



Hitit Bilgisayar Hizmetleri A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu Analizi

22 Şubat 2022

Önemli Not: İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Ahlatcı Yatırım A.Ş. Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Ünlü Menkul Değerler A.Ş.'nin aracılık ettiği Hitit Bilgisayar Hizmetleri A.Ş. ("Hitit Bilgisayar" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Ünlü Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Ünlü Menkul") hazırladığı fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Halka Arza İlişkin Bilgiler

Halka Arz Bilgileri	
Talep Toplama Tarihi	23-24-25 Şubat 2022
Hisse Kodu / Pazar	HTTBT / Yıldız Pazar
Halka Açıklık Oranı	27.6%
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	100.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	127.500.000 TL
Halka Arz Yöntemi	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
Halka Arz Fiyatı	11.50 TL - 12.50 TL
Arz Edilecek Paylar	27.500.000 TL Sermaye Artırımı 7.692.308 Ortak Satışı
Halka Arz Büyüklüğü	404.711.542 TL - 439.903.850 TL
Halka Arz Sonrası Şirket Değeri	1.466.250.000 TL - 1.593.750.000 TL
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Tahsisat	Bireysel Yatırımcılara: %25 / 8.798.077 lot Yurt İçi Yüksek Başvurulu Yatırımcılara: %25 / 8.798.077 lot Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılara: %25 / 8.798.077 lot Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılara: %25 / 8.798.077 lot
Fiyat İstikrarı	Fiyat istikrarına ilişkin işlemlerin gerçekleştirilmesi planlanmaktadır. Ünlü Menkul fiyat istikrarı işlemlerini kesin yerine getireceğine ilişkin bir taahhüt vermemektedir.
Taahhütler	Şirket, 180 gün boyunca bedelli sermaye artırımını yapmayacağını, payların borsa veya borsa dışında satılmayacağını, dolaşımdaki pay miktarının artmasına sebep olunmayacağını taahhüt etmiştir.

Şirket Bilgileri

Hitit Bilgisayar, 1994 yılında kurulmuş olup, İstanbul merkezli bir teknoloji firmasıdır. Şirket, ulusal ve uluslararası havacılık ve seyahat endüstrisine "Crane" markalı yazılım çözümleri üretmekte, bunları süregelen şekilde geliştirmekte ve ilgili yazılımları müşterilerine altyapı barındırma ve bakım hizmetleriyle beraber paket halinde kullandıkça öde (SaaS) esasına dayalı hizmet olarak sunmaktadır.

Şirket'in yazılım çözümleri 5 kıtada ve 38 ülkede faaliyet gösteren toplam 48 havayolu ve seyahat sektörü firmasına hizmet vermektedir. Covid pandemisi öncesi döneme bakıldığında, 2019 yılı içerisinde, Crane PSS çatısı altında taşınan toplam yolcu sayısı T2RL tarafından hazırlanan piyasa raporuna göre yaklaşık 53 milyon2 olarak gerçekleşmiş, yine aynı yıl içerisinde Şirket kayıtlarına göre Crane PSS üzerinden gerçekleşen toplam uçuş sorgulama sayısı 100 milyarın üzerine çıkmıştır ve 30.000 seyahat acentesi Crane acente satış ve servis web platformunu ve servislerini kullanmıştır.

Faaliyetler Hakkında Genel Bilgiler

Şirket geliştirdiği yazılım çözümlerine ilişkin müşterilerine danışmanlık ve eğitim vermekte, satış sonrası destek ve bakım hizmetlerini de sunmaktadır. Şirket'in müşterileri, havayolları, seyahat şirketleri ve havalimanlarıdır. Şirket'in geliştirdiği yazılım çözümleri, aşağıda belirtilen 6 çözüm grubundan oluşmaktadır:

1. Yolcu Hizmetleri Sistemi: "Crane PSS" çatısı altında müşterilere sunulan ve Şirket'in amiral gemisi olan yazılım çözümleri grubudur. Bu grup içerisinde, havayollarının ana faaliyetlerini yerine getirebilmesi için ihtiyaç duydukları yazılım çözümleri yer almaktadır. Bu yazılım çözümleri içerisinde, rezervasyon, satış ve biletleme, envanter, tarife, ücret yönetimi, havalimanı ve bagaj işlemleri, yolcu sadakati ve müşteri yönetimi, internet üzerinden satış, mobil uygulama çözümleri gibi işlevler bulunmaktadır.

