



ARD GRUP BİLİŞİM TEKNOLOJİLERİ ANONİM ŞİRKETİ

"FİYAT TESPİT RAPORU" ANALİZİ

OCAK 2020

İÇİNDEKİLER

I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER	3
II. ŞİRKET BİLGİLERİ	4
III. ŞİRKET'İN FAALİYETLERİ	5
IV. YATIRIMLAR	8
V. FİNANSAL GÖRÜNÜM	9
VI. SEKTÖREL GÖRÜNÜM	11
VII. DEĞERLEME	14
VIII. GÖRÜŞ	19

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Ziraat Yatırım") tarafından Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Metro Yatırım") lider aracı kurum olduğu Ard Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş. (kısaca "Ard Bilişim" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Metro Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin İzahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ziraat Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER

Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	■ 18.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	■ 22.000.000 TL
Halka Arz Miktarı ve Türü	■ 4.000.000 TL nominal - Sermaye Artırımı ■ 3.500.000 TL nominal - Ortak Satışı* ■ 7.500.000 TL nominal -Toplam Halka Arz Miktarı ■ 1.875.000 TL nominal - Satışa Hazır Bekletilen Paylar**
Halka Arz Şekli	■ Sabit Fiyatla Borsa'da Satış
Halka Arz Fiyatı	■ 5,30 TL
Halka Arz Büyüklüğü	■ 39.750.000 TL
Halka Arz Oranı	■ %34,09
Halka Arz Tarihi	■ 29-30 Ocak 2020
Halka Arz Lideri	■ Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Aracılık Yöntemi	■ Bakiyeyi Yüklenim
Fiyat İstikrarı	■ Payların Borsa İstanbul A.Ş.'de (kısaca "BİAŞ" veya "Borsa İstanbul") işlem görmeye başladığı günden itibaren 30 gün süreyle fiyat istikrarı uygulanması planlanmaktadır. Bu işlem için, paylarını halka arz eden Ard Grup Holding A.Ş.'nin ARD Bilişim'e ait 350.000 TL nominal değere sahip paylarının satışından elde edeceği net halka arz geliri kullanılacaktır.
Taahhütler	■ Şirket, payların BİAŞ'ta işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca dolaşımdaki pay sayısını artırmayacağını taahhüt etmiştir. ■ Sahip olduğu Şirket paylarını halka arz eden ana ortak Ard Grup Holding A.Ş., Ard Bilişim'in halka arzında satışa hazır bekletilecek paylar tamamen satılmadığı sürece, halka arz izahnamesinin onay tarihi itibarıyla sahip olduğu payları, izahnamesinin KAP'ta ilan edildiği tarihten itibaren 1 yıl boyunca borsada satmamayı, bu payların borsada satılması sonucunu doğuracak şekilde herhangi bir işleme tabi tutmamayı ve borsa dışında yapılacak satışlarda satışa konu payların da bu sınırlamaya tabi olacağını taahhüt etmiştir.

* Şirket'in 18.000.000 TL nominal tutarındaki mevcut sermayesinde, halka arz eden Ard Grup Holding A.Ş.'nin sahip olduğu 3.500.000 TL nominal değerli kısmı halka arz edilecektir.

** Satışa hazır payların tamamının satılması durumunda Şirket'in sermayesi 23.875.000 TL'ye, halka açıklık oranı da %39,26'e yükselecektir.

II. ŞİRKET BİLGİLERİ

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler "Şirket'in Halka Arz İzahname Seti'nden ve Ard Bilişim Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

- Ard Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş. (kısaca "Ard Bilişim" veya "Şirket") 25 Ağustos 2012 tarihinde "Ard Bilişim Medikal Danışmanlık Ticaret Limited Şirketi" unvanıyla Doğan Ödemiş ve Tolga Ödemiş tarafından Ankara'da kurulmuştur. Şirket, 31 Aralık 2018 tarihinde nev'i değişikliğiyle anonim şirkete dönüştürülmüş ve bugünkü adını almıştır.
- Şirket, Hacettepe Üniversitesi Teknokent ("Teknokent") bünyesinde bilişim sektöründe pratik saha gereksinimlerine yönelik yazılım ürünleri geliştirmekte olup, söz konusu yazılım ürünleri ile özel sektör ve kamu kuruluşlarına hizmet sunmaktadır.
- Şirket bünyesinde Haziran 2019 itibarıyla 30 personel istihdam edilmektedir.
- Şirket'in kuruluşundan günümüze kadar yaşadığı önemli gelişmeler aşağıda yer almaktadır.

ARD BİLİŞİM TARİHSEL GELİŞME	
2011	- Şirket'in kuruluşu
2012	- Şirket, Tokat Devlet Hastanesi'nin "Büro Makineleri Alımı" ve Özel Kavaklıdere Umut Hastanesi'nin "Sterilizasyon Takip ve Dokümantasyon Sistemi Yazılımı ve Donanımı" ihaleleri kazanıldı.
2013	- Türk Patent Enstitüsü (TPE)'den "ARD GRUP" Marka Tescil Belgesi alındı. - Afet ve Acil Durum Yönetim Başkanlığı (AFAD)'nın "D Düzeyi Koruyucu Elbise Alımı İşi" ihalesi kazanıldı. - Teknokent bünyesinde "ARDSOFT", "ARDPORTAL" ve "Biyometrik Tanımlama-Doğrulama Sistemi (ARDBIO)" yazılımları geliştirildi.
2014	- TS-EN-ISO 9001 sertifikası alındı. - "Ulusal Hukuk Ağı Projesi (UHAP)" yazılımı geliştirildi. - AFAD'ın 4 adet yazılım ihalesi alındı. - TS 12540, TS 13242, TS12498, TS 13149, TSE Hizmet Yeterlilik Belgesi (TSE-HYB) alındı.
2015	- Şirket'in sermayesinde eşit oranda paya sahip olan Doğan Ödemiş ve Tolga Ödemiş paylarının tamamını Ard Grup Holding A.Ş.'ye devretti.
2016	- 2011 yılında başladığı "STERILSOFT" yazılımı tamamlandı. - TS-EN-ISO 27001 Sertifikası alınarak, Şirket'in yazılım geliştirme faaliyetleri ve güvenlik altyapısı Bilgi Güvenliği Yönetim Sistemi şartlarına uygun hale getirildi. - Şirket, "DeloitteTechnologyFast 50" yazılım ve inovasyon kategorisinde 2. genel sıralamada 4. olurken "Deloitte EMEA (Europe, Middle East, Africa) Fast 500" de genel sıralamada 20. sırada yer aldı.
2017	- TOKSVETA, YAMAN ve ARDIoT gibi markalar TPE'ne tescil ettirildi. - Ekonomi ve Milli Savunma bakanlıklarından ihaleler alındı. - HAVELSAN tarafından idari kalite ve teknik alanlarda yapılan değerlendirmeler sonucunda 100 puan üzerinden 90.23 puan alarak yetkin iş ortağı/öncelikli tercih edilebilir A grubu tedarikçi sınıfına yükseldi.
2018	- Şirket'in ikinci ofisi "Londra Bilişim Türkiye Ticaret Merkezi (TTM)"nde kuruldu. - Şirket'in ödenmiş sermayesi 1 milyon TL'den 10 milyon TL'ye çıkarıldı. - Gelir İdaresi Başkanlığı tarafından onaylı Türkiye'nin sayılı e-dönüşüm, (e-fatura, e-defter, e-makbuz, e-arşiv ve e-smmm) entegratörleri arasına girdi.
2019	- Kamuya tedarikçi olma misyonuyla Devlet Malzeme Ofisi ("DMO") kataloğuna giren Şirket aynı zamanda birçok markanın temsilciliğini üstlendi. - Uluslararası konsorsiyumla birlikte yürütülen "AutomaticPrivacy Explorer (APE)" ve "Foodfriend" Avrupa Birliği Projeleri 1 Ekim 2019 tarihinde başlamış olup, 30 Eylül 2022 tarihine kadar yürütülecektir. - Milli Savunma Bakanlığı'ndan aldığı "Üretim İzin Belgesi" ile her türlü askeri ve ulusal güvenlik amaçlı yazılımlar üretebilme yetkisine sahip oldu.

