



ARD GRUP BİLİŞİM TEKNOLOJİLERİ A.Ş. FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

28 OCAK 2020



İçindekiler

1. AMAÇ.....	2
2. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ	2
3. HALKA ARZ BİLGİLERİ.....	3
4. ŞİRKET FİNANSALLARI.....	3
5. DEĞERLEME HAKKINDA.....	1
Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanları Analizi.....	1
Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları	2
Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi.....	3
6. SONUÇ.....	5
7. GÖRÜŞ.....	6

ARD GRUP BİLİŞİM TEKNOLOJİLERİ A.Ş.

[ARDYZ]

28.01.2020

1. AMAÇ

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 128.1 sayılı Pay Tebliği'ni 29 uncu maddesi çerçevesinde, Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından halka arza aracılık eden Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Ard Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş. ("Ard Bilişim" ve/veya "Şirket") için hazırlanmış olduğu halka arz fiyat tespit raporunun analiz edilip değerlendirilmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Bu Rapor; Ard Bilişim'in halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir teklif değildir. Bu raporda yer alan Şirket verilerinin gerçeği yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır.

ARD GRUP BİLİŞİM TEKNOLOJİLERİ A.Ş.**Halka Arzı Hakkında Bilgilendirme Raporu****2. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ**

ARD Bilişim, yazılım alanında faaliyet göstermek amacıyla 2011 yılında Ankara'da kurulmuş bir bilişim firmasıdır.

Şirket hem kamu hem de özel sektörde yer alan kuruluşlara hizmet vermektedir. Şirket bilişim, sağlık, savunma, danışmanlık, enerji ve inşaat alanlarında faaliyet gösteren Ard Grup Holding iştirakleri arasında yer almakta olup, Hacettepe Teknokent Çankaya-ANKARA'da teknoloji ve Ar-Ge faaliyetleri sürdürmektedir.

Şirket, Ar-Ge çalışmalarına 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 yazılım geliştirmektedir. Şirket bilişim sistemleri ve yazılım çözümleri alanında faaliyet göstermektedir. Söz konusu faaliyet alanları aşağıdaki gibidir:

- Yönetilen Hizmetler
- Anahtar Teslim Sistem Entegrasyon Projeleri
- Teknolojik Ürün Satışı
- Yazılım Geliştirme Hizmetleri
- Teknoloji ve Proje Danışmanlığı

HALKA ARZ ÖZETİ	
Halka Arz Şekli	PAY - Adet
Sermaye Artırımı	4.000.000
Ortak Satışı	3.500.000
Toplam	7.500.000
Halka Arz Büyüklüğü	
Halka Arz Fiyatı	5,30 TL
Halka Arz İskontosu	%35,40
Brüt Halka Arz Geliri	39.750.000 TL
Net Halka Arz Geliri	37.804.482 TL
Kotasyon	
Halka Arz Tarihi	29 – 30 Ocak 2020
İşlem Görmesi Planlanan Pazar	Ana Pazar
Halka arz Taahhütleri	
Sermaye Artırımı Yapmama	1 yıl
Halka arz Yöntemi	
Aracılık Türü	Bakiyeyi Kısmen Yüklenim
Yetkili Aracı Kuruluş	Metro Yatırım
Halka Arz Satış Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Kayıtlı Sermaye Tavanı	80.000.000 TL
Ödenmiş Sermaye (Halka Arz Öncesi)	18.000.000 TL

Tablo 1 : Halka Arz Özeti - Kaynak : İzahname

3. HALKA ARZ BİLGİLERİ

Ard Bilişim 80.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı dahilinde 18.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesinde mevcut ortak Ard Grup Holding A.Ş.’ye ait olan 3.500.000 TL nominal pay ve 4.000.000 TL nominal sermaye artışından olmak üzere 7.500.000 TL nominal pay halka arz edilecektir.

Şirket paylarının halka arzı Metro Yatırım tarafından “Borsada Satış – Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemi” ile BİAŞ Birincil Piyasa’da gerçekleştirilecektir. Sabit fiyatla talep toplama 29 – 30 Ocak 2020 tarihlerinde gerçekleşecektir.

Şirket paylarının halka arzında “Borsada Satış – Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemi” kullanılacağı için herhangi bir yatırımcı grubuna yönelik tahsisat ve dağıtım yapılmayacaktır.