2. Operasyonel Çözümler: Bu çözüm grubunda, havayollarının temel operasyonel faaliyetlerini destekleyici ürünler yer almaktadır. Bu yazılım çözümleri içerisinde, uzun vadeli sefer tarifesi planlama, uçuş ekibi yönetimi ve atamaları, uçakların anlık durum takibi ve yönetimi gibi işlevler bulunmaktadır.

3. Seyahat Çözümleri: Bu başlık altında yer alan çözümler havayollarından ziyade seyahat acentelerinin kullanımı için tasarlanmıştır. Bu yazılım çözümleri, bir seyahat acentesinin hem birden fazla havayolu için hem de Sanal Mağazacılık altında yer alan farklı ürünleri birleştirerek seyahat paketleri oluşturup satabilmelerini sağlamaktadır.

4. Sanal Mağazacılık: Bu başlık altında havayollarının ve seyahat acentelerinin yolcularına uçak bileti haricinde farklı ürünlerden oluşan "alışveriş sepetleri" satmasına imkân tanıyan yazılımlar yer almaktadır. Bu sayede kullanıcılar örneğin otel, transfer, tur, sigorta vs. gibi pek çok farklı hizmet ve ürünü dinamik paketler halinde sunabilmektedir.

5. Hava Kargo: Hitit tarafından yakın zamanda hayata geçirilen bu çözüm grubu altında hem havayollarının hem de kargo taşımacılarının yurt içi ve uluslararası kullanımına uygun kargo takip ve dağıtım yazılımları ile muhasebe çözümleri yer almaktadır.

6. Muhasebe Çözümleri: Havayollarının normal bir ticari firmaya ek olarak tabi oldukları ve çeşitli uluslararası havacılık kurallarına, endüstri standartlarına veya karşılıklı anlaşmalara dayanan farklı muhasebe ve mahsuplaşma ihtiyaçları vardır. Bu başlık altında yer alan özelleşmiş havayolu gelir ve gider muhasebesi çözümleri bu ihtiyacı karşılamaktadır, ayrıca havayolunun ilgili birim yöneticilerinin gelir akışı ve karlılık gibi anahtar performans göstergelerini gerçek zamanlı olarak takip edebilmesini sağlayan iş zekâsı çözümleri de burada yer almaktadır.

Ortaklık Yapısı

Hitit Bilgisayar Hizmetleri A.Ş.	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Sermaye		Sermaye	
Ortaklar	(TL)	(%)	(TL)	(%)
Fatma Nur Gökman	31.500.000	31,5	29.076.922	22,81
Dilek Ovacık	6.500.000	6,5	6.000.000	4,71
Hakan Ünlü	6.000.000	6,0	5.538.462	4,34
Özkan Dülger	6.000.000	6,0	5.538.462	4,34
Pegasus	50.000.000	50,0	46.153.846	36,20
Halka Açık Kısım	-	-	35.192.308	27,60
- Sermaye Artırımı	-	-	27.500.000	21,57
- Ortak Satışı	-	-	7.692.308	6,03
Toplam	100.000.000	100,00	127.500.000	100,00

Halka Arz Gelirinin Kullanımı

Şirket, hâlkâ arz eden pay sahibinin mevcut paylarının satışından herhangi bir gelir elde etmeyecektir. Şirket, yeni payların halka arz edilmesi kapsamında gelir elde edecektir;

Ürünlerin ve çözümlerin yazılım ve altyapılarının farklı pazarlara göre geliştirilmesi: Şirket halka arz gelirinin %35'lik kısmını; mevcut durumda Şirket'in bütünsel çözüm portföyü dahilinde yer alan ve pazarda büyüme sağlamak için stratejik fırsatlara sahip örneğin Charter, Kargo, Operasyonel Planlama ve Havayolu Muhasebesi gibi ürünlerin bağımsız olarak satılabilir hale gelmeleri için gerekli yazılım ve altyapı geliştirmelerinin yapılması, destekleyici satış ve pazarlama faaliyetleri ile hali hazırda sunulan tiim ürünlerin ve çözümlerin yeni versiyonlarının, farklı pazarlar için gerekli geliştirmelerin yapılması ve test edilmesinde, şirket veya ürün satın alınmasında,

