

ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Bilgiler

Talep Toplama Tarihi	29-30 Ocak 2020
Mevcut Ödenmiş Sermaye	18.000.000 TL
Halka Arz Oranı	34%
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	3.500.000 TL Ortak Satışı + 4.000.000 TL Sermaye Artışı
Satışa Hazır Bekletilen Paylar (Nominal Değer)	1.875.000 TL
Satmama Taahhüdü	1 yıl boyunca bedelli sermaye artırımını yapmama*
Fiyat	5.30 TL
Halka Arz Büyüklüğü	39.750.000 TL

Kaynak: Metro Yatırım Fiyat Tespit Raporu, İzahname *Satışa hazır bekletilen paylar hariç

Ortak	Grubu	ARZ ÖNCESİ		ARZ SONRASI	
		Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)
Ard Grup Holding A.Ş.	A	16.67	3.000.000	13.64	3.000.000
Ard Grup Holding A.Ş.	B	83.33	15.000.000	52.27	11.500.000
Halka Açık	B	-	-	34.09	7.500.000
TOPLAM		100.00	18.000.000	100.00	22.000.000

Kaynak: Metro Yatırım

Şirketin çıkarılmış sermayesi 18.000.000TL olup, 3.000.000TL nominal değerli paylar A grubu, 15.000.000TL nominal değerli paylar B grubudur. A grubu imtiyazlı paylara sahip olan mevcut hissedarların şirketin Esas Sözleşmesinde belirtilen, yönetim kurulunun 5 üyeden oluşması halinde 2 yönetim kurulu üyesi, 6 veya 7 üyeden oluşması halinde 3 yönetim kurulu üyesi, 8 veya 9 kişiden oluşması halinde 4 yönetim kurulu üyesi A grubu pay sahipleri tarafından belirlenecek adaylar arasından genel kurul tarafından seçilir. A grubu imtiyazlı payların Genel Kurul toplantılarında oy hakkı imtiyazı bulunmaktadır. A grubu paylar için her bir paya 5 oy hakkı, B grubu pay sahiplerinin veya vekillerinin her bir pay için 1 oy hakkı bulunmaktadır.

Şirket Hakkında Özet Bilgi:

ARD Bilişim A.Ş. ("Şirket"), yazılım alanında faaliyet göstermek amacıyla 2011 yılında kurulmuş bir bilişim firmasıdır. Kurulduğu yıldan bu yana bilişim sektöründe, sektörün pratik saha gereksinimlerine yönelik yazılım ürünleri geliştirmiş olup, pek çok kamu ve özel kuruluşlara hizmet vermektedir. Bilişim, Sağlık, Savunma, Danışmanlık, Enerji ve İnşaat alanlarında faaliyet gösteren Ard Grup Holding iştirakleri arasında yer alan Ard Bilişim, Hacettepe Teknokent bünyesinde teknoloji ve Ar-Ge faaliyetleri sürdürmektedir.

Şirket, Ar-Ge çalışmalarına büyük ağırlık vererek, Tesis Güvenlik Belgesi ve SPICE Seviye II standartlarına uygun olarak geliştirdiği inovatif yazılım ve projelerle, Türkiye'de kamu kurumları ve özel sektör kuruluşları ile uluslararası arenada dünya devi firmalarla aktif ve etkili bir şekilde çalışmaktadır.

Ulusal Hukuk Ağı Projesi (UHAP), Otomatik Ceza Mahkemeleri Kanunu Avukat Atama Sistemi (OCAS), Sterilizasyon Takip Sistemi (STS), T.C. Afet Acil Durum Başkanlığı için geliştirilmiş Lojistik ve Depo Yönetim Sistemi, T.C. Gelir İdaresi Başkanlığı tarafından lisans sahibi olunan E-dönüşüm (E-fatura, E-Arşiv, E-Saklama, E-İrsaliye gibi) Hizmetleri konusunda geliştirdiği projeler sektördeki büyük projelerinden birkaçını oluşturmaktadır.

Ard Bilişim Teknolojileri A.Ş. bilişim sistemleri ve yazılım çözümleri alanında faaliyet göstermektedir. Bu faaliyet alanları 1) Yönetilen Hizmetler, 2) Anahtar Teslim Sistem Entegrasyon Projeleri, 3) Teknolojik Ürün Satışı, 4) Yazılım Geliştirme Hizmetleri ve 5) Teknoloji ve Proje Danışmanlığı olarak gruplandırılmaktadır.

