

ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş. Fiyat Tespit Raporuna ilişkin Analiz Raporu

İşbu analiz raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29/ 2. Maddesi kapsamında QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Finansinvest") tarafından hazırlanmıştır.

Rapor Metro Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ("Metro Yatırım") tarafından ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş. ("ARD Bilişim") için hazırlanan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu ("Fiyat Tespit Raporu") analiz etmek amacıyla hazırlanmıştır.

Bu rapor yalnızca Şirket hakkında hazırlanan Fiyat Tespit Raporuna ilişkin QNB Finansinvest'in analizi olup yatırımcıların halka arza katılmasına ve/veya katılmamasına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin olarak KAP'da yayınlanan izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

1. Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler	
Halka Arz Talep Toplama Tarihleri	29-30 Ocak 2020
Halka Arz Yöntemi	Borsada Satış- Sabit Fiyat İle Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	Bakiyeyi Kısmi Yüklenim
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	18.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	%34,09
Halka Arz Fiyatı	5,30 TL
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Edilecek Paylar	7.500.000 TL nominal değerli pay 4.000.000 TL (Sermaye Artırımı) 3.500.000 TL (Ortak Satışı)
Halka Arz Büyüklüğü	39.750.000 TL

Ortağın Adı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
Ard Grup Holding A.Ş.*	18.000.000	100,00%	14.500.000	65,91%
Halka Açık	-	-	7.500.000	34,09%
Toplam	18.000.000	100,00%	22.000.000	100,00%

(*) Arda Ödemiş, ARD Grup Holding A.Ş.'nin %100 oranında payına sahiptir.

2. Şirket Hakkında Özet Bilgi

İhraççı, 2011 yılında Ankara'da kurulmuş olup yazılım alanında faaliyet gösteren bir bilişim firmasıdır. Şirket'in merkezi adresi Çankaya/Ankara'dır. Ar-Ge faaliyetlerini Hacettepe Teknokent bünyesinde sürdüren Ard Bilişim; Bilişim, Sağlık, Savunma, Danışmanlık, Enerji ve İnşaat alanlarında faaliyet gösteren Ard Grup Holding iştirakidir.

Şirket'in esas faaliyet konusu yurtiçi ve yurtdışındaki kamu ve özel ticari kuruluşlara hukuk, sağlık, lojistik, depo süreç yönetimi, izlenebilirlik teknolojileri, biyometrik tanımlama ve siber savunma güvenlik alanlarında yenilikçi yazılım hizmetleri sunmaktır. Bilişim sektöründe sunucu, veri depolama, altyapı ve veri güvenliği, parmak izi, parmak damar izi, yüz tanımlama teknolojileri, IoT kamera ve sensörler, video analitik ve görselleştirme platformları alanlarında yazılım hizmeti sunmaktadır.

Firma, Deloitte tarafından yapılan "Türkiye'nin en hızlı büyüyen 50 teknoloji şirketi" değerlendirmesinde 2016-2017-2018 yıllarında üst üste 3 yıl dereceye girmiştir. EMEA (Avrupa, Orta Doğu, Afrika) bölgesinde ise "Dünyanın en hızlı büyüyen 500 teknoloji şirketi" değerlendirmesinde 20. olmuştur.

Ard Bilişim Ana Ürün ve Ürün Grupları;

- E-Dönüşüm Hizmetleri,
- Kurumsal Yazılım Çözümleri,
- Ulusal Hukuk Yazılım Çözümleri,
- Sağlık Sistemleri Çözümleri,
- Bulut Çözümleri,
- Siber Güvenlik Yazılımları ve Sistemleri,
- Siber Güvenlik Çözümleri,
- Bilgi Sistemleri Çözümleri
- Komuta Merkezi ve Güvenlik Çözümleri
- Akıllı Teknoloji Sistem Çözümleri.

