

ARD GRUP BİLİŞİM TEKNOLOJİLERİ ANONİM ŞİRKETİ

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, KAP'ta açıklanan ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş. Halka Arz İzahnamesi ve eklerinden ve 20 Aralık 2019 tarihli Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporundan elde edilmiştir.

1. Şirket Hakkında Özet Bilgi

2011 yılından beri Hacettepe Üniversitesi Teknokent'te teknoloji ve araştırma-geliştirme faaliyetlerini sürdürmekte olan ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş. ("Ard Bilişim"), bilişim, sağlık, savunma, danışmanlık, enerji ve inşaat sektörlerinde faaliyet gösteren ARD GRUP Holding'in iştiraklerinden biridir. Şirketin %100 sahibi ARD GRUP Holding A.Ş.'dir. ARD GRUP Holding A.Ş.'nin sermayesinin tamamı Arda Ödemiş'e ait olup, Holding'in bilişim haricinde, savunma, enerji, sağlık ve gayrimenkul sektörlerinde %100 oranında pay sahibi olduğu bağlı ortaklıkları mevcuttur.

Şirketin faaliyetler alanlarını yönetilen hizmetler, anahtar teslim sistem entegrasyon projeleri, teknolojik ürün satışı, yazılım geliştirme hizmetleri ve teknoloji ve proje danışmanlığı adı altında gruplandırılmıştır. Şirketin halihazırda satış faaliyetleri (i) yazılım, (ii) donanım, (iii) sistem entegratörü ve (iv) danışmanlık hizmetleri olmak üzere dört ana kol altında toplanmaktadır. 2018 yılında yıllık bazda %67 büyüyen ve 51,4 mln TL olan satışların %68'ini yazılım gelirleri oluştururken, donanım gelirleri %12'sini ve sistem entegratörü %17'sini oluşturmuştur. Geri kalan %2'lik kısmını ise danışmanlık hizmet gelirleri oluşturmaktadır. 2019/9 aylık dönemde geçen yılın aynı dönemine göre yazılım gelirlerinde %662 oranında bir artış olurken, bu artışta Şirket'in geliştirmiş olduğu tamamlanmış yazılım ürünlerinin satışı etkili olmuştur. Aynı dönemde donanım gelirleri ve sistem entegratörü gelirleri sırasıyla %95 ve %87 oranında gerilemiştir. Bu gelirlerdeki gerilemenin sebebi bu dönemde gerçekleşen ihalelerin ve projelerin yazılım ağırlıklı olmasından kaynaklanmaktadır. Aynı dönemde danışmanlık hizmet gelirlerinde ise %55 oranında yükseliş gerçekleşmiştir. Bu yükselişte danışmanlık hizmetlerinin yıl içerisindeki dağılımının değişkenlik göstermesi etkili olmuştur.

Satışların müşteri kırılımına bakıldığında 2018'de ilk beş müşterinin toplam satışlarındaki payı %66 iken 2019 9 aylık dönemde bu oran %74'e yükselmiştir. Satışlarının tamamı yurtiçine olup, satışlarının büyük çoğunluğunu Marmara Bölgesi oluşturmaktadır.

Ard Bilişim, halka arz sonucunda elde edeceği net gelirin %30'unu şirket satın alma ve büyüme stratejileri için, %30'unu Ar-Ge çalışmaları için, %20'sini ofis yatırımı için ve kalan %20'sini işletme sermayesi ihtiyacı için kullanmayı amaçladığını açıklamıştır.

2. Halka Halka Arz Hakkında Özet Bilgi

Şirket	ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş.
Talep Toplama Tarihi	29-30 Ocak 2020
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Edilecek Payların Dağılımı	Sermaye Artırımı: 4.000.000 TL nominal değerli paylar Ortak Satışı: 3.500.000 TL nominal değerli paylar
Halka Arz Fiyatı	5,30 TL
Öngörülen Piyasa Değeri	116.600.000 TL
Tahmini Arz Büyüklüğü	39.750.000 TL
Halka Arz Oranı	%34
Fon Kullanım Yeri	Şirket, halka arz sonucunda elde edeceği net gelirin %30'unu şirket satın alma ve büyüme stratejileri için, %30'unu Ar-Ge çalışmaları için, %20'sini ofis yatırımı için ve kalan %20'sini işletme sermayesi ihtiyacı için kullanmayı amaçladığını açıklamıştır

3. Şirket Ortaklık Yapısı

Ortağın Adı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Pay (TL)	Pay (%)	Pay (TL)	Pay (%)
Ard GRUP Holding A.Ş.	18.000.000	%100,0	14.500.000	%66
Halka Açık Kısım			7.500.000	%34
TOPLAM	18.000.000	%100,0	22.000.000	%100,0

4. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Metrol Yatırım Menkul Değerler, ARD Bilişim'in paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değer belirlenmesi amacıyla değerlendirme yöntemleri olarak piyasa çarpanları ve indirgenmiş nakit akımları ("İNA") analizlerini kullanmıştır.

4.1 Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa çarpanları analizinde; BİST-Bilişim Sektörü, Şirketin faaliyet konusu ile doğrudan yakınlık gösterdiği için, BİST-Ana Pazar, Şirketin halka arz sonrasında işlem göreceği Pazar olması nedeniyle değerlendirme çalışmasına dahil edilmiştir. BİST-Bilişim Sektör endeksinde ve BİST- Ana Pazar endeksinde yer alan şirketlerin açıklanmış son finansal verilerine göre Piyasa Değeri/ Defter Değeri (PD/DD), Fiyat/Kazanç (F/K), Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Firma Değeri/Satışlar (FD/Satışlar) çarpanları kullanılmıştır. Değerleme çalışmasında çarpanların ortalamasının hesaplanmasında medyan kullanılmıştır. ARD Bilişim'in faaliyet alanı gereği, mali sektör şirketleri ve mükerrer işlem yapılmaması için Bilişim Sektörü şirketleri hariç tutulmuştur. BİST Ana Pazar endeksinde şirketlerin PD/DD oranı 1,95, FD/FAVÖK oranı 7,5, F/K oranı 14,58 ve FD/Satışlar 1,44 olarak hesaplanmıştır. BİST Bilişim Sektör endeksindeki şirketlerin PD/DD oranı 2,5, FD/FAVÖK oranı 10,05, F/K oranı 16,12 ve FD/Satışlar oranı 1,52 olarak hesaplanmıştır.