Bulut mimarisine geçiş için altyapı ile geliştirme ve iyileştirmeleri: Şirket halka arz gelirinin %30'luk kısmını; Şirket'in mevcut bulut barındırma altyapısıyla ilgili geliştirme ve iyileştirmeler yapılması, gerekli danışmanlık ve hizmetlerin alınması ve bu doğrultuda dünyanın önde gelen bulut sağlayıcılarıyla beraber çalışılarak Şirket yazılım ve bilişim çözümlerinin daha büyük ölçüde bulut mimarisine geçişi için gereken adımların atılması ve bu sayede hem Şirket çözümlerinin değer önerilerinin ve rekabetçi avantajlarının iyileştirilmesi, hem de uluslararası ihalelerde karşılaşılan örneğin; veri işleme ile ilgili coğrafi kısıtlar gibi engellerin aşılmasında,

Yeni iş kolları oluşturulması: Şirket halka arz gelirinin %25'lik kısmını; Şirket'in havayollarına yazılım ve bilişim çözümleri sağlayan mevcut iş kollarına ek olarak, seyahat acentelerine içerik dağıtım ve satış imkânı sağlayacak ADS acente dağıtım kanalı iş kolu başta olmak üzere stratejik büyüme fırsatlarına sahip yeni iş kolları oluşturulması, bunlarla ilgili teknik geliştirmelerin, gerekiyorsa şirket veya ürün satın ' alınmasında, yeni kurumsal yapıların ve destekleyici satış ve pazarlama faaliyetlerinin yapılmasında, hem bağımsız hem de uçtan uca çözümleri destekleyecek şekilde ürünlerin piyasaya sunulmasında,

Yurt dışı yatırımlar: Şirket halka arz gelirinin yaklaşık %10'luk kısmını Şirket'in hem satış pazarlama faaliyetlerini destekleyecek ve uluslararası ihalelerde karşılaşılan belirli coğrafyalarda faaliyet gösterme zorunluluğu kısıtlarını karşılayacak, hem de müşteri/ kullanıcı eğitimleri, acente ilişkileri yönetimi ve mahsuplaşma gibi destek fonksiyonlarını da yerine getirecek dünyada farklı bölgelerde, tanıtım, irtibat, satış ve pazarlamaya destek ile sınırlı kalmamak üzere yeni ofisler açılması ve kurum, kuruluş ve şahıslarla iş birliklerinin yapılmasında,

kullanmayı planlamaktadır.

FİNANSAL BİLGİLER

Şirket'in 2018, 2019, 2020 yılları ve 2020/2021 ilk 9 aylık dönemleri için bağımsız denetimden geçirilmiş konsolide mali tablolarına göre gelir tablosu aşağıda verilmektedir.

Kar veya Zarar Tablosu (USD)	01.01.2018 - 31.12.2018	01.01.2019 - 31.12.2019	01.01.2020 - 31.12.2020	01.01.2020 - 30.09.2020	01.01.2021 - 30.09.2021
Hasılat	12.423.404	16.553.270	12.704.432	9.761.653	10.114.393
Satışların Maliyeti	-6.418.716	-7.841.490	-6.980.602	-5.297.527	-5.715.699
Brüt Kar	6.004.688	8.711.780	5.723.830	4.464.126	4.398.694
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri	-1.328.861	-2.326.468	-1.210.028	-976.759	-861.859
Genel Yönetim Giderleri	-2.451.177	-1.890.686	-1.576.413	-1.191.518	-1.410.282
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	3.548.278	2.023.319	708.425	338.208	655.528
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-2.406.844	-919.691	-275.944	-38.498	-407.891
Esas Faaliyet Karı	3.366.084	5.598.254	3.369.870	2.595.559	2.374.190
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler/Giderler	83.494	103.441	100.573	37.354	71.596
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	3.449.578	5.701.695	3.470.443	2.632.913	2.445.786
Finansman Giderleri	-	-	-204.879	-93.645	-209.154
Finansman Gelirleri	-	-	91.100	65.707	279.517
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı	3.449.578	5.701.695	3.356.664	2.604.975	2.516.149
Vergi Gideri	-142.931	-182.525	-181.079	-225.009	-249.881
Dönem Vergi Gideri	-188.918	-217.226	-80.675	-222.221	-242.877
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	45.987	34.701	-100.404	-2.788	-7.004
Dönem Karı	3.306.647	5.519.170	3.175.585	2.379.966	2.266.268

