

Ard Bilişim Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme ve Analiz Raporu**1- Amaç**

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmış olan bu rapor, Ard Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş. ("ARDYZ", "Ard Bilişim" veya "Şirket") için Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Metro Yatırım") tarafından hazırlanarak 24.01.2020 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ilan edilmiş olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nun değerlendirmesi niteliğindedir.

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

2- Halka Arz Bilgileri

Halka Arz Miktarı ve Şekli (Nominal)	- Ödenmiş Sermaye : 18.000.000 TL - Halka Arz Şekli : Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı - Halka Arz Miktarı - Sermaye Artırımı : 4.000.000 TL - Halka Arz Miktarı - Ortak Satışı : 3.500.000 TL - Halka Arz Miktarı - Toplam : 7.500.000 TL - Halka Arz Oranı (Halka Açıklık) : 34,09%
Şirket Değeri ve Halka Arz Büyüklüğü	- Halka Arz Fiyatı : 5,30 TL - Halka Arz Öncesi Şirket Değeri : 95,4 milyon TL - Halka Arz Büyüklüğü : 39,8 milyon TL - Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri : 116,6 milyon TL
Talep Toplama Yöntemi	- Borsa'da Satış – Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış
Aracılık Yöntemi	- Bakiyeyi Kısmi Yüklenim
Fiyat İstikrarı İşlemleri	- Ortak satışından elde edilecek 1,86 milyon TL ile 30 gün süreyle yapılması planlanmaktadır, ancak bu bir taahhüt anlamına gelmemektedir.
BİST İşlem Kodu	- ARDYZ.HE
Talep Toplama Tarihleri	- 29 - 30 Ocak 2019

3- Şirkete İlişkin Bilgiler

Ard Bilişim, yazılım alanında faaliyet göstermek amacıyla 25.08.2011 yılında kurulan bir bilişim firmasıdır. Şirket faaliyetlerine Ard Grup Bilişim Medical Danışmanlık Tic. Ltd. Şti. unvanı ile başlamış olup 28.12.2018 tarihinde Ard Grup Holding A.Ş.'ye devredilmiştir. 26.12.2018 yılından itibaren ise tür değişikliği ve sözleşme değişikliği konulu karara istinaden şirket unvanı Ard Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş.'ye dönüştürülmüştür. Şirket, bilişim sektöründe, sektörün pratik saha gereksinimlerine yönelik yazılım ürünleri geliştirmektedir. Şirketin ağırlıklı çalışma konusu Ar – Ge'dir. 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 projelerini oluşturmaktadır. Kamu ve özel kuruluşlara hizmet veren şirket yurtiçi ve yurtdışı kamu kuruluşlarına ve özel ticari kuruluşlarına hizmet veren şirket Ard Grup Holding A.Ş. iştirakleri arasında yer almaktadır.

Ard Bilişim, bilişim sistemleri ve yazılım çözümleri alanında faaliyet göstermekte olup, temel faaliyet alanları aşağıda gruplanmıştır.

- Yönetilen hizmetler
- Anahtar teslim sistem entegrasyon projeleri
- Teknolojik ürün satışı
- Yazılım geliştirme hizmetleri
- Teknoloji ve proje danışmanlığı

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, Avrupa Orta Doğu, Afrika bölgesinde yapılan " Dünyanın En Hızlı Büyüyen 500 Teknoloji Şirketi" değerlendirmesinde ise 20. olmuştur.

Aşağıdaki tabloda Ard Bilişim'in yatırımı tamamlanan ve devam etmekte olan projeleri gösterilmiştir.

