

ARD Bilişim

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

Ocak 2020

İŞ YATIRIM



Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Metro Yatırım") aracılık ettiği ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş. ("ARD Bilişim" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Metro Yatırım'ın hazırladığı fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1 Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Tablo 1 Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Halka Arz Tarihi	29-30 Ocak 2020
Halka Arz Yöntemi	Borsada Satış – Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış
Mevcut Ödenmiş Sermaye	18.000.000 TL
Halka Arz Oranı	%34,09
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı ⁽¹⁾
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	7.500.000 TL (Sermaye Art.: 4.000.000 TL, Ortak Satışı: 3.500.000 TL)
Satmama Taahhüdü	1 yıl boyunca halka arz fiyatının altında satmama
Fiyat	5,30 TL
Halka Arz Büyüklüğü	39.750.000 TL

1) Halka arz sonrasında bir yıl boyunca satışa hazır beklenecek 1.875.000 TL nominal değerli payların halka arzı da söz konusu olabilecektir

Kaynak: Metro Yatırım

Arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda verilmektedir:

Tablo 2 Ortaklık Yapısı

Ortak	ARZ ÖNCESİ		ARZ SONRASI	
	Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
ARD Grup Holding A.Ş.	18.000.000	100	14.500.000	65,91
Halka Açık	0	0	7.500.000	34,09
TOPLAM	18.000.000	100	22.000.000	100

Kaynak: Metro Yatırım

2 Şirket Hakkında Özet 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 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 (MİLLİ GİZLİ/NATO GİZLİ) ve SPICE (TS ISO\IEC 15504) Seviye II (dünya standartlarında yazılım geliştirme kalite belgesi) 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.

Hukuk alanında 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), İcra Takip Sistemi (İCRATEK), Karar ve İcra Akıllı Arama Motoru Yazılımı (KARARTEK), Büro Yönetim Sistemi (BÜROTEK), Elektronik Serbest Meslek Makbuzu Sistemi (MAKBUZTEK), Mesleki Dayanışma Sistemi (VEKİLTEK) projelerden bazılarıdır.

Sağlık alanında Ard Bilişim olarak Sterilizasyon Takip Sistemi (3MSTS) başta olmak üzere uluslararası 3M Global Sağlık Hizmetlerinin Türkiye’deki yazılım tedarikçisi olarak faaliyet gösteren sayılı Türk firmalarındandır.

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 kamera ve sensörler ile Video Analitik ve Görseleştirme platformları kullanılarak başta anakara ve sınır güvenliği olmak üzere, kamu binaları, kampüsler, havaalanları, şehir ve halk güvenliği alanlarında kurumsal ve endüstriyel projeler yürütmektedir.

ARD Bilişim, iç ve dış ortam alan güvenliği kritik seviyedeki kurum ve kuruluşlar için “Akıllı Çevre Güvenlik Sistemleri” çözümleri üretmektedir. Bu çözümler ile Kamera Sistemleri, Plaka Tanıma Sistemleri, Araç Altı Görüntüleme Sistemleri, Geçiş Kontrol ve Sismik Sensörler gibi IoT cihazları ile tamamen insan dikkati bağımsız yapı oluşturulmaktadır. Ayrıca tüm bu bütünlük yapının kontrol edilebilmesi için Merkezi Kontrol Odaları da çözümler arasında bulunmaktadır.

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

1 – Yönetilen Hizmetleri

- 2 – Anahtar Teslim Sistem Entegrasyon Projeleri
- 3 – Teknolojik Ürün Satışı
- 4 – Yazılım Geliştirme Hizmetleri
- 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.

Şirket, halka arz gelirinin kullanım alanı olarak aşağıdaki planlamayı sunmuştur:

- 1) %30: Şirket Satın alma ve büyüme stratejileri
- 2) %30: Ar-Ge faaliyetlerinin iyileştirilmesi ve yeni bir Ar-Ge merkezinin kurulması
- 3) %20: Mevcut ofisleri büyütme ve yeni ofis açma
- 4) %20: İşletme Sermayesi ihtiyacının karşılanması

3 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

İş Yatırım tarafından Metro Yatırım'ın hazırladığı 20 Aralık 2019 tarihli fiyat tespit raporu incelenmiştir. Bu çalışmaların sonuçları aşağıdaki gibidir:

1. Piyasa Çarpanları Yöntemi

Oran analizinde baz alınan rasyolar aşağıdaki gibidir:

Tablo 3 BİST Benzer Şirketler (20.12.2019)

Endeks 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

Kaynak: Metro Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Piyasa çarpanları için kullanılan şirket verileri aşağıdaki gibidir:

Tablo 4 Kullanılan Şirket Verileri

Şirket Verileri (TL)	Net Kar	Özkaynaklar	Satışlar	FAVÖK	Net Borç
30.09.2019	29.391.417	57.115.262	50.989.641	34.571.912	6.738.344

ARD Bilişim'in BİST Ana Pazar ve BİST Bilişim/Yazılım sektörü ortalama rasyolarına göre hesaplanan piyasa değerleri aşağıdaki gibidir.

