

Bu rapor InvestAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (InvestAZ Yatırım) tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VII 128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmış olup, ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş. (ARD Grup) halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor, Kurum'un yalnızca Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Metro Yatırım) tarafından hazırlanmış olan fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup, yatırım kararlarının yayınlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı InvestAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Şirket Hakkında Bilgi

ARD Bilişim, 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 inşaat alanlarında faaliyet gösteren ARD Grup Holding iştirakleri arasında yer alan ARD Bilişim, Hacettepe Teknokent bünyesinde teknoloji ve Ar-Ge faaliyetleri sürdürmektedir.

ARD Bilişim, hukuk ve sağlık alanındaki çözümlerin yanı sıra, lojistik ve depo süreç yönetimi, izlenebilirlik teknolojileri, RFID, IOT, BPM, ERP, CRM, biyometrik tanımlama ve siber güvenlik alanlarında da kurumsal projeler gerçekleştirmiştir.

Bilişim alanında sunucu, veri depolama, bilişim altyapısı ve veri güvenliğinin yanında biyometrik çözümlerde, parmak izi, parmak damar izi ve yüz tanımlama teknolojileri, IoT kamere ve sensörler ile Video Analitik ve Görselfleştirme platformları kullanılarak başta anakara ve sınır güvenliği olmak üzere, kamu binaları, kampüsler, havaalanları, şehir ve halk güvenliği alanlarında kurumsal ve endüstriyel projeler yürütmektedir.

Halka Arz Bilgileri

İhraççı	ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş. (ARD Grup)
Halka Arz Şekli	4.000.000 TL Sermaye Artırımı ve 3.500.000 TL Ortak Satışı (Toplam 7.500.000 TL)
Talep Toplama Yöntemi	Borsa'da satış "Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış" Yöntemi
Halka Arz Öncesi Sermaye	18,000,000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	22,000,000 TL
Halka Açıklık Oranı	34,09%
Halka Arz Edilecek Hisseler Dağılımı (Nominal)	Sermaye Artırımı: 4.000.000 TL
Halka Arz Fiyatı	5.30 TL
Halka Arz Tarihi	29-30 Ocak 2020
BİST İşlem Kodu	ARDYZ

ARD Bilişim, Deloitte'in yapmış olduğu "Türkiye'nin en hızlı büyüyen 50 teknoloji şirketi" değerlendirmesinde, 2016- 2017-2018 yıllarında üst üste 3 yıl dereceye girmiş, EMEA (Avrupa, Orta Doğu, Afrika) bölgesinde yapılan "Dünyanın en hızlı büyüyen 500 teknoloji şirketi" değerlendirmesinde 20. olmuştur.

ARD, bilişim sistemleri ve yazılım çözümleri alanında faaliyet göstermektedir. Bu faaliyet alanları aşağıdaki gibi gruplandırılmıştır.

- 1 – Yönetilen hizmetler
- 2 – Anahtar teslim sistem entegrasyon projeleri
- 3 – Teknolojik ürün satışı
- 4 – Yazılım geliştirme projeleri
- 5 – Teknoloji ve proje danışmanlığı

ARD Bilişim, tüm faaliyet süreçlerini ISO kalite standartlarına uygun ve denetimli bir şekilde sürdürmektedir. Özellikle kamu sektöründe ihtiyaçlara cevap vermekte uzmanlığı bulunmakta, sektörel olarak lojistik, hukuk, sağlık ve savunma alanlarında geliştirdiği uçtan uca projelerle öne çıkmaktadır.

ARD Bilişim'in hukuk alanındaki projelerinden bazıları Ulusal Hukuk Ağı Projesi (UHAP), Otomatik Ceza Muhakemeleri Kanunu Avukat Atama Sistemi (OCAS), Adli Yardım Atama Sistemi (AYAS), Uzlaşma Atama Sistemi (UZAS), Baro Yönetim Sistemi (BAROTEK) ve İcra Takip Sistemi (İCRATEK)'dir.

Şirket, sağlık alanında Sterilizasyon Takip Sistemi (3MSTS) başta olmak üzere uluslararası 3M Global Sağlık Hizmetleri'nin Türkiye'deki yazılım tedarikçisi olarak faaliyet gösteren sayılı Türk firmalarındandır.

ORTAKLIK YAPISI

Şirketin %5 ve üzerinde paya sahip gerçek ve tüzel kişiler belirtilmiştir.

Doğrudan Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi						
Ortağın Adı Soyadı	Son Genel Kurul Toplantısı (04/10/2019)			Son durum 20/12/2019		
	TL	Sermaye Payı (%)	Oy Hakkı (%)	TL	Sermaye Payı (%)	Oy Hakkı (%)
ADR Grup Holding A.Ş.	18.000.000	100	100	18.000.000	100	100
TOPLAM	18.000.000	100	100	18.000.000	100	100

Arda ÖDEMİŞ, ARD Grup holding A.Ş.'nin %100 oranında payına sahiptir. Buna göre ARD Bilişim'de %5 ve üzeri pay sahibi olan dolaylı gerçek ve tüzel kişiler aşağıda belirtilmiştir.