Proje Türü	Proje Adı	Faydalı Ömür	Finansman Şekli	Tamamlanma Durumu	Proje Başlangıç Tarihi	Proje Bitiş Tarihi
Teknokent	Sterilsoft - Sterilizasyon Takip ve Enfeksiyon Kontrol Sistemi	12 Yıl	Özkaynak	Tamamlandı	31.10.2011	3.10.2019
Teknokent	ARD - SOFT	12 Yıl	Özkaynak	Tamamlandı	5.04.2013	31.10.2013
Teknokent	ARD - BIO	12 Yıl	Özkaynak	Tamamlandı	12.06.2013	1.02.2018
Teknokent	ARD - PORTAL	12 Yıl	Özkaynak	Tamamlandı	12.06.2013	31.12.2013
Teknokent	UHAP (Uluslar arası Hukuk Ağı Projesi)	12 Yıl	Özkaynak	Devam Ediyor	28.02.2014	1.09.2020
Teknokent / TÜBİTAK	TOKSVETA	12 Yıl	Özkaynak – Ar - Ge Desteği	Tamamlandı	1.07.2015	1.01.2017
Teknokent	LDBYS	12 Yıl	Özkaynak	Tamamlandı	1.08.2016	31.01.2018
Teknokent / TÜBİTAK	Ontoloji Tabanlı Hukuksal Bilgi Yönetimi ve Arama Sistemi	12 Yıl	Özkaynak – Ar - Ge Desteği	Tamamlandı	1.01.2017	30.06.2018
Teknokent / TÜBİTAK / ABD Projesi	PHEW	12 Yıl	Özkaynak - Ar - Ge Desteği	Devam Ediyor	1.01.2018	1.07.2021
Teknokent	ARD - BiS	12 Yıl	Özkaynak	Devam Ediyor	1.02.2018	1.02.2021
Teknokent	ARD - CSS	12 Yıl	Özkaynak	Devam Ediyor	1.05.2018	1.05.2021
Teknokent	E - ARD Projesi (E - Dönüşüm Projesi)	12 Yıl	Özkaynak	Devam Ediyor	2.05.2018	2.05.2021
Teknokent	SIHARD	12 Yıl	Özkaynak	Devam Ediyor	1.11.2018	1.11.2021
Teknokent / TÜBİTAK / ABD Projesi	POLDER	12 Yıl	Özkaynak – Ar - Ge Desteği	Devam Ediyor	1.11.2018	31.10.2021
Teknokent	SMS4 - SCP	12 Yıl	Özkaynak	Devam Ediyor	1.07.2019	1.07.2022
Teknokent	SMS4 - RSC	12 Yıl	Özkaynak	Devam Ediyor	1.07.2019	1.07.2022

Şirketin halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıda yer almaktadır.

	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Sermaye Tutarı	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı	Sermaye Payı
Ard Grup Holding A.Ş.	18.000.000	100,00%	14.500.000	65,91%
Halka Açık Kısım	0	0,00%	7.500.000	34,09%
Toplam	18.000.000	100%	22.000.000	100%

Ard Grup Holding A.Ş. paylarının tamamı ise Arda Ödemiş'e aittir.

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Info Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkına sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Info Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