Şirketin merkez ofisi Üniversiteler Mah. 1596 Cad. Hacettepe Teknokent 1. Arge Binası No:97/20 Beytepe-Çankaya / ANKARA'dır. 30 Eylül 2019 itibari ile şirketin bünyesinde çalışan personel sayısı 30 kişidir (31 Aralık 2018: 29 kişi, 31 Aralık 2017: 23 kişi, 31 Aralık 2016: 21 kişi)

İşletmenin Faaliyet Gösterdiği Sektör Hakkında Bilgi

Bilgi ve İletişim teknolojileri sektörünün ülke ekonomileri üzerindeki etkisi ve önemi her geçen gün artmaktadır ve artmaya devam etmektedir ve etmeye devam edeceği öngörülmektedir. Yakın zamanda bu alandaki en önemli gelişmelerden biri de dünyada marka değeri en yüksek 10 şirketin içinde bilişim devlerinin (Amazon, Apple, Google, Microsoft, Samsung vb.) olmasıdır.

Son 20 yılda teknolojiye meydana gelen gelişmeler, ekonomik gelişimi destekleyerek ülkelerin büyümelerine olumlu katkılar yapmıştır. Özellikle Bilgi ve İletişim teknolojilerinin iş süreçlerine uygulanması, iş yapma biçimlerini yapılandırmış, süreçleri iyileştirmiş ve işgücü verimliliğine olumlu katkılar sağlamıştır.

Bilgi ve iletişim teknolojilerinin, ülkelerin rekabet gücünün artırılması, refah düzeyinin yükseltilmesi ve nitelikli istihdamın geliştirilmesi bakımından taşıdığı önem giderek artmaktadır. Başta mobil cihaz ve internet olmak üzere, küresel düzeyde hızla yaygınlaşan bilgi ve iletişim teknolojileri kullanımıyla birlikte, bilgi yoğun ürün ve hizmetlere olan talep artmakta ve ülkelerin bilgi tabanlı ekonomilere dönüşümleri hızlanmaktadır.

Global Pazar düzeyinde Bilişim teknolojileri harcamalar açısından 5 ana kategoride incelenmektedir. Bu kategorilerden İletişim %30, Altyapı %22, Hizmet %21, Yazılım %11 ve Diğer gelişmekte olan teknolojiler ise %17 oranında pay almaktadır.

Ülkelerin gerçekleştirdikleri üretim ve ihracatın yapısı sahip oldukları teknoloji düzeyi, buna bağlı olarak gelişmişlik düzeyleri ile ekonomik büyüme hızları arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır. Bu bağlamda dünyadaki altyapılar incelenerek rekabet gücünü yükseltici ve öne çıkmasını sağlayıcı bir ya da birkaç alanın belirlenmesi ekonomik büyüme ve teknolojik gelişmişlik açısından stratejik önem arz etmektedir.

Yazılım sektörü son yıllarda ülkemizde potansiyelini hızla arttıran sektörlerin başında gelmektedir. İleri teknoloji sektörleri arasında değerlendirilen yazılım sektörü, son yıllardaki hızlı gelişmelerine paralel olarak yenilikçi ürün ve hizmetleri iç ve dış piyasalara sunmaktadır. Turizmden sağlığa, tarımdan savunma sanayine, otomotivden tekstile, makine sektöründen elektrik-elektronik sektörüne kadar birçok alanda sosyal ve ekonomik hayatı doğrudan veya dolaylı etkileyen yazılım sektörünün önemi her geçen gün artmaktadır.

Ülkemizde dışa bağımlı teknolojilerle sürdürülen Bilişim sektörü; uygulayıcı rolünden sıyrılarak, kendi değerlerini üretme çabasıdadır. Bilişim alanı, yazılım ve donanım olarak değerlendirilirse; donanım alanında büyük ölçüde dışa bağımlılık olduğu, ancak teknolojiyi yakından takip edip uygulayan bir ülke olduğumuz görülmektedir. Yazılım alanında ise, Teknokent ve serbest bölge yasaları gibi atılımlar sayesinde; yazılım üretiminde gözlemlenebilir bir ilerleme kaydedildiği, yazılım ihracatının başlamış olduğu görülmektedir. Türkiye bilişim teknolojileri pazarı, dünya ve AB ülkeleri ile kıyaslandığında önemli büyüklükte olmamasına rağmen; büyüme potansiyeli açısından önemli pazarlar arasında yer almaktadır.

