

Odine Solutions Teknoloji Ticaret ve Sanayi A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu Görüşü

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporda yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler, 8 Mart 2024 tarihinde Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ("TSKB") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporundan elde edilmiştir.

1. Şirket Hakkında Özet Bilgi

Odine Solutions Teknoloji Ticaret ve Sanayi A.Ş. ("Odine"), 2000 yılında kurulmuş olup, bilgi teknolojileri sektörü ve bu sektörün alt bileşenleri olan yazılım, hizmet ve donanım alanlarında faaliyet göstermektedir. 31 Aralık 2023 itibarıyla toplam çalışan sayısı 96 olan Odine, ulusal ve uluslararası telekomünikasyon şirketlerine şebeke yazılım çözümleri ve telekomünikasyon mühendislik hizmetleri sunmaktadır. Şirket Veko Giz Plaza Maslak, Sarıyer, İstanbul adresindeki kayıtlı merkezinde faaliyet göstermektedir. Ar-Ge faaliyetleri ise İstanbul Teknik Üniversitesi Ayazağa Kampüsü Arı-3 Teknokent Binası, Maslak, Sarıyer, İstanbul adresindeki ofiste yürütülmektedir. Ayrıca, Çek Cumhuriyeti ve Birleşik Arap Emirlikleri'nde iki bağlı ortaklıkla birlikte Odine Şirketler Grubu olarak faaliyetlerine devam etmektedir.

Odine, kurumsal olarak faaliyet süreçlerini ISO 9001 Toplam Kalite Yönetim Sistemi, ISO 14001 Çevre Yönetim Sistemi, ISO 20000-1 Bilgi Teknolojileri Hizmet Yönetim Sistemi, ISO 27001 Bilgi Güvenliği Yönetim Sistemi ve ISO 22301 İş Sürekliliği Yönetim Sistemi sertifikasyonlarına uygun ve denetimli olarak sürdürmektedir. Odine'in müşteri portföyü ağırlıklı olarak telekomünikasyon sektöründe faaliyet gösteren firmalardan oluşmaktadır.

Odine'in sunduğu çözümler/ürünler "Telekomünikasyon Ses Şebekesi Çözümleri" ve "Telekomünikasyon Veri Şebekesi Çözümleri" başlıkları altında toplanmaktadır.

Telekomünikasyon Ses Şebekesi Çözümleri: Şirket kendi geliştirdiği "Odine Nebula" ve "Odine Orion" yazılım ve altyapı çözümleri üzerine kurulu olan bulut platformu ile telekom operatörü ve toptan ses/veri taşıyıcısı müşterilerine; Amerika Birleşik Devletleri ve Birleşik Krallık'ta bulunan bölgesel veri merkezleri aracılığıyla PaaS/SaaS şeklinde platform ve yazılım çözümleri sunmaktadır. Bu hizmetler, operatörlerin toptan ses trafiği operasyonlarını esnek, verimli ve yüksek performanslı bir biçimde uçtan uca yönetmelerini, operasyonel maliyetlerini düşürmelerini ve tüm iş süreçlerinde verimliliği en üst düzeye çıkarmalarını sağlamaktadır. Ek olarak ses şebekesi çözümleri altında geliştirdiği "Odine Gatekeeper" ve "Odine Pathfinder" ürünleriyle müşterilerine tamamlayıcı ürünler sunmaktadır.

Telekomünikasyon Veri Şebekesi Çözümleri: Odine, Telekomünikasyon Veri Şebekesi Çözümleri alanında özel ve hibrit bulut telekom şebekelerinin tasarımı ve üretiminde uzmanlaşmış bir şirkettir. Bu alanda Tier-1 telekom operatörlerinin fiziksel altyapılarını sanallaştırmaya odaklanan bulut bilişim çözüm ortağı ve yazılım çözümleri üreticisidir. Odine, yurt içi ve yurt dışındaki teknoloji tedarikçileri ile iş birlikleri kurarak telekom operatörlerinin bulut tabanlı altyapılara dönüşüm ihtiyaçlarını karşılayabilen bir ekosistem oluşturmakta ve uzman ekibiyle donanımdan yazılıma, tasarımdan bakıma kadar olan dönüşüm sürecinde hizmet vermektedir. Şirket, bulutlaşma, 5G servisleri, akıllı teknolojiler ve uç ağ (edge) uygulamalarının servis merkezli modellerle hayata geçirilmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Sanallaşma platformlarının sanal makinelerden mikroservislere dönüştürülmesi sürecinde danışmanlık sağlayarak şirketlere uçtan uca sorunsuz bir geçiş sunmaktadır. Odine, telekom operatörlerinin şebeke ve servislerini devreye almak için bütünsel sanallaştırılmış şebeke fonksiyonları yöntemini kullanarak çözümler sunmaktadır.

Şirketin satış gelirlerinin ürün bazında sınıflandırması aşağıdaki gibidir:

Satış Gelirleri (TL)	01.01.2020 31.12.2020	(%)	01.01.2021 31.12.2021	(%)	01.01.2022 31.12.2022	(%)	01.01.2023 31.12.2023	(%)
Telekomünikasyon Ses Şebekesi Çözümleri	14.229.554	10	19.142.817	10	30.502.696	9	40.858.355	5
Telekomünikasyon Veri Şebekesi Çözümleri	132.706.010	90	234.745.186	120	297.569.687	91	745.364.786	97
Satıştan İadeler	-18.139	0	-58.754.751	-30	0	0	-14.964.482	-2
Net Satış	146.917.425	100	195.133.252	100	328.072.383	100	771.258.659	100