4- Finansal Tablolar

FİNANSAL DURUM TABLOSU (TL)	30.9.2019	31.12.2018	31.12.2017	31.12.2016
DÖNEN VARLIKLAR	25.414.122	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
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	8.775.637	8.465.300	6.285.992	2.686.650
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	6.176.474	16.556.306	2.529.014	3.456.782
Diğer Alacaklar	5.869.543	4.391.343	343	248.421
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	5.704.000	4.391.000	0	248.078
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	165.543	343	343	343
Stoklar	429.000	683.682	9.646.664	2.269.999
Peşin Ödenmiş Giderler	2.431.718	30.000	2.865.829	526.908
İlişkili Tarafalara Peşin Ödenmiş Giderler	0	30.000	0	0
İlişkili Olmayan Tarafalara Peşin Ödenmiş Giderler	2.431.718	0	2.865.829	526.908
Türev Finansal Araçlar	0	0	0	0
Cari Dönem Vergisi İle İlgili Varlıklar	0	0	0	360
Diğer Dönen Varlıklar	14.352	100.640	470.552	72.681
DURAN VARLIKLAR	45.989.020	36.467.595	17.714.605	7.957.014
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	1.651.066	1.097.052	359.042	174.590
TOPLAM VARLIKLAR	71.403.142	66.840.171	40.281.525	18.262.773
KISA VADELİ 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
Ticari Borçlar	3.184.170	10.739.447	12.827.985	5.696.010
İlişkili Olmayan Tarafalara Ticari Borçlar	127.789	36.544	10.691.936	571.052
İlişkili Tarafalara Ticari Borçlar	3.056.381	10.702.903	2.136.049	5.124.958
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	216.839	234.861	58.978	24.064
Diğer Borçlar	119.608	46.028	72.084	97.793
İlişkili Tarafalara Diğer Borçlar	0	15.700	15.700	15.700
İlişkili Olmayan Tarafalara Diğer Borçlar	119.608	30.328	56.384	82.093
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	9.016	0	0	0
Kısa Vadeli Karşılıklar	258.665	14.157	33.592	26.614
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	110.602	14.157	33.592	26.614
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	148.063	0	0	0
Türev Araçlardan Borçlar	0	0	0	0
Ertelenmiş Gelirler	14.172	37.500	0	98.100
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	0	0	0	0
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	3.862.075	3.946.980	3.852.588	529.140
Uzun Vadeli Borçlanmalar	1.832.407	2.217.046	3.234.619	229.682
Uzun Vadeli Karşılıklar	162.908	143.296	97.447	70.380
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	162.908	143.296	97.447	70.380
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	1.866.760	1.586.638	520.522	229.078
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
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Kapsamlı Giderler	3.813	-19.041	-8.306	-11.691
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kayıpları	3.813	-19.041	-8.306	-11.691
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	0	0	0	0
Geçmiş Yıllar Karları	28.132.753	5.734.827	7.602.463	6.227.902
Net Dönem Karı	10.978.696	22.397.926	9.906.440	1.374.561
TOPLAM KAYNAKLAR	71.403.142	66.840.171	40.281.525	18.262.773

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Info Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Info Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

Kar veya Zarar Kısmı (TL)	30.9.2019	30.9.2018	31.12.2018	31.12.2017	31.12.2016
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
Brüt Kar (Zarar)	13.918.166	6.520.081	30.133.406	12.192.172	8.097.801
Genel Yönetim Giderleri	-2.236.146	-1.565.864	-2.298.597	-1.828.373	-1.508.585
Araştırma Geliştirme Giderleri	-1.790.295	-1.899.189	-3.158.205	-1.355.938	-4.725.203
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
Faaliyet Karı / Zararı	11.325.081	5.510.048	24.617.436	10.657.564	2.127.867
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	5.214	91.968	105.986	1.172	25
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)	11.330.295	5.602.016	24.723.422	10.658.736	2.127.892
Finansman Gelirleri	0	0	0	0	0
Finansman Giderleri	-606.802	-1.766.359	-1.963.698	-592.774	-882.458
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	10.723.493	3.835.657	22.759.724	10.065.962	1.245.434
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri	255.203	149.548	-361.698	-159.522	129.127
Dönem Vergi (Gideri) Geliri	-25.135	-16.438	-30.564	-53.376	-21.372
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	280.338	165.986	-331.134	-106.146	150.499
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı (Zararı)	10.978.696	3.985.205	22.397.926	9.906.440	1.374.561
Dönem Kar (Zararının) Dağılımı	10.978.696	3.985.205	22.397.926	9.906.440	1.374.561
Azınlık Payları	-	-	-	-	-
Ana Ortaklık Payları	10.978.696	3.985.205	22.397.926	9.906.440	1.374.561
Pay Başına Kazanç / Kayıp	0,61	0,40	1,24	9,91	1,37

5- Halka Arzdan Elde Edilecek Kaynağın Kullanımı

Sermaye artırımını ve ortak satışı ile gerçekleştirilecek halka arzda Şirket tarafından elde edilecek 21,2 milyon TL'lik halka arz gelirinden 1,15 milyon TL olan maliyet çıktıktan sonra şirket tarafından 20,05 milyon TL net kaynak elde edilmesi öngörülmektedir. Halka arzdan elde edilecek kaynağın şirket satın alma fırsatlarının değerlendirilmesinde, Ar-Ge faaliyetlerinin iyileştirilmesi ve yeni bir Ar-Ge merkezinin kurulmasında, mevcut ofislerin büyütülmesi ve yeni ofis açılmasında, işletme sermayesi ihtiyacının karşılanmasında kullanılması planlanmaktadır.