HALKA ARZ		
	(TL)	%
Ortak Satışı	3.500.000	15,91
Sermaye Artırımı	4.000.000	18,18
TOPLAM	7.500.000	
Halka Arz ile Ulaşılabilecek Sermaye	22.000.000	34,09

Tablo 2 : Halka Arz Edilecek Paylar - SPAN

4. ŞİRKET FİNANSALLARI

Şirketin özel bağımsız denetimden geçmiş son 3 yıla ve 9 aylık ara döneme ait asgari seçilmiş finansal bilgileri aşağıdadır.

TL	30.09.2019	31.12.2018	31.12.2017	31.12.2016
Dönen Varlıklar	25.414.212	30.372.576	22.566.920	10.305.759
-Nakit ve nakit benzerleri	1.717.398	145.305	768.526	1.043.958
-Ticari Alacaklar	14.952.111	25.021.606	8.815.006	6.143.432
-Stoklar	429.000	683.682	9.646.664	2.269.999
Duran Varlıklar	45.989.020	36.467.595	17.714.605	7.957.014
-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
-Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	26.200	26.200	26.200	15.700
Aktif Toplamı	71.403.142	66.840.171	40.281.525	18.262.773
Kısa Vadeli Yükümlülükler	10.425.805	16.779.479	17.928.340	9.142.861
-Kısa Vadeli Borçlanmalar	6.623.335	5.707.486	4.935.701	3.200.280
-Uzun Vadeli Borçların Kısa Vadeli Kısmı	-	-	-	-
-Ticari Borçlar	3.184.170	10.739.447	12.827.985	5.696.010
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3.862.075	3.946.980	3.852.588	529.140
-Finansal Borçlar	1.832.407	2.217.046	3.234.619	229.682
Özkaynaklar	57.115.262	46.113.712	18.500.597	8.590.772
Ödenmiş Sermaye	18.000.000	18.000.000	1.000.000	1.000.000
Hasılat	18.393.745	51.378.678	30.777.376	10.522.670
Brüt Kar/Zarar	13.918.166	30.133.406	12.192.172	8.097.801
Faaliyet Karı/Zararı	11.325.081	24.617.436	10.657.564	2.127.867
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı/Zararı	10.978.696	22.397.926	9.906.440	1.374.561

Tablo 3 : Metro Yatırım Fiyat Tespit Raporu

5. DEĞERLEME HAKKINDA

Metro Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit raporunda Ard Bilişim paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değer belirlenmesi amacıyla değerlendirme yöntemli olarak Pazar Yaklaşımı ve Gelir Yaklaşımı yöntemleri kullanılmıştır.

Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanları Analizi

“Pazar Yaklaşımı” yöntemi ile yapılan piyasa değeri hesaplanmasında

- “Piyasa Değeri / Defter Değeri” (PD/DD)
- “Fiyat / Kazanç” (F/K)
- “Firma Değeri / FAVÖK” (FD/FAVÖK)
- “Firma Değeri / Satışlar” (FD/Satışlar)

oranlarına yer verilmiştir.

Değerleme çalışmasında çarpanların ortalamasının hesaplanmasında medyan kullanılmıştır.

Çarpan Analizi yönetiminde BİST-Ana Pazar ve BİST-Bilişim Sektöründe yer alan halka açık ortaklıkların 20.12.2019 tarihi itibarı ile hesaplanan oranları kullanılmıştır.

Pazar Yaklaşımı Yönteminde; 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.

ARD Bilişim’ in faaliyet alanı gereği, mali sektör şirketleri ve mükerrer işlem yapılmaması için Bilişim Sektörü Şirketleri hariç tutulmuş ve 129 adet Ana Pazar şirketi baz alınarak hesaplanmış olup 20.12.2019 tarihi itibarı ile ortalama rasyolar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Şirketler	Pd/Dd	Fd/Favök	Fiyat/Kazanç	Fd/Satışlar
Medyan	1,95	7,50	14,58	1,44

Tablo 4: Kaynak - Metro Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Değerlemede baz alınan BİST Bilişim Sektörü şirketlerinin 20.12.2019 tarihi itibarı ile rasyoları aşağıdaki gibidir.