- Ard Bilişim'in halka arz öncesi mevcut ve halka arz sonrası oluşacak ortaklık yapısı aşağıda yer almaktadır.

Ard Bilişim Ortaklık Yapısı					
Ortak Unvanı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı
ARD Grup Holding A.Ş.	A	3,000,000	16.67%	3,000,000	13.64%
ARD Grup Holding A.Ş.	B	15,000,000	83.33%	11,500,000	52.27%
Halka Açık	B	-	-	7,500,000	34.09%
Toplam		18,000,000	100.00%	22,000,000	100.00%

- Şirket paylarının tamamı Ard Holding'e ait olup, Ard Holding'in paylarının tamamı ise Arda ÖDEMİŞ'e aittir. Ard Holding bünyesinde bilişim sektörü dışında savunma, enerji, sağlık ve gayrimenkul sektörlerinde de faaliyet gösteren firmalar yer almaktadır.
- Ard Holding'in %100 oranında sahip olduğu firmalar ve sermaye bilgileri aşağıda yer almaktadır.



III. ŞİRKET'İN FAALİYETLERİ

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler "Şirket'in Halka Arz İzahname Seti'nden ve Ard Bilişim Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

- Ard Bilişim, Teknokent bünyesinde Ar-Ge çalışmalarına ağırlık vermektedir. Tesis Güvenlik Belgesi (MİLLİ GİZLİ/NATO GİZLİ) ve SPICE (TS ISO/IEC9 155049) Seviye II (dünya standartlarında yazılım geliştirme kalite belgesi) standartlarına uygun olarak geliştirdiği inovatif yazılım ve projelerle, kamu kurumları ve özel sektör kuruluşları ile dünya çapında faaliyet gösteren firmalarla aktif ve etkili bir şekilde çalışmaktadır.
- Şirket, 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 İçtihat Akıllı Arama Motoru Yazılımı (KARARTEK), Büro Yönetim Sistemi (BÜROTEK), Elektronik Serbest Meslek Makbuzu sistemi (MAKBUZTEK) ve Meslek Dayanışma Sistemi (VEKİLTEK) gibi birçok projeyi hayata geçirmiştir.

-
- Şirket, sağlık sektöründe Sterilizasyon Takip Sistemi (3MSTS) başta olmak üzere uluslararası 3M'in global sağlık hizmetlerinin yerli yazılım tedarikçisi olarak faaliyet gösteren sayılı Türk firmaları arasında yer almaktadır.
 - Ard Bilişim, söz konusu alanlarda ürettiği çözümlerin yanı sıra, lojistik ve depo süreç yönetimi, izlenebilirlik teknolojileri, RFID, IOT, BPM, ERP, CRM, biyometrik tanımlama ve siber güvenlik alanlarında da kurumsal projeler geliştirmektedir.
 - Şirket, bilişim alanında sunucu, veri depolama, bilişim altyapısı ve veri güvenliğinin yanı sıra biyometrik çözümlerde parmak izi, parmak damar izi, yüz tanımlama teknolojileri, IoT kamera ve sensörler ile video analitik ve görselleştirme platformları kullanarak kurumsal ve endüstriyel projeler yürütmektedir. Söz konusu projeler, başta anakara ve sınır güvenliği olmak üzere, kamu binaları, kampüsler, havaalanları ve şehirleri korumak ile halk güvenliğini sağlamak için kullanılmaktadır.
 - Ard Bilişim iç ve dış ortam güvenliği kritik seviyedeki kurum ve kuruluşlar için "Akıllı Çevre Güvenlik Sistemleri" çözümleri üretmektedir. Söz konusu çözümler ile kamera sistemleri, plaka tanıma sistemleri, araç altı görüntüleme sistemleri, geçiş kontrol ve sismik sensörler gibi IoT cihazları ile insan dikkatinden tamamen bağımsız yapı oluşturulmaktadır.
 - Şirket, kamuya tedarikçi olma misyonuyla geniş ürün yelpazesi, etkili satış tecrübesi, profesyonel pazarlama stratejisi, yaygın lojistik ağı ve sektörde sahip olduğu deneyim ve bilgi birikimleri ile DMO kataloğunda birçok markanın temsilciliğini yürütmektedir.
 - Finans sektöründe edindiği tecrübeleri kullanarak e-dönüşüm (e-fatura, e-makbuz, e-defter, e-arşiv, e-smmm) projeleri de geliştiren Şirket bu projeler ile Türkiye'de sayılı entegratörler arasında yer almaktadır.
 - Ard Bilişim, hibe ve proje danışmanlığı, yazılım süreci danışmanlığı, yazılımsal ve donanımsal siber güvenlik eğitimleri alanlarında da kamu ve özel sektöre danışmanlık hizmeti vermektedir. Bu kapsamda Şirket, TÜBİTAK, KOSGEB, ITEA3 ve AB HORIZON 2020 projelerine özellikle Ar-Ge alanında aktif katkı sağlamaktadır.

III.1 FAALİYET GRUPLARI

- Şirket, bilişim sistemleri ve yazılım çözümleri alanında faaliyet göstermektedir. Bahsi geçen faaliyet alanları aşağıdaki gibi gruplandırılmaktadır.

- a) **Yönetilen Hizmetler**
- b) **Anahtar Teslim Sistem Entegrasyon Projeleri**
- c) **Teknolojik Ürün Satışı**
- d) **Yazılım Geliştirme Hizmetleri**
- e) **Teknoloji ve Proje Danışmanlığı**

a) **Yönetilen Hizmetler**

- Şirket, bu faaliyet grubunda; IT operasyonunun yönetimini bilişim altyapısı ve yönetim bilişim sistemlerini, riskleri ile birlikte hizmet verdiği kurumdan devralmaktadır. Bu hizmet kapsamında 7/24 bakım ve destek, proje ve versiyon yükseltme, lisanslama, problem ve vaka yönetimi, iş planlaması ve takibi, kaynak planlaması ve yönetiminin yanı sıra detaylı raporlama hizmeti de sunmaktadır.