Satışlar

Şirketin ürün ve hizmet satışları, i) yönetilen hizmetler, ii) anahtar teslim sistem entegrasyon projeleri, iii) teknolojik ürün satışı, iv) yazılım geliştirme hizmetleri ve v) teknoloji ve proje danışmanlığı olarak gruplandırılmaktadır. 30.09.2019 itibarıyla net satış gelirleri önceki yılın aynı döneminde göre %2 gerileyerek 18.393.745 TL olarak gerçekleşmiştir. Yıllık bazda ise 2018 yılı net satış geliri 2017'ye kıyasla %67 artışla 51.378.678 TL olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılı 9 aylık dönemde geçen yılın aynı dönemine göre yazılım gelirleri %662 oranında artış göstermiştir.

Halka Arz Gerekçeleri:

- Şirketin büyüme hedeflerini devam ettirme
- Planlana yatırımların finansmanını sağlama
- Kurumsal yapıyı güçlendirme
- Şeffaflık ve hesap verilebilirlik düzeyini yükseltme
- Şirket bilinirliğini artırma
- Rekabet gücünü artırma
- Potansiyel müşteri ve iş ortakları nezdinde mevcut güvenilirlik ve saygınlığı artırma
-

Firma, sermaye artırımını yoluyla halka arzdan 21.200.000 TL, paylarını ortak satışı yoluyla halka arz eden ortaklar ise 18.550.000 TL brüt gelir elde edecektir. İhraç maliyetlerinin ardından şirketin 20.051.360 TL net gelir elde etmesi planlanmaktadır.

Şirket, halka arzdan elde edilecek 20.051.360 TL gelirin kullanım alanlarını şu şekilde özetlemektedir:

- **Şirket satın alma faaliyetlerinin değerlendirilmesi:** Gelişme potansiyeli yüksek görülen bir ve birkaç yazılım firmasını satın alma
- **Ar-Ge Faaliyetlerinin iyileştirilmesi ve yeni bir Ar-Ge merkezinin kurulması:** Elde edilecek gelirin yaklaşık %30'una kadarlık kısmı ile ar-ge çalışmaları için veri merkezi oluşturma ve mevcut sistem altyapısını iyileştirme, yeni bina satın alarak ar-ge merkezi yapılması için kullanma
- **Mevcut ofisleri büyütme ve yeni ofis açma:** Şirketin Dubai ve Londra'da bulunan ofislerine yatırım yapma, USA, San Francisco Silikon Vadisi'nde yeni bir ofis kiralama veya satın alma
- **İşletme sermayesi ihtiyacının karşılanması:** Uzun soluklu ve maliyetli projelere girebilme ve yatırım döngülerini daha uzun döneme yayabilme amacıyla elde edilecek gelirin yaklaşık %20'sine kadar işletme sermayesi ihtiyacı için kullanma

3. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Metro Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na konu değerlendirme çalışmasında "İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi" ve "Pazar Yaklaşımı" yöntemleri kullanılmıştır. Yapılmış olan Pazar yaklaşımı (Çarpan Analizi) yönteminde yurtiçinde faaliyet gösteren benzer şirketlerin Fiyat/Kazanç (F/K), Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK), Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) ve Firma Değeri/Satışlar (FD/Satışlar) çarpanlarına yer verilmiştir. Yapılan analizde, şirketin faaliyet konusuyla doğrudan alakalı olmasından dolayı BİST-Bilişim Sektörü Endeksi ve BİST-Ana Pazar Endeksi'nde yer alan şirketlere yer verilmiştir. Böylece bu iki endeksin ortalaması alınarak hesaplama yapılmıştır.

Çarpan Analizine ilişkin;

- Çarpan analizinde BİST Bilişim Sektörü ve BİST-Ana Pazar şirketlerinin çarpan değerleri kullanılmıştır.
- Buna göre, bahse konu olan şirketlerin. 20.12.2019 tarihli çarpan değerleri kullanılmış olup F/K, FD/FAVÖK PD/DD ve FD/Satışlar oranları eşit ağırlıkta değerlemeye dahil edilmiştir.
- BİST Bilişim Sektörü endeksinde yer alan INDES, LOGO ve NETAS borsa kodlu şirketler analizden çıkarılmıştır. Buna göre yapılan çarpan analizinde yer alan şirketler ve ulaşılan rakamların medyanı aşağıda yer almaktadır.