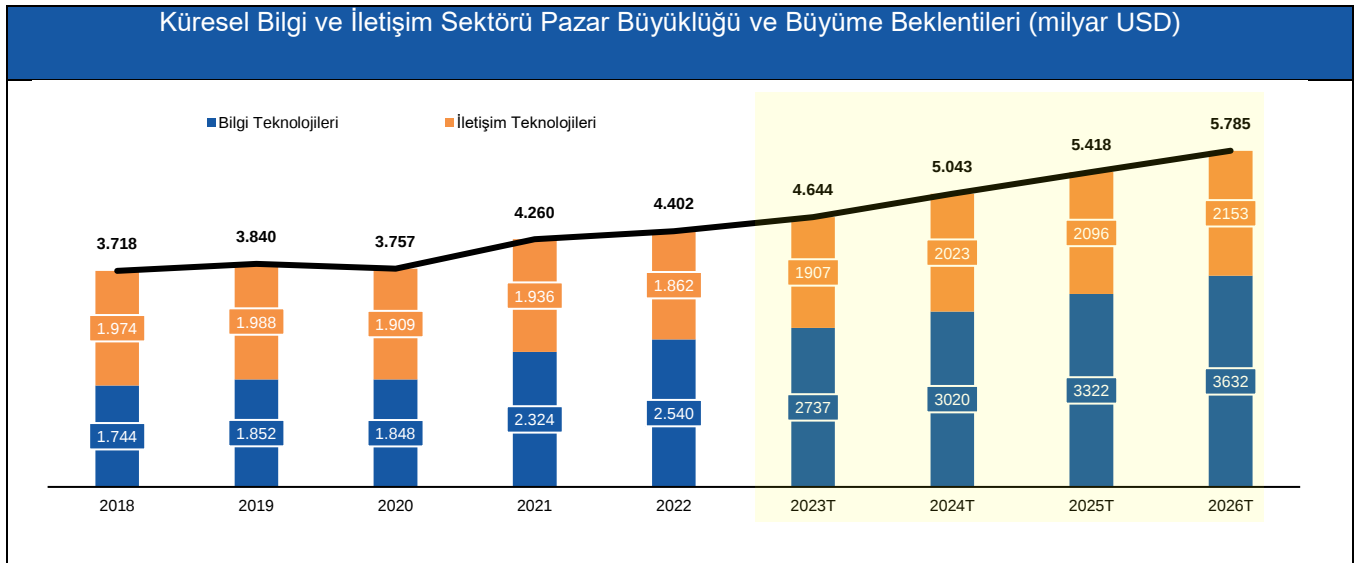
Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirketin gelirleri düzenli olarak artmaktadır. 2021 yılında satış gelirleri yıllık %33 artışla 195 milyon TL, 2022 yılında yıllık %68 artışla 328 milyon TL ve 2023 yılında yıllık %135 artışla 771 milyon TL olmuştur. Şirketin halihazırda devam eden ve kamuoyuyla paylaşılan yedi adet AR-GE çalışması vardır.

2. Şirketin Faaliyet Gösterdiği Sektörler Hakkında

Küresel Bilgi ve İletişim Teknolojileri pazarı 2022 yılında yıllık %3,3 büyüdü ve 4,4 trilyon dolar oldu. Alt sektörler olan bilgi teknolojileri pazarı yıllık %9,3 büyüdü ve iletişim teknolojileri pazarı yıllık %3,8 daraldı.

2023 yılında küresel bilgi ve iletişim sektörü pazarının yıllık %5,5 büyüyerek yaklaşık 4,6 trilyon dolar seviyesine ulaştığı tahmin edilirken 2023 - 2026 dönemi arasında yıllık ortalama %5,6 büyüyerek 5,8 trilyon dolar seviyesine ulaşması öngörülmektedir.



Kaynak: FTR, İzahname

Türkiye Bilgi ve İletişim Teknolojileri pazarı 2018 yılında 131 milyar TL'den 2021 yılında 265,9 milyar TL'ye yükselmiş, 2022 yılında ise toplam pazar büyüklüğü 408,9 milyar TL olarak ölçümlenmiştir. Böylece 2018 ile 2022 yılları arasında yıllık birleşik büyüme %25,2 olarak gerçekleşmiştir.

2022 yılında İletişim Teknolojileri 213,9 milyar TL ve Bilgi Teknolojileri 195 milyar TL pazar büyüklüğüne sahiptir. Aynı yıllar içerisinde dolar cinsinden Bilgi ve İletişim Teknolojileri pazar büyüklüğüne bakıldığında da sektörün büyüme gösterdiği görülmektedir. 2018 ile 2022 yılları arasında Bilgi Teknolojileri segmentinde yıllık birleşik büyüme %4,9 olurken İletişim Teknolojileri segmentinde ise %6,5 daralma olmuştur.

3. Halka Arz Hakkında Özet Bilgi

Şirket	Odine Solutions Teknoloji Ticaret ve Sanayi A.Ş.	
Talep Toplama Tarihi	13-14-15 Mart 2024	
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı	22.100.000 TL nominal değerli pay (%50)
	Ortak Satış Yöntemi	22.100.000 TL nominal değerli pay (%50)
Halka Arz Edilecek Payların Dağılımı	26.520.000 TL (Nominal Değerli %60)	Yurt İçi Bireysel Yatırımcı
	15.470.000 TL (Nominal Değerli %35)	Yurt İçi Kurumsal Yatırımcı
	2.210.000 TL (Nominal Değerli %5)	Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcı
Talep Toplama Yöntemi	"Sabit Fiyat ile Talep Toplama" ve "En İyi Gayret Aracılığı"	
Halka Arz Fiyatı	30 TL	
Ödenmiş Sermaye (Halka Arz Öncesi)	88.400.000 TL	
Ödenmiş Sermaye (Halka Arz Sonrası)	110.500.000 TL	
Öngörülen Piyasa Değeri (Halka Arz Sonrası)	3.315.000.000 TL	
Tahmini Arz Büyüklüğü	1.320.000.000 TL	
Halka Açıklık Oranı	%40	
Fon Kullanım Yeri	%52,5 - %62,5 Yurt Dışı Yatırımları	
	%30 - %40 İşletme Sermayesi	
	%5 - %10 Yeni Ürün ve Çözümlerin Finansmanı	

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu

4. Şirket Ortaklık Yapısı

Şirket payları A ve B grubu olmak üzere iki pay grubundan oluşmaktadır. A grubu payların, Yönetim Kurulu'na aday gösterme imtiyazı ve her bir paya 5 oy hakkı veren oy imtiyazı bulunmaktadır. B grubu payların herhangi bir imtiyazı bulunmamaktadır.