-
- Hizmet sürecini tanımlarken, analiz, raporlama, hizmet seçimi, hizmetin icrası ve denetim olarak sıralama yapılmaktadır.

b) Anahtar Teslim Sistem Entegrasyon Projeleri

- Şirket, anahtar teslim sistem entegrasyon projeleri kapsamında, müşterilerine tamamen test edilmiş ve kullanıma hazır çözümler sunmaktadır. Söz konusu çözümler, kullanıcılar için için ek bir proje yönetimine ihtiyaç gerektirmediğinden müşteriler için önemli bir avantaj sunmaktadır.

c) Teknolojik Ürün Satışı

- Şirket, sektörün önde gelen güvenilir donanım üreticileri ile yüksek seviyede iş ortaklıkları kurmakta olup, aldığı sertifikasyonlar ile teknolojiyi her zaman takip etmektedir. Ard Bilişim, kurumların iş yükleri ve ihtiyaçlarına göre yüksek standartlı, güvenli, yüksek performanslı, kesintisiz ve uzun ömürlü donanım çözümleri sunmaktadır.
- Bilişim dünyasının her alanında kullanılmakta olan donanım ürünleri, değişen ihtiyaçlar ve gelişmeler doğrultusunda sürekli bir güncellenme ve yenilenme içerisindedir. Ürünlerin her ihtiyaca cevap verebilir özellikte olması amacıyla ürün çeşitliliği artmaktadır. Bu kapsamda Şirket kurumların ihtiyaçlarını en doğru biçimde karşılayan donanım çözümlerini markadan bağımsız olarak sunarak en efektif karşılaştırma yöntemleri ile ihtiyaç analizine göre modellemektedir.

d) Yazılım Geliştirme Hizmetleri

- Ard Bilişim, kurumların ve özel şirketlerin operasyonel iş süreçlerinin etkin bir şekilde yerine getirilmesine veya kurumsal hedeflerine daha erken ulaşmalarını sağlamaya yönelik ihtiyaç duydukları yazılım gereksinimlerini karşılamak için anahtar teslim yazılım geliştirme hizmetleri sunmaktadır.
- Şirket ayrıca bu hizmet kapsamında Android, iOS, Windows Phone gibi mobil platformlar üzerinde her türlü gereksinimi sağlayan pratik mobil uygulamalar da gerçekleştirmektedir.

e) Teknoloji ve Proje Danışmanlığı

- Ard Bilişim, kurumların var olan bilgi-işlem sistemleriyle uyumlu bir şekilde en yeni güvenlik önlemleri ve optimizasyon tekniklerini kullanarak yönetim standartlarına ve olası gelecek ihtiyaçlara göre teknoloji danışmanlığı sunmaktadır. Şirket, sahip olduğu IT projelerindeki uzmanlık ve proje yönetim yetenekleri, yazılım geliştirme tecrübesi ile müşterilerini sunduğu hizmetin kalitesini artırmaktadır.
- Şirket bu kapsamda IT stratejisi geliştirme hizmetleri, mevcut IT altyapısının incelenmesi, IT altyapı ve bilgi-işlem sistemleri kurulumu, kuruma özel iş süreç yazılımları, sistem ve altyapı kullanımları için uygulamalı personel eğitimleri vb. hizmetler vermektedir.

III.2 FAALİYET GRUPLARI BAZINDA GELİR DAĞILIMI

- Şirket'in dönemler itibarıyla finansal tablolarında yer alan hâsılat tutarlarının dağılımı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.



Net Satışlar (TL)	30.09.2019	%	30.09.2018	%	31.12.2018	%	31.12.2017	%	31.12.2016	%
Yazılım Gelirleri	15.644.316	85	2.052.380	11	35.192.796	68	11.158.921	36	6.824.710	65
Donanım Gelirleri	326.568	2	7.230.702	38	6.394.582	12	3.068.562	10	1.102.166	10
Sistem Entegratörü Gelirleri	1.142.561	6	8.675.000	46	8.675.000	17	9.699.993	32	2.144.504	20
Danışmanlık Hizmet Gelirleri	1.280.300	7	824.700	4	1.116.300	2	6.849.900	22	451.290	4
TOPLAM	18.393.745	100	18.782.782	100	51.378.678	100	30.777.376	100	10.522.670	100

- Şirket'in net satış gelirleri 30 Eylül 2019 tarihi itibarıyla bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla %2 oranında gerileyerek yaklaşık 18,4 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 2018 yılsonu net satış gelirleri ise 2017 yılsonuna göre %67 oranında artışla yaklaşık 51,4 TL'ye ulaşmıştır.
- Şirket'in ana gelir kalemini oluşturan yazılım gelirleri ise 2019 yılı 3. çeyrek verileri baz alındığında 2018 yılının aynı dönemine kıyasla %662 oranında yüksek bir artış gösterdiği görülmekte olup, bu artışta Şirket'in kendi geliştirdiği yazılım ürünlerinin satışı etkili olmuştur.
- Aynı dönemde donanım gelirleri ve sistem entegratörü gelirleri sırasıyla %2114 ve %659 oranlarında ciddi bir düşüş yaşamıştır. Bu düşüşler söz konusu dönemde gerçekleşen ihale ve projelerin yazılım ağırlıklı olmasından kaynaklanmaktadır. Aynı dönemde danışmanlık hizmet gelirlerinde ise %55 oranında artış gerçekleşmiş olup, bu artışta danışmanlık hizmetlerinin yıl içerisindeki dağılımının değişkenlik göstermesi etkili olmuştur.

IV. YATIRIMLAR

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler "Şirket'in Halka Arz İzahname Seti'nden ve Ard Bilişim Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

- Şirket'in devam etmekte olan yatırımlarına ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Sıra	Proje Türü	Proje Adı	Durum	Proje Başlangıç Tarihi	Proje Bitiş Tarihi
1	Teknokent	UHAP(Ulusal Hukuk Ağı Projesi)	Devam Ediyor	28.02.2014	01.09.2020
2	Teknokent	ARD-BIS(İş Zekası Çözümleri, Business Intelligence Solutions)	Devam Ediyor	01.02.2018	01.02.2021
3	Teknokent	ARD-CSS (Siber Güvenlik Çözümleri, Cyber Security Solutions)	Devam Ediyor	01.05.2018	01.05.2021
4	Teknokent	E-ARD Projesi(E-Dönüşüm Projesi)	Devam Ediyor	02.05.2018	02.05.2021
5	Teknokent/TÜBİTAK AB Projesi	PHEW (Kişisel Sağlık Geliştirme, Personel Health Empowerment)	Devam Ediyor	01.01.2018	01.07.2021
6	Teknokent/TÜBİTAK AB Projesi	POLDER (Şehir Politikaları için Veri Yönetimi)	Devam Ediyor	01.11.2018	31.10.2021

7	Teknokent	SİHARD (Silahlı İnsansız Hava Aracı)	Devam Ediyor	01.11.2018	01.11.2021
8	Teknokent	SMS4-RCS (Akıllı Kaynak Yönetim Sistemi, Smart Management Solutions for Resource Control System)	Devam Ediyor	01.07.2019	01.07.2022
9	Teknokent	SMS4-SCP (Akıllı Şehir Projesi, Smart Management Solutions for Smart City Projects)	Devam Ediyor	01.07.2019	01.07.2022

- Şirket, yukarıdaki tabloda gösterilmekte olan yatırımlarının çoğunu özkaynaklarından finanse etmekte olup, bazı projeler için Ar-Ge desteği de almaktadır. Söz konusu yatırımların tümünün faydalı ömrü 12 yıldır.
- Şirket Vodafone altyapısı kullanılarak yerli ve milli bulut altyapısının hazırlanması için %70'i özkaynaklardan %30'u da finansal borç ile finanse edilen 2,1 milyon TL tutarında yatırım yapmıştır. Bu kapsamda alınan finansal borçların tamamı ödenmiştir.
- Şirket, tamamlamış olduğu yatırımlar kapsamında Teknokent ve Ar-Ge desteği ile TÜBİTAK hibelerinden faydalanmakta olup, 2016 yılında 1,9 milyon TL, 2017 yılında 4,3 milyon TL, 2018 yılında 12,4 milyon TL ve 2019 yılının ilk altı ayı itibarıyla da 3,9 milyon TL devlet teşvik ve yardımlarından yararlanmıştır.