Tablo 5 Çarpan Analizi Sonuçları

Ortalama Şirket Değeri (TL)	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K	FD/Satışlar
	126.795.881	296.579.269	451.158.250	68.598.850

Tüm rasyoların verdiği piyasa değerlerinin ortalaması eşit ağırlıkta (%25) alındığında ARD Bilişim için Piyasa Değeri 235.783.063 TL, 1 adet payın değeri ise 13,10 TL olarak hesaplanmıştır.

2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Kullanılan temel varsayımlar aşağıdaki gibidir:

- 1) İNA analizi 5 yıllık bir süreyi baz almıştır.
- 2) Sermaye maliyeti hesaplanırken, risksiz faiz oranı %15,04, piyasa risk primi %6,00 ve Beta 1,00 kabul edilmiştir. %21,04 sermaye maliyeti ve %11,84 borçluluk oranı ile AOSM %20,88 olarak hesaplanmıştır.
- 3) Ciro Büyüme Oranı 2019 için %3,75, 2020-21 için %20, 2022 için %15, 2023 için %10, 2024 için %7 kabul edilmiştir.
- 4) Terminal Büyüme Oranı %5 kabul edilmiştir.

Tablo 6 İNA Yöntemi - Sonuç

Uç Dönem Ser. Nakit Akım.	İnd. Devam Eden Şirket Değeri	Firma Değeri	Net Borç	Tah. Gerçeğe Uyg. Değ.	Tahmini Birim Pay Değeri
228.623.385	73.281.918	132.473.271	6.738.344	125.734.927	6,99

3. Sonuç

Metro Yatırım tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında;

- Piyasa Çarpanları Yöntemi
- İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

sonucunda Piyasa Değeri hesaplaması yapılmış ve bu yöntemler sonucu elde edilen değerlerin ortalaması alınarak Piyasa Değeri bulunmuştur.

Tablo 7 Metro Yatırım Fiyat Tespit Raporu Değerleme Sonucu

mn TL	Piyasa Değeri (TL)
Piyasa Çarpanları Yöntemi (Ağırlık: %20)	235.783.063
İNA Yöntemi (Ağırlık: %80)	125.734.927
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri	147.744.554

Kaynak: Metro Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Bu piyasa değeri doğrultusunda birim hisse fiyatı **8,21 TL** olarak hesaplanmış olup, halka arz iskontosu (**%35,40**) sonrası fiyat **5,30 TL** olarak belirlenmiştir.

4 Görüş

1. Piyasa Çarpanları Yöntemi

- Çarpanların ortalamasının hesaplanmasında medyan kullanılması makuldür.
- PD/DD çarpanı yazılım şirketleri için çok uygun bir yöntem olmadığı düşünülmekte olup, ARD Bilişim için kullanılmaması daha uygundur.
- BİST Ana-Pazar ortalamasına mali sektör şirketlerinin ve mükerrer işlem yapılmaması için Bilişim Sektörü şirketlerinin dâhil edilmemesi doğru bir yaklaşımdır. Bununla beraber, bu grupta yer alan şirketlerin pek çoğu, ARD Bilişim'den çok farklı iş modellerine ve finansal büyüklüklere sahip olduğu için, BİST Ana-Pazar çarpanının ARD Bilişim değer hesaplamasında kullanılmamasının daha uygun olduğunu düşünüyoruz.
- Bilişim/Yazılım sektörü çarpanlarını kullanmak doğru bir yaklaşımdır. Bununla beraber, bu sektör grubunda yer alan şirketlerin faaliyetleri incelendiğinde büyük çoğunluğunun donanım ve teknolojik malzeme dağıtım/toptan satış odaklı şirketler olduğu görülmektedir. ARD Bilişim bir yazılım şirketi olduğu için, bu şirketler arasında ARD Bilişim ile karşılaştırılabilir olan (ve tahmin verisi temin edilebilen) şirketlerin Smartiks, Logo Yazılım, Kafein Yazılım ve Fonet olduğu görülmektedir. Çarpan analizinde bilişim sektörü bazında bu şirketlerin kullanılmasının daha uygun olduğu düşünülmektedir.
- İş Yatırım tarafından Smartiks, Logo Yazılım, Kafein Yazılım, ve Fonet'in çarpanları incelenmiştir. Bulunan şirket çarpanlarına aşağıda yer verilmiştir.

