



**ARD GRUP BİLİŞİM TEKNOLOJİLERİ
ANONİM ŞİRKETİ**

**Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Hazırlanan
Analist Raporu**



28 Ocak 2020

İÇİNDEKİLER

1. RAPORUN AMACI	3
2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ	3
3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ	3
3.1. Ortaklık Yapısı	4
4. HALKA ARZDAN SAĞLANACAK FONUN KULLANIMI.....	4
5. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	4
5.1. Pazar Yaklaşımı Yöntemi (Piyasa Çarpanları Analizi)	4
5.1.1. BİST Ana Pazar Çarpanları.....	5
5.1.2. BİST Bilişim Sektörü Çarpanları.....	5
5.1.3. Pazar Yaklaşımına Göre Şirket Değeri.....	5
5.2. Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi)	6
5.2.1. İNA Sonuç	6
6. SONUÇ	6
7. GÖRÜŞ	6

1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Meksa Yatırım") tarafından, Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Metro Yatırım") tek yetkili aracı kurum olduğu Ard Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş. ("Ard Bilişim", "İhraççı" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Metro Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ("Metro Yatırım") tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahname setini (İhraççı Bilgi Dokümanı, Sermaye Piyasası Aracı Notu, Özet) inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Meksa Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Halka Arz Şekli:	Ortak Satışı ve Sermaye Artırımı
Halka Arz Yöntemi:	Borsa Birincil Piyasasında Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemi
Çıkarılmış Sermaye :	18.000.000-TL
Halka Arz Tarihleri:	27-28 Kasım 2019
Halka Arz Toplamı (Nominal):	7.500.000-TL (Ortak satışı: 3.500.000-TL, Sermaye Artırımı:4.000.000-TL)
Halka Arz Fiyatı:	5,30-TL
Halka Arz Büyüklüğü:	39.750.000 TL
Halka Açıklık oranı:	%34,09
Satışa Hazır Bekletilen Paylar:	1.875.000-TL(Nominal)
Halka Arz Taahhütleri:	Şirket, 1 yıl süre ile satışa hazır bekletilen paylar dışında bedelli sermaye artırımı yapmama taahhüdünde bulunmuştur. Ard Grup Holding A.Ş. satışa hazır payların tamamı satılmadığı sürece 1 yıl satmama taahhüdü vermiştir.
Fiyat İstikrarı İşlemleri:	Yetkili kuruluş, Şirket paylarının BİST'te işlem görmeye başlamasını takiben, Şirket ortağının 350.000-TL nominal paylardan elde edeceği gelir ile 30 gün süreyle fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler uygulayabilecektir.

Kaynak: Ard Bilişim Tasarruf Sahiplerine Satış Duyurusu, Sermaye Piyasası Aracı Notu ve Fiyat Tespit Raporu

3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

Şirket, Doğan Ödemiş(%50) ve Tolga Ödemiş (%50) tarafından 25.08.2011 tarihinde Ard Grup Bilişim Medikal Danışmanlık Tic. Ltd. Şti. Unvanı ile Ankara'da kurulmuştur. 28.12.2015 tarihinde ortaklar paylarını Ard Grup Holding A.Ş.'ye devretmiş ve Şirket, 26.12.2018 tarihinde nevi değişikliğine giderek Ard Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş. olarak faaliyetlerine devam etmiştir.

Ard Bilişim, bilişim sistemleri ve yazılım çözümleri alanında, Hacettepe Teknokent kampüsünde teknoloji ve Ar-Ge faaliyetleri göstermektedir. Bu faaliyet alanları aşağıdaki gibi gruplandırılmıştır.

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

3.1. Ortaklık Yapısı

Şirket'in 31.09.2019 itibarıyla 30.000.000-TL olan çıkarılmış sermayesi rapor tarihi olan 07.11.2019 tarihi itibarıyla değişmemiş olup, Şirket'in güncel dolaylı ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Ortağın Ticaret Unvanı / Adı Soyadı	Halka Arz Öncesi					Halka Arz Sonrası		
	Pay Grubu	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)	Oy Hakkı	Oy Hakkı (%)	Nominal Değer	Pay Oranı (%)	Oy Hakkı (%)
Ard Grup Holding A.Ş.	A	3.000.000	16,67%	15.000.000	50%	3.000.000	13,64%	44,12%
	B	15.000.000	83,33%	15.000.000	50%	11.500.000	52,27%	33,82%
Halka Açık	B	-	-	-	-	7.500.000	34,09%	22,06%
TOPLAM	A+B	18.000.000	100,00%	30.000.000	100%	22.000.000	100%	100%

Kaynak: Ard Bilişim Fiyat Tespit Raporu, Sermaye Piyasası Aracı Notu ve İhraççı Bilgi Dökümanı

Arda Ödemiş, Ard Grup Holding A.Ş.'nin paylarının %100'üne sahip hakim ortağıdır. Arda Ödemiş, Ard Bilişim'in dolaylı hakim ortağıdır.