Şirketler	Pd/Dd	Fd/Favök	Fiyat/Kazanç	Fd/Satışlar
ALCTL	1,54	3,84	16,12	0,77
ARENA	0,53	4,33	7,35	0,1
ARMDA	1,36	9,98	26,45	0,23
DESPC	1,32	6,11	11,87	0,39
DGATE	1,94	13,84	9,49	0,45
ESCOM	1,17	-348,08		51,99
FONET	4,24	11,00	12,49	5,13
İNDES	1,31	4,38	4,09	0,14
KAREL	2,37	4,59	5,03	1,35
KFEIN	2,62	5,66	12,84	1,69
KRONT	3,96	22,65	64,99	3,85
LINK	3,34	10,11	26,77	6,18
LOGO	3,75	9,73	17,92	3,5
NETAS	1,09	19,85		1,12
PAPIL	4,3	16,87	25,35	6,61
PKART	3,91	18,41	28,53	1,03
SMART	4,74	21,53	41,27	10,9
Medyan	2,50	10,05	16,12	1,52

Tablo 5 : Metro Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları

Çarpan Analizi yönetiminde kullanılan 20.12.2019 tarihli BİST-Ana Pazar ve BİST-Bilişim Sektöründe yer alan rasyolar aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Ortalamalar hesaplanırken, pazar ve sektörler eşit ağırlıklandırılmıştır.

20.12.2019 İtibariyle Değerleme Oranları				
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

Tablo 6 : Metro Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Piyasa Çarpanları için kullanılan Net Kar, Satışlar ve FAVÖK verilerinin yıllıklandırıldığı Şirket finansalları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

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

Tablo 7 : Metro Yatırım Fiyat Tespit Raporu

ARD Bilişim için BİST Ana Pazar ve BİST Bilişim Sektörü' nün 20.12.2019 tarihi itibari ile hesaplanan piyasa değerleri aşağıdaki gibidir.

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

Karşılaştırılan Pazar ve Sektörler	Piyasa Değerleri (TL)			
	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			
Pay Başına Değeri				13,10

Tablo 8 : Metro Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları gelecekte planlanan tüm nakit akışlarının bugünkü değerinin tahmin edilmesi için bir indirgeme oranının uygulandığı, gelir yaklaşımının kapsamına dâhil olan yöntemdir. İNA metodunda 5 yıllık gelir tablosu ve bilanço kalemleri ile 2019-2024 yılları için projekte edilmiştir.

Net işletme sermayesinin hesaplanmasında 2017-2018 yıllarından hareket edilmiş olup, işletme sermayesi ihtiyacı yıllar itibariyle aşağıdaki gibi belirlenmiştir.

Net İşletme Sermayesi	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T
Net Satışlar	53.305.378	63.966.454	76.759.745	88.273.707	97.101.077	103.898.153
SMM (-)	28.250.026	31.640.029	33.239.006	36.003.914	37.669.260	39.363.934
Ticari Alacaklar	20.613.605	27.944.113	31.608.263	37.456.189	40.593.130	43.760.292
Stoklar	7.786.147	4.869.337	7.138.303	6.636.508	7.516.603	7.555.307
Ticari Borçlar	16.889.615	17.455.173	19.104.817	20.278.324	21.433.744	22.284.392
NET İŞLETME SERMAYESİ	11.510.137	15.358.277	19.641.748	23.814.373	26.675.990	29.031.207
Değişim	(3.455.704)	3.848.140	4.283.472	4.172.625	2.861.616	2.355.217
Ortalama Tahsilat Süresi/Gün	141,1	159,5	150,3	154,9	152,6	153,7
Ortalama Stokta Kalma Süresi/Gün	100,6	56,2	78,4	67,3	72,8	70,1
Ortalama Borç Ödeme Süresi/Gün	218,2	201,4	209,8	205,6	207,7	206,6

Tablo 9 : Kaynak - Metro Yatırım Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş nakit akımı (İNA) hesabında kullanılacak AOSM hesaplamasında kullanılan terimler ve hesaplamalar aşağıdaki gibidir.

- **Risksiz Faiz Oranı (RF):** TRT201021T25 ISIN kodlu aktif tahvilin son 6 aylık ortalaması % 15,04 oranının kullanılması uygun görülmüştür.
- **Piyasa Ortalama Getiri Beklentisi (RM):** BİST- 100 endeksinin 2008-2018 yılları arasında son 10 yıl, 9 yıl, 8 yıl, 7 yıl, 6 yıl ve 5 yıl şeklinde hesaplanan yıllık bileşik getiri oranı %2,61 ile %13,01 aralığındadır.
- **Piyasa Risk Primi (RP):** New York Üniversitesi profesörlerinden Aswath Damodaran tarafından hazırlanan çalışmaya göre Türkiye için ülke risk primi %5 seviyesindedir. (http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html) Uygulamada ise; BİST' te son 3 yılda gerçekleşen halka arzlarda risk primi % 5 - 6,5 bandı aralığında kullanılmaktadır. BİST' deki genel eğilim, Şirketin düşük borçluluk yapısı ve Aswath Damodaran' ın çalışmaları da göz önünde bulundurulduğunda piyasa risk primi olarak %6 oranının kullanması uygun görülmüştür.
- **Beta Katsayısı B:** Değerlemede ARD Bilişim için de Beta katsayısı "1" olarak hesaplanmaya dahil edilmiştir.