V. FİNANSAL GÖRÜNÜM

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler "Şirket'in Halka Arz İzahname Seti'nden ve Ard Bilişim Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

Varlıklar (bin TL)	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	30.09.2019
Dönen Varlıklar	10,306	22,567	30,373	25,414
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,044	769	145	1,717
Ticari Alacaklar	6,143	8,815	25,022	14,952
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>2,687</i>	<i>6,286</i>	<i>8,465</i>	<i>8,776</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>3,457</i>	<i>2,529</i>	<i>16,556</i>	<i>6,176</i>
Diğer Alacaklar	248	0	4,391	5,870
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>248</i>	<i>-</i>	<i>4,391</i>	<i>5,704</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>166</i>
Stoklar	2,270	9,647	684	429
Peşin Ödenmiş Giderler	527	2,866	30	2,432
Cari dönem vergisi ile ilgili varlıklar	0	-	-	-
Diğer Dönen Varlıklar	73	471	101	14
Duran Varlıklar	7,957	17,715	36,468	45,989
Ticari Alacaklar	-	-	-	206
<i>Kullanım Hakkı Varlıkları</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>206</i>
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	16	26	26	26
Maddi Duran Varlıklar	1,722	1,782	3,158	2,618
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	6,045	15,547	32,186	41,487
Ertelenmiş Vergi Varlığı	175	359	1,097	1,651
Aktif Toplamı	18,263	40,282	66,840	71,403

Kaynaklar (bin TL)	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	30.09.2019
Kısa Vadeli Yükümlülükler	9,143	17,928	16,779	10,426
Kısa Vadeli Borçlanmalar	3,200	4,936	5,707	6,623
Ticari Borçlar	5,696	12,828	10,739	3,184
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	571	10,692	37	128
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	5,125	2,136	10,703	3,056
Diğer Borçlar	98	72	46	120
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	16	16	16	-
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	82	56	30	120
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	24	59	235	217
Ertelenmiş Gelirler	98	-	38	14
Kısa Vadeli Karşılıklar	27	34	14	259
Dönem Kârı Vergi Yükümlülüğü	-	-	-	9
Uzun Vadeli Yükümlülükler	529	3,853	3,947	3,862
Uzun Vadeli Borçlanmalar	230	3,235	2,217	1,832
Uzun Vadeli Karşılıklar	70	97	143	163
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	229	521	1,587	1,867
Özkaynaklar	8,591	18,501	46,114	57,115
Ödenmiş Sermaye	1,000	1,000	18,000	18,000
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları/Kayıpları	(12)	(8)	(19)	4
Geçmiş Yıllar Kâr/(Zararı)	6,228	7,602	5,735	28,133
Net Dönem Kârı/(Zararı)	1,375	9,906	22,398	10,979
Toplam Kaynaklar	18,263	40,282	66,840	71,403

Gelir Tablosu (bin TL)	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	30.09.2018	30.09.2019
Hasılat	10.523	30.777	51.379	18.783	18.394
Satışların Maliyeti (-)	(2.425)	(18.585)	(21.245)	(12.263)	(4.476)
Brüt Kâr/(Zarar)	8.098	12.192	30.133	6.520	13.918
Genel Yönetim Giderleri (-)	(1.509)	(1.828)	(2.299)	(1.566)	(2.236)
Araştırma Ve Geliştirme Gideleri (-)	(4.725)	(1.356)	(3.158)	(1.899)	(1.790)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	771	2.248	2.227	4.034	2.634
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(507)	(598)	(2.286)	(1.579)	(1.200)
Esas Faaliyet Kâr/(Zarar)	2.128	10.658	24.617	5.510	11.325
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0	1	106	92	5
Finansman Gelir Gideri Öncesi Faaliyet Kâr/(Zarar)	2.128	10.659	24.723	5.602	11.330
Finansal Giderler (-)	(882)	(593)	(1.964)	(1.766)	(607)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kâr/(Zarar)	1.245	10.066	22.760	3.836	10.723
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/(Gideri)	129	(160)	(362)	150	255
Dönem Vergi Gelir/(Gideri)	(21)	(53)	(31)	(16)	(25)
Ertelenmiş Vergi Gelir/(Gideri)	150	(106)	(331)	166	280
Dönem Kârı/(Zararı)	1.375	9.906	22.398	3.985	10.979

VI. SEKTÖREL GÖRÜNÜM

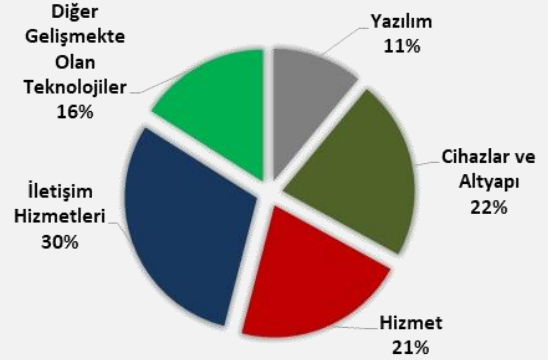
Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler “Şirket’in Halka Arz İzahname Seti’nden ve Ard Bilişim Fiyat Tespit Raporu’ndan alınmıştır.