USD	2018/12	2019/12	2020/12	2021/09
Nakit Ve Nakit Benzerleri	3.296.424	4.038.307	6.836.999	4.472.713
Ticari Alacaklar	1.629.616	2.155.313	2.483.209	3.243.177
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	401.011	484.523	772.405	437.332
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	1.228.605	1.670.790	1.710.804	2.805.845
Peşin Ödenmiş Giderler	536.242	823.080	929.288	1.105.319
Cari Dönem Vergisiyle ilgili Varlıklar	171.636	0	136.430	34.203
Diğer Dönen Varlıklar	40.355	239.279	329.044	459.885
Toplam Dönen Varlıklar	5.674.273	7.255.979	10.714.970	9.315.297
Duran Varlıklar	6.985.246	10.317.659	13.358.554	18.036.808
Maddi Duran Varlıklar	201.840	246.805	268.393	546.352
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	6.010.920	9.016.586	11.956.428	16.210.260
Ertelenmiş Vergi Varlığı	168.618	183.809	81.776	74.772
Peşin Ödenmiş Giderler	533.355	812.974	989.859	1.144.487
Diğer Duran Varlıklar	70.513	57.485	62.098	60.937
Toplam Duran Varlıklar	6.985.246	10.317.659	13.358.554	18.036.808
Toplam Varlıklar	12.659.519	17.573.638	24.073.524	27.352.105

USD	2018/12	2019/12	2020/12	2021/09
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.135.323	2.535.606	5.773.821	5.603.398
Ticari Borçlar	721.770	1.058.168	948.772	893.432
Kısa Vadeli Borçlanmalar	0	0	3.880.266	2.416.250
Finansal Kiralama Yükümlülükleri	0	183.001	40.439	1.151.044
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0	81.395	0	0
Ertelenmiş Gelirler	262.388	320.771	500.663	591.002
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	179.938	294.573	231.194	216.892
Kısa Vadeli Karşılıklar	881.839	573.745	161.355	267.608
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	881.839	573.745	161.355	267.608
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	89.388	23.953	11.132	67.170
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.135.323	2.535.606	5.773.821	5.603.398
Uzun Vadeli Yükümlülükler	675.746	1.067.637	1.128.199	2.310.934
Finansal Kiralama Yükümlülükleri	-	-	-	1.027.449
Ertelenmiş Gelirler	530.756	901.974	993.122	1.135.187
Uzun Vadeli Karşılıklar	144.990	165.663	135.077	148.298
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	144.990	165.663	135.077	148.298
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	675.746	1.067.637	1.128.199	2.310.934
Özkaynaklar	9.848.450	13.970.395	17.171.504	19.437.773
Sermaye	53.440	53.440	53.440	16.853.349
Yasal Yedekler	20.260	20.260	20.260	20.260
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	1.063.248	-333.977	-308.452	-308.452
Tanımlanmış Emeklilik Fayda Planlarındaki Vergi Sonrası Aktüeryal Kayıplar	-88.584	-99.512	-73.987	-73.987
Yabancı Para Çevrim Farkları	1.151.832	-234.465	-234.465	-234.465
Net Dönem Karı	3.306.647	5.519.170	3.175.585	2.266.268
Geçmiş Yıllar Karları	5.404.855	8.711.502	14.230.671	606.348
Toplam Özkaynaklar	9.848.450	13.970.395	17.171.504	19.437.773
Toplam Kaynaklar	12.659.519	17.573.638	24.073.524	27.352.105

DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİLER

Ünlü Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında Şirket'in pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri incelenmiştir.

- **Pazar Yaklaşımı:** Çarpan Analizi
- **Gelir Yaklaşımı:** İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Çarpan Analizi

Çarpan analizi yönteminde Fiyat / Kazanç (F / K), Şirket Değeri / Satış (ŞD / Satış) ve Şirket Değeri / FAVÖK (ŞD / FAVÖK) ve Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD / DD) çarpanları incelenmiştir.