Pay Sahibi	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Pay Grubu	Halka Arz Sonrası	
		Sermayedeki Tutarı (TL)	Sermayedeki Oranı (%)		Sermayedeki Tutarı (TL)	Sermayedeki Oranı (%)
Alper Tunça Sağı Burak	A	15.188.727	17%	A	15.188.727,00	14%
	B	24.591.273	28%	B	24.591.273,00	22%
Fırat Kerim Ersoy	A	3.375.273	4%	A	3.375.273,00	3%
	B	1.748.856	2%	B	1.748.856,00	2%
Odine International Holding UK LLP	B	3.715.871	4%	-	-	-
Hidayet Didem Zapsu Bilyay	B	9.945.000	11%	B	5.348.969,00	5%
Deniz Han Bilyay	B	14.917.500	17%	B	8.023.451,00	7%
Doğu Kaan Bilyay	B	14.917.500	17%	B	8.023.451,00	7%
Halka Açık	B	0	0%	B	44.200.000,00	40%
TOPLAM		88.400.000	100%		110.500.000	100%

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu

5. Şirket'in Operasyonları ve Finansalları Hakkında Özet Bilgi

Gelir Tablosu (TL)	01.01.2021	01.01.2022	01.01.2023
	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Hasılat	195.133.252	328.072.383	771.258.659
Satışların Maliyeti	-114.053.896	-161.337.726	-386.747.795
Brüt Kar	81.079.356	166.734.657	384.510.864
Genel Yönetim Giderleri	-18.251.851	-26.948.089	-68.834.155
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	-1.083.886	-8.238.294	-21.346.123
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-16.469.781	-25.425.664	-61.087.273
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	5.043.789	11.792.951	26.158.857
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-1.163.466	-9.927.516	-21.433.412
TFRS9 Uyarınca Belirlenen Değer Düşüklüğü Kazançları (Zararları)	-151.955	-337.297	-4.806.448
Esas Faaliyet Karı	49.002.206	107.650.748	233.162.310
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	561.860	32.143.897	29.372.791
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0	-2.003.596	-478.030
Finansman Giderleri Öncesi Faaliyet Karı	49.564.066	137.791.049	262.057.071
Finansman Gelirleri	20.293.109	24.233.914	15.761.270
Finansman Giderleri	-2.156.228	-16.238.214	-23.397.946
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/Zararı	67.700.947	145.786.749	254.420.395
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri / Geliri	-12.007.193	-10.201.029	-4.032.653
Dönem Vergi Gideri / Geliri	-7.268.665	-11.121.068	-31.642.044
Ertelenmiş Vergi Gideri/ Geliri	-4.738.528	920.039	27.609.391
Dönem Karı	55.693.754	135.585.720	250.387.742
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	16.353	-129.080	113.367
Ana Ortaklık Payları	55.677.401	135.714.800	250.274.375
Diğer Kapsamlı Gelir	17.867.893	15.205.669	212.704.754
Yabancı Para Çevrim Farkları	17.486.883	16.546.195	213.649.018
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacaklar	381.010	-1.340.526	-944.264
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	476.263	-1.675.658	-1.259.019
Vergi Etkisi	-95.253	335.132	314.755
Toplam Kapsamlı Gelirin Dağılımı	73.561.647	150.791.389	463.092.496
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	48.355	-140.159	68.302
Ana Ortaklık Payları	73.513.292	150.931.548	463.024.194
Hisse Başına Kazanç	0,212	0,516	3,006

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu

Gelir Tablosu (USD)	01.01.2021	01.01.2022	01.01.2023
	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Hasılat	21.961.189	19.806.625	32.486.022
Satışların Maliyeti	-12.836.147	-9.740.399	-16.290.122
Brüt Kar	9.125.042	10.066.226	16.195.900
Genel Yönetim Giderleri	-2.054.147	-1.626.930	-2.899.349
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	-121.985	-497.368	-899.116
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-1.853.585	-1.535.017	-2.573.044
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	567.651	711.973	1.101.832
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-130.942	-599.351	-902.792
TFRS9 Uyarınca Belirlenen Değer Düşüklüğü Kazançları (Zararları)	-17.102	-20.364	-202.451
Esas Faaliyet Karı	5.514.932	6.499.169	9.820.980
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	63.234	1.940.615	1.237.205
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0	-120.963	-20.135
Finansman Giderleri Öncesi Faaliyet Karı	5.578.166	8.318.821	11.038.050
Finansman Gelirleri	2.283.879	1.463.068	663.877
Finansman Giderleri	-242.672	-980.345	-985.540
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/Zararı	7.619.373	8.801.544	10.716.387
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri / Geliri	-1.351.345	-615.864	-169.859
Dönem Vergi Gideri / Geliri	-818.049	-671.409	-1.332.788
Ertelenmiş Vergi Gideri/ Geliri	-533.296	55.545	1.162.929
Dönem Karı	6.268.028	8.185.680	10.546.528

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu

2021 ve 2022 yılları için EVDS USD alış kuru kullanılmış olup 2023 yılı için Bağımsız Denetim Raporu'nda kullanılan ortalama kur değeri referans alınmıştır. 2021 yılı için ortalama USD alış: 8,8854, 2022 yılı için ortalama USD alış: 16,5638, 2023 yılı için ortalama USD alış: 23,7422 değerleri kullanılmıştır