Dolaylı Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi						
Ortağın Adı Soyadı	Son Genel Kurul Toplantısı (04/10/2019)			Son durum 20/12/2019		
	TL	Sermaye Payı (%)	Oy Hakkı (%)	TL	Sermaye Payı (%)	Oy Hakkı (%)
Arda ÖDEMİŞ	18.000.000	100	100	18.000.000	100	100
TOPLAM	18.000.000	100	100	18.000.000	100	100

ARD Bilişim, hukuk ve sağlık sektörleri haricinde, lojistik ve depo süreci yönetimi, izlenebilirlik teknolojileri, RFID, IOT, BPM, ERP, CRM, biyometrik tanımlama ve siber güvenlik alanlarında da ürünler geliştirmiştir. Bilişim alanında sunucu, veri depolama, bilişim altyapısı ve veri güvenliği konularının yanında, parmak izi ve yüz tanıma teknolojileri gibi biyometrik çalışmalar da yapan ARD Bilişim, başta anakara ve sınır güvenliği olmak üzere, kamu binaları, kampüsler, havaalanları, şehir ve halk güvenliği alanlarında kurumsal ve endüstriyel projeler yürütmektedir.

Alan güvenliği kritik seviyedeki kuruluşlar için Akıllı Çevre Güvenlik Sistemleri ile çözümler üreten ARD Bilişim, bu doğrultuda Kamera Sistemleri, Plaka Tanıma Sistemleri, Araç Altı Görüntüleme Sistemleri, Geçiş Kontrol ve Sismik Sensörler gibi IoT cihazları ile tamamen insan dikkati bağımsız yapı oluşturmaktadır.

Halka Arz Gerekçeleri:

- a) Şirketin büyüme hedeflerinin devamı,
- b) Planlanan yatırımların finansmanı,
- c) Kurumsal yapının güçlendirilmesi,
- d) Şeffaflık ve hesap verilebilirlik düzeyinin yükseltilmesi,
- e) Şirket bilinirliğinin artırılması,
- f) Rekabet gücünün artırılması,
- g) Potansiyel müşteriler ve iş ortakları nezdinde güvenilirliğin ve saygınlığın artırılması.

Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri:

Şirketin 08.10.2019 tarihli ve 2019/08 sayılı Yönetim Kurulu kararı ile halka arzdan elde edilecek fonun kullanım yerlerine ilişkin rapor kabul edilerek karara bağlanmıştır. Buna göre;

- 1) Şirket satınalma fırsatlarının değerlendirilmesi:** Halka arzdan elde edilecek gelirin yaklaşık %30'una kadar şirket satın alma ve büyüme stratejileri için kullanılması planlanmaktadır.
- 2) Ar-Ge faaliyetlerinin iyileştirilmesi ve yeni bir Ar-Ge merkezinin kurulması:** Halka arzdan elde edilecek net gelirin yaklaşık %30'una kadar Ar-Ge çalışmaları için veri merkezi oluşturulması ve mevcut sistem altyapısının iyileştirilmesi ve yeni bina satın alınarak Ar-Ge merkezi yapılması için kullanılması planlanmaktadır.
- 3) Mevcut ofisleri büyütme ve yeni ofis açma:** Halka arzdan elde edilecek net gelirin yaklaşık %20'sine kadar ofis yatırımı için kullanılması planlanmaktadır.
- 4) İşletme sermayesi ihtiyacının karşılanması:** Halka arzdan elde edilecek net gelirin yaklaşık %20'sine kadar işletme sermayesi ihtiyacı için kullanılması planlanmaktadır.

Fiyat Tespit Raporundaki Değerlemeye Yönelik Özet Bilgi ve Değerlendirme

ARD Bilişim'in sermaye artırımı yolu ile halka arz edilecek paylarının birim fiyat tespitinde aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

1. Pazar Yaklaşımı (Piyasa Çarpanları)
2. Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları "İNA" Analizi)

Pazar Yaklaşımı ile Piyasa Değeri Tespiti

Pazar Yaklaşımı yöntemi ile yapılan piyasa değeri hesaplanışında;

- 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 hesaplanmasında medyan kullanılmıştır.

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

Pazar Yaklaşımı Yönteminde; BIST-Bilişim Sektörü, şirketin faaliyet konusu ile doğrudan yakınlık gösterdiği için, BIST–Ana Pazar, şirketin halka arz sonrasında işlem göreceği pazar olması nedeniyle değerlendirilmesine dahil edilmiştir. BIST100 ve Yıldız Pazar'da işlem gören şirketler ise büyüklük olarak ARD Bilişim'den çok farklı ölçeğe sahip oldukları için pazar yaklaşımına dahil edilmemiştir.

20/12/2019 İtibarıyla Değerleme Oranları

Pazar ve Sektör Verileri	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K	FD/Satışlar
BİST Ana Pazar	1,95	7,5	14,58	1,44
BİST Bilişim Sektörü	2,50	10,05	16,12	1,52
Ortalama*	2,22	8,77	15,35	1,48

*Ortalama alınırken Pazar ve sektör eşit olarak ağırlıklandırılmıştır.