- Bilgi ve iletişim teknolojileri sektörünün ülke ekonomileri üzerindeki etkisi gün geçtikçe artmakta olup, bu artışın ilerleyen süreçte de devam edeceği öngörülmektedir. Günümüzde dünya üzerinde marka değeri en yüksek 10 şirket arasında bilişim devlerinin yer alması sektöre olan ilgiyi arttırmaktadır. (Amazon, Apple, Google, Microsoft, Samsung vb.)
- Teknolojide son yirmi yıllık dönemde meydana gelen gelişmeler, ekonomik gelişimi desteklemiş ve ülke ekonomilerinin büyümesine katkıda bulunmuştur. Özellikle bilgi ve iletişim teknolojilerinin (BIT) iş süreçlerine uygulanması, iş yapma biçimlerini yeniden yapılandırmış, söz konusu süreçleri iyileştirmiş ve işgücü verimliliğine önemli katkılar sağlamıştır. Küresel dünyada bilgi ve iletişim teknolojilerinden en fazla faydalanan toplumlar gelişmiş ülkeler olmuş, bu teknolojilerden yeteri kadar yararlanamayan ülkeler ise ekonomik ve sosyal açıdan gelişmişlik seviyesinin gerisinde kalmıştır.
- Brezilya, Hindistan, Çin, İsrail ve İrlanda gibi ülkeler bilgi ve iletişim teknolojileri sektörünü erken dönemlerde stratejik sektör olarak değerlendirmiş, söz konusu sektörün etkisiyle ekonomilerinde önemli bir büyüme hızı yakalamışlardır. Donanım, yazılım ve hizmetler alt dalını kapsayan bilgi ve iletişim teknolojileri sektöründe 2000’li yıllardan itibaren yazılım ve hizmetlerin payı önemli ölçüde artmıştır. Sektörde yaratılan katma değerın üçte ikisinden fazlasının bilgi ve iletişim hizmetlerinden kaynaklandığı ve bu oranın giderek arttığı gözlemlenmektedir.
- Bilgi ve iletişim teknolojilerinin, ülkelerin rekabet gücünün artırılması, refah düzeylerinin yükseltilmesi ve nitelikli istihdamın geliştirilmesi bakımından taşıdığı önem giderek artmaktadır. Özellikle mobil cihaz ve internet olmak üzere, küresel düzeyde hızla yaygınlaşan bilgi ve iletişim teknolojileri kullanımıyla birlikte, bilgi yoğun ürün ve hizmetlere olan talep artmakta, ülkelerin bilgi tabanlı ekonomilere dönüşümleri hızlanmaktadır.
- ComTIAInc. firması tarafından hazırlanan Ocak ayı 2019 tarihli rapora göre donanım, yazılım, servisler ve telekomünikasyon alanlarını kapsayan Bilişim Teknolojileri Endüstrisi, 2018 yılında küresel çapta 4,8 milyon Amerikan Doları’na (“dolar”) ulaşmış olup, 2019 yılında da %4 büyüme ile 5 trilyon dolara ulaştığı tahmin edilmektedir. Amerika Birleşik Devletleri (“ABD”) IT pazarının ise 2019 yılında yaklaşık 1,6 trilyon dolar büyüklük ile dünya pazarından %31 oranında pay aldığı öngörülmektedir. Asya-Pasifik bölgesi ise pazardan %33 oranı ile en yüksek payı alan bölgelerdendir.
- Global IT teknoloji pazarının bölgesel dağılımı aşağıdaki haritada yer almaktadır.



Bilişim Teknolojileri Endüstrisi, Global Pazar

- Bilişim teknolojileri harcamalar açısından global pazar düzeyinde 5 ana kategoride incelenmektedir. Söz konusu harcamalardan iletişim hizmetleri %30, altyapı %22, hizmet %21, yazılım %11 ve diğer gelişmekte olan teknolojiler ise %17 oranında pay almaktadır. Söz konusu harcamaların dağılımı yanda yer almaktadır.

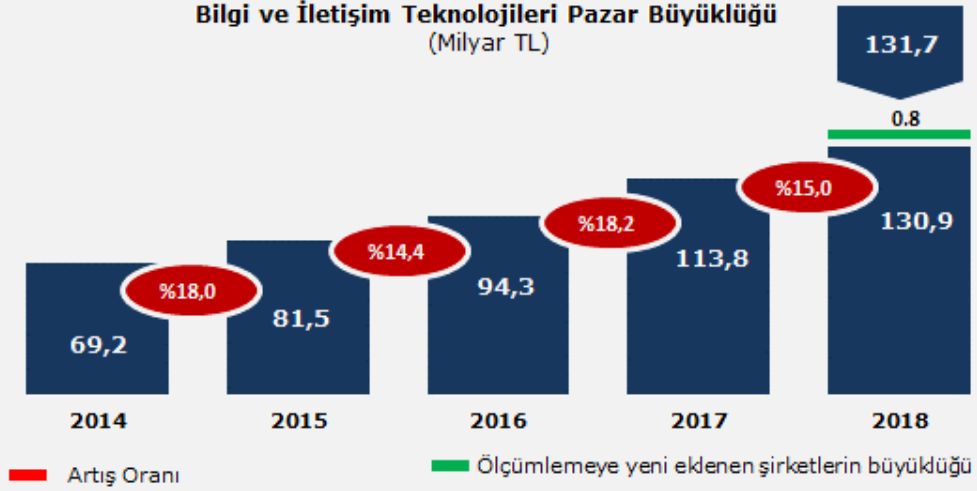


- Ülkelerin gerçekleştirdikleri üretim ve ihracatın yapısı, sahip oldukları teknoloji düzeyi, buna bağlı olarak gelişmişlik düzeyleri ve ekonomik büyüme hızları arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır. Sanayileşmiş ülkelerin imalat sanayi üretimleri içerisinde ileri teknoloji gerektiren ürünlerin payı diğer düşük teknolojik ürünlere göre hızla artmaktadır. Bu bağlamda ihracatın niceliğinden çok niteliği artık daha önemli hale gelmiştir.

VI. I. Türkiye’de Bilişim Sektörü

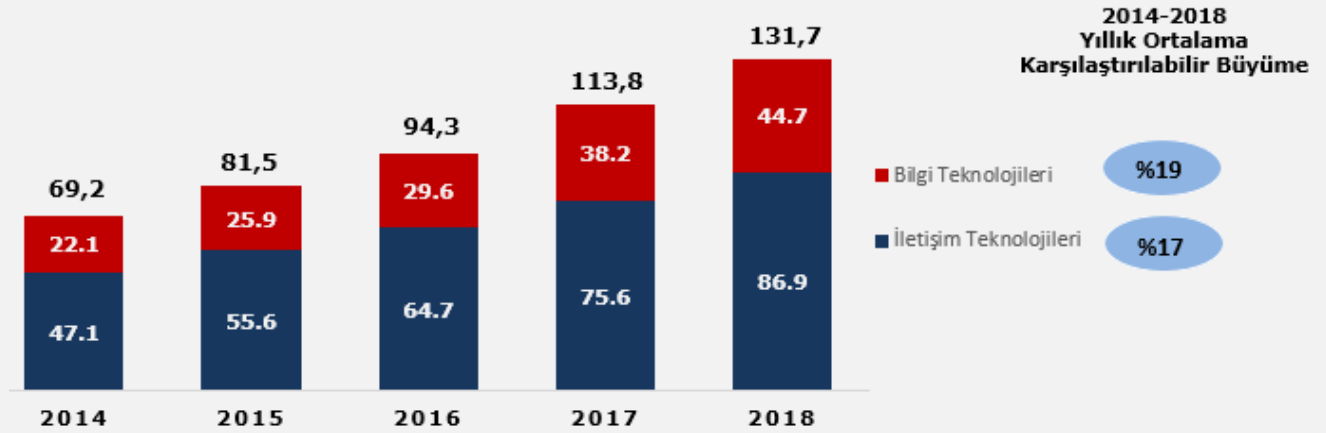
- Yazılım sektörü ülkemizde potansiyelini hızla artıran sektörler arasında yer almaktadır. İleri teknoloji sektörleri arasında değerlendirilen yazılım sektörü, son dönemde yaşadığı hızlı gelişmelere paralel olarak yenilikçi ürün ve hizmetleri iç ve dış piyasalara sunmaktadır. Turizmden sağlığa, tarımdan savunma sanayine, otomotivden tekstile, makine sektöründen elektrik-elektronik sektörüne kadar birçok alanda sosyal ve ekonomik hayatı doğrudan veya dolaylı olarak etkileyen yazılım ürün ve hizmetleri sektörünün önemi her geçen gün artmaktadır.
- Türkiye’de bilişim sektörü, yazılım ve donanım olarak değerlendirildiğinde donanım alanında önemli ölçüde dışa bağımlılık söz konusudur. Buna rağmen teknolojiyi yakından takip eden ve uygulayan bir toplum olduğumuz görülmektedir. Yazılım alanında ise, Teknokent ve serbest bölge yasaları gibi son atılımların etkisiyle yazılım üretiminde bir ilerleme kaydedilmiş ve söz konusu alanda ihracatın başlamasını sağlamıştır.
- Bilişim sektöründe 2015 yılında 2.979 adet, 2016 yılında 3.421 adet, 2017 yılında 4.701 adet ve 2018 yılında da 5.405 adet firma yer almıştır. Toplam sektör hacmi 2014 yılında 69,2 milyar TL iken, 2018 yılında nerdeyse 2 kat büyüme gerçekleştirerek 130,9 milyar TL’ye ulaşmıştır. 2018 yılında ölçümlenemeyen yeni firmaların büyüklüğü ise 0,8 milyar TL olarak hesaplanmaktadır. Bilgi ve iletişim teknolojileri pazar büyüklüğünün yıllar itibarıyla değişimi aşağıdaki grafikte yer almaktadır.