2015 yılında bilişim sektöründe yer alan oyuncu sayısı 2979 iken 2018 yılında 5405 olarak gerçekleşmiştir. Toplam sektör büyüklüğü 2015 yılında 81.5milyar TL iken 2018 yılında 131.7milyar TL olmuştur. 2019 yılında sektörün %5-10 büyümesi beklenmektedir. ABD\$ bazında değerlendirildiğinde, geçmiş yıllarda 30-33milyar ABD\$ bandında seyreden sektör büyüklüğü 2018 yılında kur etkisi ile 27.4milyar ABD\$ seviyesine inmiştir.

Sektörde büyümede rol alacak önemli faktörler; 1) Ar-Ge yatırımı ve inovasyon, 2) Daha yüksek kurumsal yönetim standartları, 3) Artırılmış teşvikler, 4) İhracat, 5) Satın alma, birleşme ve ortaklıklar ve 6) Düşürülmüş vergiler olarak sıralanırken, **Sektördeki yaşanan sorunlar;** 1) Kur dalgalanmaları, 2) Nitelikli iş gücü açığı, 3) Ar-Ge teşvikleri ile ilgili uygulamalarda karşılaşılan sorunlar, 4) Fiyat odaklı kamu ihale politikaları, 5) Girişim sermayesi eksikliği, 6) Yüksek ve karmaşık vergi yapısı, 7) Dış kaynak kullanım talebi eksikliği, 8) Üniversite-Sanayi işbirliği eksikliği, 9) Fikri mülkiyet hakları ile ilgili düzenlemelerin yetersizliği, 10) Dış ticaret mevzuatı uygulamaları ile ilgili yaşanan sorunlar, 11) Teknokent/Kuluçka merkezleri eksikliği olarak sıralanabilir. (Kaynak: İzahname)

Şirketin faaliyetleri ve içinde bulunduğu sektöre ilişkin riskler

- Sektörde yeni kurulan birçok küçük ölçekli firmanın artması, yurt içi ve yurt dışından büyük oyuncuların sektöre dahil olmasıyla rekabet ortamının artması pazar payının azalmasına neden olabilir.
- Bilişim sektörü deneyimli ve uzman insan kaynağına bağımlıdır. Türkiye’de bu tarz personellere her geçen gün ihtiyaç artmaktadır. Nitelikli ve uzman personelin muhafaza edilmesinde ya da temininde sıkıntı yaşanabilir.
- Yazılım sektörüne sağlanan teşvikler, bu sektörde faaliyet gösteren şirketler açısından çok önemli olup, bu teşviklerin azaltılması veya kaldırılması halinde yazılım sektörü faaliyetleri olumsuz etkilenecektir.
- Yazılım sektörü küresel bir sektör olduğundan dünya üzerindeki bütün sektör şirketleri farklı ülkelere kolaylıkla satış yapabilmektedirler. Küresel şirketlerin rekabetlerinin artması durumunda ihraççı pazar payını koruyamayabilir.
- Sektörde yoğun rekabet yaşandığından sektöre giriş entelektüel sermaye dışında başlıca önemli bir kaynak gerektirmemektedir. Başlangıç aşamasında az bir sermayeye ihtiyaç duyulduğundan sektöre çok fazla yeni oyuncu girmektedir. Sektördeki rekabet ortamı ile olası şirket birleşmeleri ve devralmalar nedeniyle küçük ölçekli işletmelerin sektör içindeki pozisyonlarını koruyamamalarına neden olabilir.
- Güncel, küresel ve ulusal ekonomik gelişmelerin etkisi tüm sektörlerde olduğu gibi yazılım sektörünü de olumsuz yönde etkileyebilecek olup, mevcut iş hacminin düşmesine, yeni yatırımların ertelenmesine ve sektörün küçülmesine neden olabilir. (Kaynak: İzahname)

