

Şirket'in operasyonlarını ve finansal yapısını göz önünde bulundurarak, Çarpan Analizi kapsamında "FD/Satışlar" (Firma Değeri/Satışlar), "FD/FAVÖK" (Firma Değeri/Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kâr), "PD/DD" (Piyasa Değeri/Defter Değeri) ve "F/K" (Fiyat/Kazanç) çarpanları incelenmiştir.

Çarpan analizinde özellikle farklı muhasebe tekniklerinin etkilerinden arınmak ve farklı borç yapılarındaki şirketleri karşılaştırmak amacıyla kullanılan FD (Firma Değeri)/Net Satışlar çarpanı, Şirket'in nakit yaratma kabiliyetini göstermemekte olup, özellikle perakende şirketleri için kullanılmaktadır. Diğer yandan, şirketlerin büyüme potansiyelini yansıtan bir çarpan olmakla birlikte, şirketlerin gider ve maliyet yapısını FD/FAVÖK çarpanı kadar sağlıklı yansıtmamaktadır. Bu sebeplerden ötürü, iletişim ve havacılık operasyonlarının değerlendirilmesinde kullanılmamıştır.

Ülkeler arasındaki vergilendirme farklılıklarını ortadan kaldırması, Şirket'in kâr yaratma kapasitesini göstermesi, geçici ve istisnai kâr artışlarını değil Şirket'in faaliyetlerden sağladığı kârları dikkate alarak faaliyet kârı üzerinden analize imkân tanınması göz önüne alındığında FD/FAVÖK çarpanı değerlemede kullanılmıştır.

Genel uygulama alanı itibarıyla finans sektöründe, holdinglerde ve gayrimenkul yatırım ortaklıklarında (GYO) sıkça kullanılan PD/DD çarpanı; operasyonel kârı dikkate almadığı, PD/DD çarpanının etkin olarak kullanılabilmesi için bilanço kalemlerinin tamamının gerçeğe uygun değerinin kullanılması, ayrıca bilanço büyüklüklerinin sade ve likit olması durumunda sağlıklı sonuçlar vereceği nedenleriyle kullanılmamıştır.

İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki piyasa değerinin aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan son 12 aylık ana ortaklık net kârına bölünmesi suretiyle hesaplanan Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanı, firmaların nakit yaratma kapasitesini baz alması, geniş bir alanda kullanılması ve şirket payları arasında karşılaştırma yapmaya uygun olması açısından sıkça kullanılan bir çarpanıdır. Diğer yandan karşılaştırmaya konu şirketlerin farklı bilanço yapıları ve borç/öz kaynak oranlarına sahip olması nedeniyle OYT iletişim ve havacılık operasyonlarının değerlendirilmesinde kullanılmamıştır.

4.4.2.1. Yurt İçi Çarpan Analizi

Faaliyet alanı ve finansal benzerliklerin dikkate alındığı yurt içi çarpan analizinde BIST Teknoloji şirketleri ile savunma sanayi şirketleri olan SDT Uzay ve Savunma Teknolojileri A.Ş. ve ASELSAN çarpanları kullanılmıştır. Genel olarak teknoloji ve savunma sanayi alanında değerlendirme çarpanlarının diğer sektörler göre yüksek olmasından kaynaklı olarak uç değerlerin eliminasyonunda F/K ve FD/FAVÖK çarpanları için x40 ve üstü değerler ile x5 altı değerler, FD/Satışlar ve PD/DD çarpanları için x10 ve üstü değerler ile x1 altı değerler uç değer olarak kabul edilmiştir. Değerleme çalışmasında uç değerler elimine edildikten sonra medyan değerler kullanılmıştır. Yurt içi benzer şirketleri gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Kod	Faaliyet Konusu
ARDYZ	ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş. bilgi teknolojileri hizmetleri vermektedir. Şirket savunma, medikal, danışmanlık, inşaat ve enerji sektörlerine hizmet sunmaktadır. ARD Grup Bilişim Teknolojileri dünya çapındaki müşterilerine hizmet vermektedir.
ATATP	ATP Ticari Bilgisayar Ağı ve Elektrik Güç Kaynakları Üretim Pazarlama ve Ticaret A.Ş., bilgi teknolojisi hizmetleri sunmaktadır. Şirket, yazılım çözümlerinin yanı sıra BT altyapısı, yönetilen bulut hizmetleri, e-devlet ve e-ticaret uygulamaları da sunmaktadır. ATP dünya çapındaki müşterilere hizmet vermektedir.
EDATA	E-Data Teknoloji Pazarlama A.Ş., teknoloji distribütörü olarak faaliyet göstermektedir. Şirket ağ güvenliği ürünleri, antivirüs, APT koruması, veri merkezi, disk yedekleme ve güvenli yazdırma çözümleri sunmaktadır. E-Data Teknoloji Pazarlama dünya çapındaki müşterilerine hizmet vermektedir.
ESCOM	Escort Teknoloji Yatırım A.Ş. risk sermayesi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, siber güvenlik, bulut altyapısı, veri analitiği ve kurumsal SaaS dahil olmak üzere tohum aşamasındaki start-up şirketlerine yatırım yapmaktadır. Escort Teknoloji Yatırım Türkiye'deki müşterilerine hizmet vermektedir.
FONET	Fonet Bilgi Teknolojileri A.Ş. bilgi teknolojileri çözümleri sunmaktadır. Şirket, hastane bilgi yönetim sistemlerinin yanı sıra yazılım geliştirme, teknik destek, sistem entegrasyonu ve eğitim hizmetleri de