- Şirket Satın Alma Fırsatlarının Değerlendirilmesi

Halka arzdan elde edilecek fon gelirinin yaklaşık %30'u ile yazılım sektöründe faaliyet gösteren, gelişme potansiyeli yüksek bir veya birden fazla şirketin satın alınmasında kullanılması planlanmaktadır.

- Ar – Ge Faaliyetlerinin İyileştirilmesi ve Yeni Bir Ar – Ge Merkezinin Kurulması

Yeni bir Ar – Ge merkezi kurulması amacıyla elde edilecek fonun yaklaşık %30'unun kullanılması planlanmaktadır.

- Mevcut Ofisleri Büyütme ve Ofis Açma

Şirketin Dubai ve Londra'da bulunan ofislerine ek olarak elde edilecek fonun yaklaşık %20'sinin mevcut ofislerin büyütülmesi ve Silikon Vadisi'nde ofis açılmasında kullanılması planlanmaktadır.

- İşletme Sermayesi İhtiyaçlarının Karşılanması

Şirket halka arzından elde edilecek fonun yaklaşık %20'sinin işletme sermayesi ihtiyaçlarının karşılanmasında kullanılması planlanmaktadır.

6- Halka Arz Teşviki

- Fiyat İstikrarı

Halka arzda pay satışı gerçekleştirecek mevcut ortak Ard Grup Holding tarafından elde edilecek fonun 1,86 milyon TL'lik kısmının 30 gün süreyle fiyat istikrarı işlemlerinde kullanılması öngörülmektedir.

7- Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Genel Tespitler

Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan 20.12.2019 tarihli fiyat tespit raporunda, Şirketin bağımsız denetimden geçmiş 2016, 2017 ve 2018 yılsonu ve 30.09.2019 dönemlerine ilişkin finansal tablolarından hareketle halka arz fiyatının belirlenmesinde 2 değerlendirme yönteminin uygulanmasına karar verilmiştir.

- Pazar Yaklaşımı (Piyasa Çarpanları)
- Gelir Yaklaşımı, (İndirgenmiş Nakit Akımları – İNA)

a) Pazar Yaklaşımı

Pazar yaklaşımı yönteminde BİST Ana Pazar ve BİST Bilişim Sektörü şirketlerinin 20.12.2019 tarihli Piyasa Değeri / Defter Değeri(PD/DD), Fiyat / Kazanç (F/K) , Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Firma Değeri / Satışlar (FD/S) çarpanları dikkate alınmış olup, çarpanların medyanları hesaplamada kullanılmıştır.

BİST Ana Pazar'da yer alan bilişim şirketleri hariç ile birlikte mali sektör şirketleri hariç 129 adet şirketin 20.12.2019 tarihi itibarıyla çarpanları aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

Şirketler	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K	FD/S
Medyan	1,95	7,50	14,58	1,44

Değerlemede baz alınan BİST Bilişim Sektörü şirketlerinin 20.12.2019 tarihi itibarıyla çarpanları aşağıdaki gibidir.

Şirketler	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K	FD/S
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	4,34	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
LONK	3,34	10,11	26,77	6,18
LOGO	3,75	9,73	17,92	3,50
NETAS	4,09	19,85		1,12
PAPIL	4,30	16,87	25,35	6,61
PKART	3,91	18,41	28,53	1,030
SMART	4,74	21,53	41,27	10,900
Medyan	2,50	10,05	16,12	1,52

Piyasa çarpanları analizinde baz alınan çarpanlar eşit oranda ağırlıklandırılarak aşağıda gösterilmiştir.

20/12/2019 İtibariyle Değerleme Oranları				
Pazar ve Sektör Verileri	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K	FD/S
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

Şirketin değerlemeye esas verileri olarak ise yıllıklandırılmış faaliyet ve 30.09.2019 dönemi bilanço kalemleri dikkate alınmıştır.

Şirket Verileri (TL)	Net Kar	Özkaynaklar	Satışlar	FAVÖK	Net Borç
31.12.2018	22.397.926		51.378.678	27.096.446	
30.9.2019	10.978.696	57.115.262	18.393.745	14.513.941	6.738.344
30.9.2018	3.985.205		18.782.782	7.038.475	
Kaydırılmış - 30.09.2019	29.391.417	57.115.262	50.989.641	34.571.912	6.738.344

FAVÖK verilerine esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderlerin dahil edildiği görülmüştür.