- F/K çarpanı şirketlerin piyasa değerlerinin şirketlerin kazançları doğrultusunda karşılaştırılmasına imkân tanıdığı ve borsa katılımcıları tarafından sıklıkla kullanılan değerlendirme çarpanlarından birisi olması sebebiyle dikkate alınmıştır.
- ŞD / FAVÖK çarpanı şirketlerin operasyonel kar performanslarına dayanması ve Borsa katılımcıları tarafından sıklıkla kullanılan değerlendirme çarpanlarından birisi olması sebebiyle dikkate alınmıştır.
- ŞD / Satışlar çarpanı aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerin kar marjlarındaki farklılıkları dikkate almadığı için tercih edilmemiştir.
- PD / DD çarpanı genelde yüksek özkaynağa ihtiyaç duyan bankacılık, sigorta gibi sektörler ya da bilançosunda önemli miktarlarda maddi duran varlık kalemi yer alan gayrimenkul gibi sektörlerdeki analizlerde kullanıldığı için tercih edilmemiştir.

Yurt Dışı Benzer Şirketler

Bu grupta Hitit ile birebir aynı işi yapmakta olan ve yurtdışındaki ihale süreçlerinde Hitit ile rekabet içinde olan Havacılık Yazılım Şirketleri ve Seyahat ve Konaklama Çözümleri sunan şirketler yer almaktadır.

Yurt İçi Benzer Şirketler

Yurt içinde halka açık global havacılık ya da seyahat çözümleri yazılım şirketleri olmadığı için yazılım çözümleri sunan halka açık Türk yazılım şirketleri benzer şirket olarak incelenmiştir. Yurtiçi şirketlerde daha fazla veri kullanabilmek için 2021 tahmini yerine 2021 SOA (Son 12 Ay) ve 2022 yılları tahmini ŞD/FAVÖK ve F/K çarpanları incelenmiştir.

Benzer Şirketler ve Çarpan Yaklaşımı:

Yurtdışı benzer şirketler Hitit gibi havayollarına çözümler üreten yazılım şirketleri ya da seyahat çözümleri yazılım şirketleridir ve Covid-19 sürecinden benzer şekilde etkilenmişler ve negatif olarak ayrılmışlardır. Yurtiçi benzer şirketler ise havayolu taşımacılığı gibi Covid-19 pandemisinden etkilenen odak bir sektöre hizmet sağlamamaları sebebiyle pandemi koşullarından daha limitli etkilenmiş ve negatif olarak ayrılmamışlardır. Bu iki grubun pandemi koşullarından farklı etkilenmeleri sebebiyle çarpan analizinde kullanılan çarpan dönemleri farklılaştırılmıştır.

Ayrı bir çarpan analizi ise Şirket'in Covid-19 etkisinden arındırılmış 2021 performansı baz alınarak yapılmış ve potansiyel yıl (PT) analizi olarak adlandırılmıştır. Bu analizde 2021 yılında Şirket'in hizmet vermekte olduğu müşterilerin pandemi evveli 2019 yılı uçuş, iş hacmi ve potansiyel verileri dikkate alınarak Şirket için normalize bir potansiyel yıl analizi bulunmuştur. Bu çalışma bir nevi "Pandemi yaşanmasaydı, Şirket hangi gelir ve karlılık seviyesi ile 2021 yılında faaliyet gösteriyor olacaktı?" sorusunun analizi niteliğindedir. Bu analizde gelir ve gider tarafında genel olarak 2021 yılı birim fiyat değerleri korunmuş ve artan hacimle hesaplanmıştır.

Kullanılan Finansallar

USD k	30.09.2021	2021 SOA	2021 B	2021 PT	2022 F
FAVÖK		5.192	5.135	8.872	9.057
Net Kar		3.062	2.658	5.570	5.675
Net Borç	122				

Benzer Şirket Çarpanları

	2022T	
	ŞD/FAVÖK	F/K
Global Havacılık ve Seyahat Yazılım Çözümleri Şirketleri	14,7x	26.2x
Türk Yazılım Şirketleri	17.1x	30.8x

Covid-19'dan etkilendiği gözlemlenen global havacılık ve seyahat çözümleri yazılım şirketlerinin nispeten toparlanmasının yansımalarının beklendiği 2022 çarpanları, Şirket'in de benzer şekilde Covid-19 etkilerinden toparlanmaya başladığı 2022T rakamları ile kullanılmıştır.

Türk yazılım şirketleri için de 2021 yılında Covid-19'dan, global havacılık ve seyahat yazılım çözümleri şirketlerine göre çok daha az etkilendiklerinden, Türk yazılım şirketlerinin 2021 çarpanları kullanılmamıştır. Türk yazılım şirketlerinin 2022 çarpanları ise Şirket'in Covid-19 etkisinin azalmaya başlayacağı beklentisini yansıtan 2022 finansalları ile kullanılmıştır.