	sunmaktadır. Fonet Bilgi Teknolojileri, teknoloji altyapısı, ağ, mobil cihazlar, yönetim sistemleri ve finansal süreçler konularına odaklanmaktadır.
FORTE	ForTE Bilgi İletişim Teknolojileri ve Savunma Sanayi A.Ş. bilgi teknolojileri hizmetleri vermektedir. Şirket, yazılım geliştirme, altyapı ve sistem entegrasyonu, teknik dokümantasyon yazımı, malzeme kodlama, teknik servis ve teknoloji danışmanlığı hizmetleri sunmaktadır. ForTE Bilgi İletişim Teknolojileri VE Savunma Sanayi, Türkiye'deki müşterilerine hizmet vermektedir.
KFEIN	Kafein Yazılım Hizmetleri Ticaret Anonim Şirketi yazılım çözümleri geliştirmektedir. Şirket, uygulama içi geliştirme, test ve test otomasyonu, proje yönetimi, anahtar teslimi yazılım, danışmanlık, yönetilen ve dış kaynak kullanımı hizmetlerinin yanı sıra veri analizi, veri madenciliği ve arşivleme hizmetlerine odaklanmaktadır.
LINK	Link Bilgisayar Sistemleri Yazılımı ve Donanımı Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi yazılım çözümleri geliştirmektedir. Şirket, satış, pazarlama, satın alma, stok ve depo-mağaza yönetimi, cari hesaplar, finans, muhasebe, üretim, bütçe planlama, insan kaynakları ve sabit kıymet operasyonlarının takibine yönelik uygulama yazılım çözümleri sunmaktadır.
LOGO	Logo Yazılım Sanayi Ve Ticaret A.Ş., kurumsal kaynak planlama (ERP) yazılımı geliştiriyor ve pazarlıyor. Grup ayrıca Türkiye ve Almanya'da ticari bilişim ve medya hizmetleri de sunmaktadır.
MIATK	MIA Teknoloji A.Ş. bir yazılım şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, kimlik doğrulama, tesis güvenliği ve yönetimi, çevre gözetimi, sınır güvenliği, akıllı ulaşım, mobil ve kartlı ödeme çözümleri geliştirmektedir. MIA Teknoloji dünya çapındaki müşterilerine hizmet vermektedir.
MTRKS	Matriks Bilgi Dağıtım Hizmetleri Anonim Şirketi finansal ürün ve hizmetler sunmaktadır. Şirket, kullanıcılara bankacılık, sermaye piyasası ve borsada bilgi alma ve işlem yapma olanağı sağlayan finansal veri analizi ve işlem platformları sunmaktadır. Matriks Bilgi Dağıtım Hizmetleri Türkiye'deki müşterilerine hizmet vermektedir.
OBASE	Obase Bilgisayar ve Danışmanlık Hizmetleri Ticaret A.Ş. bilgi teknolojileri hizmetleri sunmaktadır. Şirket, envanter ve tedarik zinciri süreçlerini yönetmek, gerçek zamanlı içgörüler elde etmek için analitik çözümler ve veri odaklı yönetim destek hizmetleri sunmaktadır. Obase Bilgisayar ve Danışmanlık Hizmetleri Ticaret dünya çapındaki müşterilerine hizmet vermektedir.
PAPIL	Yurt içi ve yurt dışı kamu kuruluşlarına ve özel ticari kuruluşlara sağlanan uçtan uca bütünlük kamu güvenlik sistemleri, parmak izi tarayıcıları, avuç içi tarayıcıları, geçiş kontrol sistemleri, biyometrik iş istasyonları, mobil cihazlar, yüz tanıma, sanal gerçekliğe yönelik platform cihazları ve iris tanıma cihazlarının araştırma, geliştirme, üretim, entegrasyon işlemleri ile katma değerli bütüncül sistem inşasıdır.
PKART	Plastikkart Akıllı Kart İletişim Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş., TU4 güvenlik sistemi sertifikasına sahip akıllı telefon ve ödemeli TV kartları, e-cüzdanlar, GSM kartları, pki kartları ve emu ödeme kartları gibi mikroişlemcili kartların üretimini ve pazarlamasını yapmaktadır.
SMART	Smartiks Bilgi Teknolojisi Hizmetleri Anonim Şirketi bilgi teknolojileri hizmetleri sunmaktadır. Şirket, yazılım geliştirme, uygulama yönetimi, analitik ve teknoloji danışmanlığı hizmetleri sunmaktadır. Smartiks Bilgi Teknolojisi Hizmetleri Türkiye'deki müşterilere hizmet vermektedir.
SNKRN	Senkron Güvenlik ve İletişim Sistemleri A.Ş. elektronik güvenlik sistemleri ile ticari ve ev güvenliğini sağlamaktadır. Şirket anahtar teslim proje hizmetleri sunmaktadır. Senkron, Türkiye'de çeşitli uluslararası markalarla çalışmaktadır.
VBTYZ	VBT Yazılım Anonim Şirketi bir bilgi teknolojileri şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, yazılım uygulama ve teknoloji destek hizmetleri sunmaktadır. VBT Yazılım Türkiye'deki müşterilerine hizmet vermektedir.
ASELS	Aselsan Elektronik Sanayi Ve Ticaret A.Ş. askeri ve sivil telekomünikasyon ekipmanlarının tasarım ve üretimini yapmaktadır. Şirket, iletişim, mikroelektronik/güdümlü ve mikrodalga sistemleri, güç elektroniği, elektronik güvenlik sistemleri, hava trafik kontrol kuleleri, havadan yere telsizler, gece görüş gözlüğü, lazer mesafe bulucu ve otoyol geçiş ücreti toplama sistemleri üretmektedir.
SDTTR	SDT Uzak ve Savunma Teknolojileri A.Ş. bir savunma sanayi şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, sensör ve elektronik harp sinyal işleme ve analiz sistemleri, görüntü işleme ve analiz yazılımları, kara platformları elektronik üniteleri gibi çeşitli savunma elektroniği ve yazılım ürünlerini tasarlamakta ve geliştirmektedir. SDT Uzak ve Savunma Teknolojileri dünya çapındaki müşterilerine hizmet vermektedir.