İhraççıya ve faaliyetlerine ilişkin riskler

- İhraççı ağırlıklı olarak Kamu Kurumları ile çalıştığından, ülkede oluşabilecek ekonomik ve siyasi istikrarsızlıklardan dolayı mevcut devam eden projelerde ve üzerinde çalışılan projelerde ödeme ve hak ediş gecikmelerinden kaynaklı şirket olumsuz etkilenebilir.
- Bilişim sektöründe kendini iyi yetiştirmiş deneyimli personel vazgeçilmez bir unsur olduğundan, şirketin nitelikli uzman personeli çeşitli nedenlerle muhafaza edemeyebilir ve/veya ihtiyaç duyduğu personeli zamanında temin edemeyebilir. Mevcut personeli elinde tutabilmek adına yüksek maaş ve yan hak verilmesi gerekebilir. Bu durumlarda şirketin faaliyetleri duraksayabilir ya da operasyonel maliyetleri artabilir.
- Şirket faaliyetlerinin sürdürülebilirliği, müşteriler ile yapılan sözleşmelerdeki yükümlülükler ve hizmetlerin gerçekçi olmasına bağlı olup, şirket bunların gerçekleşmemesi durumunda rekabet edemeyebilir, itibar ve pazar kaybı yaşayabilir.
- Şirket ağırlıklı olarak ihale ve projelerden satış geliri elde etmekte olup, şirketin sözleşme süreleri sonunda tekrar yapılan bu ihaleleri kazanamama veya ihalelerin tekrarlanmama riski vardır.
- Tahsilat ve hak edişlerin zamanında yapılamamasından şirketin karlılığı ve finansal durumu olumsuz etkilenebilir.
- Şirket geliştireceği yeni yazımlar ve yeni yatırımlar için işletme sermayesinin yetersiz kaldığı durumlarda şirket kredi kullanabilir, bu da şirketin finansal giderlerinin artmasına ve karlılık oranının düşmesine neden olabilir.

- Döviz kurundaki olası artışa ve sektördeki rekabet nedeniyle ortaya çıkabilecek ek maliyetler şirketin karlılığını negatif etkileyebilir.
- Sektörde oluşabilecek hızlı gelişmeler nedeniyle şirketin kullandığı teknolojiler geçerliliğini kaybedebilir. (Kaynak: İzahname)

Halka arz gerekçeleri

- Şirketin büyüme hedeflerinin devamı
- Planlanan yatırımların finansmanı
- Kurumsal yapının güçlendirilmesi
- Şeffaflık ve hesap verilebilirlik düzeyinin yükseltilmesi
- Şirket bilinirliğinin artırılması
- Potansiyel müşteriler ve iş ortaklıkları nezdinde mevcut güvenilirliğinin ve saygınlığın artırılması

Halka arzdan gelecek kaynakların kullanımı

1. **Halka arz gelirin yaklaşık %30'u ile şirket satın alma fırsatlarının değerlendirilmesi;** Şirketin halka arzdan elde edilecek fon geliri yazılım sektöründe faaliyet gösteren, gelişme potansiyeli yüksek bir veya birden fazla şirketin satın almasında kullanılacak olup, satın alınması düşünülen firmanın yazılım ya da hizmet ihracatı yapabilme kapasitesine sahip olması, yeni teknolojilere ve metodolojilere hakim olması, farklı müşteri potansiyeline sahip olması gibi kriterler aranacaktır.
2. **Halka arz gelirin yaklaşık %30'u ile Ar-Ge faaliyetlerinin iyileştirilmesi ve Ar-Ge merkezinin kurulması;** Yazılım sektörünün yurt içi ve yurt dışında rekabete açık olmasından dolayı sürdürülebilir büyümenin sağlanması ve sektör payının artırılması için şirketin devamlı olarak yeni projeleri piyasaya sunması ve geliştirmesi, ilgili Ar-Ge çalışmalarının yapılması gerekmektedir. Şirketin Ar-Ge çalışmaları için veri merkezi oluşturulması ve mevcut sisteminin altyapısının iyileştirilmesi ve yeni bina satın alınarak Ar-Ge Merkezi yapılması için kullanılması planlanmaktadır.
3. **Halka arz gelirin yaklaşık %20'si ile mevcut ofisleri büyütme ve yeni ofis açma;** Şirketin Dubai ve Londra'da bulunan ofisleri sayesinde yapmış olduğu pazar araştırmaları ve Ar-Ge çalışmaları sonucu yeni projeler yürütmek amacıyla yurt dışı ofislere yatırım yapılması planlanmaktadır. Nitelikli personel istihdamı ve yeni Ar-Ge çalışmaları için ofis alımını genişletmek amacıyla yeni bir ofis kiralanması veya satın alınması ile şirketin hem Ortadoğu hem de Avrupa pazarında daha aktif rol oynayacağı planlanmaktadır. Teknolojinin merkezi olan ABD, San Francisco Silikon Vadisi'nde yeni bir ofis kiralarak veya satın alarak yazılım sektöründeki ürünlerin pazara girmesi planlanmaktadır. Aynı zamanda yeni Ar-Ge çalışmaları için yatırımlar yaparak bölgesel ihtiyaçlara yönelik bilişim faaliyetleri yürüterek pazar gücünün artırılması planlanmaktadır.
4. **Halka arz gelirin yaklaşık %20'si ile işletme sermayesi ihtiyaçlarının karşılanması;** Şirketin sürekli gelişmekte olan kadrosu, sektör içindeki pazar payını artırma planları ve sürekli değişim/gelişim içindeki teknolojiler; pazara uyumluluk için organizasyonel değişim, eğitim ve sertifikasyon ihtiyaçlarını yaratmaktadır. Ard Bilişim açısından diğer önemli bir faktör, daha uzun soluklu ve maliyetli projelere girebilme imkanıdır. Bu ise yatırım döngülerinin daha uzun zamana yayılmasının karşılığında projelerin daha uzun süreli ve karşılığında projelerin daha uzun süreli ve karlı olmalarına olanak sağlamaktadır. Bütün bu faaliyetler özellikle nitelikli iş gücü gereksinimi ve bundan dolayı da yeni bir işletme sermaye ihtiyacının doğmasına neden olacaktır. Bu nedenle halka arz gelirin yaklaşık %20'si işletme sermayesi ihtiyacı için kullanılması planlanmaktadır.

