



## 'Fiyat Tespit Raporu' Değerlendirme Analiz Raporu

28/01/2020

## ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş.

Bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırladığı ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş. halka arz fiyat tespit raporunun yöntem, içerik ve varsayımları itibariyle analiz edilip, değerlendirilmesi amacıyla hazırlanmıştır.

ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş.'nin halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor yalnızca aracı kurumun fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup yatırımcılar, halka arza ilişkin sirküleri ve izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

**ŞİRKET HAKKINDA ÖZET BİLGİ**

ARD GRUP HOLDİNG bünyesinde bulunan ARD BİLİŞİM TEKNOLOJİLERİ, Yazılım, Bilişim Teknolojileri, İletişim ve Telekomünikasyon alanında faaliyet göstermektedir. ARD GRUP HOLDİNG şirketler grubunun diğer faaliyet alanları arasında Savunma, Sağlık, Enerji, İnşaat ve Danışmanlık başta olmak üzere birçok farklı sektör bulunmaktadır. ARD BİLİŞİM TEKNOLOJİLERİ, sürekli gelişen teknolojilerin, birbirleriyle iç içe geçmiş uygulama alanlarında uçtan uca yazılım çözümleri üretmektedir. Hukuk, Sağlık, Lojistik, Finans sektörleri başta olmak üzere hem ulusal hem de uluslararası projeler geliştirmektedir. Ulusal Hukuk Ağı Projesi (UHAP), 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 projelerden birkaçını oluşturmaktadır. Şirket 2011 yılında Ankara'da kurulmuştur.

Ortak Adı/Unvanı	Pay Grubu	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
Ard GRUP Holding A.Ş.	A	18,000,000	100.00%
<b>Toplam</b>		<b>18,000,000</b>	<b>18,000,000</b>

**HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ**

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 16/01/2020 tarihinde onaylanan izahname çerçevesinde, ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş.'nin (Şirket) halka arz edilecek toplam 7.500.000 TL nominal değerli payları, Borsa Birincil Piyasa'da Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemi ile beher pay için 5,30 TL fiyattan 29-30/01/2020 tarihlerinde Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. aracılığıyla, ARDYZ.HE (ikincil piyasada işlem kodu ARDYZ.E olacaktır) işlem sırasında satışa sunulacaktır.

Halka arzda şirketin sermayesinin 18.0 milyon TL'den 22.0 milyon TL'ye çıkarılması sonucu elde edilecek 4.0 milyon adet pay satışı gerçekleştirilecek olup, ayrıca 3.5 milyon adet ortak satışı gerçekleştirilecektir. Böylece arz sonrası halka açıklık oranının ise %34.1 olması beklenmektedir. Halka arz fiyatı hisse başına 5.30 TL olup, tüm payların satışının tamamlanması durumunda halka arz büyüklüğü 39.75 milyon TL olarak gerçekleşecektir.

YATIRIM FİNANSMAN  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Sermaye artırımından elde edilecek gelirlerin kullanımı ile ilgili Yönetim Kurulu raporunda, halka arzdan elde edilecek ve şirketin kaynak olarak kullanabileceği net gelirlerin %30'luk bölümünün yeni şirket satın alma fırsatlarının değerlendirilmesinde, %30'luk bölümünün Ar-Ge faaliyetlerinin geliştirilmesinde, kalan kısmın ise mevcut ofisleri büyüme, yeni ofis açma ve genel işletme sermayesi ihtiyacı kapsamında değerlendirilmesinin planlandığı belirtilmiştir.