Tablo 8 Smartiks, Logo, Kafein ve Fonet Çarpanları

	Piyasa Değeri (milyar TL)	2019T			2020T		
		F/K	FD/FAVÖK	FD/Satışlar	F/K	FD/FAVÖK	FD/Satışlar
Smartiks	380.8	33.6x	19.8x	12.5x	26.4x	15.4x	9.6x
Logo	1,645.4	22.7x	12.8x	4.1x	17.7x	10.0x	3.3x
Kafein	319.6	14.7x	10.7x	2.6x	11.9x	8.6x	2.1x
Fonet	441.9	25.7x	21.8x	8.7x	20.8x	17.4x	6.9x

Kaynak: Bloomberg, 27.01.2020

- Bu çarpanlar kullanılarak hesaplanan şirket değeri Fiyat Tespit Raporunda belirtilen İNA ve çarpan değerlerini desteklemektedir.
- Yurtdışındaki benzer şirketlerin incelenerek, özellikle de gelişmekte olan pazarlardaki benzer şirketlerin çarpanlarının da değerlendirilmesine katılması faydalı olabilirdi.

2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

- Projeksiyon dönemindeki büyüme oranları geçmiş trend ile tutarlı gözükmemektedir.

- Maliyetlerin ve operasyonel giderlerin hesaplanmasında personel maliyetleri hesap projeksiyonları tam olarak anlaşılmamıştır. Personel sayısının varsayımı olmadığı için faaliyet giderleri ve maliyet üzerine yorum yapılamamıştır.
- Mevcut durumdaki vergi teşviğinin ilerleyen dönemde devam etmeyeceği yönündeki muhafazakar yaklaşımı makul bulmaktayız.
- AOSM hesaplanırken;
 - Risksiz faiz oranı olarak %15,04 kullanılmıştır. Gösterge faiz oranı dikkate alındığında (%11,97) bu oranın makul olduğu görülmektedir.
 - Risk priminin, ülkemizde gerçekleşen halka arzlar baz alınarak, muhafazakar bir yaklaşımla %6 alındığı ifade edilmiştir. Bu yaklaşım makuldür.
 - Beta katsayısı, “ilk halka arzlarda bu katsayının genelde 1 kabul edildiği” varsayımı ile 1 kabul edilmiştir. Böyle bir varsayım yapmak yerine, ARD Bilişim ile en çok benzeyen Smartiks, Logo Yazılım, Kafein Yazılım, Link Bilgisayar, Kron Telekom ve Fonet’in kaldıraçsız beta katsayılarından faydalanmak daha doğru bir yaklaşım olabilir. Çıkan ortalama kaldıraçsız beta şirket verileri ile kaldıraçlı hale getirilmiştir.

Tablo 9 Beta Hesaplaması

	Beta	Borç / Özkaynak	Kaldıraçsız Beta
Smartiks	0.90	16%	0.80
Logo	1.08	66%	0.71
Kafein	0.95	21%	0.81
Link	0.86	11%	0.79
Fonet	0.88	23%	0.75
Kron	1.04	35%	0.82
Ortalama	0.95	29%	0.78

Kaynak: Bloomberg, 27.01.2020

- Ortalama kaldıraçsız beta sonucu kullanılarak Şirket'in kaldıraçlı betası **0,93** olarak bulunmuştur. Beta varsayımı bu şekilde kullanıldığı zaman AOSM yaklaşık %20,53 olmaktadır.

3. Sonuç

Sonuç olarak;

Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında kapsamlı bir şekilde bilgilendirme yapılmıştır. Değerleme için kullanılan yöntemler ayrıntılı ve net bir şekilde açıklanmıştır. Projeksiyonlar için kullanılan varsayımlar genel olarak iyi açıklanmış olup, bir yazılım şirketi için önemli bir maliyet kalemi olan personel giderlerinin projeksiyon varsayımları belirtilmemiştir.

Çarpan analizi yönteminde yukarıda açıklandığı üzere bilişim sektöründe Smartiks, Logo Yazılım, Kafein ve Fonet'in Satış, FAVÖK ve F/K çarpanları baz alınarak hesaplanan fiyat belirlenen halka arz fiyatının üzerinde çıkması sebebiyle 5,30 TL'lik halka arz fiyatının makul olduğu düşünülmektedir.