Yurt İçi Benzer Şirketler - Kaynak: Bloomberg

12.03.2024 tarihli yurt içi benzer şirketlerin değerlendirme çarpanlarını gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Kod	Piyasa Değeri (Mn TL)	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	FD/Satışlar
ARDYZ	7.966	14,87	7,91	12,78	9,10
ATATP	10.856	53,02	18,05	45,75	11,69
EDATA	3.807	19,29	8,83	49,62	4,42
ESCOM	4.104	9,81	6,66	-	6,307
FONET	5.040	64,85	21,34	75,69	26,34
FORTE	5.427	40,93	11,03	41,73	9,96
KFEIN	2.968	24,61	9,66	24,10	4,16
LINK	4.865	87,67	46,32	192,49	95,79
LOGO	9.430	18,19	6,57	15,06	4,03
MIATK	35.716	67,28	33,53	62,34	33,93
MTRKS	3.578	40,46	25,89	31,44	8,32
OBASE	2.616	48,12	11,11	147,81	9,31
PAPIL	4.359	35,58	16,79	575,19	76,07
PKART	1.581	151,25	16,02	32,11	1,79
SMART	1.730	37,02	12,75	18,88	14,29
SNKRN	377	-	6,94	-	44,46
VBTYZ	4.771	39,95	15,72	56,08	3,16
ASELS	254.448	15,98	5,19	21,58	5,44
SDTTR	20.155	50,56	23,48	70,64	25,71
ORTALAMA		23,92	7,40	22,28	5,97
ORTALAMA-%15 İskontolu		20,33	6,29	18,94	5,07
MEDYAN		18,19	6,94	21,58	4,93

Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları - Kaynak: Finnet

Faaliyet alanı ve finansal benzerliklerin dikkate alındığı yurt içi çarpan analizinde yer alan benzer şirketlere, örnekleme sınırlı sayıda savunma sanayi şirketi olmasından kaynaklı %15 oranında iskonto uygulanmıştır. **Uygulanan iskonto sonrasında yurt içi benzer FD/FAVÖK çarpanı 18,94x olarak dikkate alınmıştır.**

Değerleme çalışmasında FD/FAVÖK çarpanı kullanılmış olup, değerlendirme özetini gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

USD	Değerleme Özeti
2023 Dönemi FAVÖK	5.295.493
Yurt İçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı (x) - %15 İskontolu	18,94
Firma Değeri	100.276.638

Yurt İçi Benzer Şirketler Değerleme Sonuç Tablosu - Hesaplama: Global Menkul

4.4.2.2. Yurt Dışı Çarpan Analizi

Yurt dışı benzer şirket tespitinde ağırlıklı olarak elektronik haberleşme ve savunma sanayi şirketleri dikkate alınmıştır. Yurt içi benzer şirketlerde olduğu gibi uç değerlerin eliminasyonunda F/K ve FD/FAVÖK çarpanları için x40 ve üstü değerler ile x5 altı değerler, FD/Satışlar ve PD/DD çarpanları için x10 ve üstü değerler ile x1 altı değerler uç değer olarak kabul edilmiştir. Değerleme çalışmasında uç değerler elimine edildikten sonra medyan değerler kullanılmıştır. Yurt dışı benzer şirketleri gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Bloomberg Kodu	Faaliyet Konusu
FQT AV	Frequentis AG iletişim ve bilgi sistemleri üretmektedir. Şirket, kule uçuş veri uygulamaları, elektronik uçuş seridi yönetim sistemi ve yönetim verileri gibi hava trafik kontrol ve otomasyon ürünleri alanında faaliyet göstermektedir.
CW US	Curtiss-Wright Corporation, endüstri, savunma ve enerji alanında faaliyet göstermektedir.
NOC US	Northrop Grumman Corporation küresel bir güvenlik şirkettir. Şirket, havacılık, elektronik, bilgi sistemleri ve teknik hizmet alanlarında sistemler, ürünler ve çözümler sunmaktadır. Northrop Grumman dünya çapında kamu ve ticari müşterilere hizmet vermektedir.
LHX US	L3Harris Technologies, Inc., havacılık ve savunma teknolojisi alanında faaliyet göstermektedir. Şirket, tek kanallı kara ve hava radyo sistemleri de dahil olmak üzere radyo iletişim ürünleri ve sistemleri tasarlamakta, geliştirmekte ve üretmektedir. L3Harris Technologies, hava, kara, deniz, uzay ve siber alanlarda gelişmiş savunma ve ticari teknolojiler sağlamaktadır.
BA/ LN	BAE Systems PLC, gelişmiş savunma ve havacılık sistemlerini geliştirmektedir. Şirket, askeri uçakları, yüzey gemileri, deniz altları, radar, aviyonik, iletişim, elektronik ve güdümlü silah sistemleri üretmektedir. BAE Systems dünya çapındaki müşterilere hizmet vermektedir.
HO FP	Thales, havacılık ve savunma elektrik sistemleri tasarlamakta ve üretmektedir. Şirket, uçuş güvertesi sistemleri, aviyonik ekipmanlar ve navigasyon çözümlerinin yanı sıra telekomünikasyon uyduları, sinyalizasyon sistemleri ve hava trafik yönetimi ve bakım hizmetleri de sunmaktadır. Thales dünya çapında havacılık, uzay, ulaşım, savunma ve güvenlik pazarlarına hizmet vermektedir.
ESLT IT	Elbit Systems Ltd. entegre savunma sistemleri tasarlamakta, geliştirmekte ve tedarik etmektedir. Şirket ayrıca askeri elektronik sistem ve ürünleri üretmektedir.
MRCY US	Mercury Systems, Inc. havacılık ve savunma sanayine hizmet veren bir teknoloji şirkettir. Güvenli gömülü işlem modülleri ve alt sistemleri, aviyonik görev bilgisayarları ve ekranları, dayanıklı güvenli bilgisayar sunucuları ve güvenilir mikroelektronik bileşenleri, modülleri ve alt sistemleri dahil olmak üzere açık mimari bilgisayar donanımı ve yazılım ürünlerini tasarlamakta ve üretmektedir.
GD US	General Dynamics Corporation, havacılık ve savunma şirkettir. Şirket, savaş araçları, silah sistemleri, mühimmat, gemi inşa tasarımı ve inşası, bilgi sistemleri ve teknolojileri alanlarında geniş bir ürün ve hizmet portföyü sunmaktadır.