Ayrıca, Halka arzda 3.500.000 TL nominal değerli pay ihraç ederek halka arz geliri elde edecek olan ortak Ard Grup Holding A.Ş. yönetim kurulu kararı ile halka arzdan elde edeceği gelir ile ARD Bilişim'e olan borçlarını ödeyeceğini karara bağlamıştır.

Finansal Tablolar

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Bilanço

(mn TL)	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	30.09.2019
VARLIKLAR				
Dönen Varlıklar	10.306	22.567	30.373	25.414
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.044	0.769	0.145	1.717
Ticari Alacaklar	6.143	8.815	25.022	14.952
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	2.687	6.286	8.465	8.776
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	3.457	2.529	16.556	6.176
Diğer Alacaklar	0.248	0.000	4.391	5.870
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	0.248	0.000	4.391	5.704
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	0.000	0.000	0.000	0.166
Stoklar	2.270	9.647	0.684	0.429
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	0.000	0.000	0.000	0.000
Peşin Ödenmiş Giderler	0.527	2.866	0.030	2.432
Diğer Dönen Varlıklar	0.073	0.471	0.101	0.014
Duran Varlıklar	7.957	17.715	36.468	45.989
Ticari Alacaklar	0.000	0.000	0.000	0.000
Kullanım Hakkı Varlıkları	0.000	0.000	0.000	0.206
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	0.016	0.026	0.026	0.026
Maddi Duran Varlıklar	1.722	1.782	3.158	2.618
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	6.045	15.547	32.186	41.487
Ertelenmiş Vergi Varlıkları	0.175	0.359	1.097	1.651
TOPLAM VARLIKLAR	18.263	40.282	66.840	71.403
KAYNAKLAR				
Kısa Vadeli Yükümlülükler	9.143	17.928	16.779	10.426
Kısa Vadeli Borçlanmalar	3.200	4.936	5.707	6.623
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	0.000	0.000	0.000	0.000
Diğer Finansal Yükümlülükler	0.000	0.000	0.000	0.000
Ticari Borçlar	5.696	12.828	10.739	3.184
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Borçlar</i>	0.571	10.692	0.037	0.128
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Borçlar</i>	5.125	2.136	10.703	3.056
Diğer Borçlar	0.098	0.072	0.046	0.120
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Borçlar</i>	0.016	0.016	0.016	0.000
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Borçlar</i>	0.082	0.056	0.030	0.120
Çalışanlara Sağlanan Faydalara Kapsamında Borçlar	0.024	0.059	0.235	0.217
Ertelenmiş Gelirler	0.098	0.000	0.038	0.014
Kısa Vadeli Karşılıklar	0.027	0.034	0.014	0.259
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar</i>	0.027	0.034	0.014	0.111
<i>Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	0.000	0.000	0.000	0.148
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0.000	0.000	0.000	0.009
Uzun Vadeli Yükümlülükler	0.529	3.853	3.947	3.862
Uzun Vadeli Borçlanmalar	0.230	3.235	2.217	1.832
Uzun Vadeli Karşılıklar	0.070	0.097	0.143	0.163
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	0.070	0.097	0.143	0.163
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	0.229	0.521	1.587	1.867
Özkaynaklar	8.591	18.501	46.114	57.115
Ödenmiş Sermaye	1.000	1.000	18.000	18.000
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	-0.012	-0.008	-0.019	0.004
Geçmiş Yıllar Karı / Zararı	6.228	7.602	5.735	28.133
Net Dönem Karı / Zararı	1.375	9.906	22.398	10.979
TOPLAM KAYNAKLAR	18.263	40.282	66.840	71.403