Bilanço (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Dönen Varlıklar	317.830.533	644.763.915	994.135.320
Nakit ve Nakit Benzerleri	204.692.244	73.572.558	229.212.596
Finansal Yatırımlar	3.092.222	273.476.213	84.416.487
Türev Araçlar	1.916.438	1.378.971	2.119.432
Ticari Alacaklar	89.531.773	237.356.657	662.654.931
-İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	22.785.533	36.308.768	12.230.979
-İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	66.746.240	201.047.889	650.423.952
Diğer Alacaklar	1.724.937	1.849.849	3.109.186
-İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar			
-İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	1.724.937	1.849.849	3.109.186
Stoklar	9.113.081	16.239.185	5.619.961
Peşin Ödenmiş Giderler	7.040.149	39.414.168	6.980.825
Diğer Dönen Varlıklar	719.689	1.476.314	21.902
Duran Varlıklar	67.510.416	128.669.087	352.539.257
Maddi Duran Varlıklar	2.656.908	3.726.933	5.800.857
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	61.751.316	120.991.805	318.920.332
Kullanım Hakkı Varlıkları	2.923.659	3.764.576	4.101.010
Peşin Ödenmiş Giderler	54.559	183.446	23.495
Ertelenmiş Vergi Varlığı	0	0	23.654.575
Diğer Duran Varlıklar	123.974	2.327	38.988
Toplam Varlıklar	385.340.949	773.433.002	1.346.674.577

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu

Bilanço (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Kısa Vadeli Yükümlülükler	251.954.384	479.586.342	622.509.908
Kısa Vadeli Borçlanmalar	99.627	574.085	468.071
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	519.231	890.459	1.515.224
Ticari Borçlar	156.954.787	174.426.352	242.794.440
-İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	1.195.053	932.224	4.060.097
-İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	155.759.734	173.494.128	238.734.343
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kısımında Borçlar	2.634.816	2.076.690	5.899.401
Diğer Borçlar	1.119.088	33.560.704	114.510.600
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	640.403	32.631.144	61.820.220
-İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	478.685	929.560	52.690.380
Ertelenmiş Gelirler	78.782.149	257.290.364	218.513.552
-İlişkili Olmayan Taraflara Ertelenmiş Gelirler	78.782.149	257.290.364	218.513.552
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	1.585.537	1.459.446	28.249.616
Kısa Vadeli Karşılıklar	3.661.047	6.009.189	10.559.004
-Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	3.661.047	6.009.189	10.559.004
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	6.598.102	3.299.053	
Uzun Vadeli Yükümlülükler	11.867.350	13.016.692	33.422.802
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	1.352.111	1.067.381	129.034
Ertelenmiş Gelirler	1.957.496	1.147.500	20.617.435
Uzun Vadeli Karşılıklar	3.033.001	6.532.240	12.676.333
-Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	3.033.001	6.532.240	12.676.333
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	5.524.742	4.269.571	

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu

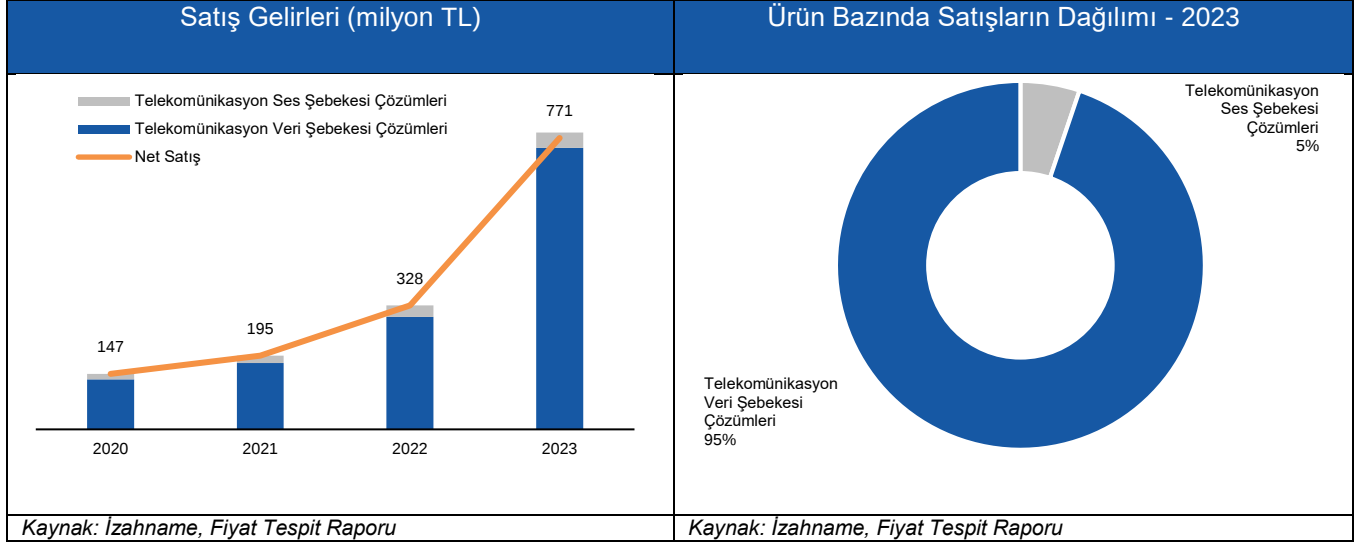
Bilanço (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Toplam Özkaynaklar	121.519.215	280.829.968	690.741.867
Ödenmiş Sermaye	2.630.000	2.630.000	88.400.000
Ortak Kontrolde Tabi Teşebbüs veya İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etkisi	-8.415.028	104.336	-27.806.923
-Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Diğer Kapsamlı Gelir veya Giderler	27.992.273	44.549.547	258.243.631
-Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Diğer Kapsamlı Gelir veya Giderler	709.704	-630.822	-1.575.086
-Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları ve Kayıpları	709.704	-630.822	-1.575.086
Geçmiş Yıllar Karı	42.844.124	98.521.525	123.196.987
Net Dönem Karı	55.677.401	135.714.800	250.274.375
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	121.438.474	280.889.386	690.732.984
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	80.741	-59.418	8.883
Toplam Kaynaklar	385.340.949	773.433.002	1.346.674.577

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu

Toplam Özkaynak ve Kısa Vadeli Yükümlülükler İzahname'de belirtilen doğru değerler olarak alınmıştır.