Piyasa Değerleri (TL)				
Karşılaştırılan Pazar ve Sektörler	PD/DD	FD/FAVÖK*	F/K	FD/Satışlar*
BİST Ana Pazar	111.089.185	252.563.139	428.526.860	66.431.791
Bilişim Sektörü	142.502.579	340.595.401	473.789.642	70.765.910
Ortalama Şirket Değeri	126.795.881	296.579.269	451.158.250	68.598.850
Nihai Şirket Değeri (Eşit Ağırlık)				235.783.063
Birim Pay Değeri				13,10
*Piyasa değeri hesaplanırken şirketin net borçluluk durumu hesaplamaaya dahil edilmiştir.				

Oran analizi yöntemiyle, ARD Bilişim için tüm rasyoların verdiği değerlemelerin eşit ağırlıklı ortalamasına göre 235.783.063 TL'lik piyasa değerine ve 13,10 TL birim pay değerine ulaşılmıştır.

Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları

Oran Analizi yöntemiyle, ARD Bilişim için tüm rasyoların verdiği değerlemelerin eşit ağırlıklı ortalamasına göre 235.783.063 TL'lik piyasa değerine ve 13,10 TL birim pay değerine ulaşılmıştır.

Gelir Yaklaşımı Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

Gelir yaklaşımı kapsamındaki yöntemler fiilen gelecekteki nakit tutarlarının bugünkü değere indirgenmesine dayanmaktadır.

Şirket'in İndirgenmiş Nakit Akımları'na (İNA) göre yapılan değerlemesinde kullanılan temel varsayımlar aşağıda sıralanmıştır:

- a) Projeksiyonlar Türk Lirası üzerinden yapılmıştır. Aksi belirtilmedikçe tüm parasal büyüklükler TL cinsindedir.
- b) İndirgenmiş Nakit Akımı analizi gelecek altı yıllık dönem esas alınarak hesaplanmıştır (2019 yılı rapor tarihi itibarıyla gerçekleştirmeler veri alınmış olup çok kısa bir dönem için tahmin kullanılmıştır).
- c) 2019-2024 yıllarını kapsayan analize konu olan dönemde Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesaplaması şu şekildedir:

İskonto Oranı	
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%

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemine göre hesaplanan firma değeri ve birim pay değeri aşağıdaki gibidir:

İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı 2019 – 2024 (TL)	59.191.353
Terminal büyüme Oranı	5,0
Uç Dönem Serbest Nakit Akımları (TL)	228.623.385
İndirgenmiş Devam Eden Şirket Değeri (TL)	73.281.918
Firma Değeri (TL)	132.473.271
Net Borç (-) (TL)	6.738.344
Tahmini Gerçeğe Uygun Değer (TL)	125.734.927
Tahmini Birim Pay Değeri (TL)	6,99

Terminal büyüme oranı, 2024 sonrasındaki dönem için %5,0 olarak kullanılmıştır.

Değerleme Sonucu

Pazar Yaklaşımı Yöntemine %20, daha düşük sonuç veren Gelir Yaklaşımı Yöntemine %80 ağırlık verilmiştir. **Sonuç olarak ARD Bilişim için yapılan değerlendirme çalışmaları neticesinde şirket değeri 147.744.554 TL olarak hesaplanmıştır. Şirketin mevcut çıkarılmış sermayesi olan 18.000.000 TL'ye göre birim pay değeri 8,21 TL'ye karşılık gelmektedir.**

Şirketin birim halka arz fiyatı, bulunan birim pay değerine %35,40 oranında halka arz iskontosu uygulanarak, 5,30 TL olarak belirlenmiştir.

Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri	Hisse Başına Değer (TL)
Piyasa Çarpanları Yöntemi	235.783.063	13,10
İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi	125.734.927	6,99
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri, (Piyasa Çarpanları %20, İNA %80)	147.744.554	8,21
İskonto Tutarı (%35,40)	52.301.572	
İskontolu şirket Değeri	95.442.982	5,30

SONUÇ

InvestAZ olarak görüşümüz,

- 1) Fiyat tespit raporunda şirket ile ilgili yer alan bilgilerin anlaşılabilir ve yeterli olduğunu düşünüyoruz.
- 2) İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne değerlendirme çalışmasında yer verilmesini olumlu karşılıyoruz, ancak İNA kapsamında gelecek dönem satışlardaki büyümenin %20 oranının üzerinde öngörülmesi dışındaki çekincemiz dışında, halka arz fiyatına ulaşılırken, son dönemde yazılım şirketleri paylarında yaşanan yükselişlerin normalize edilmesi adına piyasa çarpanları yöntemine %20 ağırlık verilmesini makul karşılıyoruz.

- 3) Şirket'in birim halka arz fiyatı, bulunan pay birim değerine %35,40 oranında halka arz iskontosu uygulanarak 5,30 TL olarak belirlenmiştir. Uygulanan halka arz iskontosunun makul olduğunu düşünmekteyiz
- 4) Piyasa Çarpanları Yöntemine göre hesaplanan iskonto uygulanmış 95.442.982 TL Şirket değeri ve 5,30 TL pay başına değeri makul bulmaktayız.