<b>Çıkarılmış Sermaye</b>	18.000.000 TL
<b>Ortak Satışı</b>	3.500.000 TL
<b>Sermaye Artırımı</b>	4.000.000 TL
<b>Çıkarılmış Sermaye (halka arz sonrası)</b>	22.000.000 TL
<b>Halka Arz Edilecek Toplam Nominal Tutar</b>	7.500.000 TL nominal pay
<b>Halka Açılacak Oran</b>	34.1%
<b>Halka Arz Şekli</b>	Sermaye artırımı ve ortak satışı
<b>Halka Arz İskontosu</b>	35.40%
<b>Halka Arz Satış Fiyatı (İskontolu)</b>	5.30 TL
<b>Halka Arz Büyüklüğü</b>	39.750.000 TL
<b>Halka Arz Sonrası Şirket Değeri</b>	116.600.000 TL

## DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Değerleme çalışması, aşağıda yer alan değerlendirme yöntemleri için ayrı ayrı, açık ve net ifade edilmiştir.

### Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akışı Analizi Yöntemi)

Gelir yaklaşımı analizinde kullanılan projeksiyon dönemi 2019-2024 yılları arasını kapsamaktadır.

Paylaşılan projeksiyonlara göre, 2019 yılında şirketin satışlarında %30.8 oranında büyüme kaydedilmesi beklenmektedir. Satış büyüme hızının 2020 ve 2021 yıllarında da %20 civarında gerçekleşmesi öngörülmüştür. Sonraki yıllarda ise büyüme hızında kademeli yavaşlama tahmin edilmiş olup, 2024 sonrası terminal büyüme hızı %5 olarak kullanılmıştır. Böylece şirketin 5 yıllık projeksiyonlarında, konsolide yıllık bileşik büyüme oranının %17.1 olacağı ve 2024 yılında şirketin cirosunun 104 milyon TL'ye yükseleceği tahmin edilmiştir.

Brüt kar marjında ise projeksiyon döneminde kademeli bir yükseliş tahmin edilerek, 2019 yılında %47.0 olması beklenen marjın 2024 yılında %62.1 seviyesine yükselmesi öngörülmüştür.

Faaliyet giderlerinin ciroya oranında ise 2019-2024 dönemi boyunca ortalama yüzde 8 seviyelerinde olacağı tahmin edilmiştir.

İndirgenmiş nakit akımları analizi ile şirketin değeri 125.7 milyon TL, birim pay değeri ise 6.99 TL olarak hesaplanmıştır.

YATIRIM FİNANSMAN  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

İndirgenmiş Nakit Akımları Tablosu (Milyon TL)	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T
<b>Satışlar</b>	<b>53.3</b>	<b>64.0</b>	<b>76.8</b>	<b>88.3</b>	<b>97.1</b>	<b>103.9</b>
Satışlardaki Büyüme	30.8%	20.0%	20.0%	15.0%	10.0%	7.0%
<b>Brüt Kar</b>	<b>25.1</b>	<b>32.3</b>	<b>43.5</b>	<b>52.3</b>	<b>59.4</b>	<b>64.5</b>
Brüt Kar Marjı	47.0%	50.5%	56.7%	59.2%	61.2%	62.1%
Faaliyet Gideleri	-4.5	-5.2	-6.7	-6.8	-7.4	-8.1
Satışlara Oranı (%)	-8.4%	-8.1%	-8.7%	-7.7%	-7.7%	-7.8%
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>20.6</b>	<b>27.2</b>	<b>36.9</b>	<b>45.4</b>	<b>52.0</b>	<b>56.4</b>
Vergi Oranı	2%	2%	2%	2%	2%	20%
<b>Vergi Sonrası Faaliyet Karı</b>	<b>20.2</b>	<b>26.7</b>	<b>36.2</b>	<b>44.6</b>	<b>51.0</b>	<b>45.2</b>
Amortisman (+)	5.3	8.2	11.4	15.1	18.9	22.9
Yatırım Harcamaları (-)	21.3	23.8	27.2	27.9	29.4	31.2
İşletme Sermayesi Değişimi (-)	-3.5	3.8	4.3	4.2	2.9	2.4
<b>Serbest Nakit Akımları (=)</b>	<b>7.7</b>	<b>7.2</b>	<b>16.1</b>	<b>27.7</b>	<b>37.7</b>	<b>34.5</b>
<b>Terminal Değer</b>						
<b>AOSM</b>		<b>20.9%</b>	<b>20.9%</b>	<b>20.9%</b>	<b>20.9%</b>	<b>20.9%</b>
<b>Bugünkü Değer</b>	<b>6.4</b>	<b>4.9</b>	<b>9.2</b>	<b>13.0</b>	<b>14.6</b>	<b>11.1</b>