5.1. Gelirler

Şirketin net satışları 2021 yılında 195,1 milyon TL, 2022 yılında 328,1 milyon TL ve 2023 yılında 771,3 milyon TL oldu ve %98,8 YBBO arttı. 2023 yılında net satış tutarı bir önceki yıla göre %135,1 oranında arttı ve 771,3 milyon TL oldu.



5.2. Brüt Kar

Şirketin brüt karı 2021 yılında 81,1 milyon TL, 2022 yılında 166,7 milyon TL ve 2023 yılında 384,5 milyon TL oldu ve %117,8 YBBO ile büyüdü. 2023 yılında brüt kar yıllık %130,6 arttı ve 384,5 milyon TL oldu.

5.3. Esas Faaliyet Karı

Şirketin esas faaliyet karı 2021 yılında 49,0 milyon TL, 2022 yılında 107,7 milyon TL ve 2023 yılında 233,2 milyon TL oldu. 2023 yılında esas faaliyet karı yıllık %118,1 bileşik büyüme oranı ile arttı ve 233,2 milyon TL oldu.

5.4. Net Kar

Şirketin net karı 2021 yılında 55,7 milyon TL, 2022 yılında 135,6 milyon TL ve 2023 yılında 250,4 milyon TL oldu. 2023 yılında net karı yıllık %112,0 bileşik büyüme oranı ile arttı ve 250,4 milyon TL oldu.

5.5. Net İşletme Sermayesi

Net işletme sermayesi belirlenirken ortalama tahsilat süresi, ortalama stokta kalma süresi ve ortalama borç ödeme süreleri dikkate alınmıştır.

(Gün)	2021	2022	2023
Ortalama Tahsilat Süresi	109	234	253
Ortalama Stokta Kalma Süresi	11	16	2
Ortalama Borç Ödeme Süresi	191	172	93
Nakit Dönüşüm Süresi	-71	78	162

Kaynak: FTR

5.6. Yatırım Harcamaları, Amortisman ve İtfa Giderleri

Şirketin önemli bir maddi duran varlığı bulunmamaktadır. 31 Aralık 2023 tarihli finansal tabloları uyarınca sahip olduğu maddi duran varlıklar toplamı 197 bin USD civarındayken maddi olmayan duran varlıklarının toplamı 10,8 milyon USD mertebesinde.

Şirket yazılım sektöründe faaliyet gösterdiği için az varlığa dayalı bir iş modeline sahiptir ve en büyük varlığı insan kaynaklarıdır. Ar-Ge çalışmalarına istinaden yapılan insan kaynağı yatırımları aktifleştirilerek maddi olmayan duran varlıkların önemli bir bölümünü oluşturmaktadır. Şirket'in aktifleşen Ar-Ge harcamalarının satışlara oranı 2020, 2021 ve 2022 yıllarında sırasıyla %5,6, %3,6 ve %20,5'tir. Aktifleşen Ar-Ge maliyetleri 5 yılda amortize edilmektedir.

5.7. Net Nakit

Şirket'in net nakit hesaplanmasında 31.12.2023 tarihli denetimden geçmiş finansal tablolar kullanılmıştır. Net nakit, Şirket'in kısa ve uzun vadeli finansal borçlarından, nakit ve nakit benzerleri çıkartılarak hesaplanmaktadır. Özsermaye Değeri hesaplanırken Net Nakit, Firma Değerine eklenmektedir. Net Nakit hesabında kısa ve uzun vadeli kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler söz konusu hesaba dahil edilmiştir.

Net Nakit Durumu (Bin USD)	
Nakit ve Nakit Benzerleri	7.797
Finansal Yatırımlar	2.872
Kısa Vadeli Borçlanmalar	16
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	56
Net Nakit	10.597

Kaynak: FTR

6. Riskler

Fiyat Tespit Raporu ve İzahnamede Şirket'in faaliyetlerine yönelik yer verilen bazı temel risk unsurlarını:

- Şirket'in nitelikli uzman personeli çeşitli sebeplerle muhafaza edememesi ve/veya ihtiyaç duyduğu nitelikli uzman personeli zamanında temin edememesi ya da uzman personel bulmada zorluk yaşanması ve bu personele ilişkin maliyet artışları şirket gelirlerini ve karlılığını olumsuz etkileyebilir
- Şirket müşteri dağılımında yoğunlaşma riski ile karşılaşabilir. Önemli müşterilerin veya satış kanallarının kaybedilmesi halinde şirketin durumu olumsuz etkilenebilir.
- Şirketin ve bağlı ortaklıklarının tabi olduğu ülke mevzuatlarındaki değişimler şirketin faaliyetlerini olumsuz etkileyebilir.

olarak sıralayabiliriz.

7. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

TSKB, Odine Solutions Teknoloji paylarının halka arz fiyatını belirlerken

- "Yurtdışı Benzer Şirketler (FD/VAFÖK çarpanı)"
- "İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA)"

Yöntemlerini kullanmış ve bu yöntemler eşit olarak ağırlıklandırılmıştır.

a) Yurtdışı Benzer Şirket Çarpan Analizi Yöntemi

Yurtdışı benzer şirketler değerlendirilirken FD/VAFÖK çarpanının medyan değeri dikkate alınmış ve hesaplamalara dahil edilmiştir.

- Şirket'in 12/2023 dönemi itibarıyla son 12 aylık VAFÖK'ü 12.679.834 USD olarak hesaplanmıştır.