Çarpanlar	Çarpanlar	Şirket Finansalları	Özkaynak Değeri	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri
Global Havacılık ve Seyahat Yazılım Çözümleri Şirketleri					
ŞD/FAVÖK 2022	14,7x	9.057	133.014	50%	65.507
F/K 2022	26,2x	5.675	148.677	50%	74.339
Ağırlıklı Toplam					140.846
Türk Yazılım Şirketleri					
ŞD/FAVÖK 2022	17,1x	9.057	154.541	50%	77.271
F/K 2022	30,8x	5.675	174.873	50%	87.436
Ağırlıklı Toplam					164.707

Çarpan analizi 2 grup altında hesaplanmış olup ilk grupta Yurtdışı ve Yurtiçi Benzer Şirket Çarpan Analizinde, Global havacılık ve seyahat yazılım çözümleri şirketleri için 2022 ŞD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına %50 ağırlık verilerek, 140.846 bin USD ağırlıklandırılmış özkaynak değeri bulunmuştur. Türk yazılım şirketleri çarpan analizinde ise 2022 yılı ŞD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına %50 ağırlık verilmiş olup ağırlıklandırılmış özkaynak değeri olarak 164.707 bin USD bulunmuştur.

İkinci grup çarpan analizinde ise Covid-19 etkisinden ayrılmış potansiyel yıl analizine göre bir özkaynak değeri bulunmuştur. Şirket'in Covid-19 etkisinden arındırılmış 2021 performansı baz alınarak yapılmış ve potansiyel yıl (PT) analizi olarak adlandırılmıştır. Bu analizde 2021 yılında Şirket'in hizmet vermekte olduğu müşterilerin pandemi evveli 2019 yılı uçuş, iş hacmi ve potansiyel verileri dikkate alınarak Şirket için normalize bir potansiyel yıl analizi bulunmuştur. Bu analiz sonucunda ise 131.524 bin USD özkaynak değeri hesaplanmıştır.

Çarpanlar	Çarpanlar	Şirket Finansalları	Özkaynak Değeri	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri
Türk Yazılım Şirketleri					
ŞD/FAVÖK SOA	15,6x	8.872	137.096	100%	137.906
F/K SOA	38,0x	5.570	211.715	0%	0
Ağırlıklı Toplam					137.906
Global Havacılık Yazılım Şirketleri					
ŞD/FAVÖK 2022	12,6x	8.872	111.586	50%	55.793
F/K 2022	26,4x	5.570	147.208	50%	73.604
Ağırlıklı Toplam					129.397

Birinci grup çarpan analizine %25, ikinci grup çarpan analizine %25 ve indirgenmiş Nakit Akımları Analizi'nin %50 ağırlık verilmesiyle şirketin özkaynak değeri 132.045 bin USD bulunmuş olup, 10.02.2022 itibariyle geçerli olan kur ile yapılan hesaplama sonucunda TL bazında 1.788.475 bin TL ve Birim Pay Değeri 17,88 TL olarak tespit edilmiştir. Söz konusu değerlere %35,7 ve %30,1 halka arz iskontosu uygulanarak halka arz değeri 11.50 TL – 12.50 TL olarak belirlenmiştir.

	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri
İNA	50%	62.468
Çarpan	50%	
1.Grup : Yurtdışı ve Yurtiçi Benzer Şirket Çarpan Analizi	25%	36.696
2.Grup : Covid-19 Etkisinden Ayrılmış Potansiyel Yıl Analizi	25%	32.881
Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri		132.045
10.02.2022 USD/TL kuru		13,5444
Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri		1.788.475
Sonuç		
Nominal Sermaye ('000)	100.000	
Hesaplanan Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri (TL '000)	1.788.475	
Halka Arz İskontosu Öncesi Pay Değeri		17,88
Halka Arz İskonto Oranı	35,70%	30,10%
Halka Arz İskontolu Özkaynak Değeri (TL '000)	1.150.000	1.250.000
Halka Arz Fiyatı (TL/pay) (Taban-Tavan)	11,5	12,5