4. HALKA ARZDAN SAĞLANACAK FONUN KULLANIMI

Halka Arzdan sağlanacak fonun kullanımı ile ilgili olarak Şirket'in 08.10.2019 tarih ve 2019/08 sayılı yönetim kurulu kararı bulunmaktadır. Sermaye Piyasası Aracı Notunda belirtildiği üzere Şirket'in net halka arz gelirin 20.051.360-TL olarak gerçekleşmesi beklenmektedir. Ayrıca, halka arzda 3.500.000-TL nominal değerli pay ihraç ederek halka arz geliri elde edecek olan ortak Ard Grup Holding A.Ş. 04.12.2019 tarih ve 2019/03 sayılı yönetim kurulu kararı ile halka arzdan elde edeceği gelir ile Ard Bilişim'e olan borçlarını ödeyeceğini taahhüt etmiştir.

BRÜT HALKA ARZ GELİRİ	21.200.000 TL	
NET HALKA ARZ GELİRİ	20.051.360 TL	
NET HALKA ARZ GELİRİNİN KULLANIM YERLERİ	Tutar(TL)	Oran
Şirket Alma Fırsatlarının Değerlendirilmesi	6.015.408	30%
Ar-Ge Faaliyetlerinin iyileştirilmesi ve yeni bir Ar-Ge merkezinin kurulması	6.015.408	30%
Mevcut Ofisleri Büyütme ve yeni ofis açma	4.010.272	20%
İşletme sermayesi ihtiyacının karşılanması	4.010.272	20%
TOPLAM	20.051.360	100%

Kaynak: Ard Bilişim Fiyat Tespit Raporu, 08.10.2019 tarih ve 2019/08 sayılı yönetim kurulu kararı

5. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Metro Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda şirket paylarının değerinin tespit edilmesi amacıyla; Çarpan Analizi ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yöntemleri kullanılmış olup, her iki yöntemde eşit ağırlıklandırılarak nihai Şirket değeri belirlenmiştir.

5.1. Pazar Yaklaşımı Yöntemi (Piyasa Çarpanları Analizi)

Metro Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi bölümünde; BİST Ana Pazar çarpanları ve yurt içi benzer firmaların yer aldığı BİST Bilişim Sektörü çarpanları incelenmiştir.

Piyasa Çarpanları Analizi yönteminde 20.12.2019 tarihli oranlar kullanılmıştır. Piyasa çarpanları analizinde kullanılan çarpanlar;

- PD/DD - Piyasa Değeri/ Defter Değeri
- F/K – Fiyat / Kazanç ve
- FD/FAVÖK - Firma Değeri / Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr
- FD/Satışlar – Firma değeri / Satışlar oranlarına yer verilmiştir.

Değerleme çalışmasında çarpanların ortalamasının hesaplanmasında medyan değer kullanılmış olup, Pazar Yaklaşımı Yönteminde kullanılan yıllıklandırılmış Şirket verileri aşağıdaki gibidir.

Şirket Verileri	Net Kar	Özkaynaklar	Satışlar	FAVÖK	Net Borç
Yıllıklandırılmış	29.391.417	57.115.262	50.989.641	34.571.912	6.738.344

Kaynak: Ard Bilişim Fiyat Tespit Raporu

5.1.1. BİST Ana Pazar Çarpanları

Metro yatırım tarafından hazırlanan raporda, Ard Bilişim'in faaliyet alanı gereği, mali sektör şirketleri ve mükerrer işlem yapılmaması amacıyla Bilişim sektörü şirketleri hariç tutularak 129 Ana Pazar şirketinin çarpanları incelenmiştir. Değerlemede baz alınan BİST Ana Pazar şirketlerinin 20.12.2019 tarihi itibarıyla çarpanları baz alınarak medyan değer hesaplanmıştır. Belirlenen çarpanlar aşağıdaki gibidir.

Bist Ana Pazar	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K	FD/Satışlar
Medyan	1,95	7,50	14,58	1,44

Kaynak: Ard Bilişim Fiyat Tespit Raporu

5.1.2. BİST Bilişim Sektörü Çarpanları

Metro Yatırım tarafından hazırlanan raporda yer alan BİST Bilişim Sektörü şirketlerinin 20.12.2019 tarihi itibarıyla çarpanları baz alınarak medyan değer hesaplanmıştır. Belirlenen çarpanlar aşağıdaki gibidir.