Bilgi ve İletişim Teknolojileri Pazar Büyüklüğü
(Milyar TL)



- 2018 yılında toplam 131,7 milyar TL'ye ulaşan sektörün iki temel bileşiminden biri olan bilgi teknolojileri pazar büyüklüğü, 2015 yılında 25,9 milyar TL iken yılda ortalama %19 civarında büyümeye ile 2018 yılında 44,7 milyar TL'ye ulaşmıştır.
- Bir diğer ana pazar olan iletişim teknolojileri pazarı ise 2015 yılında 55,6 milyar TL iken yılda ortalama %17 civarında büyümüş ve 2018 yılında 86,9 milyar TL düzeyinde gerçekleşmiştir. Söz konusu pazarların 2014 ve 2018 yıllarına ait gelişimi aşağıdaki grafikte yer almaktadır.

Bilgi ve İletişim Teknolojileri Pazar Büyüklüğü
(Milyar TL)



- Bilgi teknolojileri alt sektörleri donanım, yazılım ve hizmet sektörleri olarak gruplandırılmaktadır. 2018 yılında donanım sektörü büyüklüğü 17,1 milyar TL'ye ulaşırken, aynı dönemde yazılım sektörü 18,3 milyar TL'ye, hizmet sektörü de 9,4 milyar TL'ye ulaşmıştır.
- İletişim teknolojileri alt sektörleri ise elektronik haberleşme ve donanım sektörü olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. 2018 yılında elektronik haberleşme sektörü pazar büyüklüğü 59 milyar TL, donanım sektörü ise 27,9 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.
- Bilgi ve iletişim sektörü ihracatı 2018 yılında 4,9 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiş olup, ihracatın büyük bir oranı %77 ile Avrupa Birliği'ne gerçekleştirilmiştir. Avrupa Birliğini %8 oranında ihracat payı ile Ortadoğu ve Afrika bölgeleri takip etmiştir. Geriye kalan %15'lik ihracat ise diğer bölgelere aittir.

VII. DEĞERLEME

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler "Şirket'in Halka Arz İzahname Seti'nden ve Ard Bilişim Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Metro Yatırım") tarafından 20 Aralık 2019 tarihinde hazırlanmış ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (kısaca "KAP") yayınlanmış olan "Ard Bilişim Halka Arz Fiyat Tespit Raporu"nda (kısaca "Rapor") Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi) ve Pazar Yaklaşımı (Piyasa Çarpanları Analizi) kullanılmış olup, bu analizler kabul görmüş değerlendirme yöntemleridir.

Aşağıda, Rapor'da incelenen yöntemler ve bulunan değerlere ilişkin özet bilgi ve tablolar yer almaktadır. Metro Yatırım tarafından Ard Bilişim Fiyat Tespit Raporu'nun Türkiye ekonomisinin geçmiş performansı ile geleceğe yönelik beklentilerin de dikkate alınarak Şirket'ten alınan bilgiler ve Şirket'in geleceğine ilişkin kurumsal ve sektörel beklentiler doğrultusunda hazırlandığı ifade edilmiştir. Rapor'da, Şirket yönetimi tarafından sağlanan satış ve ihale süreçleri, tahsilat ve ödeme koşulları gibi bazı bilgilerin veri olarak alındığı ve bu verilerin Şirket'in faaliyetlerini doğru olarak yansıttığının kabul edildiği ifade edilmiştir. Söz konusu Fiyat Tespit Raporu hazırlanırken Şirket'in 2016-2017-2018 yılsonu ile 2018 ve 2019 yılları ilk 9 aylık bağımsız denetimden geçmiş finansal sonuçları kullanılmıştır.

VI.1. PAZAR YAKLAŞIMI (PİYASA ÇARPANLARI ANALİZİ)

Metro Yatırım tarafından hazırlanan Ard Bilişim Fiyat Tespit Raporu'nda "Pazar Yaklaşımı" yöntemi ile yapılan piyasa değeri hesaplanmasında aşağıdaki oranlara yer verildiği ifade edilmiştir.

- 1- Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD)
- 2- Fiyat / Kazanç (F/K)
- 3- Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK)
- 4- Firma Değeri / Satışlar (FD/Satışlar)

Söz konusu değerlendirme çalışmasında çarpanların ortalamasının hesaplanmasında medyan kullanıldığı ifade edilmiştir.

Metro Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, Şirket için piyasa çarpanları yöntemiyle yapılan değerlemede baz alınan rasyolarda BIST-Ana Pazar ve BIST-Bilişim Sektörü olarak sınıflandırılan halka açık ortaklıkların 20 Aralık 2019 tarihi itibarıyla hesaplanan oranlarının kullanıldığı ifade edilmiştir.

Rapor'da kullanılan pazar yaklaşımı yönteminde, BIST-Bilişim Sektörü'nün Şirket'in ana faaliyet konusu ile doğrudan yakınlık gösterdiği için, BIST-Ana Pazar'ın ise Şirket'in halka arz sonrasında işlem göreceği pazar olması nedeniyle değerlendirme çalışmasına dâhil edildiği belirtilmiştir. BIST 100 ve Yıldız Pazarda işlem gören firmaların ise büyüklük olarak ARD Bilişim'den çok farklı ölçeğe sahip oldukları için pazar yaklaşımına dâhil edilmediği ifade edilmiştir.