Piyasa çarpan analizinde kullanılan rasyoların ortalaması hesaplanırken BİST-Ana Pazar ve BİST-Bilişim Sektörü'ndeki oranlar eşit olarak ağırlıklandırılmıştır. Bu çarpanların eşit ağırlıklı şekilde Meto Yatırım'ın ARD Bilişim için yıllıklandığı net kar satışlar ve FAVÖK rakamlarına uygulanması sonucu bulunan piyasa değeri 235,8 milyon TL olmuştur.

4.2 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İndirgenmiş nakit akımları analizi, 6 yıllık projeksiyonlara dayandırılarak yapılmıştır. İskonto oranı olarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılmıştır. Risksiz getiri oranı olarak, 20.10.2021 itfa tarihli hazine kağıdının son 6 aylık ortalaması %15,04 kullanılmıştır. Hisse senedi risk primi %6,0 kabul edilirken, beta katsayısı 1,0 olarak alınmıştır. Terminal büyüme hızı %5,0 olarak hesaplamalara katılmıştır. Son olarak, şirket faaliyetlerini Hacettepe Üniversitesi Teknokent yerleşkesinde gerçekleştirmektedir ve Teknoloji Geliştirme Bölgeleri Kanunu uyarınca, Bölgede faaliyet gösteren gelir ve kurumlar vergisi mükelleflerinin, münhasıran bu Bölgedeki yazılım, tasarım ve Ar-Ge faaliyetlerinden elde ettikleri kazançları 31 Aralık 2023 tarihine kadar gelir ve kurumlar vergisinden müstesnadır. İndirim ve istisna kapsamına girmeyen gelirler için 2019-2023 yılı için önceki 3 yılın en yüksek ortalama vergi oranı olan %1,59 vergi oranı kullanılmıştır. Vergi sonrası borçlanma maliyeti %19,68 olarak hesaplanmıştır. 2024 yılı ve sonrasına ait dönemde de muhafazakâr kalmak adına aynı oran kullanılmıştır. Bu varsayımlar sonucunda ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti %20,88 ve bu oranla indirgenen nakit akımlarına göre piyasa değeri 125,7 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Piyasa çarpanları (%20) ve indirgenmiş nakit akımları (%80) analizlerinin ağırlıklandırılması sonucunda piyasa değeri 147.744.554 TL (hisse başına 8,21 TL) olarak bulunmuş, %35,4 halka arz iskontosu uygulanarak nihai piyasa değeri olan 95.442.982 TL'ye ulaşılmıştır. Bu piyasa değerine tekabül eden birim pay fiyatı ise 5,30 TL'dir.

5. Halk Arz Fiyatı Hakkında Nihai Değerlendirmeler

ARD Bilişim için hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, değerlendirme için başvuru yöntemleri ve nihai değerlendirme aşamasında başvuru ağırlıklandırmayı makul karşılıyoruz. Bununla birlikte, değerlendirme sürecine dair ekli yorumlarımızı/çekincelerimizi paylaşmakta fayda görüyoruz.

Çarpan Analizi: Çarpan analizine esas teşkil eden şirketlerin kompozisyonunu makul karşılıyoruz ve Yurt Dışı örneklerin dikkate alınmamasını, şirketin gelirlerinin tamamını yurt içinde elde etmesi ve Türk piyasasının görece yüksek iskontosunu zimminden içereceği için anlaşılabilir buluyoruz. Öte yandan, değerlemede dikkate alınan şirketlerin işlem gördüğü çarpanlara esas teşkil eden verilerin ayrıca paylaşılması, özellikle FD ve VAFÖK gibi değerlerin hesaplama yöntemleri farklılık gösterebileceğinden ve/veya bu verilerin muhasebesel açıdan arızeli değerler içerebilme ihtimali bulunduğundan, faydalı olabirdi.

İNA Analizi: İNA yönteminde dikkate alınan gelir büyümesinin 2020 ile beraber tekrar çift haneli değerlere ulaşması, marjların düzenli bir şekilde genişlemesi, yatırım gelirlerinin ciroya oranla azalması gibi varsayımların detaylandırılması ve özellikle marj genişlemesi varsayımının gerisinde yatan ana beklentilere yer verilmesi, yatırımcıların beklentilerini şekillendirmesi aşamasında faydalı olabilirdi. İşbu nedenle, finansal varsayımların nominal büyüklükleri hakkında detaylı yorum yapmaktan imtina ediyoruz. Ancak, İNA değerlemesinin kendi varsayımları içerisinde anlamlı ve kullanılan model varsayımları açısından (örneğin AOSM, Beta, Terminal Büyüme) da makul ve kabul edilebilir bir tabloyu yansıttığını söyleyebiliriz.

Özetle, yukarıda yer verdiğimiz yorumlarımız/çekincelerimiz ışığında, ARD Bilişim için %35,4 halka arz iskontosuyla ortaya çıkan 5,30 TL'lik halka arz birim pay fiyatının makul kabul edilebilecek bir seviye olduğunu 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.