Bist Bilişim Sektörü	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K	FD/Satışlar
Medyan	2,50	10,05	16,12	1,52

Kaynak: Ard Bilişim Fiyat Tespit Raporu

5.1.3. Pazar Yaklaşımına Göre Şirket Değeri

Metro Yatırım tarafından hazırlanan raporda, Ard Bilişim için BİST Ana Pazar ve BİST Bilişim Sektörü'nün çarpanlarıyla hesaplanan şirket değeri birim pay başına 13,10-TL olarak hesaplanmıştır.

20/12/2019 İtibarıyla 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

Kaynak: Ard Bilişim Fiyat Tespit Raporu

Karşılaştırılan Pazar ve Sektörler	Piyasa Değerleri (TL)			
	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K	FD/Satışlar
Bist 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	126.795.882	296.579.270	451.158.251	68.598.851
Nihai Şirket Değeri (Eşit Ağırlık)				235.783.063
Brim Pay Değeri				13,10

Kaynak: Ard Bilişim Fiyat Tespit Raporu

5.2. Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi)

Metro Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nun İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinde aşağıdaki varsayımlar uygulanmıştır.

- Projeksiyonlar Türk Lirası cinsinden yapılmıştır.
- İndirgenmiş Nakti Akımları Analizi yönteminde projeksiyonlar, gelecek beş yıllık dönem esas alınarak hesaplanmıştır.
- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Oranı "AOSM" (indirgeme oranı) hesaplamasında sermaye maliyeti için;
 - Risksiz Faiz Oranı olarak; 2 yıllık aktif hazine tahvilinin 6 aylık ortalama değeri %15,04 kullanılmıştır.
 - Risk Primi olarak; %6 oranı kullanılmıştır.
 - Beta katsayısı 1 olarak kullanılmıştır.
 - Şirket'in 2024 yılı sonrası için nihai büyüme oranı %5 olarak değerlendirilmiştir.

Bu varsayımlar doğrultusunda Sermaye Maliyeti %21,04 olarak hesaplanırken, borçlanma maliyeti ile hesaplanmış nihai AOSM %20,88 olarak hesaplanmıştır.

5.2.1. İNA Sonuç

Metro Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemine göre hesaplanan Şirket değeri 125.734.927-TL olarak belirtilmiştir.

6. SONUÇ

Değerleme Yöntemi	Ağırlık Oranı	Piyasa Değeri (TL)
Piyasa Çarpanları Yöntemi	20%	235.783.063
İNA Yöntemi	80%	125.734.927
Sonuç	100%	147.744.554
Pay Değeri		8,21
%35,4 Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri		95.442.982
Halka Arz İskontolu Pay Değeri		5,30

Kaynak: Ard Bilişim Fiyat Tespit Raporu

Ard Bilişim'in Şirket Değeri İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi için %80, Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi için %20 ağırlıklandırılarak 147.744.544-TL olarak hesaplanmıştır. Şirket'in 18.000.000-TL olan mevcut çıkarılmış sermayesine göre Şirket'in birim pay değeri 8,21 TL'dir. Bu değer üzerinden uygulanan %35,4 halka arz iskontosu sonrası halka arz birim pay değeri 5,30 TL olarak belirlenmiştir.

7. GÖRÜŞ

- Ard Bilişim için Metro Yatırım tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nun net ve anlaşılır olduğu görüşündeyiz.
- Çarpan Analizine ilişkin olarak kullanılan çarpanları makul bulmakla beraber, uç değer tespiti için neden yapılmadığının ve BİST Bilişim Sektörü'nde yer alan şirketlerin seçim ya da eleminasyon kriterlerinin belirtilmemiş olması nedeniyle detaylı yorumlayamıyoruz.
- Çarpan Analizinde medyan kullanımını özellikle BİST Ana Pazar çarpanları için örneklem kümesinin yoğunluğunu da göz önüne alarak olumlu buluyoruz.
- Çarpan Analizinde Özkaynak Değeri hesaplaması yapılırken; FAVÖK, Net Kâr ve Satışlar verilerinin yıllıklandırılmış verilerle hesaplamaya dahil edilmesini uygun buluyoruz.
- İNA analizinde kullanılan risksiz faiz oranına ilişkin olarak; faizlerin gerilemiş olduğu günümüzde 6 aylık ortalamanın kullanılmasını muhafazakar buluyoruz.
- Halka arz iskontosunun makul olduğu görüşündeyiz.

Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi ve İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi kullanılarak bulunan Şirket Değeri'ne göre bulunan 8,21-TL birim pay değerine uygulanan %35,4'lük halka arz iskontosu ile hesaplanan 5,30-TL halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.