

Bu değerlendirme raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII-128.1 Pay Teblięi'nin 29. Maddesinin 2 fıkrası kapsamında Tera Yatırım Menkul Değerler A.ř. tarafından hazırlanmıştır.

1) Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Tablo 1: Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Temel Bilgiler	
İhraççı	Ard Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş.
Borsa Kodu	ARDYZ
Halka Arz Yöntemi	Borsada (In the Exchange)
Talep Toplama Tarihleri	29-30 Ocak 2020 / Borsa'da Satış - Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Miktarı	7.500.000 TL Nominal Değerli Paylar (4.000.000 TL Sermaye Artırımı + 3.500.000 TL Ortak Satışı)
Pay Başına Hisse Fiyatı	5,30 TL
Halka Açıklık Oranı	34,09%
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	18.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	22.000.000 TL

Kaynak: KAP, Metro Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Tablo 2: Ortaklık Yapısı

Ortağın Adı / Soyadı / Unvanı	Pay Tutarı	Pay Oranı
Ard Grup Holding A.Ş.	18.000.000	100%
TOPLAM	18.000.000	100%

Ortağın Adı / Soyadı / Unvanı	Pay Tutarı	Pay Oranı
Arda Ödemiş	18.000.000	100%
TOPLAM	18.000.000	100%

Kaynak: Metro Yatırım Fiyat Tespit Raporu

2) Şirket Hakkında Özet Bilgi

Ard Bilişim, 2011 yılında yazılım alanında faaliyet göstermek üzere kurulmuş bir bilişim şirkettir. 25.08.2011 tarihinde Doğan Ödemiz (%50) ve Tolga Ödemiş (%50) tarafından Ankara Ticaret Sicili Müdürlüğü'ne "Ard Grup Bilişim Medikal Danışmanlık Tic. Ltd. Şti." adı ve unvanı ile tescil edilmiş ve faaliyetlerine başlamıştır. 28.12.2015 tarihinde tescil edilmiş "Payların Devri" kararı ile Ard Grup Holding A.Ş.'ye devredilmiştir. 26.12.2018 tarihinde şirketin unvanı "Ard Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş." olarak değiştirildi. Bilişim, Sağlık, Savunma, Danışmanlık, Enerji ve İnşaat alanlarında faaliyet gösteren Ard Group Holding'in iştiraklerinden Ard Bilişim, Hacettepe Teknokent bünyesinde teknoloji ve Ar-Ge çalışmalarına devam ediyor.

Şirketin halka arz gerekçeleri; büyüme hedeflerinin devamı, planlanan yatırımların finansmanı, kurumsal yapının güçlendirilmesi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik düzeyinin yükselmesi, şirket bilinirliğinin artırılması, rekabet gücünün artırılması ve potansiyel müşteriler ile iş ortakları nezdinde mevcut güvenilirliğin ve saygınlığın artırılması olarak belirtilmiştir.

Halka arzdan sağlanması beklenen net gelir ile şirket yeni yatırımlar planlamaktadır. Halka arzdan elde edilecek gelirin yaklaşık %30'una kadarının şirket satın alma ve büyüme stratejilerinin değerlendirilmesinde kullanılması bekleniyor. Net gelirin %30'a kadar olan kısmının da Ar-Ge çalışmaları için veri merkezi oluşturulması ve mevcut sistem altyapısının iyileştirilmesi ve yeni bina satın alınarak Ar-Ge Merkezi yapılması için kullanılması planlanmaktadır. Şirket, hala arzdan elde edilecek net gelirin %20'sine kadar olan kısmını da ofis yatırımı için kullanacaktır. %20'lik bir kısım da işletme sermayesi ihtiyacı için kullanılacaktır.

3) Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Tera Yatırım tarafından Metro Yatırım'ın hazırladığı 20 Aralık 2019 tarihli Fiyat Tespit Raporu incelenmiştir. Rapor'da yer alan çalışmaların sonuçları aşağıdaki gibidir:

1. Çarpan Analizi

Bu yöntemle göre, şirketin değeri benzer diğer şirketlerin uygun piyasa çarpanları ile karşılaştırılarak tespit edilmiştir. Hesaplama ağırlıklı olarak kullanılan piyasa çarpanları Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD), Fiyat / Kazanç (F/K), Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK), Firma Değeri / Satışlar (FD/Satışlar) olarak belirlenmiştir.

Şirketin nakit yaratma kapasitesini iyi bir şekilde yansıtmaması, bir seferlik gelir ve giderlerden ziyade şirketin asıl faaliyetinden elde edilen gelir ve giderleri analize konu etmesi, şirketin gelecekteki kar yaratma kabiliyetini yansıtmaması ve vergilendirmeden kaynaklı gelir ve giderleri elemine etmesi FD/FAVÖK çarpanının kullanılmasına dayanak olmuştur.

Şirketin karını artıran bir işletme olması, F/K oranının çarpan analizlerinde oldukça yaygın bir şekilde kullanılması gibi etmenler de F/K oranının çarpan analizine konu edilmesine dayanak oluşturmuştur. Genel geçer bu iki orana ek olarak PD/DD ve FD/Satışlar oranlarını da değerlemede kullanılmasının tercih edildiğini görüyoruz.

Şirketin çarpan analizi ile değerinin tespit edilmesinde, yurtiçinde emsal olan şirketler incelenmiş, benzer şirketler tespit edilirken yurtiçinde bilişim sektöründe faaliyet gösteren halka açık şirketler tercih edilmiştir. Ana faaliyet konusu bilgisayar yazılımı olan şirketin çarpanları, hem sektör şirketleri ile hem de BİST Ana Pazar şirketleri ile mukayese edilmiştir. Ana Pazar mukayesesinde, finansal sektör ve mükerrer hesaplama olmaması için bilişim sektörü hariç tutularak 129 şirket analize dahil edilmiştir.

Bu kapsamda yurtiçi emsal şirketler BİST Bilişim endeksi içerisinde seçilmiş ve Alcatel Lucent, Arena Bilgisayar, Armada Bilgisayar, Despec Bilgisayar, Datagate Bilgisayar, Escort Computer, Fonet Bilgi Teknolojileri, Karel Elektronik, Kafein Yazılım, Kron Telekomünikasyon, Link Bilgisayar, Papon Savunma, Plastikart ve Smartiks Bilgi Teknolojileri analize dahil edilmiştir. Söz konusu hesaplamalar aşağıdaki tablodaki gibi şekillenmiştir.

Tablo 3: BİST Ana Pazar şirket çarpanları ve ulaşılan şirket değerleri

BİST Ana Pazar	Oran (Medyan)	Şirket Değeri (TL)
PD/DD	1,95	111.089.185
FD/FAVÖK	7,50	252.563.139
F/K	14,58	428.526.860
FD/Satışlar	1,44	66.431.791
Şirket Verileri (TL)		2019 Yıllıklandırılmış
Net Kar		29.391.417
Özkaynaklar		57.115.262
Satışlar		50.989.641
FAVÖK		34.571.912
Net Borç		6.738.344

Tabloda BİST Ana Pazar'da yer alan firmaların 20.12.2019 tarihli çarpan değerleri kullanılmıştır. Şirket çarpanları için KAP'da ilan edilen güncel 2019/09 finansal tabloları dikkate alınarak yıllıklandırılmış net kar ve FAVÖK verileri baz alınmıştır.