Hisse Kodu	Şirket Adı	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K	FD/Satışlar
ALCTL	Alcatel Teletas	1.54	3.84	16.12	0.77
ARENA	Arena Bilgisayar	0.53	4.33	7.35	0.10
ARMDA	Armada Bilgisayar	1.36	9.98	26.45	0.23
DESPC	Despec Bilgisayar	1.32	6.11	11.87	0.39
DGATE	Datagate Bilgisayar	1.94	13.84	9.49	0.45
ESCOM	Escort Computer	1.17	-348.08		51.99
FONET	Fonet Bilgi Teknolojileri	4.24	11.00	12.49	5.13
INDES	İndeks Bilgisayar	1.31	4.38	4.09	0.14
KAREL	Karel Elektronik	2.37	4.59	5.03	1.35
KFEIN	Kafein Yazılım Hizmetleri	2.62	5.66	12.84	1.69
KRONT	Kron Telekomünikasyon	3.96	22.65	64.99	3.85
LINK	Link Bilgisayar	3.34	10.11	26.77	6.18
LOGO	Logo Yazılım	3.75	9.73	17.92	3.5
NETAS	Netas Telekom.	1.09	19.85		1.12
PAPIL	Papillon Savunma	4.30	16.87	25.35	6.61
PKART	Plastik Akıllı Kart	3.91	18.41	28.53	1.03
SMART	Smartiks Yazılım	4.74	21.53	41.27	10.9
Medyan		2.50	10.05	16.12	1.52

Kaynak: Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş

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: Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş

- Değerlemede kullanılan iki endeksin sonuçları eşit şekilde ağırlıklandırılarak kullanılmıştır.

Şirket Verileri (mn, TL)	Net Kar	Özkaynaklar	Satışlar	FAVÖK	Net Borç
ARD Bilişim	29.39	57.12	50.99	34.57	6.74

- Satışlar, FAVÖK ve net kar rakamları yıllıklandırılarak elde edilmiştir.

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				235.8
Birim Pay Değeri				13.10

Kaynak: Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

- Böylece TL235.8mn piyasa değeri ile hisse başına TL13.10 değerine ulaşılmıştır

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizine ilişkin;

- İndirgenmiş nakit akımı analizinde şirketin 2019 – 2024 yılları serbest nakit akımı projeksiyonunu içeren tablosu paylaşılmıştır.
- Yapılan projeksiyonda 2019 – 2024 yılları arasında net satışların ortalama %14 büyümesi beklenmektedir.

ARD Bilişim - İNA Tablosu (mn, TL)	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T
Net Satışlar	53.3	64.0	76.8	88.3	97.1	103.9
Satışlardaki Büyüme	%3.8	%20.0	%20.0	%15.0	%10.0	%7.0
Satışların Maliyeti	-28.3	-31.6	-33.2	-36.0	-37.7	-39.4
Maliyetlerin Satışlara Oranı	-%53.0	-%49.5	-%43.3	-%40.8	-%38.8	-%37.9
Brüt Kar	25.1	32.3	43.5	52.3	59.4	64.5
Brüt Kar Marjı	%47.0	%50.5	%56.7	%59.2	%61.2	%62.1
Faaliyet Giderleri (Diğer Gelir/Gider dahil)	-4.5	-5.2	-6.7	-6.8	-7.4	-8.1
Faaliyet Giderlerinin Satışlara Oranı	-%8.4	-%8.1	-%8.7	-%7.7	-%7.7	-%7.8
Esas Faaliyet Karı (E)	20.6	27.2	36.9	45.4	52.0	56.5
Vergi (V)	-0.3	-0.4	-0.6	-0.7	-0.8	-11.3
Yatırım Harcamaları (Y)	-21.3	-23.8	-27.2	-27.9	-29.4	-31.2
Δ Çalışma Sermayesi (Ç)	3.5	-3.8	-4.3	-4.2	-2.9	-2.4
Amortisman (A)	5.3	8.2	11.4	15.1	18.9	22.9
Serbest Nakit Akışı (E+V+Y+Ç+A)	7.7	7.2	16.2	27.8	37.8	34.6
İndirgeme Oranı (AOSM) (%)	%20.9	%20.9	%20.9	%20.9	%0.9	%20.9
İndirgenme Katsayısı	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4	0.3
İndirgenmiş Nakit Akımları	6.4	4.9	9.2	13.0	14.6	11.1
İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı	59.2					