Analiz sırasında yurtdışı benzer şirketler için yurtdışında faaliyet gösteren ve faaliyet alanı Odine Teknoloji'ye paralel olabileceği düşünülen şirketler seçilmiştir. Analizde kullanılan çarpanlardan 5x altında ve 25x üzerinde olan çarpanlar hesaplamaya dahil edilmemiştir.

Yurtdışı Benzer Şirket Çarpanı	FD/VAFÖK
Medyan Değer	11,72
Medyan Değer - %20 İskontolu	9,38
VAFÖK (Bin USD) - 2023/12	12.680
Firma Değeri (Bin USD)	118.935
Net Nakit (Bin USD)	10.597
Özsermaye Değeri (Bin USD)	129.532
Ödenmiş Sermaye	88.400.000
İskontosuz Pay Başına Birim Değer (USD)	1,465
TCMB USD/TL Kuru (23.02.2024)	31,0047
İskontosuz Pay Başına Birim Değer (TL)	45,43

Kaynak: FTR

b) İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

Bu yöntem kapsamında, Şirket'in 2031'e kadar nakit akışlarının projeksiyonu yapılmış ve AOSM yöntemi kullanılarak bu değerler bugüne indirgenmiştir. Tahmin dönemi nakit akışları için temel girdi ve varsayımlar şu şekildedir:

Genel Varsayımlar:

- Şirket'in operasyonlarında ağırlıklı olarak USD kullanılmaktadır. Bu yüzden şirket, geçerli para biriminin TMS 21 "Döviz Kurlarındaki Değişimin Etkileri" uyarınca USD olarak belirlemiştir. Bu kapsamda şirketin ürün kategorileri bazında hazırlanan gelir projeksiyonları USD üzerinden düzenlenmiştir.
- Şirket'in iş modeli gerekliliği olarak ticari mal satışı, proje bazlı gelir ve süreklilik arz eden gelirleri bulunmaktadır. Bu nedenle projeksiyonlar iş modeline uygun şekilde kurgulanmıştır.
- Projeksiyonlar, 2024 ve 2031 yıllarını kapsayacak şekilde 8 senelik bir iş planı çerçevesinde hazırlanmıştır.
- Projeksiyon döneminde ve geçmiş dönemlerde Şirket'in ilişkili tarafları ile ticari faaliyeti söz konusudur. Şirket bu ticari faaliyetlere ilişkin alış ve satış işlemlerinin devam edeceğini varsaymış ve bu işlemlerin transfer fiyatlaması prensiplerine aykırılık teşkil etmeyecek şekilde devam edeceğini beyan etmiştir.

Gelirlere Yönelik Varsayımlar:

Gelir tablosu projeksiyonu Şirket'in satışını gerçekleştirdiği ana faaliyet konusu olan Telekomünikasyon Veri Şebekesi Çözümleri ve Telekomünikasyon Ses Şebekesi Çözümleri üzerinden satış hacim ve satış tutarları ile başlamaktadır. Şirket'in satışını yaptığı bu teknolojik ürünlerin bir kısmı ticari mal satışı, bir kısmı proje bazlı diğer bir kısmı ise süreklilik arz eden ürünlerden oluşmaktadır.

Ürün		2020	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Ticari Mal Satışları	Tutar (USD)	1.645.547	200.675	375.000	9.145.000	9.145.000	9.145.000	9.145.000	9.145.000	9.145.000	9.145.000	9.145.000	9.145.000
	Brüt Kar Marjı	22,72%	7,16%	22,40%	3,66%	3,66%	3,66%	3,66%	3,66%	3,66%	3,66%	3,66%	3,66%
Veri Şebekesi Projeleri	Sayı	77	63	58	51	51	55	60	65	70	75	81	87
	Ort. Büyüklük	122.791	145.165	126.873	189.847	124.854	124.501	124.126	123.809	123.537	123.301	123.056	122.846
Sanallaştırma	Sayı	1	1	1	1	1	2	3	4	4	5	5	6
	Ort. Büyüklük	7.845.745	10.564.600	10.274.575	15.277.696	10.274.575	9.637.288	9.424.858	9.318.644	9.318.644	9.254.915	9.254.915	9.212.429
Ses Çözümü	Sayı	21	21	21	24	32	37	42	47	52	58	64	70
	Ort. Büyüklük	4.238	6.333	7.199	5.835	9.377	10.812	11.906	12.767	13.463	14.139	14.688	15.144

Kaynak: FTR

Giderlere ve Marjlara Yönelik Varsayımlar:

Satışların maliyeti varsayımları göreceli olarak düşük marja sahip ticari mal satışları ile katma değeri yüksek olan diğer ürünler ayrıştırılarak yapılmıştır.

Şirket'in düşük satış hacmine sahip olduğu ticari mal satışlarında 2020 - 2022 yılları arasında ortalama brüt kar marjı %17,4'tür. Bu dönemde elde edilen göreceli olarak oldukça düşük olan %3,66 brüt kar marjının ticari mal satışlarının artışında etkili olduğu değerlendirilmektedir. Bu kapsamda ticari mal satışlarında 2023 yılı ve takip eden yıllarda brüt kar marjı %3,66 olarak alınmıştır.

Katma değeri yüksek olan telekomünikasyon veri çözümlerinde 2020 - 2022 yıllarında brüt kar marjı ortalaması %41,4'tür. 2023 yılında %66,7 brüt kar marjı elde edilmiştir. Katma değeri yüksek olan ürünlerin satışları mevsimsellik gösterebilmekte ve önemli bir kısmı takvim yılının son çeyreğinde gerçekleşmektedir. Yine katma değeri yüksek olan yazılım ve altyapı çözümlerinde ise 2020 - 2022 yılları arasında brüt kar marjı ortalaması %73,7'dir. Bu ürün kategorisinde 2022 yılında %79,8 seviyesine çıkan brüt kar marjının projeksiyon dönemi içerisinde %75,8 seviyesinde gerçekleşeceği varsayılmıştır.