- **Terminal Büyüme:** Şirket'in 2024 yılından sonrasına ilişkin terminal (nihai) büyüme oranı %5 olarak alınmıştır.
- **Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti:** Şirket faaliyetlerini Hacettepe Üniversitesi Teknokent yerleşkesinde gerçekleştirmektedir. 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 31/12/2023 tarihine kadar gelir ve kurumlar vergisinden müstesnadır. Ayrıca, Bölgede çalışan; Ar-Ge, tasarım ve destek personelinin bu görevleri ile ilgili ücretleri 31/12/2023 tarihine kadar her türlü vergiden 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. Buna göre bu dönemde ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır. Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti = Borçlanma Faizi*(1-%1,59) = %20*0,9841= %19,68 olarak hesaplanmıştır. 31/12/2023 tarihinde sona erecek vergi teşvikinin süresi daha önce uzatılmıştır ve 31/12/2023 tarihinin de uzatılma beklentisi vardır. Öte yandan teşviklerin 31/12/2023 tarihinde sona ermesi durumunda bu durum AOSM' yi aşağı çekecek bir etki yapacak bu da Şirket değerini yukarı çekecek bir etki oluşturacaktır. Ancak değerlemede muhafazakar davranmak adına AOSM' nin projeksiyondaki 2024 yılı ve sonrasına ait dönemde de aynı şekilde % 19,68 olarak kullanılması uygun görülmüştür.

Bu veriler ışığında **Sermaye Maliyeti (RE)** = 15,04 + 1 * 6,00 = 21,04 olarak hesaplanmıştır. AOSM hesaplamasına ilişkin detay tablo aşağıda yer almaktadır.

AOSM – 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 %

Tablo 10: Kaynak - Metro Yatırım Fiyat Tespit Raporu

*Borçluluk oranı, Şirket'in kısa ve uzun vadeli finansal borçlarının, toplam aktiflere bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

**AOSM = 21,04*(1-0,1184) +19,68*0,1184 = 20,88 şekilde hesaplanmıştır..

Şirketin gelir tablosu projeksiyonu aşağıdaki gibidir.

- Projeksiyonlar Türk Lirası üzerinden yapılmıştır.
- İndirgenmiş Nakit Akımı analizi gelecek beş yıllık dönem esas alınarak hesaplanmıştır. 2019 yılı için rapor tarihi itibarıyla gerçekleşmeler veri alınmış olup, çok kısa bir dönem tahmin edilmiştir.

ARD Bilişim - Değerleme (TL)	2019 T	2020 T	2021 T	2022 T	2023 T	2024 T
Net Satışlar	53.305.378	63.966.454	76.759.745	88.273.707	97.101.077	103.898.153
Satışlardaki Büyüme (%)	3,8%	20,0%	20,0%	15,0%	10,0%	7,0%
Satışların Maliyeti	(28.250.026)	(31.640.029)	(33.239.006)	(36.003.914)	(37.669.260)	(39.363.934)
Maliyetlerin Satışlara Oranı (%)	-53,00%	-49,46%	-43,30%	-40,79%	-38,79%	-37,89%
Brüt Kar	25.055.353	32.326.425	43.520.738	52.269.793	59.431.817	64.534.218
Brüt Kar Marjı (%)	47,00%	50,54%	56,70%	59,21%	61,21%	62,11%
Faaliyet Giderleri (Diğer Gelir/Gider dahil)	(4.481.358)	(5.170.700)	(6.662.949)	(6.821.067)	(7.449.629)	(8.058.754)
Faaliyet Giderlerinin Satışlara Oranı (%)	-8,41	-8,08	-8,68	-7,73	-7,67	-7,76
Esas Faaliyet Karı (E)	20.573.995	27.155.726	36.857.790	45.448.726	51.982.188	56.475.464
Vergi (V)	-327.053	-431.679	-585.907	-722.472	-826.330	-11.295.093
Yatırım Harcamaları (Y)	-21.286.073	-23.840.402	-27.207.181	-27.889.674	-29.449.589	-31.154.198
Δ Çalışma Sermayesi (Ç)	3.455.704	-3.848.140	-4.283.472	-4.172.625	-2.861.616	-2.355.217
Amortisman (A)	5.273.572	8.194.139	11.380.427	15.128.237	18.918.744	22.905.317
Serbest Nakit Akışı (E+V+Y+Ç+A)	7.690.144	7.229.644	16.161.657	27.792.192	37.763.396	34.576.274
İndirgeme Oranı (AOSM) (%)	20,88%	20,88%	20,88%	20,88%	20,88%	20,88%
İndirgenme Katsayısı	0,83	0,68	0,57	0,47	0,39	0,32
İndirgenmiş Nakit Akımları	6.361.807	4.947.764	9.150.061	13.016.881	14.631.916	11.082.924
İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı 2019-2024 Dönemi Toplam						59.191.353