HEI US	HEICO Corporation, uçak, uzay aracı, savunma ekipmanı, tıbbi ekipman ve telekomünikasyon sistemlerinde bulunan ürünleri üreten havacılık ve elektronik şirkettir. Şirketin müşterileri arasında havayolları ve hava taşıtlarının yanı sıra, Amerika Birleşik Devletleri Hava Kuvvetleri, Amerika Birleşik Devletleri Donanması ve Ulusal Havacılık ve Uzay Dairesi (NASA) dahil olmak üzere dünya çapındaki savunma müteahhitleri ve askeri kurumlar bulunmaktadır.
HON US	Honeywell International Inc. dünya çapında bir teknoloji ve üretim şirkettir. Şirket, havacılık ürünleri ve hizmetleri, ticari binalar için kontrol, algılama ve güvenlik teknolojileri, güvenlik ve üretkenlik çözümleri, özel kimyasallar, gelişmiş malzemeler, rafineri ve petrokimya için proses teknolojisi ve enerji tasarruflu ürünler ve çözümler sunmaktadır.
MOG/A US	Moog Inc. havacılık, savunma, endüstriyel ve tıbbi cihazlardaki uygulamalar için elektrikli, elektro-hidrolik ve hidrolik hareket, kontrol ve sistemlerin Amerikalı bir tasarımcısı ve üreticisidir.
RTX US	RTX Corporation, havacılık ve savunma şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, aviyonik sistemler, havacılık sistemleri, iletişim ve navigasyon ekipmanları, uçak iç ve dış aydınlatma, uçak koltukları, çevre kontrol sistemleri, uçuş kontrol sistemleri ve motor bileşenleri üretmektedir. RTX dünya çapında ticari, askeri ve kamu müşterilerine hizmet vermektedir.
SAABB SS	Saab AB, yüksek teknoloji şirkettir. Şirket, savunma pazarına yönelik gelişmiş ürünler geliştirmekte, üretmekte ve sunmaktadır. Saab'ın faaliyetleri arasında savunma teknolojisi, komuta ve kontrol sistemleri, askeri ve ticari uçaklar ve teknik hizmetlerin yanı sıra füzeler, uzay ekipmanları ve havacılık hizmetleri de yer almaktadır. Şirket, ürünlerini uluslararası alanda satmakta ve pazarlamaktadır.
SAF FP	Safran, havacılık ve savunma sistemleri ve ekipmanları tedarik etmektedir. Şirket, uçak ve helikopter motorları, fırlatma araçları, iniş ve fren sistemleri, motor kaportaları, optronik, aviyonik, fırlatıcı tahriki, biyometrik ekipman, patlayıcı tespiti ve iz analizi ürünleri sunmaktadır. Safran dünya çapında havacılık ve savunma sanayine hizmet vermektedir.
TDG US	TransDigm Group Incorporated bir havacılık ve uzay imalat şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, halihazırda hizmette olan neredeyse tüm uçaklar için yüksek düzeyde mühendislik gerektiren havacılık sistemleri, alt sistemler ve bileşen parçaları üretmektedir. TransDigm Group dünya çapında havacılık ve savunma endüstrilerine hizmet vermektedir.
VSAT US	Viasat A.Ş. bir iletişim şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, geniş bant dijital uydu iletişimi ve kablosuz ağ hizmetleri sunmanın yanı sıra ağ kontrol sistemleri ve bilgi dağıtım sistemleri, modemler, terminaller ve simülasyon test ekipmanları gibi uydu iletişim ürünleri de sunmaktadır. Viasat dünya çapındaki müşterilerine hizmet vermektedir.
CNS IM	Civitanavi Systems Spa, uçak parçaları tasarlar, geliştirir ve üretir. Şirket hem endüstriyel hem de savunma amaçlı kullanıma yönelik ataletsel navigasyon, coğrafi referans ve stabilizasyon sistemlerine ilişkin teknoloji çözümleri sunmaktadır.
COL US	Collins Aerospace, havacılık parçaları üretmektedir. Şirket havacılık yapıları, aviyonik, iç mekân, güç, kontroller ve mekanik sistemler sunmaktadır. Collins Aerospace dünya çapındaki müşterilerine hizmet vermektedir.
IDR SM	Indra Sistemas, SA bilgi teknolojisi ürünleri ve hizmetleri sunmaktadır. Şirket, sistem entegrasyonu ve dış kaynak hizmetleri sunmakta, demiryolu yönetimi ve biletleme sistemleri kurmakta, karayolu trafik ücreti ve sinyalizasyon sistemleri kurmakta, uydu iletişim sistemleri kurmakta, radar hava savunma sistemleri üretmekte ve sigorta yönetim sistemleri kurmaktadır.

Yurt Dışı Benzer Şirketler - Kaynak: Bloomberg

Yurt dışı benzer şirketlerin değerlendirme çarpanlarını gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Bloomberg Kodu	Piyasa Değeri (USD)	F/K	FD/FAVÖK
FQT AV	361.315.563	17,73	6,35
CW US	9.233.501.667	25,91	16,53
NOC US	69.176.962.504	29,24	21,06
LHX US	40.987.253.754	24,48	20,87
BA/ LN	49.285.190.887	20,88	12,25
HO FP	33.434.982.330	33,19	14,74
ESLT IT	9.394.463.992	35,65	19,41
MRCY US	1.777.417.441	N.A.	N.A.
GD US	74.988.381.287	22,76	16,47
HEI US	23.173.238.120	61,74	31,45
HON US	130.762.453.306	20,31	17,28
MOG/A US	5.013.692.020	22,11	14,12
RTX US	119.759.395.633	17,53	20,79
SAABB SS	10.985.908.802	32,27	14,96
SAF FP	91.686.261.592	24,01	20,94
TDG US	64.985.925.105	47,76	24,16
VSAT US	2.324.695.256	N.A.	936,10
CNS IM	159.681.031	N.A.	N.A.
COL US	N.A.	N.A.	N.A.
IDR SM	3.502.849.300	15,09	8,92
ORTALAMA		24,37	17,52
MEDYAN		23,39	16,91

Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları - Kaynak: Bloomberg

Değerleme çalışmasında FD/FAVÖK çarpanı kullanılmış olup, değerlendirme özetini gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

USD	Değerleme Özeti
2023 Dönemi FAVÖK	5.295.493
Yurt Dışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı (x)	17,52
Firma Değeri	92.770.425

Yurt Dışı Benzer Şirketler Değerleme Sonuç Tablosu - Hesaplama: Global Menkul

4.4.3. İletişim ve Havacılık Faaliyetleri Değerleme Sonucu

Şirket'in iletişim ve havacılık faaliyetlerinin değerlendirme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ve Çarpan Analizi Yöntemi eşit olarak ağırlıklandırılmış ve Şirket'in iletişim ve havacılık faaliyetlerinin adil firma değeri **102.015.018 USD** olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Sonucu (USD)	Hesaplanan Firma Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Firma Değeri
Yurt İçi Çarpanlara Göre Firma Değeri	100.276.638	25%	25.069.159
Yurt Dışı Çarpanlara Göre Firma Değeri	92.770.425	25%	23.192.606
İNA Modeline Göre Firma Değeri	107.506.505	50%	53.753.253
Ağırlıklandırılmış Firma Değeri (USD)		100%	102.015.018

İletişim ve Havacılık Değerleme Sonuç Tablosu - Hesaplama: Global Menkul

4.5. OYT Şirket Değeri

Şirket'in iletişim ve havacılık faaliyetleri ve yenilenebilir enerji operasyonlarının ayrı değerlemelerinin yapılmasının akabinde toplam Şirket değerini gösterir tablo aşağıda yer almaktadır. Şirket'in toplam firma değeri 118.904.192 USD olarak hesaplanmıştır. Şirket'in 8.559.561 USD tutarındaki net borç pozisyonu düşüldükten sonra 110.344.631 USD iskontolu özsermaye değerine ulaşılmıştır. 19.03.2024 tarihli TCMB-EVDS veri tabanından alınan USD Döviz Satış Kuru (USD/TL: 32,3372) üzerinden yapılan hesaplama ile **3.568.236.396 TL** Şirket piyasa değerine ulaşılmıştır. Uygulanan **%30,64** halka arz iskontosu neticesinde Şirket'in iskontolu özsermaye değeri **2.474.928.764 TL** olarak hesaplanmış ve buna göre Şirket'in beher pay değeri **49,50 TL** olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Sonucu	Hesaplanan Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
Yurt İçi Çarpanlara Göre Firma Değeri (USD)	100.276.638	25%	25.069.159
Yurt Dışı Çarpanlara Göre Firma Değeri (USD)	92.770.425	25%	23.192.606
İNA Modeline Göre Firma Değeri (USD)	107.506.505	50%	53.753.253
Ağırlıklandırılmış Firma Değeri (USD)		100%	102.015.018
GES'lerin Firma Değeri (USD)			16.889.173
GES'ler Dahil Toplam Firma Değeri (USD)			118.904.192
Net Borç Pozisyonu (USD)			-8.559.561
Şirket Özsermaye Değeri (USD)			110.344.631
Şirket Özsermaye Değeri (TL)			3.568.236.396
<i>Halka Arz İskontosu</i>			<i>30,64%</i>
İskontolu Özsermaye Değeri (USD)			76.535.036
19.03.2024 USD/TL Döviz Satış Kuru			32,3372
İskontolu Özsermaye Değeri (TL)			2.474.928.764
İskontolu Pay Değeri (TL)			49,50

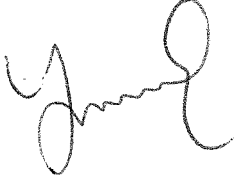
OYT Değerleme Sonuç Tablosu - Hesaplama: Global Menkul

EK - 1: Değerleme Raporu Sorumluluk Beyanı

FİYAT TESPİT RAPORU SORUMLULUK BEYANI

Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden; "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Onur Yüksek Teknoloji A.Ş. fiyat tespit raporumuzda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu ve değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği gereği Uluslararası Değerleme Standartları ("UDS") kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle, ilgili standartlara uygun olduğunu beyan ederiz.

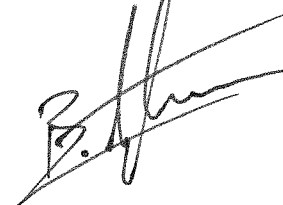
SORUMLU DEĞERLEME UZMANI



**KURUMSAL FİNANSMAN KIDEMLİ
MÜDÜR**

YİĞİT ENGİZ

SORUMLU DEPARTMAN YÖNETİCİSİ



GENEL MÜDÜR YARDIMCISI

KADİR BERKAY AYTEKİN

GLOBAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.



GENEL MÜDÜR YARDIMCISI

KADİR BERKAY AYTEKİN

GENEL MÜDÜR YARDIMCISI

ULUÇ SAKA

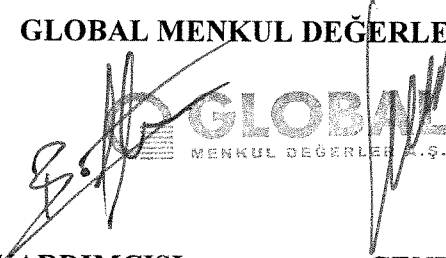
EK - 2: Yetkinlik Beyanı

FİYAT TESPİT RAPORU YETKİNLİK BEYANI

Onur Yüksek Teknoloji A.Ş.'nin şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 19 Mart 2024 tarihli değerlendirme raporuna ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan, 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurul kararı uyarınca gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel esaslarda belirtilen;

- Kurulca geniş yetkili olarak yetkilendirilmiş bir aracı kurum olarak değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip tam zamanlı olarak istihdam edilen en az 10 çalışana,
- Ayrı bir Kurumsal Finansman Bölümü'ne
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgesi, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri dokümanlara,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurlara,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına, sahip olduğumuzu, Şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkimizin bulunmadığını ve raporun Sermaye Piyasası Kurulu'nun yayımlamış olduğu III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uyduğunu beyan ederiz.

GLOBAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.



GENEL MÜDÜR YARDIMCISI

GENEL MÜDÜR YARDIMCISI

KADİR BERKAY AYTEKİN

ULUÇ SAKA

EK - 3: USD Finansal Tablolar

BİLANÇO (USD)	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
Dönen Varlıklar			
Nakit ve Nakit Benzerleri	234.110	277.996	1.049.307
Finansal Yatırımlar	23.139	394	778
Ticari Alacaklar	4.741.222	3.252.635	4.295.872
Diğer Alacaklar	711.253	619.925	366.564
Sözleşme Varlıkları	5.277.122	7.031.109	2.711.667
Stoklar	2.152.849	3.446.588	262.575
Peşin Ödenmiş Giderler	347.426	304.498	254.323
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	1.027	124	-
Diğer Dönen Varlıklar	39.581	339.787	24.794
TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR	13.527.730	15.273.055	8.965.880
Duran Varlıklar			
Finansal Yatırımlar	17.008	27.021	-
Diğer Alacaklar	5.852	10.547	12.861
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	640.773	524.757	333.886
Maddi Duran Varlıklar	22.609.109	17.397.916	15.369.188
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	3.133.182	3.296.668	4.221.067
Peşin Ödenmiş Giderler	627	-	-
Ertelenmiş Vergi Varlığı	-	-	-
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Duran Varlıklar	7.651	7.499	10.693
TOPLAM DURAN VARLIKLAR	26.414.203	21.264.409	19.947.694
TOPLAM VARLIKLAR	39.941.932	36.537.464	28.913.575
Kısa Vadeli Yükümlülükler			
Kısa Vadeli Borçlanmalar	4.233.258	2.600.167	2.358.086
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	1.842.490	3.193.960	3.304.658
Diğer Finansal Yükümlülükler	20.223	9.261	22.685
Ticari Borçlar	1.603.757	2.206.251	2.088.632
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	386.423	243.989	154.729
Diğer Borçlar	-	-	2.571
Sözleşme Yükümlülükleri	163.966	1.676.746	1.070.722
Ertelenmiş Gelirler	-	-	39.803
Kısa Vadeli Karşılıklar	386.267	94.104	40.531
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	116.189	160.758	655.634
TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	8.752.573	10.185.236	9.738.051
Uzun Vadeli Yükümlülükler			
Uzun Vadeli Borçlanmalar	2.720.839	3.734.445	4.988.632
Ticari Borçlar	8.632	13.714	19.554
Diğer Borçlar	38.331	22.696	22.536
Ertelenmiş Gelirler	56.956	-	513.645
Uzun Vadeli Karşılıklar	200.208	142.100	155.352
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	5.857.634	3.465.340	2.856.206
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	8.882.600	7.378.296	8.555.925
ÖZKAYNAKLAR			
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	22.306.760	18.973.932	10.619.598
Ödenmiş Sermaye	1.697.781	2.697.294	153.836
Sermaye Düzeltme Farkları	-97.343	-154.650	-220.505
Yabancı Para Çevrim Farkları	-427.026	-633.451	-772.167
Pay Sahiplerinin İlave Sermaye Katkıları	710.005	1.127.997	1.608.335
Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs veya İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etkisi	-187.551	-297.966	-424.849
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	14.901.691	10.490.352	7.003.157
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	344.084	539.459	30.767
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	2.781.357	-1.412.260	632.273
Net Dönem Karı/Zararı	2.583.761	6.617.157	2.608.752
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	22.306.760	18.973.932	10.619.598
TOPLAM KAYNAKLAR	39.941.932	36.537.464	28.913.575

GELİR TABLOSU (USD)	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
Hasılat	19.923.967	17.822.130	17.865.586
Satışların Maliyeti (-)	-11.543.453	-10.464.831	-7.644.724
BRÜT KAR (ZARAR)	8.380.514	7.357.299	10.220.863
Genel Yönetim Giderleri (-)	-1.810.631	-877.456	-1.277.055
Pazarlama Giderleri (-)	-108.987	-67.781	-109.435
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	2.369.911	3.842.380	2.028.463
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-2.201.398	-816.680	-1.723.827
ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)	6.629.408	9.437.763	9.139.008
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	830.858	385.740	267.741
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-	-38.085	-365
TFRS 9 Uyarınca Belirlenen Değer Düşüklüğü Kazançları (Zararları) ve Değer Düşüklüğü Zararlarının İptalleri	217	5.207	-10.287
FİNANSMAN GELİRİ (GİDERİ) ÖNCESİ FAALİYET KARI (ZARARI)	7.460.483	9.790.624	9.396.098
Finansman Giderleri	-4.352.850	-2.988.254	-5.614.832
Finansman Gelirleri	-	30.876	35.757
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI (ZARARI)	3.107.633	6.833.246	3.817.023
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	-523.872	-216.088	-1.208.271
Dönem Vergi Gideri/Geliri	-	-	-8.156
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	-523.872	-216.088	-1.200.115
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI (ZARARI)	2.583.761	6.617.157	2.608.752
DÖNEM KARI (ZARARI)	2.583.761	6.617.157	2.608.752