Projeksiyon dönemi içerisinde göreceli olarak düşük kar marjına sahip ticari mal satışlarının limitli artışından dolayı brüt kar marjı %45,8'e kadar çıkmaktadır. Bu marj Şirket'in 2023 yılında elde ettiği %49,9'luk marjın yaklaşık 4 baz puan aşağısındadır.

Şirket, 2023 yılında satış kanallarına yatırım yaparak yurtdışında yerleşik kıdemli satış personeli istihdam etmiştir. Bu personellerin istihdamıyla birlikte 2020 - 2022 yılları arasında satışların %1'i olan satış ve pazarlama giderlerinin 2023 yılında %2,8'e çıkacağı varsayılmıştır. Projeksiyon döneminde de artan satışlarla 2023'ün üzerinde gerçekleşeceği varsayılmış ve satışların %3,3'ü olacağı tahmin edilmiştir.

Projeksiyon dönemindeki genel yönetim giderleri varsayımları ise mevcut giderler dikkate alınarak yapılmıştır. Bu kapsamda 2023 yılının ilk 9 ayında gerçekleşen ortalama idari personel giderleri olan aylık 4.391 USD ve satışların %2,0'si olan personel maliyeti hariç diğer genel yönetim giderleri projeksiyonlarda kullanılmıştır. Artan satışlar ve büyüyen organizasyon yapısıyla birlikte idari personel sayısının projeksiyon döneminde 13'ten 21'e çıkacağı varsayılmış ve ortalama idari personel gideri sabit tutulmuştur.

Şirket Ar-Ge faaliyetlerine devam etmektedir. Amortisman olarak giderleşen 2023 Ar-Ge harcamalarının projeksiyonu yapılırken 2023'ün son çeyreğindeki giderlerin aynı yılın 3. çeyreğinde gerçekleşen giderlere eşit olacağı varsayılmıştır. Sonuç olarak 2023 yılında direk gider yazılan Ar-Ge harcamalarının aktifleştirilen tutarların amortismanının %94'üne eşit olacağı öngörülmüştür. Projeksiyon döneminde bu oranın sabit kalacağı varsayılmıştır.

Projeksiyon döneminde şirketin yatırımlarının başka bir ifadeyle aktifleştirilen Ar-Ge harcamalarının ise satışlara paralel olarak artacağı öngörülmüştür. Bu doğrultuda projeksiyon döneminde şirketin aktifleşen Ar-Ge harcamalarının satışlara oranı; 2021, 2022 ve 2023 yıllarında sırasıyla %3,6, %20,5 ve %19,8'dir. Projeksiyon döneminde aktifleşen Ar-Ge harcamalarının satışlara oranının %13,0 olacağı varsayılmıştır. Aktifleşen Ar-Ge maliyetleri 5 yılda amortize edilmektedir.

Net İşletme Sermayesine Yönelik Varsayımlar:

Net işletme sermayesi belirlenirken ortalama tahsilat süresi, ortalama stokta kalma süresi ve ortalama borç ödeme süreleri dikkate alınmıştır. Nakit dönüşüm süresi projeksiyon dönemi boyunca 2022 yılı gerçekleşmesi olan 78 gün olarak sabit tutulmuştur.

İşletme Sermayesi İhtiyacı (USD)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Ticari Alacaklar	18.221.839	24.682.089	31.219.248	37.756.406	38.525.483	45.139.549	46.062.442	46.985.335
Stoklar	1.246.680	1.688.670	2.135.921	2.583.173	2.635.791	3.088.304	3.151.445	3.214.587
Ticari Borçlar	13.390.688	18.138.134	22.942.097	22.746.060	28.311.232	33.171.713	33.849.919	34.528.126
Net İşletme Sermayesi	6.077.831	8.232.625	10.413.072	17.593.519	12.850.042	15.056.140	15.363.968	15.671.796
Net İşletme Sermayesi/Satışlar (%)	21,38%	21,38%	21,38%	21,38%	21,38%	21,38%	21,38%	21,38%
Net İşletme Sermayesi Değişimi	-307.828	-2.154.794	-2.180.446	-2.180.446	-256.523	-2.206.099	-307.828	-307.828
Alacak Tahsilat Süresi (Gün)	234	234	234	234	234	234	234	234
Stok Tutma Süresi (Gün)	16	16	16	16	16	16	16	16
Borç Ödeme Süresi (Gün)	172	172	172	172	172	172	172	172

Kaynak: FTR

Yatırım Harcamaları, Amortisman ve İtfa Paylarına Yönelik Varsayımlar:

Şirketin önemli bir maddi duran varlığı bulunmamaktadır. Şirket yazılım sektöründe faaliyet gösterdiği için az varlığa dayalı bir iş modeline sahiptir ve en büyük varlığı insan kaynaklarıdır. Ar-Ge çalışmalarına istinaden yapılan insan kaynağı yatırımları aktifleştirilerek maddi olmayan duran varlıkların önemli bir bölümünü oluşturmaktadır. Projeksiyon döneminde Şirket'in yatırımlarının başka bir deyişle aktifleştirilen Ar-Ge maliyetlerinin satışlarla birlikte artacağı varsayılmıştır. Projeksiyon döneminde 3 yıllık aktifleştirme oranlarının ortalaması olan %9,9 dikkate alınmıştır. Aktifleşen Ar-Ge maliyetleri 5 yılda amortize edilmektedir.