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti projeksiyon dönemi boyunca sabit kabul edilmiştir. Kaldıraçsız beta çalışmasında çarpan analizinde yer verilen yurtiçi ve yurtdışında benzer şirketlerin Reuters veri tabanından çekilen kaldıraçsız betaları göz önünde bulundurulmuştur. Amadeus ve Sabre yurtdışında Şirket ile aynı pazarda faaliyet göstermeleri ve benzer ürün portföyüne sahip olmaları sebebiyle, Logo, Ard, Matriks, Fonet, Kron, Kafein, Link, Smartiks, VBT Yazılım ve Atp ise yurtiçinde faaliyet gösteren yazılım şirketleri olmaları sebebiyle seçilmiştir. Global Seyahat Çözüm Yazılım şirketleri; Hitit'e faaliyet alanı olarak yukarıda belirtilen şirketlerden daha uzak bir havuzda yer almalarından ötürü Kaldıraçsız Beta hesaplamasına dahil edilmemiştir.

Risksiz faiz oranı için sabit bir değer olarak, projeksiyon döneminin de 10 yıl olması göz önüne alınarak, 15 Ocak 2031 Eurobond faiz oranının son 3 aylık ortalaması kullanılmıştır. Bu sebeple, AOSM her yıl için değişken kabul edilmemiş, tek bir dönem için hesaplanarak sabit kabul edilmiştir.

Piyasa risk primi, genel kabul görmüş bir oran olarak %5 kabul edilmiştir. Beta hesaplaması için seçilen benzer şirketlerin ortalama kaldıraçsız beta olarak bulunan 0,79; AOSM tablosunda gösterilen borçlanma yapısı uyarınca kaldıraçlı betaya çevrilmiş ve 0,97 olarak hesaplanmıştır.

Şirket'in mevcut borç yapısı göz önünde bulundurularak, %19,1 borçluluk seviyesi hesaplanmıştır.

Şirket'in mevcut durumda USD borçlanmalarının maliyeti, ağırlıklı kısa süreli olan Eximbank kredilerinden oluşması sebebiyle %0,88'dir. Ancak mevcut piyasa koşulları göz önünde bulundurularak, borçlanma maliyeti risksiz faiz oranının 1 puan üzerinde alınarak %7,7 kabul edilmiştir.

Şirket çalışmalarını İTÜ Teknokent'te sürdürmesi sebebiyle "4691 sayılı Teknoloji Geliştirme Bölgeleri Kanunu"ndan faydalanmaktadır. Bu bölgedeki yazılım ve AR-GE faaliyetlerinden elde ettikleri kazançlar, faaliyete başlanılan tarihten bağımsız olmak üzere 31 Aralık 2028 tarihine kadar kurumlar vergisinden istisna edilmiştir. İlgili istisnanın 2028 sonrasında da yenilenerek devam edeceği düşünülmektedir. Bölgede faaliyette bulunan şirketlerin bölge dışında gerçekleştirdikleri faaliyetlerinden elde ettiği kazançlar, %50 oranında istisna kapsamında sayılmaktadır. Buna göre Şirket'in efektif vergi oranı geçmiş dönemler de göz önünde bulundurularak %5 kabul edilmiştir.

USD('000)	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Hasılat	20.203	26.056	32.068	40.060	45.642	51.143	55.364	59.532	63.708	67.256
Büyüme	41,9%	29,0%	23,1%	24,9%	13,9%	12,1%	8,3%	7,5%	7,0%	5,6%
FAVÖK	9.057	11.970	15.137	19.275	22.265	25.323	27.606	29.693	31.849	33.674
FA VOK marjı	44,8%	45,9%	47,2%	48,1%	48,8%	49,5%	49,9%	49,9%	50,0%	50,1%
Amortisman	3.084	3.627	4.367	5.787	6.168	6.606	7.088	7.395	7.607	8.096
FVOK	5.973	8.343	10.770	13.488	16.097	18.717	20.517	22.298	24.243	25.577
Vergi	299	417	539	674	805	936	1.026	1.115	1.212	1.279
Vergi oranı	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Net işletme sermayesi ihtiyacı	(477)	(410)	(717)	(964)	(680)	(683)	(502)	(505)	(499)	(423)
Operasyonlardan yaratılan nakit	8.282	11.143	13.881	17.636	20.781	23.705	26.078	28.073	30.138	31.972
Yatırım	6.151	7.444	8.718	10.501	11.043	11.880	12.392	13.123	13.582	13.912
Yatırım / Ciro	30,4%	28,6%	27,2%	26,2%	24,2%	23,2%	22,4%	22,0%	21,3%	20,7%
Şirket serbest nakit akışı	2.131	3.699	5.163	7.135	9.738	11.825	13.686	14.950	16.556	18.060
İndirgeme dönemi	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5
İndirgeme faktörü	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4
İndirgenmiş nakit akışı	2.018	3.144	3.937	4.883	5.980	6.515	6.766	6.632	6.590	6.450
Projeksiyon Dönemi	52.916									
Uç Dönem	72.142									
Şirket Değeri	125.058									
Net Finansal Borç/(Net Nakit)	122									
Nakit ve Nakit benzerleri	4.473									
Finansal Yükümlülükler	4.595									
Özkaynak Değeri	124.936									
AOSM	11,4%									
Uç Dönem Büyüme Oranı	2,3%									