Kaynak: Yetkili Aracı Kurum

#### Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması

AOSM	20.88%
Özsermaye Maliyeti	21.0%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	19.7%
Risksiz getiri oranı	15.0%
Hisse senedi pazarı risk primi	6.0%
Özsermaye oranı	88.2%
Dış kaynak oranı	11.8%
Beta	1.0

Kaynak: Yetkili Aracı Kurum

#### Emsal Şirket Değeri Yöntemi (Piyasa Çarpanları Analizi)

Piyasa çarpanları yönteminde uygulanan varsayımlar, hesaplamalar ve ağırlıklandırmalar genel bir değerlendirme yapmaya uygunlukta açık ve net bir şekilde ifade edilmiştir.

Piyasa çarpanları analizinde Şirket'in piyasa değerinin belirlenmesinde, hem Borsa İstanbul Ana Pazar'da işlem gören hisselerin değerlendirme çarpanları, hem de Borsa İstanbul Bilişim Endeksi'nde işlem gören hisselerin değerlendirme çarpanları kullanılmıştır. Karşılaştırmada Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK), Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD), Fiyat/Kazanç (F/K) ve Firma Değeri / Satışlar çarpanlarına yer verilmiştir.

Hesaplamalarda karşılaştırma yapılan şirketlerin yıllıklandırılmış net kar, satışlar ve FAVÖK rakamları baz alınmıştır. Piyasa çarpanları için hesaplanan ortalama çarpanlar aşağıdaki gibidir.

YATIRIM FİNANSMAN  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Kullanılan Piyasa Çarpanları	BIST Ana Pazar	BIST Bilişim Sektörü
FD/FAVÖK	7.5x	10.05x
F/K	14.58x	16.12x
FD/Satışlar	1.44x	16.12x
PD/DD	1.95x	2.50x

Kaynak: Yetkili Aracı Kurum

Çarpanlara Göre Şirket Değeri (TLmn)	BIST Ana Pazar	BIST Bilişim Sektörü
FD/FAVÖK	252.3	340.6
F/K	428.5	473.8
FD/Satışlar	66.4	70.8
PD/DD	111.1	142.5

Tüm çarpanlara eşit ağırlık verilerek hesaplanan ARD Bilişim özsermaye değeri 235.8 milyon TL, birim pay değeri ise 13.10 TL olarak ortaya çıkmıştır.

Bu hesaplamalar doğrultusunda şirketin ağırlıklandırılmış özsermaye değeri, Gelir Yaklaşımı yöntemine %80 ağırlık ve Emsal Şirket Değeri yöntemine %20 ağırlık verilerek 147.7 milyon TL, birim pay değeri ise 8.21 TL olarak belirlenmiştir. Şirketin halka arz fiyatına %35.40 oranında halka arz iskontosu uygulandıktan sonra halka arz fiyatı pay başına 5.30 TL olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Sonucu			
Değerleme Yöntemi	Verilen Ağırlık	Özsermaye Değeri Milyon TL	Pay Başına Değer (TL/hisse)
Çarpanlar	20.0%	235.8	13,10
İNA	80.0%	125.7	6,99
<b>SONUÇ</b>		<b>147.7</b>	<b>8,21</b>

Kaynak: Yetkili Aracı Kurum

## NIHAİ GÖRÜŞÜMÜZ

Fiyat tespit raporunun genel olarak açık ve anlaşılır olduğu, tespit edilen hisse başı fiyatın ise yapılan projeksiyonlara göre makul olduğu gözlenmektedir. Halka arzdan elde edilecek kaynakların kısmen şirketin bilançosuna girecek olmasını olumlu olarak değerlendiriyoruz. Ayrıca elde edilecek kaynak ile planlanan olası satın alma ve ArGe çalışmalarının, şirketin büyüme hamlesini destekleyeceğini düşünüyoruz.