Kaynak: Metro Yatırım Fiyat Tespit Raporu

BİST Bilişim sektörü şirketleri ve piyasa değerleri 20.12.2019 tarihine göre şu şekildedir:

Tablo 4: BİST Bilişim şirket çarpanları ve ulaşılan şirket değerleri

BİST Ana Pazar	Oran (Medyan)	Şirket Değeri (TL)
PD/DD	2,50	142.502.579
FD/FAVÖK	10,05	340.595.401
F/K	16,12	473.789.642
FD/Satışlar	1,52	70.765.910
Şirket Verileri (TL)		2019 Yıllıklandırılmış
Net Kar		29.391.417
Özkaynaklar		57.115.262
Satışlar		50.898.641
FAVÖK		34.571.912
Net Borç		6.738.344

Tabloda BİST Ana Pazar'da yer alan firmaların 20.12.2019 tarihli çarpan değerleri kullanılmıştır. Şirket çarpanları için KAP'da ilan edilen güncel 2019/09 finansal tabloları dikkate alınarak yıllıklandırılmış net kar ve FAVÖK verileri baz alınmıştır.

Kaynak: Metro Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Çarpan analizinde şirketin BİST Ana Pazar ve BİST Bilişim ile mukayese edile tüm rasyolarının ağırlıklı ortalamasına göre ulaşılan sonuçlar aşağıdaki gibidir.

Tablo 5: BİST Bilişim ve Ana Pazar ulaşılan ortalama şirket değerleri

Karşılaştırılan Pazar ve Sektörler	Piyasa Değeri (TL)			
	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K	FD/Satışlar
BİST Ana Pazar	111.089.185	252.563.139	428.526.860	66.431.791
BİST Bilişim	142.502.579	340.595.401	473.789.642	70.765.910
Ortalama Şirket Değeri (TL)	126.795.881	296.579.269	451.158.250	68.598.850
Nihai Şirket Değeri (Eşit Ağırlık) (TL)	235.783.063			
Pay Başına Değer (TL)	13,10			

2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Fiyat tespit raporunda kullanılan temel varsayımlar aşağıdaki gibidir.

- İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi'nde şirket için 5 yıllık bir projeksiyon süresi (2019 – 2024) ele alınmıştır.
- 5 yıllık gelir tablosu ve bilanço kalemleri şirket yönetiminin beklentileri ile geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2019 – 2024 yılları için projekte edilmiştir.
- Şirket satış gelirleri projeksiyonlarında toplam satışların makroekonomik ve sektörel beklentilerle uyumlu bir şekilde artacağı tahmininde bulunmuştur. Diğer yandan, halka arzdan beklenen gelirin etkisi, ihtiyatlılık ilkesi bakımından değerlemeye alınmamıştır. Şirketin mevsimsel olarak son çeyrekte satışları, bitirilen projelerin ticari etkisi ve yeni ihalelere girilmesi nedeniyle artmaktadır. Şirket, satışlarındaki artış trendinin devamını beklemektedir.
- Satılan malın maliyetinin, şirket satışlarına oranı 2016 yılında %23,04, 2017 yılında %60,39 ve 2018 yılında %41,35 olarak gerçekleşmiş ve dalgalı bir seyir izlemiştir. 2019 yılının tamamı için bu oran %53 olarak öngörülmektedir.
- Finansal gelir/gider kalemleri değerlemeye alınmamış, tahminlerde FAVÖK kullanılmıştır. Şirket 2019 yılında esas faaliyet kar marjının %38,6 olmasını öngörmektedir.
- Net İşletme Sermayesi hesaplamasında 2017-2018 yıllarından hareket edilmiş olup; ticari alacaklar, ticari borçlar ve stoklar kalemleri 5 yıllık projeksiyon dönemi için tahmin edilirken bu periyod için öngörülen ortalama tahsilat, ortalama stokta kalma ve ortalama borç ödeme süreleri incelenmiş ve kullanılmıştır.
- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasında risksiz getiri oranında, T.C. Hazine'sinin ihraç ettiği ve aktif tahvil olarak kabul edilen 20.10.2021 tarihli Hazine kağıdının 6 aylık ortalama getirisi kullanılmıştır.
- TRT201021T15 kodlu Hazine tahvilinin 6 aylık ortalaması olarak %15,04 alınmıştır.
- Hisse senedi piyasası risk primi oranı %6 olarak alınmıştır.
- Hacettepe Üniversitesi Teknokent yerleşkesinde faaliyet gösteren kurumların 2023 yılı sonuna kadar yazılım, tasarım ve Ar-Ge faaliyetlerinden elde ettikleri kazançları gelir ve kurumlar vergisinden müstesnadır. 2023 sonuna kadar devam edecek vergi teşvikleri nedeniyle, istisna harici vergiler için 2019 öncesi 3 yılın en yüksek ortalama vergi oranı olan %1,59 kullanılmıştır. Piyasada 2023 sonunda bitecek olan vergi teşviklerinin uzatılması beklentisi vardır. Şirket buna karşılık AOSM hesaplamasında 2024 yılı sonrasına ilişkin beklentilerde muhafazakar davranmayı tercih etmiştir.
- Terminal büyüme oranı %5 olarak alınmıştır.
- Beta değeri 1 olarak hesaplamaya dahil edilmiştir.
- Sermaye maliyeti olarak piyasa risk priminin beta katsayısı ile çarpımının risksiz faiz oranına eklenmesi sonucu; $6,00 * 1 + 15,04 = 21,04$ bulunmuştur. Şirketin vergi sonrası borçlanma maliyeti ve borçluluk oranı hesaplamaya dahil edildiğinde ortaya çıkan AOSM oranı %20,88 olarak hesaplanmıştır.

Tablo 5: İNA Yöntemi Sonuç

Firma Değeri (TL)	132.473.271
Net Borç	6.738.344
Özsermaye Değeri (TL)	125.734.927
Pay Başına Özsermaye Değeri (TL)	6,99

Kaynak: Metro Yatırım Fiyat Tespit Raporu

3. Sonuç

Metro Yatırım tarafından yapılan değerleme çalışmasında;

- Çarpan Analizi
- İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi

Kullanılarak piyasa değeri hesaplaması yapılmış ve bu yöntemler sonucunda elde edilen değerler farklı olarak ağırlıklandırılmış olup nihai piyasa değerine ulaşılmıştır. BİST'te işlem gören yazılım şirketlerinin pay fiyatlarında yaşanan aşırı dalgalanmanın etkilerini elemine etmek için çarpan analizi yöntemine %20, İNA yöntemine ise %80 ağırlık verilmiştir. Çarpan analizi içinde kullanılan rasyoların ağırlığı ise hem BİST Ana Pazar hem de BİST Bilişim karşılaştırması için eşit ağırlıklandırılmıştır.

Tablo 7: Metro Yatırım Fiyat Tespit Raporu Değerleme Sonucu

DEĞERLEME SONUCU	Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık (%)
İNA	125.734.927	80%
Çarpan Analizi	235.783.063	20%
SONUÇ	147.744.554	
Ödenmiş Sermaye	18.000.000	
Pay Değeri	8,21	

Kaynak: Metro Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Bu piyasa değeri doğrultusunda birim fiyat 8,21 TL olarak bulunurken, halka arz iskontosu sonrasında (%35,40) hissenin halka arz fiyatı 5,30 TL olarak belirlenmiştir.

4) Görüş

1. Çarpan Analizi

- Piyasa çarpanları yönteminde hem yerli hem de yabancı benzer şirketleri değerlendirmenin daha uygun olabileceğini düşünüyoruz.
- Yurtiçi emsal şirketlerin belirlenmesinde BİST Bilişim endeksinde yer alan şirketlerin ele alınmasını uygun görüyoruz.
- Şirketlerin firma ve özsermaye değerlerine ulaşılmasında kullanılan oranları makul bulmakla beraber, şirketin nakit yaratma kabiliyetini daha iyi yansıtmayı itibarıyla FD/FAVÖK çarpanının da F/K haricinde kullanılmasını da yeterli görmekteyiz.
- Emsal şirketlerin analizinde kullanılan oranlarda uç değerlerin veya bir seferlik değerlerin etkilerinin azaltılması ve yanıltıcı sonuç ortaya çıkartmaması açısından ortalamadan ziyade medyan değerlerin kullanılmasını doğru buluyoruz.

2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

- Proforma finansal sonuçlar ve net işletme sermayesi hesaplamasında 5 yıllık bir projeksiyon aralığını uygun buluyoruz.
- İNA metodunda gelir tablosu ve bilanço kalemlerinin tahmin edilmesinde şirket yönetiminin beklentilerinin yanı sıra geçmiş mali analizlerin de kullanılması uygun bir yöntemdir. Şirket yönetimi beklentilerinde ihtiyatlılık ilkesinin benimsenmesi ile muhafazakar tahminler oluşturulması makul olmuştur.
- Net işletme sermayesi hesaplamasında Şirket'in son 2 yıllık ortalama tahsilat, ortalama stokta kalma ve ortalama borç ödeme sürelerinin kullanılmasını uygun buluyoruz.
- Risksiz getiri oranında gösterge Hazine tahvilinin son 6 aylık ortalama faiz oranının kullanılması makuldür.
- Beta katsayısında 1 yerine yurtiçi emsal şirketlerin medyan beta değerinin kullanılmasını daha uygun buluyoruz.
- Terminal büyüme oranı için IMF, OECD, Dünya Bankası gibi resmi kurumların reel GSYH büyüme tahminleri üzerinden ortalama bir değer kullanılması daha uygun olabilirdi.

3. Sonuç

Sonuç olarak; hazırlanan Fiyat Tespit Raporu şirket hakkında yeterli bilgi sağlamaktadır. Kullanılan değerlendirme yöntemleri ve bu yöntemlere dayanarak yapılan analizler Fiyat Tespiti Raporu'nda detaylı olarak açıklanmıştır.

Görüş kısmında belirttiğimiz çekinceler haricinde; Fiyat Tespiti Raporu'nda ulaşılan 8.21 TL'lik halka arz birim fiyatının (halka arz iskontosu sonrasında 5,30 TL) makul olduğuna inanıyoruz.

Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Eski Büyükdere Cad. İz Plaza Giz Kat 11 Maslak,
İstanbul

Tel: +90 212 365 1000

www.terayatirim.com

research@terayatirim.com

ÇEKİNCE:

Burada yer alan bilgiler halka açık kaynaklardan veya Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir addedilen diğer kaynaklardan derlenmiştir. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin söz konusu bilgi ve görüşlerde meydana gelebilecek değişikliklerden yatırımcıları haberdar etme yükümlülüğü bulunmamaktadır. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bu bilgilerin veya bu bilgilere dayalı olarak yapılan tahmin, çıkarım veya görüşlerin doğruluğu, tamlığı veya uygunluğuna ilişkin açık veya zımni hiçbir beyan veya taahhütte bulunmamaktadır. Burada yer alan hiçbir bilgi Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. veya başka bir şirket tarafından veya onlar adına her hangi bir kimseye, her hangi bir menkul kıymetin alınması veya satılması yönünde her hangi bir icap veya davet teşkil etmez. Bu rapor onu hazırlayan analistlerin raporda bahsedilen menkul kıymetlere ve şirketlere ilişkin kişisel görüşlerini içermektedir. Yatırımcılar burada bahsedilen şirketlerin menkul kıymetlerine ilişkin her hangi bir yatırım kararını, kendi özel yatırım amaçları ve mali durumlarını göz önünde bulundurarak, o şirket tarafından onaylanmış izahnameyi, sirküleri, kendi araştırmalarını ve bağımsız danışmanlarından aldıkları tavsiyeleri temel alarak yapmalıdır. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş., her hangi bir tarafın uğrayacağı doğrudan/dolaylı, maddi/manevi zararlar da dahil olmak üzere ancak bunlarla sınırlı kalmaksızın, hiçbir sorumluluk veya yükümlülük kabul etmez .

Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:V, No:55 “ Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ’i Uyarınca Yayımlanan Uyarı Notu :

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.