Ard Bilişim'in söz konusu çarpanlar sonucunda eşit ağırlıklandırılmış değeri 235.783.063 TL olarak hesaplanırken, pay başına değeri 13,10 TL'ye denk gelmektedir.

Karşılaştırılan Pazar ve Sektörler	Piyasa Değerleri (TL)			
	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K	FD/S
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	68.598.580
Nihai Şirket Değeri				235.783.063
Birim Pay Değeri				13,10

b) Gelir Yaklaşımı Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

Şirket için yapılan İNA çalışmasında;

- Şirketin Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetinin (AOSM) %20,88 olarak hesaplamasında risksiz faiz oranının %15,04, Piyasa Risk Priminin %6, beta katsayısının 1, borçlanma faizinin %20 ve vergi oranının %1,59 olmak üzere vergi sonrası borçlanma maliyetinin %19,68 olarak alındığı,

- Şirketin 2024 yılından sonrasındaki nihai değer hesaplamasında nihai büyüme oranı %5 olarak kullanılmıştır.

-Şirket için 2019 yılında %3,8, 2020 ve 2021 yıllarında %20, 2022 yılında %15, 2023 yılında %10 ve 2024 yıllarında %7 oranında ciro artışı gerçekleştireceği belirtilmiştir.

- Şirketin brüt kar marjının yıllar itibarıyla artması ve %47,00'den kademeli olarak %62,11'e yükseleceği öngörülmüştür.

- Faaliyet giderlerinin satışlara oranının %7,67 – 8,68 aralığında değişeceği,

- Yatırım harcamaları olarak yıllar itibarıyla artan şekilde olmak üzere 21,3 milyon TL'den 31,2 milyon TL'ye kadar yükselmesinin öngörüldüğü,

- Bu doğrultuda şirketin İNA yöntemine göre özsermaye değeri 125.734.927 TL olarak hesaplanmış olup, pay başına değeri 6,99 TL'ye denk gelmektedir.

c) Sonuç

Ard Bilişim'in nihai şirket değerinin belirlenmesinde Borsa İstanbul'da işlem gören yazılım şirketlerinin pay fiyatlarındaki son 1 aylık dönemde yaşanan aşırı hareketliliği elimine etmek ve değerlemede muhafazakar

davranmak amacıyla yüksek sonuç veren Pazar Yaklaşımı Yöntemine %20, daha düşük sonuç veren Gelir Yaklaşımı Yöntemine %80 ağırlık verilerek 147.744.554 değere ulaşılmış olup, bu doğrultuda pay başına değer ise 8,21 TL'ye denk gelmektedir.

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

Halka arz fiyatının belirlenmesinde %35,40 oranında halka arz iskontosu uygulanarak halka arz fiyatının 5,30 TL olarak belirlendiği görülmektedir.

8 – Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüşlerimiz

- Ard Bilişim fiyat tespit raporunda yer alan bilgi ve veriler yeterince açıklayıcı verilerle desteklenmiştir.
- Fiyat tespitine ilişkin olarak kullanılan değerlendirme yöntemlerinin uygun ve yeterli olduğunu düşünmekteyiz.
- İNA analizinde 5 yıllık projeksiyon döneminin dikkate alınmasının makul olduğunu düşünmekteyiz.
- Kullanılan %20,88 oranındaki ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile güncel veriler dikkate alındığında muhafazakar bir yaklaşım uygulandığını düşünmekteyiz.
- Piyasa çarpanları yönteminde, son dönemde yüksek değer artışları yaşanan bilişim sektörü şirketlerine düşük ağırlık verilmesini olumlu bulmakla birlikte, BİST Ana Pazar ile birlikte genel endeks çarpanlarının (BİST-100) da kullanılabilceğini düşünmekteyiz.
- Bu doğrultuda %35,40 oranında halka arz iskontosu ile 5,30 TL olarak belirlenen halka arz fiyatının makul olduğunu, halka arz öncesi ve sonrası çarpanların makul seviyelerde olduğunu düşünürüz.