Piyasa çarpanları analizinde kullanılan çarpan hesaplamalarında, satış ve kar rakamlarının yıllıklandırılması tercihi yerine son 12 aylık gerçekleşmiş sonuçların kullanılmasının daha sağlıklı olacağı görüşündeyiz.

YATIRIM FİNANSMAN  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Bilanço (TL)	30 Eylül 2019	31 Aralık 2018	31 Aralık 2017	31 Aralık 2016
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>25,414,122</b>	<b>30,372,576</b>	<b>22,566,920</b>	<b>10,305,399</b>
Nakit	1,717,398	145,305	768,526	1,043,958
Ticari alacaklar	14,952,111	25,021,606	8,815,006	6,143,432
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>8,775,637</i>	<i>8,465,300</i>	<i>6,285,992</i>	<i>2,686,650</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>6,176,474</i>	<i>16,556,306</i>	<i>2,529,014</i>	<i>3,456,782</i>
Diğer Alacaklar	5,869,543	4,391,343	343	248,421
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>5,704,000</i>	<i>4,391,000</i>	<i>0</i>	<i>248,078</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>165,543</i>	<i>343</i>	<i>343</i>	<i>343</i>
Stoklar	429,000	683,682	9,646,664	2,269,999
Peşin Ödenmiş Giderler	2,431,718	30,000	2,865,829	526,908
Diğer Dönen Varlıklar	14,352	100,640	470,552	72,681
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>45,989,620</b>	<b>36,467,595</b>	<b>17,714,605</b>	<b>7,957,014</b>
Kullanım Hakkı Varlıkları	206,026	0	0	0
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	26,200	26,200	26,200	15,700
Maddi Duran Varlıklar	2,618,438	3,158,456	1,782,049	1,722,007
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	41,487,290	32,185,887	15,547,314	6,044,717
Ertelenmiş Vergi Varlığı	1,651,666	1,097,052	359,042	174,590
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>71,403,742</b>	<b>66,840,171</b>	<b>40,281,525</b>	<b>18,262,413</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>10,425,805</b>	<b>16,779,479</b>	<b>17,928,340</b>	<b>9,142,861</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	6,623,335	5,707,486	4,935,701	3,200,280
Ticari borçlar	3,184,170	10,739,447	12,827,985	5,696,010
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	<i>127,789</i>	<i>36,544</i>	<i>10,691,936</i>	<i>571,052</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	<i>3,056,381</i>	<i>10,702,903</i>	<i>2,136,049</i>	<i>5,124,958</i>
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Bc	216,839	234,861	58,978	24,064
Diğer Borçlar	119,608	46,028	72,084	97,793
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>119,608</i>	<i>15,700</i>	<i>15,700</i>	<i>15,700</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>0</i>	<i>1,992,085</i>	<i>56,384</i>	<i>82,093</i>
Ertelenmiş Gelirler	14,172	37,500	0	98,100
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	9,016	0	0	0
Kısa Vadeli Karşılıklar	258,665	14,157	33,592	26,614
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar</i>	<i>110,602</i>	<i>14,157</i>	<i>33,592</i>	<i>26,614</i>
<i>Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	<i>148,063</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>3,862,075</b>	<b>3,946,980</b>	<b>3,849,588</b>	<b>529,140</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	1,832,407	2,217,046	3,234,619	229,682
Uzun Vadeli Karşılıklar	162,908	143,296	94,447	70,380
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun</i>	<i>162,908</i>	<i>143,296</i>	<i>94,447</i>	<i>70,380</i>
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	1,866,760	1,586,638	520,522	229,078
<b>Özkaynaklar</b>	<b>57,115,262</b>	<b>46,113,712</b>	<b>18,500,597</b>	<b>8,590,772</b>
Ödenmiş Sermaye	18,000,000	18,000,000	1,000,000	1,000,000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak	3,813	-19,041	-8,306	-11,691
<i>Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm</i>	<i>3,813</i>	<i>-19,041</i>	<i>-8,306</i>	<i>-11,691</i>
Geçmiş Yıl Karı/Zararı (-)	28,132,753	5,734,827	7,602,463	6,227,902
Net Dönem Karı/Zararı (-)	10,978,696	22,397,926	9,906,440	1,374,561
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	0	0	0	0
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>71,403,742</b>	<b>66,840,171</b>	<b>40,281,525</b>	<b>18,262,413</b>