Ard Bilişim için yapılan değerlendirme analizinde, baz alınan BIST Ana Pazar şirketlerinin 20 Aralık 2019 tarihi itibarıyla ortalama piyasa çarpanlarının aşağıdaki gibi hesaplandığı ve Şirket'in faaliyet alanı gereği, mali sektör şirketleri ve mükerrer işlem yapılmaması için bilişim sektörü şirketlerinin hesaplamaya dahil edilmediği, 129 adet Ana Pazar şirketinin baz alınarak hesaplandığı belirtilmiştir.

Pazar yaklaşımına göre piyasa çarpanları analizine dâhil edilen oranlar aşağıda yer almaktadır.

Pazar ve Sektör Verileri	20/12/2019 İtibarıyla Değerleme Oranları			
	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K	FD/SATIŞLAR
Bist Ana Pazar*	1,95	7,50	14,58	1,44
BİST Bilişim Sektörü*	2,50	10,05	16,12	1,52
Ortalama**	2,23	8,78	15,35	1,48

*Medyan değerlerden hesaplanmıştır.

**Ortalama hesaplanırken, Pazar ve sektörler eşit ağırlıklandırılmıştır.

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

*Yıllıklandırılmış rakamlar kullanılmıştır.

Ard Bilişim için 20 Aralık 2019 tarihinde hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda BİST Ana Pazar ve BİST Bilişim Sektörü çarpanları ile hesaplanan piyasa değerleri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

Karşılaştırılan Pazar ve Sektörler	Piyasa Değerleri (TL)			
	PD/DD	FD/FAVÖK*	FİYAT/KAZANÇ	FD/SATIŞLAR*
Bist Ana Pazar	111.089.185	252.563.139	428.526.860	66.431.791
BİST 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)				235.783.062
Birim Pay Değeri			13,10	

*Piyasa değeri hesaplanırken Şirketin net borçluluk durumu hesaplama dâhil edilmiştir.

Metro Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, oran analizi yöntemiyle Ard Bilişim için tüm rasyoların verdiği değerlerin eşit ağırlıklı ortalamasına göre 235.783.063 TL'lik piyasa değerine ve 13,10 TL birim pay fiyatına ulaşıldığı ifade edilmiştir.

VI.2. GELİR YAKLAŞIMI (İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI ANALİZİ)

Metro Yatırım tarafından hazırlanan Rapor'da Ard Bilişim'in faaliyetlerini Hacettepe Üniversitesi Teknokent yerleşkesinde gerçekleştirdiği ve ilgili mevzuat uyarınca söz konusu Teknokent'te faaliyet gösteren mükelleflerin yazılım, tasarım ve Ar-Ge faaliyetlerinden kaynaklanan kazançlarının 31.12.2023'e kadar gelir ve kurumlar vergisinden muaf olduğu bilgisi verilmiştir. Bununla birlikte Teknokent'te çalışan personellerin ücretlerinin de aynı tarihe kadar her türlü vergiden muaf olduğu belirtilmiştir. Metro Yatırım daha önce uzatılmış olan vergi teşvik süresinin yeniden uzatılması beklentisinin olduğunu ancak muhafazakâr davranabilmek adına değerlendirme çalışmasında söz konusu teşvikin 31.12.2023 tarihinde sona ereceğini varsayarak bu tarihten sonra ödenecek vergi oranlarını teşviksiz olarak hesaplamalara dâhil ettiğinin bilgisini vermiştir.

VI.2.1. Net İşletme Sermayesi

Rapor'da 2017-2018 yıllarında gerçekleşen net işletme sermayesinden hareketle 2019-2024 yıllarına ilişkin tahmin edilen net işletme sermayesi aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Net İşletme Sermayesi (bin TL)	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T
Net Satışlar	53.305	63.966	76.760	88.274	97.101	103.898
SMM (-)	(28.250)	(31.640)	(33.239)	(36.004)	(37.669)	(39.364)
Ticari Alacaklar	20.614	27.944	31.608	37.456	40.593	43.760
Stoklar	7.786	4.869	7.138	6.637	7.517	7.555
Ticari Borçlar	16.890	17.455	19.105	20.278	21.434	22.284
Net İşletme Sermayesi	11.510	15.358	19.642	23.814	26.676	29.031
Değişim	(3.456)	3.848	4.283	4.173	2.862	2.355
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 Borça Ödeme Süresi/Gün	218,2	201,4	209,8	205,6	207,7	206,6

VI.2.2. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

2019-2024 yıllarını kapsayan analizde Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesaplamasında kullanılan terimler ve hesaplamaları aşağıda yer almaktadır.

- Risksiz faiz oranı olarak, 20.10.2021 itfa tarihli ve Hazine tarafından ihraç edilen TRT201021T25 ISIN kodlu DİBS'in 20.12.2019 tarihinden öndeki son altı aylık ortalaması olan %15,04 oranı kullanılmıştır.
- Piyasa getiri beklentisi BİST-100 endeksinin 2008-2018 yılları arasındaki son 10 yıl, 9 yıl, 7 yıl, 6 yıl ve 5 yıl şeklinde hesaplanan yıllık bileşik getiri oranı %2,61 ile %13,01 aralığındadır.
- Piyasa risk primi olarak son %6 kullanılmıştır.
- Beta katsayısı 1 olarak kullanılmıştır.
- Terminal büyüme %3 olarak alınmıştır.
- Şirket, indirim ve istisna kapsamına girmeyen gelirler için 2019-2023 yılı için önceki 3 yılın en yüksek ortalama vergi oranı olan %1,59 vergi oranı kullanılmıştır.

İskonto Oranları	
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%

*AOSM (Ağırlıklı Sermaye Maliyeti): İskonto oranı olarak da adlandırılan bu veriye aşağıdaki şekilde ulaşılabilir.

Yukarıdaki tabloda yer alan borçluluk oranı, Şirket'in kısa ve uzun vadeli finansal borçlarının, toplam aktiflere bölünmesi suretiyle hesaplanmıştır. 30.09.2019 bilançosuna göre aşağıdaki tablo oluşturulmuştur.

	(bin TL)		(bin TL)
Kısa Vadeli Borçlanmalar	6.623	Kısa Vadeli Borçlanmalar	6.623
Uzun Vadeli Finansal Borçlanmalar	1.832	Uzun Vadeli Finansal Borçlanmalar	1.852
Toplam Aktifler	71.403	Nakit Benzerleri	1.717
Borçluluk Oranı	11,84%	Net Finansal Borç	6.738

VI.2.3. Tahmini İndirgenmiş Nakit Akımları

Metro Yatırım tarafından hazırlanan çalışmada; Şirket'in "İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne göre yapılan değerlemesinde kullanılan temel varsayımlar aşağıda yer almaktadır.

- Projeksiyonlar Türk Lirası üzerinden yapılmıştır.
- İNA Yöntemi gelecek 5 yıllık dönem esas alınarak hesaplanmıştır. (2019 yılı için rapor tarihi itibarıyla gerçekleşmeler veri alınmış olup, çok kısa bir dönem tahmin edilmiştir.)