Kaynak: Metro Yatırım

Finansal Tablolar

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Gelir Tablosu

(mn TL)	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	9M18	9M19
Hasılat	10.523	30.777	51.379	18.783	18.394
Satışların Maliyeti	-2.425	-18.585	-21.245	-12.263	-4.476
Brüt Kar	8.098	12.192	30.133	6.520	13.918
Genel Yönetim Giderleri	-1.509	-1.828	-2.299	-1.566	-2.236
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-4.725	-1.356	-3.158	-1.899	-1.790
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	0.771	2.248	2.227	4.034	2.634
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-0.507	-0.598	-2.286	-1.579	-1.200
Faaliyet Karı Zararı	2.128	10.658	24.617	5.510	11.325
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0.000	0.001	0.106	0.092	0.005
Finanman Gideri Öncesi Faaliyet Karı / Zararı	2.128	10.659	24.723	5.602	11.330
Finanman Giderleri	-0.882	-0.593	-1.964	-1.766	-0.607
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı Zararı	1.245	10.066	22.760	3.836	10.723
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir Gideri	0.129	-0.160	-0.362	0.150	0.255
Dönem Vergi Gelir / Gideri	-0.021	-0.053	-0.031	-0.016	-0.025
Ertelenmiş Vergi Geliri / Gideri	0.150	-0.106	-0.331	0.166	0.280
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı / Zararı	1.375	9.906	22.398	3.985	10.979
Azınlık Payları	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Ana Ortaklık Payları	1.375	9.906	22.398	3.985	10.979

Kaynak: Metro Yatırım

Değerlemede Kullanılan Yöntemler

Ard Bilişim Teknolojileri A.Ş.'nin sermaye arttırımı ve ortak satışı yolu ile halka arzı için, Metro Yatırım tarafından hazırlanan 20 Aralık 2019 tarihli fiyat tespit raporunda birim fiyat tespitinde iki temel yöntem kullanılarak fiyat tespiti yapılmıştır.

- 1) Pazar Yaklaşımı Yöntemi ("Çarpan Analizi")
- 2) Gelir Yaklaşımı Yöntemi ("İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi")

1) Pazar Yaklaşımı Yöntemi ("Çarpan Analizi")

"Pazar Yaklaşımı" yöntemi ile yapılan piyasa değeri hesaplamasında,

- 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 verilmiştir.

Değerleme çalışmasında çarpanların ortalamasında medyan kullanılmıştır.

Şirketin ana faaliyet konusu bilgisayar yazılıdır. Şirket için piyasa çarpanları yöntemiyle yapılan değerlemede baz alınan rasyolarda BIST-Ana Pazar ve BIST Bilişim Sektörü olarak sınıflandırılan halka açık ortaklıkların 20.12.2019 tarih itibarıyla hesaplanan oranları kullanılmıştır.

Pazar yaklaşımı yönteminde BIST-Bilişim sektörü, şirket faaliyetleri konusu ile doğrudan yakınlık gösterdiği için, BIST-Ana Pazar, şirketin halka arz sonrasında işlem göreceği Pazar olması nedeniyle değerlendirilmiştir. BIST 100 ve Yıldız Pazarda işlem gören şirketler ise büyüklük olarak ARD Bilişim'den çok farklı ölçeğe sahip oldukları için Pazar yaklaşımına dahil edilmemişlerdir.

- BIST-Ana Pazar

Değerlemede 20.12.2019 tarihi itibari ile BIST Ana Pazar şirketlerinin ortalama rasyoları kullanılmıştır. ARD Bilişim'in faaliyet alanı gereği, mali sektör şirketleri ve mükerrer işlem yapılmaması için Bilişim Sektörü şirketleri hariç tutularak, 129 Ana Pazar şirketi baz alınarak hesaplanmıştır.