- Brüt marjın 2019'da projeksiyon süresi boyunca iyileşme göstererek %47'den %62 seviyesine yükselmesi beklenmektedir.
- Faaliyet giderlerinin satışlara oranının da 2019 yıl sonunda %8.4 olarak gerçekleşmesi beklenirken önümüzdeki dönemde düşüş göstererek %7.8'e gerilemesi beklenmektedir.
- Yatırım harcamalarının satışa oranının %40'dan %30'lara gerilemesi beklenmektedir.

AOSM Hesaplaması

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

Kaynak: Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş

- Risksiz getiri oranı için %15,04, piyasa primi %6 ve beta katsayısı olarak 1,0x belirlenmiştir. Böylelikle AOSM %20.88 olmuştur.
- Terminal büyüme katsayısı %5 olarak kullanılmıştır.
- Yapılan INA çalışması sonucunda TL125.7mn özsermaye değeri bulunmuştur.

İNA Değerleme Sonucu (TL, mn)

Terminal Büyüme Oranı	%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 Değeri	6,99

Kaynak: Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş

Değerleme Sonucu;

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

Kaynak: Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş

- Yapılan değerlemede hazırlanmış olan indirgenmiş nakit akımı %80 ve piyasa çarpan analizi %20 oranında ağırlıklandırılmıştır.
- TL 8.21 olarak hesaplanan hisse birim fiyatına %35,40 halka arz iskontosu uygulanarak nihai fiyat **TL5.30** olarak belirlenmiştir.

4. Değerleme Hakkında Nihai Görüşümüz

Fiyat Tespit Raporu'nda verilen şirket ve finansal bilgilerinin yeterli olduğu düşünülmektedir. Belirlenen değerlendirme yöntemleri ve ilgili varsayımlar dikkate alındığında belirlenen halka arz fiyatının makul olduğu düşünülmektedir. Değerlemeyle ilgili ek görüşlerimiz aşağıdaki gibi özetlenmiştir:

- Net satışların kırılımının paylaşılması şirketin gelir yapısının anlaşılmasında ve ileriye yönelik projeksiyonların değerlendirilmesinde anlaşılabilirliği artırabilir.
- İndirgenmiş nakit akımı analizinde kullanılan yatırım harcaması bilgilerinin tutarının büyüklüğü göz önünde bulundurularak daha detaylı bir şekilde paylaşılması değerlendirme şeffaflığına katkı sağlayabilir.
- Piyasa analizinde BİST Ana Pazar ve BİST Bilişim Endeksi'nin dört farklı çarpanına yer verilmesi değerlendirme daha makul kılmaktadır.
- Piyasa analizinin değerlendirme ağırlığının %20 seviyesinde sınırlandırılmasının çıkan sonucun yüksekliği göz önünde bulundurulduğunda makul olduğunu düşünüyoruz. Ayrıca, yurtdışı benzer şirketlere analizde yer verilmemesini karşılaştırılacak olan şirketlerle arasındaki ölçek farkı ve ülke iskontosunu dikkate alarak makul buluyoruz.
- Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinde 1,0x olarak kullanılan Beta katsayısı yurtiçinde faaliyet gösteren benzer şirketlerin beta katsayısının medyanı şeklinde alınması değerlendirme adına daha uygun olabilir.
- İNA çalışmasındaki brüt marj ve faaliyet giderlerindeki iyileşmenin detayının paylaşılması yapılan çalışmayı daha sağlıklı kılabilir.
- Uygulanan %35.40 oranındaki halka arz iskontosunun yerinde olduğunu düşünüyoruz.

UYARI NOTU

Bu rapor, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Finansinvest"), 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 dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir.

Raporda yapılan yorumlar sadece QNB Finansinvest'in görüşünü yansıtmakta olup, hiçbir şekilde alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir ve yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. QNB Finansinvest ve QNB Finansinvest çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Ayrıca, QNB Finansinvest'in yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. Bunlara ilaveten, QNB Finansinvest raporların internet üzerinden veya e-posta yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.