Rapor'da Şirket'in mevcut faaliyetleri dikkate alınarak yapılan satış gelirleri projeksiyonlarında, toplam satışların makroekonomik ve sektörel beklentileri yansıtacak şekilde tahmin edildiği ifade edilmiştir. Bununla birlikte halka arzdan elde edilecek gelir ve bu gelirin sağlayacağı fayda ihtiyatlılık açısından Rapor'a dâhil edilmediği belirtilmiştir. Rapor'da İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi'ne göre, finansal gelir ve gider kalemlerinin dikkate alınmadığı ve FAVÖK karı üzerinden hesaplamaların yapıldığı ifade edilmiştir.

Metro Yatırım tarafından hazırlanan Rapor'da Şirket'in 2019-2023 yıllarına ilişkin serbest nakit akımları hesaplanmış ve söz konusu serbest nakit akımların ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üzerinden iskonto edilerek bugünkü değerine ulaşıldığı ifade edilmiştir. Söz konusu Rapor'da nakit akımlarının toplamından finansal borçların düşülüp, nakit benzeri hazır değerler eklenerek Şirket'in nihai değerine ulaşıldığı ifade edilmiştir.

Metro Yatırım Rapor'da serbest nakit akımları hesaplanırken öncelikle 2019-2024 yılları için faiz ve vergi öncesi kâr tahminlerinin yapıldığını ve bu kâr rakamından vergi düşüldükten sonra Şirket'in yatırım yapmak için elinde kalan nakit kaynak rakamının bulunduğunu ifade etmiştir. Söz konusu rakamdan net yatırım harcamalarının ve işletme sermayesi gereksiniminin düşülmesiyle serbest nakit akımlarına ulaşıldığı ifade edilmiştir.

(bin TL)	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş				
	01 Ocak - 30 Eylül 2019	1 Ocak - 30 Eylül 2018	Ocak - 31 Aralık 2018	2 Ocak - 31 Aralık 2017	1 Ocak - 31 Aralık 2016
Hasılat	18.394	18.783	51.379	30.777	10.523
Satışlardaki Büyüme (%)	-2,07	-	66,94	192,49	-
Hasılatın Maliyeti (-)	(4.476)	(12.263)	(21.245)	(18.585)	(2.425)
Maliyetlerin Satışlara Oranı (%)	24,33%	65,29%	41,35%	60,39%	23,04%
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar	13.918	6.520	30.133	12.192	8.098
Brüt Kar Marjı (%)	75,67	34,71	58,65	39,61	76,96
Faaliyet Giderleri	(2.593)	(1.010)	(5.516)	(1.535)	(5.970)
Esas Faaliyet Karı/Zararı	11.325	5.510	24.617	10.658	2.128
Esas Faaliyet Kar Marjı	61,6%	29,3%	47,9%	34,6%	20,2%

İndirgenmiş Serbest Nakit Akımı Toplamı 2019-2024 dönemi toplam (1)	59.191.353
--	-------------------

Terminal Büyüme Oranı	5,00%
Altı Dönem Serbest Nakit Akımları	$34.576.274 * (1 + \%5) / (\%20,88 - \%5) = 228.623.385$
İndirgenmiş Devam Eden Şirket Değeri (2)	$228.623.385 / (1 + \%20,88)^6 = 73.281.918$
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 TL

VI.3. SONUÇ

Rapor'da yukarıdaki değerlendirme yöntemlerinin kullanılması sonucunda Şirket değeri aşağıdaki tabloda yer aldığı şekilde tespit edilmiştir.

DEĞERLEME YÖNTEMİ	PİYASA DEĞERİ (TL)	HİSSE BAŞINA DEĞERLER (TL)
1 - Pazar Yaklaşımı Yöntemi	235.783.063	13,10
2 - Gelir Yaklaşımı Yöntemi	125.734.927	6,99
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri (Pazar Yaklaşımı %20, Gelir Yaklaşımı %80)	147.744.554	8,21
İskonto Tutarı (%35.40)	52.301.572	2,91
İskontolu Şirket Değeri	95.442.982	5,30

Rapor'da Borsa İstanbul'da işlem gören yazılım şirketlerinin pay fiyatlarında son bir ayda yaşanan aşırı fiyat hareketlerini elimine etmek amacıyla değerlemede yüksek sonuç veren Pazar Yaklaşımı Yöntemine %20, daha düşük sonuç veren Gelir Yaklaşımı yöntemine %80 oranında ağırlık verilmiştir. Metro Yatırım tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında Şirket değeri 14.744.554 TL, Şirket'in mevcut sermayesi olan 18.000.000 TL'ye göre birim pay değeri de 8,21 TL olarak hesaplanmıştır.

ARD GRUP TEKNOLOJİLERİ A.Ş. HALKA ARZ ÖZETİ	
Çıkarılmış Sermaye	18.000.000 TL
Ortak Satışı	3.500.000 TL
Sermaye Artırımı	4.000.000 TL
Halka Arz Edilecek Toplam Nominal Tutar	7.500.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	22.000.000 TL
Halka Açılacak Oran	34,40%
Halk Arz İskontosu	35,40%
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontolu)	5,30 TL
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontosuz)	8,21 TL
Şirket Değeri (İskontolu)	95.442.982 TL
Şirket Değeri (İskontosuz)	147.744.554 TL

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

VIII. GÖRÜŞ

Metro Yatırım tarafından ARD Bilişim için hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nda kabul görmüş değerlendirme yöntemleri olan İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Piyasa Çarpanları Analizi yöntemleri kullanılarak fiyat tespiti yapılmıştır.

Şirket hakkında verilen bilgilerin anlaşılır ve yeterli olduğunu, değerlendirme metodolojisinin ayrıntılı ve net biçimde açıklandığını düşünmekteyiz.

Değerleme çalışmasında kullanılan İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi geleceğe yönelik tahminler içerdiğinden ve yorumlanması açısından Şirket yetkilileri ile bir araya gelinmesi gerektiğinden tarafımızca analiz edilememiş ve dolayısıyla Fiyat Tespit Raporu'nda yapılan çalışma da test edilememiştir.

Piyasa Çarpanları Analizi'nde baz alınan Pazar ve sektörlere ilişkin şirket verilerinde uç değerlerin analize dâhil edilmemesini doğru bir yaklaşım olarak değerlendirmekle birlikte, bilişim sektöründe değerlendirme çarpanları kullanılmayan şirketlerin kullanılmama nedenlerinin belirtilmemiş olmasını eksiklik olarak nitelendiriyoruz. Çarpanların ortalamasının aritmetik ortalama olarak değil de medyan olarak analize dâhil edilmesini de olumlu değerlendiriyoruz. Ek olarak, gelişmekte olan ülkelerdeki benzer şirketlere ilişkin çarpanların Pazar Yaklaşımı Yöntemi'ne dahil edilmesinin uygun olabileceğini düşünüyoruz.

Nihai olarak, Rapor'da tespit edilen Şirket değeri ve sonrasında ulaşılan birim fiyat ile söz konusu iskonto oranının makul olduğunu düşünüyoruz.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, haber veya öneriler nedeniyle ortaya çıkacak ticari kazanç veya kayıplardan Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Rapor sayfalarında yayınlanan hiçbir yazı, görüş, resim, analiz ve diğer sunumlar izin alınmadan yazılı veya görsel basın organlarında yayınlanamaz.