	PD / DD	FD / FAVÖK	F/K	FD / Satışlar
Medyan	1.95	7.50	14.58	1.44

Kaynak: Metro Yatırım

- BIST-Bilişim Sektörü

Değerlemede 20.12.2019 tarihi itibari ile BIST Bilişim sektörü ortalama rasyoları kullanılmıştır.

Şirketler	PD / DD	FD / FAVÖK	F/K	FD / Satışlar
ALCTL	1.54	3.84	16.12	0.77
ARENA	0.53	4.33	7.35	0.10
ARMDA	1.36	9.98	26.45	0.23
DESPC	1.32	6.11	11.87	0.39
DGATE	1.94	13.84	9.49	0.45
ESCOM	1.17	-348.08		51.99
FONET	4.24	11.00	12.49	5.13
İNDES	4.34	4.38	4.09	0.14
KAREL	2.37	4.59	5.03	1.35
KFEIN	2.62	5.66	12.84	1.69
KRONT	3.96	22.65	64.99	3.85
LINK	3.34	10.11	26.77	6.18
LOGO	3.75	9.73	47.92	3.50
NETAS	4.09	49.85		4.42
PAPIL	4.30	16.87	25.35	6.61
PKART	3.91	18.41	28.53	1.03
SMART	4.74	21.53	41.27	10.90
Medyan	2.50	10.05	16.12	1.52

Kaynak: Metro Yatırım

Pazar Yaklaşımı Yöntemine Göre Değerleme Sonuçları

Pazar yaklaşımı yöntemine göre BIST-Ana Pazar ve BIST-Bilişim Sektörü rasyonlarının verdiği eşit ağırlıklı ortalamasına göre, hesaplanan piyasa değeri 235.783.063TL olup, 1 adet payın değeri ise 13.10TL olarak hesaplanmıştır.

20.12.2019 İtibariyle Değerleme Oranları				
Pazar ve Sektör Verileri	PD / DD	FD / FAVÖK	F/K	FD / Satışlar
BIST Ana Pazar	1.95	7.50	14.58	1.44
BIST Bilişim Sektörü	2.50	10.05	16.12	1.52
Ortalama	2.22	8.77	15.35	1.48

Karşılaştırılan Pazar ve Sektörler (mn TL)	PD / DD	FD / FAVÖK*	F/K	FD / Satışlar*
BIST Ana Pazar	111.1	252.6	428.5	66.4
BIST Bilişim Sektörü	142.5	340.6	473.8	70.8
Ortalama Şirket Değeri	126.8	296.6	451.2	68.6
Nihai Şirket Değeri (Eşit Ağırlık)				235.8
Birim Pay Değeri				13.10

Kaynak: Metro Yatırım *PD hesaplanırken şirketin net borcu hesaplama dahil edilmiştir.

2) Gelir Yaklaşımı Yöntemi (“İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi”)

İNA metodunda kullanılan temel varsayımlar aşağıdaki gibidir;

- Projeksiyon süresi 5 yıl olup, 2019-2024 yılları için projekte edilmiştir.
- Şirketin gelecek projeksiyonları göz önüne alınarak, Şirket için 2019 yılında %3.75, 2020 ve 2021 yılında %20, 2022 yılında %15, 2023 yılında %10 ve 2024 yılında %7 oranında yıllık ciro artışı gerçekleştirileceği tahmin edilmektedir.
- Sermaye maliyeti hesabında, risksiz faiz oranı %15.04, hisse senedi pazarı risk primi %6.0 ve beta 1.00 kabul edilmiştir. %21.04 sermaye maliyeti ve vergi sonrası borçlanma maliyeti %19.68 ile ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (“AOSM”) %20.88 olarak hesaplanmıştır.
- Terminal büyüme oranı %5 olarak kabul edilmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akımları	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T
Net Satışlar	53.3	64.0	76.8	88.3	97.1	103.9
Satışlardaki Büyüme	3.80%	20.00%	20.00%	15.00%	10.00%	7.00%
Satışların Maliyeti	-28.3	-31.6	-33.2	-36.0	-37.7	-39.4
Maliyetlerin Satışlara Oranı	-53.00%	-49.46%	-43.30%	-40.79%	-38.79%	-37.89%
Brüt Kar	25.1	32.3	43.5	52.3	59.4	64.5
Brüt Kar Marjı	47.00%	50.54%	56.70%	59.21%	61.21%	62.11%
Faaliyet Giderler (Diğer Gelir/Gider dahil)	-4.5	-5.2	-6.7	-6.8	-7.4	-8.1
Faaliyet Giderlerinin Satışlara Oranı	-8.41%	-8.08%	-8.68%	-7.73%	-7.67%	-7.76%
Esas Faaliyet Karı	20.6	27.2	36.9	45.4	52.0	56.5
Vergi	-0.3	-0.4	-0.6	-0.7	-0.8	-11.3
Yatırım Harcamaları	-21.3	-23.8	-27.2	-27.9	-29.4	-31.2
D Çalışma Sermayesi	3.5	-3.8	-4.3	-4.2	-2.9	-2.4
Amortisman	5.3	8.2	11.4	15.1	18.9	22.9
Serbers Nakit Akışı	7.7	7.2	16.2	27.8	37.8	34.6
İndirgeme Oranı (AOSM)	20.88%	20.88%	20.88%	20.88%	20.88%	20.88%
İndirgenme Katsayısı	0.83	0.68	0.57	0.47	0.39	0.32
İndirgenmiş Nakit Akımları	6.4	4.9	9.2	13.0	14.6	11.1
İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı 2019-2024	59.2					
Terminal Büyüme	5.00%					
Uç Dönem Serbest Nakit Akımları	228.6					
İndirgenmiş Devam Eden Şirket Değeri	73.3					
Firma Değeri	132.5					
Net Borç	6.7					
Tahmini Gerçeğe Uygun Değer	125.7					
Tahmini Birim Pay	6.99					

Kaynak: Metro Yatırım

İndirgenmiş Nakit Akımı yöntemine göre hesaplanan piyasa değeri 125.734.927 TL olup, 1 adet payın değeri ise 6.99TL olarak hesaplanmıştır.

Sonuç

Metro Yatırım tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında piyasa çarpanı yöntemi ve İNA yöntemi, Borsa İstanbul'da işlem gören yazılım şirketlerinin pay fiyatlarında son bir aylık dönemde yaşanan hareketliliği elimine etmek adına sırasıyla %20 ve %80 ağırlık verilmiş olup, bu analizler sonucunda 230.847.774TL şirket değerine ulaşılmış olup, %35.4 halka arz iskontosu uygulanarak halka arz sonrasında 95.442.982TL şirket değerine ulaşılmıştır. Bu piyasa değeri doğrultusunda birim hisse fiyatı 5.30TL olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri (mn TL)	Hisse Başına Değerler (TL)
Piyasa Çarpanları Yöntemi	235.8	13.10
İNA Yöntemi	125.7	6.99
Ağırlıklandırılmış şirket Değeri (Piyasa Çarpanlar %20, İNA %80 Ağırlık)	147.7	8.21
İskonto Tutarı (%35.40)	52.3	
İskontolu Şirket Değeri	95.4	5.30

Kaynak: Metro Yatırım

Görüş

- Fiyat tespit raporunda Ard Grup Bilişim Teknolojileri hakkında detaylı bir şekilde bilgilendirilme yapılmıştır.
- Piyasa çarpanları yönteminde hesaplan çarpan için medyan ortalamasının kullanılmasının makul olduğu görüşündeyiz.
- İndirgenmiş nakit akımları analizinin şirketin varsayımlarına göre genel olarak makul olduğu görüşündeyiz.
- Metro Yatırım'ın şirkete ilişkin ileriye dönük, büyüme ve marj öngörülleri, geçmiş yıllardaki performansına göre oldukça iyimser görünmektedir. Fakat Metro Yatırım tarafından paylaşılan fiyat tespit raporundaki varsayımlar üzerinden bakıldığında, halka arz iskontosu sonucunda ulaşılan 5.30TL hisse başı fiyatı makul bulmaktayız. Değerlemede kullanılan varsayımlarda oluşabilecek sapmaları, şirketin değerlemesi açısından önemli bir risk olarak sayabiliriz.
- Şirketin bilanço yapısında, maddi olmayan varlıkların ve ilişkili taraflardan alacakların toplam varlıklar içindeki yüksek payı ve yıllar itibarıyla brüt karlılıktaki aşırı dalgalanmalar şirkete ilişkin öngörülleri açısından risk unsurları oluşturmaktadır. Bu faktörler değerlemelerde ciddi sapmalara sebep olabilecek faktörler olarak göz önünde bulundurulmalıdır.

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden ATA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("ATA Yatırım") tarafından Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Metro Yatırım") lider aracı kurum olduğu ARD Bilişim A.Ş. ("Şirket") paylarının halka arzı kapsamında 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 izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı ATA Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ve çalışanları hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.