Tablo 11 : Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Terminal Büyüme Oranı	5,0%
Uç Dönem Serbest Nakit Akımları	228.623.385
İndirgenmiş Devam Eden Şirket Değeri (2)	73.281.918
Firma Değeri (1)+(2)	132.473.271
Net Borç (-)	6.738.344
Tahmini Gerçeğe Uygun Değer	125.734.927
Tahmini Birim Pay Değeri	6,99

Tablo 12 : Kaynak - Metro Yatırım Fiyat Tespit Raporu

6. SONUÇ

Metro Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Pazar Yaklaşımı yöntemine %20 ve Gelir Yaklaşımı Yöntemine %80 ağırlık verilmiştir.

Sonuç olarak ARD Bilişim için yapılan değerleme çalışmaları neticesinde Şirket değeri 147.744.554 TL olarak hesaplanmıştır. Şirket'in mevcut çıkarılmış sermayesi olan 18.000.000 TL'ye göre birim pay değeri 8,21 TL'ye karşılık gelmektedir.

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

Değerleme Yöntemi	Ağırlıklık Oranı	Piyasa Değeri (TL)	Hisse Başına Değerler (TL)
1) Piyasa Çarpanları Yöntemi	%20	235.783.063	13,10
2) İNA Yöntemi	%80	125.734.927	6,99
Ağırlıklandırılmış Şirket değeri,		147.744.554	8,21
İskonto Tutarı (% 35,40)		52.301.572	
İskontolu Şirket Değeri		95.442.982	5,30

Tablo 13 : Kaynak - Metro Yatırım Fiyat Tespit Raporu

7. GÖRÜŞ

- Ard Bilişim Şirketi için Metro Yatırım tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit raporunun kapsamlı ve anlaşılabilir olduğu katindeyiz.
- Değerleme için kullanılan yöntemler ayrıntılı ve net bir şekilde açıklanmıştır.
- Şirket satış kırılımında kamu sektörünün ağırlığının belirtilmemesini bir eksiklik olarak görüyoruz.
- İNA analizinde kullanılan varsayımlar içerisinde “Satışlardaki Büyüme” kaleminin detaylı olarak izah edilmediğini düşünmekle birlikte, İNA analizinde kullanılan diğer varsayımların makul olduğu görüşündeyiz.
- 20.12.2019 tarihi itibari ile son bir yılda BIST Bilişim endeksinin %107 ve BIST Ana Pazar endeksinin ise %87 değerlendirildiği göz önünde alındığında Şirket değeri hesaplanmasında, Piyasa Çarpanları yönteminin %20 ve İNA yönteminin %80 ağırlıklandırılmasını makul bulmaktayız.
- Değerlemede kullanılan piyasa çarpanları yönteminde, yurtdışı benzer şirketlerin de dahil edilebileceğini düşünüyoruz.
- Yurtiçi Bilişim sektöründen şirket seçimi yapılırken benzer faaliyete sahip ARD Bilişim ile karşılaştırılabilir olan yazılım şirketlerinin kullanılmasının daha uygun olacağını düşünmekteyiz.
- Vergi teşvikinin borç maliyetine etkisi olumlu bulmaktayız.
- Halka arz fiyatı için %35,40 halka arz iskontosu ardından ulaşılan 5,30 TL hisse başı fiyatı makul karşılamaktayız.

Yukarıdaki fikirlerimize paralel olarak halka arz fiyatını makul bulmaktayız.