İşletme Sermayesi İhtiyacı (USD)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Yatırım Harcamaları	2.816.201	3.814.638	4.824.961	5.835.285	5.954.146	6.976.356	7.118.990	7.261.624
Yatırım Harcamaları/Satışlar (%)	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%
Amortisman	2.858.536	2.935.108	3.515.333	4.415.087	4.566.938	5.065.069	5.811.519	6.385.617

Kaynak: FTR

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Varsayımları

- Risksiz getiri oranı hesaplanırken itfa tarihi 20.09.2033 olan Türkiye Devleti ABD Doları Eurobond'un (US900123DD96) son üç aylık getiri ortalaması olan %8,38 dikkate alınarak iş planı dönemi boyunca risksiz getiri oranının sabit kalacağı varsayılmıştır.
- Projeksiyon dönemi boyunca hisse risk primi %6 ve beta oranı 1 olarak sabit tutulmuştur.
- Vergi oranı projeksiyon dönemi boyunca %25 oranında sabit tutulmuştur.
- Terminal büyüme oranı olarak %1 kullanılmıştır.
- Şirket için özsermaye maliyeti %14,38 olarak hesaplanmış olup, iş planı döneminde sabit kalacağı varsayılmıştır. Şirket'in vergi öncesi borçlanma maliyeti, Merkez Bankası 24 Kasım itibarıyla Döviz Ticari Kredi Faiz Oranı olan %9,88 varsayılmış olup, projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmıştır.

Yapılan hesaplamalar sonucunda ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) projeksiyon aralığında %13,34 olarak kullanılmıştır.

Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Risksiz Getiri Oranı	%8,38	%8,38	%8,38	%8,38	%8,38	%8,38	%8,38	%8,38
Beta	1	1	1	1	1	1	1	1
Piyasa Risk Primi	%6	%6	%6	%6	%6	%6	%6	%6
Özkaynak Maliyeti	%14,38	%14,38	%14,38	%14,38	%14,38	%14,38	%14,38	%14,38
Borçlanma Maliyeti	%9,88	%9,88	%9,88	%9,88	%9,88	%9,88	%9,88	%9,88
Vergi Oranı	%25	%25	%25	%25	%25	%25	%25	%25
Borçlanma Maliyeti * (1 - Vergi)	%7,41	%7,41	%7,41	%7,41	%7,41	%7,41	%7,41	%7,41
Borç / (Borç + Özkaynak)	%15,01	%15,01	%15,01	%15,01	%15,01	%15,01	%15,01	%15,01
Terminal Büyüme	%1	%1	%1	%1	%1	%1	%1	%1
AOSM	13,34%	13,34%	13,34%	13,34%	13,34%	13,34%	13,34%	13,34%

Kaynak: TSKB Varsayımları, FTR

İNA Analizi Sonucu:

İndirgenmiş nakit akımı yöntemine göre şirketin firma değeri 90,4 milyon USD'dir. Net nakit tutarının eklenmesiyle şirketin öz sermayesi 101 milyon USD olarak hesaplanmıştır.

İNA Değerleme Özeti (Bin USD)	
Firma Değeri	90.418
Net Nakit	10.597
Özsermaye Değeri	101.014
İskontosuz Pay Birim Değeri (TL)	35,42

Kaynak: FTR

Değerleme Sonucu:

Fiyat Tespit Raporu'nda yurtdışı benzer şirketler için FD/VAFÖK Çarpanı Analizi ve İNA değerlemesine yer verilmiştir. Çarpan Analizi yöntemi ve Nakit Akımları yöntemi nihai şirket değeri hesaplanırken %50-%50 oranında ağırlıklandırılmıştır.

Yurtdışı Çarpan Analizi (%50)	
Özsermaye Değeri (Bin USD)	129.532
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (Bin USD)	64.766
İNA Analizi (%50)	
Özsermaye Değeri (Bin USD)	101.014
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (Bin USD)	50.507

Değerleme Sonucu	
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (Bin USD)	115.273
TCMB USD / TL Kuru - 23.02.2024	31,0047
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (Bin TL)	3.574.003
Ödenmiş Sermaye (TL)	88.400.000
Birim Pay Değeri (TL)	40,43
Halka Arz İskontosu	25,8%
İskontolu Birim Pay Değeri (TL)	30,00

Kaynak: FTR

Özet Görüşümüz:

Odine için değerleme çalışmasında “İndirgenmiş Nakit Akımları” ve “Yurtdışı Benzer Şirketler (FD/VAFÖK çarpanı)” yöntemleri kullanılmıştır ve bu yöntemlere eşit ağırlık verilmiştir. Değerleme için başvuru yöntemleri ve nihai değerleme aşamasında başvuru ağırlıklandırmayı makul karşılıyoruz.

Bununla birlikte, değerleme sürecine dair ekli yorumlarımızı/çekincelerimizi paylaşmakta fayda görüyoruz:

- Fiyat Tespit Raporu’nda şirket ve sektör hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz.
- Değerleme için başvuru çarpan analizini makul buluyoruz ve enflasyon muhasebesi kaynaklı Türkiye’deki benzer şirketlerin yılsonu finansallarının gecikmesinden kaynaklı sadece yurtdışı benzer şirket çarpanlarının dikkate alınmasını makul karşılıyoruz.
- Uygulanan %25,8 halka arz iskontosunun, benzer işlemler nazarında, makul olduğunu düşünüyoruz.

İşbu açıklamalar çerçevesinde, Odine için %25,8 halka arz iskontosuyla ortaya çıkan 30 TL’lik halka arz birim pay fiyatının makul kabul edilebilecek yöntemler ışığında hesaplandığını düşünüyoruz.

ÇEKİNCE:

Bu raporda yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda kurumumuz ve kurumumuz çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Bu rapor yatırımcıların bilgi edinmeleri amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların yatırıma ilişkin kararlarını verirken bu rapordaki bilgilerden yararlanmaları, ancak bu rapordan etkilenmeyerek kararlarını vermeleri beklenmektedir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımı sonucu oluşabilecek zararlardan dolayı kurumumuz hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu rapor hiç bir şekilde menkul değerlerin satın alınması veya satılması için bir teklifi veya aracılık teklifini içermemektedir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez.