

‘ARD BİLİŞİM Fiyat Tespit Raporu’ DEĞERLENDİRME RAPORU

İşbu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu’nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararında yer alan; payların ilk kez halka arzı öncesi uygulanacak esasların 7. Maddesine dayanılarak hazırlanmıştır. Rapor, Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş. (“ARD Bilişim” ve/veya “Şirket”) için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

A) ŞİRKET HAKKINDA VERİLEN ÖZET BİLGİLER:

1. Faaliyet Konusu Hakkında:

ARD Bilişim, yazılım alanında faaliyet göstermek amacıyla 2011 yılında kuruldu. Şirket, Doğan Ödemiş (%50) ve Tolga Ödemiş (%50) tarafından Ankara’da faaliyetlerine başladı. Ortaklar 2015’de paylarının tümünü ARD Grup Holding’e sattılar. Şirket bilişim sektöründe, sektörün pratik saha gereksinimlerine yönelik yazılım ürünleri geliştirmiş olup, pek çok kamu ve özel kuruluşlara hizmet vermektedir. Şirket, Hacettepe Teknokent bünyesinde teknoloji ve Ar-Ge faaliyetleri sürdürmektedir.

2. Şirket’in Operasyonları Hakkında:

Şirket, Ar-Ge çalışmalarına ağırlık veriyor. Tesis Güvenlik Belgesi (Milli Gizli/NATO Gizli) ve SPICE (TS ISO/IEC 15504) Seviye II (dünya standartlarında yazılım geliştirme kalite belgesi) standartlarına uygun olarak geliştirdiği yazılım ve projelerle, Türkiye’de kamu kurumları ve özel sektör kuruluşları ile uluslararası arenada firmalarla çalışıyor.

Hukuk alanında Ulusal Hukuk Ağı Projesi (UHAP), Otomatik Ceza Muhakemeleri Kanunu Avukat Atama Sistemi (OCAS), Adli Yardım Atama Sistemi (AYAS), Uzlaşma Atama Sistemi (UZAS), Baro Yönetim Sistemi (BAROTEK), İcra Takip Sistemi (İCRATEK), Karar ve İçtihat Akıllı Arama Motoru Yazılımı (KARARTEK), Büro Yönetim Sistemi (BÜROTEK), Elektronik Serbest Meslek Makbuzu Sistemi (MAKBUZTEK), Mesleki Dayanışma Sistemi (VEKİLTEK) projelerden bazılarıdır.

Sağlık alanında Sterilizasyon Takip Sistemi (3MSTS) başta olmak üzere 3M Global Sağlık Hizmetlerinin Türkiye’deki yazılım tedarikçisi olarak faaliyet gösteriyor. Ayrıca, lojistik ve depo süreç yönetimi, izlenebilirlik teknolojileri, RFID, IoT, BPM, ERP, CRM, biyometrik tanımlama ve siber güvenlik alanlarında da kurumsal projeler gerçekleştirmiştir.

Sunucu, veri depolama, bilişim altyapısı ve veri güvenliğinin yanında biyometrik çözümlerde, parmak izi, parmak damar izi ve yüz tanımlama teknolojileri, IoT kamera ve sensörleri ile Video Analitik ve Görselleştirme platformları kullanılarak başta anakara ve sınır güvenliği olmak üzere, kamu binaları, kampüsler, havaalanları, şehir ve halk güvenliği alanlarında kurumsal ve endüstriyel projeler yürütüyor.

ARD Bilişim, iç ve dış ortam güvenliği kritik seviyedeki kurum ve kuruluşlar için “Akıllı Çevre Güvenlik Sistemleri”, çözümleri üretiyor. Bu çözümler ile Kamera Sistemleri, Plaka Tanıma Sistemleri, Araç Altı Görüntüleme Sistemleri, Geçiş Kontrol ve Sismik Sensörler gibi IoT cihazları ile tamamen insan dikkati bağımsız yapı oluşturulmaktadır. Ayrıca bu bütünleşik yapının kontrol edilebilmesi için Merkezi Kontrol Odaları da çözümler arasında bulunuyor.

Deloitte’un yapmış olduğu “Türkiye’nin En Hızlı Büyüyen 50 Teknoloji Şirketi” raporunda, 2016-17-18 yıllarında ARD Bilişim her yıl dereceye girmiş, EMEA bölgesinde yapılan “Dünyanın En Hızlı Büyüyen 500 Teknoloji Şirketi” raporunda 20.nci olmuştur.

ARD Bilişim’in faaliyet alanları aşağıdaki gibi gruplanabilir:

1. Yönetim Hizmetler
2. Anahtar Teslim Sistem Entegrasyon Projeleri
3. Teknolojik Ürün Satışı
4. Yazılım Geliştirme Hizmetleri
5. Teknoloji ve Proje Danışmanlığı

3. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri:

- 1) %30’una kadar şirket satın alma ve büyüme stratejileri
- 2) %30’una kadar Ar-Ge çalışmaları için veri merkezi oluşturulması ve mevcut sistem altyapısının iyileştirilmesi ve yeni bina satın alarak Ar-Ge Merkezi yapılması için kullanılması
- 3) %20’sine kadar ofis yatırımı için kullanılması; mevcut Dubai ve Londra ofislerini genişletmek ve ABD’nin San Francisco, Silikon Vadisinde ofis kiralamak veya satın almak
- 4) %20’sine kadar işletme sermayesi ihtiyacı için kullanılması

Ayrıca, ARD Grup Holding halka arzdan elde edeceği gelirler ile ARD Bilişim’e olan borçlarını ödeyeceğine dair yönetim kurulu kararı almıştır.

B) DEĞERLEME HAKKINDA VERİLEN ÖZET BİLGİ:

ARD Bilişim’in faaliyet gösterdiği sektör göz önüne alınarak yapılan değerlendirme çalışmasına “Pazar Yaklaşımı” ile “Gelir Yaklaşımı” yöntemleri kullanıldı.

C) DEĞERLEME ÇALIŞMASI:

Pazar Yaklaşımı (Çarpanlar Analizi)

1. Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD)
2. Fiyat / Kazanç (F/K)
3. Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK)
4. Firma Değeri / Satışlar (FD/Satışlar)

oranlarına yer verildi.

Çarpanların ortalamasının hesaplamasında medyan kullanılmıştır.

Şirket için piyasa çarpanları yöntemiyle yapılan değerlemede baz alınan rasyolarda i) BİST-Ana Pazar ve ii) BİST-Bilişim Sektörü 20.12.2019 tarihi itibarıyla hesaplanan oranları kullanıldı.

20/12/2019 İtibariyle Değerleme Oranları				
Pazar ve Sektör Verileri	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K	FD/Satışlar
BİST Ana Pazar	1.95	7.50	14.58	1.44
BİST Bilişim Sektörü	2.50	10.05	16.12	1.52
Ortalama*	2.22	8.77	15.35	1.48

* Ortalama hesaplanırken, Pazar ve sektörler eşit ağırlıklandırılmıştır

Piyasa Çarpanları için kullanılan ARD Bilişim Verileri				
Net Kar*	Özkaynaklar	Satışlar*	FAVÖK*	Net Borç
29,391,417	57,115,262	50,989,641	34,571,912	6,738,344

* Yıllıklandırılmış rakamlar kullanılmıştır

ARD Bilişim için hesaplanan Piyasa Değerleri				
Karşılaştırılan Pazar ve Sektörler	Piyasa Değerleri (TL)			
	PD/DD	FD/FAVÖK*	F/K	FD/Satışlar*
BİST Ana Pazar	111,089,185	252,563,139	428,526,860	66,431,791
Bilişim Sektörü	142,502,579	340,595,401	473,789,642	70,765,910
Ortalama Şirket Değeri	126,795,881	296,579,269	451,158,250	68,598,850
Nihai Şirket Değeri (Eşit Ağırlık)				235,783,063
Birim Pay Değeri				13.10

* Piyasa değeri hesaplanırken Şirketin net borçluluk durumu hesaplamaaya dahil edilmiştir.

Oran Analizi yöntemiyle, ARD Bilişim için tüm rasyolarının verdiği değerlemelerin eşit ağırlıklı ortalamasına göre 235,783,063 TL'lik piyasa değerine ve 13.10 TL birim pay değerine ulaşıldı.

Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi)

Şirketin İNA metoduna göre yapılan değerlemesinde kullanılan temel varsayımlar aşağıda sıralanmıştır:

1. Projeksiyonlar TL üzerinden yapılmıştır.
2. Gelecek 5 yıllık dönem esas alınarak hesaplandı. (2019 yılı için rapor tarihi itibariyle gerçekleştirmeler veri alınmış olup, çok kısa bir dönem tahmin edilmektedir).
3. 2019-2024 yıllarını kapsayan analize konu olan dönemde Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesaplamasında kullanılan terimler ve hesaplamalar aşağıdaki tabloda verilmiştir:

İskonto Oranları	
Risksiz Faiz Oranı	15,04%
Piyasa Risk Primi	6,00%
Beta	1,00
Sermaye Maliyeti	21,04%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	19,68%
Borçluluk Oranı	11,84%
AOSM	20,88%

Satışlardaki Büyüme: Şirketin satışları dönemsel olarak yılın son çeyreğinde artıyor. Yıllar itibarıyla, cirodaki artışın sebebi mevcuttaki yürütülen projelerin bitip ticarileşmiş olması ve yıl itibarıyla firma yetkinliklerin artması

sebebiyle daha büyük ihalelere iştirak edebilmesinden kaynaklanıyor. Artış eğiliminin önümüzdeki yıllarda da devam etmesi bekleniyor. Gerek mevcut gerçekleştirmeler gerekse Şirketin gelecek projeksiyonları göz önüne alınarak, 2019 yılında %3,75, 2020 ve 2021 yılları için %20, 2022 yılında %15, 2023 yılında %10 ve 2024 yılında %7 oranında yıllık ciro artışı tahmini değerlemede kullanıldı.

Maliyetler: Maliyetlerin satışlara oranı 2016 yılında %23,04, 2017 yılında %60,39, 2018 de %41,35 seviyesindedir. 2019 yılı için bu oran %53,00 olarak hesaplanmış olup, 2019/9 aylık dönem itibariyle gerçekleşen oran %24,33'tür.

Esas Faaliyet Karı: Şirketin esas faaliyet karı yıllar içerisinde artmakta olup, kar marjlarında da artış söz konusudur. 2016 yılında %20,2 olan esas faaliyet kar marjı 2017 yılında %34,6, 2018 yılında %47,9 olarak gerçekleşmiştir. 2019/9 aylık dönemde ise bu oran %61,6 seviyesindedir. Yapılan projeksiyonda 2019 yılı için esas faaliyet kar marjının %38,6 olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür.

İNA Yöntemiyle ARD Bilişim Değerlemesi (TL)

	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T
Net Satışlar	53,305,378	63,966,454	76,759,745	88,273,707	97,101,077	103,898,153
<i>Satışlardaki Büyüme</i>	3.8%	20.0%	20.0%	15.0%	10.0%	7.0%
Esas Faaliyet Karı	20,573,995	27,155,726	36,857,790	45,448,726	51,982,188	56,475,464
<i>Esas Faaliyet Karı Marjı</i>	38.6%	42.5%	48.0%	51.5%	53.5%	54.4%
Vergi	- 327,053	- 431,679	- 585,907	- 722,472	- 826,330	- 11,295,093
Yatırım Harcamaları	- 21,286,073	- 23,840,402	- 27,207,181	- 27,889,674	- 29,449,589	- 31,154,198
<i>Yatırım Harcamaları / Satışlar Oranı</i>	39.9%	37.3%	35.4%	31.6%	30.3%	30.0%
Çalışma Sermayesi Değişimi	3,455,704	- 3,848,140	- 4,283,472	- 4,172,625	- 2,861,616	- 2,355,217
Amortisman	5,273,572	8,194,139	11,380,427	15,128,237	18,918,744	22,905,317
Serbest Nakit Akışı	7,690,144	7,229,644	16,161,657	27,792,192	37,763,396	34,576,274
<i>İndirgeme Oranı (AOSM)</i>	20.88%	20.88%	20.88%	20.88%	20.88%	20.88%
<i>İndirgenme Katsayısı</i>	0.83	0.68	0.57	0.47	0.39	0.32
İndirgenmiş Nakit Akımları	6,361,807	4,947,764	9,150,061	13,016,881	14,631,916	11,082,924
İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı (1)	59,191,353					
Nihai Büyüme Oranı	5.0%					
Uç Dönem Serbest Nakit Akımları	228,623,385					
İndirgenmiş Devam Eden Şirket Değeri (2)	73,281,918					
Firma Değeri (1+2)	132,473,271					
Net Borç (-)	6,738,344					
Tahmini Gerçeğe Uygun Değer	125,734,927					
Tahmini Birim Pay Değeri	6.99					

SONUÇ:

Borsa İstanbul'da işlem gören yazılım şirketlerinin pay fiyatlarında son bir aylık dönemde yaşanan aşırı hareketliliği elimine etmek ve değerlemede muhafazakâr davranmak adına yüksek sonuç veren Pazar Yaklaşımı Yöntemine göre %20, daha düşük sonuç veren Gelir Yaklaşımı Yöntemine %80 ağırlık verildi. Sonuç olarak ARD Bilişim için yapılan değerlendirme çalışmaları neticesinde Şirket değeri **147,744,554 TL** olarak hesaplandı. Şirketin mevcut çıkarılmış sermayesi 18,000,000 TL'ye göre birim pay değeri **8.21 TL**'ye karşılık geliyor. Şirketin birim halka arz fiyatı, bulunan birim pay değerine %35.40 oranında **halka arz iskontosu** uygulanarak **5.30 TL** olarak belirlendi.

ARD Bilişim için hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu görüşündeyiz. Değerlemede uluslararası benzer şirketlerle karşılaştırma yapılmamıştır. Yurt dışı benzer şirket çarpanlarına değerlemede neden yer verilmediği belirtilebilirdi. Ayrıca, bilişim sektöründe değerleme çarpanları kullanılmayan şirketlerin kullanılmama nedeni belirtilmemiştir; sebebi açıklanabilirdi. Esas faaliyet kar marjının tahmin döneminde sürekli genişliyor; 2019T'deki %38.6'dan 2024T'de %54.4'e çıkıyor. Kar genişlemesinden bahsedildi, ancak varsayımlarla ilgili daha detaylı açıklama yapılabilirdi. Benzer şekilde yatırım harcamalarının satışlara oranı da tahmin döneminde azaltılıyor; 2019T'deki %39.9 seviyesinden, 2024T'de %30.0'a gerileyeceği öngörülmüş. Bu düşüşün nedeni açıklanabilirdi. Yukarıda belirtilen çekincelerimiz dışında, **5.30 TL'lik** halka arz birim fiyatının makul olduğu görüşündeyiz.

ARD Bilişim için Değerleme Özeti

Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri (TL)	Hisse Başına Değer (TL)
Piyasa Çarpanları Yöntemi	235,783,063	13.10
İNA Yöntemi	125,734,927	6.99
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri (Piyasa Çarpanları %20, İNA %80 Ağırlık)	147,744,554	8.21
İskonto Tutarı (%35.4)	52,301,572	
İskontolu Şirket Değeri	95,442,982	5.30

ARD Bilişim Halka Arz Özeti

Çıkarılmış Sermaye	18,000,000
Ortak Satışı	3,500,000
Sermaye Artırımı	4,000,000
Halka Arz Edilecek Nominal Tutar	7,500,000
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	22,000,000
Halka Açılacak Oran	34.09%
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz İskontosu	35.40%
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontolu)	5.30
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontosuz)	8.21
Şirket Değeri (İskontolu)	95,442,982
Şirket Değeri (İskontosuz)	147,744,554

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2020