Kaynak: Şirket

*[Handwritten Signature]*

Gelir tablosu (TL)	2019/9	2018/9	2018	2017	2016
Hasılat	18,393,745	18,782,782	51,378,678	30,777,376	10,522,670
Satışların Maliyeti	-4,475,579	-12,262,701	-21,245,272	-18,585,204	-2,424,869
<b>Brüt kar</b>	<b>13,918,166</b>	<b>6,520,081</b>	<b>30,133,406</b>	<b>12,192,172</b>	<b>8,097,801</b>
Brüt kar marjı	75.7%	34.7%	58.6%	39.6%	77.0%
Faaliyet giderleri	-4,026,441	-3,465,053	-5,456,802	-3,184,311	-6,233,788
Faaliyet giderleri/Satışlar	-21.9%	-18.4%	-10.6%	-10.3%	-59.2%
Genel Yönetim Giderleri	-2,236,146	-1,565,864	-2,298,597	-1,828,373	-1,508,585
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri			0	0	0
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-1,790,295	-1,899,189	-3,158,205	-1,355,938	-4,725,203
<b>FVÖK</b>	<b>9,891,725</b>	<b>3,055,028</b>	<b>24,676,604</b>	<b>9,007,861</b>	<b>1,864,013</b>
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	2,633,648	4,033,725	2,226,734	2,247,920	771,033
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-1,200,292	-1,578,705	-2,285,902	-598,217	-507,179
<b>Esas faaliyet karı</b>	<b>11,325,081</b>	<b>5,510,048</b>	<b>24,617,436</b>	<b>10,657,564</b>	<b>2,127,867</b>
Esas faaliyet karı marjı	61.6%	29.3%	47.9%	34.6%	20.2%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	5,214	91,968	105,986	1,172	25
<b>Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet K</b>	<b>11,330,295</b>	<b>5,602,016</b>	<b>24,723,422</b>	<b>10,658,736</b>	<b>2,127,892</b>
Finansman Giderleri	-606,802	-1,766,359	-1,963,698	-592,774	-882,458
<b>Vergi öncesi kar</b>	<b>10,723,493</b>	<b>3,835,657</b>	<b>22,759,724</b>	<b>10,065,962</b>	<b>1,245,434</b>
Dönem Vergi Gideri	-25,135	-16,428	-30,664	-53,376	-21,372
Etkelil vergi oranı	-0.2%	-0.4%	-0.1%	-0.5%	-1.7%
Ertelenmiş Vergi Gideri	280,338	165,986	-331,134	-106,146	150,499
<b>Net kar</b>	<b>10,978,696</b>	<b>3,985,215</b>	<b>22,397,926</b>	<b>9,906,440</b>	<b>1,374,561</b>
Netkar marjı	59.7%	21.2%	43.6%	32.2%	13.1%
Amortisman ve İtfa Giderleri ile İlgili Düzenlemeler			187,777	187,868	223,463
<b>FAVÖK</b>			<b>24,864,381</b>	<b>9,195,729</b>	<b>2,087,476</b>
FAVÖK marjı			48.4%	29.9%	19.8%

Kaynak: Şirket

YATIRIM FİNANSMAN  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.