SONUÇ

Sonuçta birinci grup çarpan analizine %25, ikinci grup çarpan analizine %25 ve indirgenmiş Nakit Akımları Analizi'nin %50 ağırlık verilerek özkaynak değeri 132.045 bin USD bulunmuş olup, 10.02.2022 itibarıyla geçerli olan kur ile yapılan hesaplama sonucunda TL bazında 1.788.475 bin TL ve Birim Pay Değeri 17,88 TL olarak tespit edilmiştir. Söz konusu değerlere %35,7 ve %30,1 halka arz iskontosu uygulanarak halka arz değeri 11.50 TL-12.50 TL olarak belirlenmiştir.

	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri
INA	50%	62.468
Çarpan	50%	
1.Grup : Yurtdışı ve Yurtiçi Benzer Şirket Çarpan Analizi	25%	36.696
2.Grup : Covid-19 Etkisinden Ayrışmış Potansiyel Yıl Analizi	25%	32.881
Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri		132.045
10.02.2022 USD/TL kuru		13,5444
Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri		1.788.475
	Sonuç	
Nominal Sermaye ('000)	100.000	
Hesaplanan Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri (TL '000)	1.788.475	
Halka Arz İskontosu Öncesi Pay Değeri		17,88
Halka Arz İskonto Oranı	35,70%	30,10%
Halka Arz İskontolu Özkaynak Değeri (TL '000)	1.150.000	1.250.000
Halka Arz Fiyatı (TL/pay) (Taban-Tavan)	11,50	12,50

GÖRÜŞ

- Hitit Bilgisayar için Ünlü Menkul Değerler tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, şirket hakkındaki tanıtıcı bilgilere ve şirket faaliyetlerine yönelik açıklamalara anlaşılır bir şekilde yer verildiğini düşünüyoruz. İlgili raporda kullanılan değerlendirme yöntemlerinin açıklamalarına da detaylı şekilde yer verilmiştir.
- Fiyat tespiti amacıyla yapılan değerlendirme çalışmasında Hitit Bilgisayar için yapılan değerlendirme çalışmasında "İndirgenmiş Nakit Akımları" ve "Piyasa Çarpanları Yöntemi" incelenmiştir. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklanmıştır.
- Çarpan analizi yönteminde ele alınan değerlendirmelerin kullanılan çarpanların uygun olduğunu düşünüyoruz.
- Değerleme çalışmasında, gelir bazlı değerlendirme yaklaşımı olan ve şirket değerinin daha sağlıklı belirlenmesine imkân veren İndirgenmiş Nakit Akımları (INA) yönteminin kullanılmasını şirketin gelecek dönemlerde yaratacağı nakit akımlarını da analiz etmesi nedeniyle daha rasyonel bir şirket değeri ortaya çıkarması adına olumlu olarak değerlendiriyoruz.
- Risksiz faiz oranı olarak 2031 vadeli Eurobond'un getirisi olan %7,4 seviyesinin makul olduğunu düşünüyoruz.
- Beta hesaplamasında kaldıraçlı Beta değeri hesaplanmasının uygun olduğunu düşünüyoruz.
- Terminal büyüme oranı olarak %2,3 oranının kullanılmasının muhafazakâr tarafta kalmak adına uygun olduğunu düşünüyoruz.
- Covid-19 öncesi ve Covid-19 sonrası olarak hesaplamaların dikkate alınmış olmasını doğru bir yaklaşım olarak değerlendiriyoruz.
- Yukarıdaki değerlendirmelerle birlikte şirket için %35,70 - %30,10 aralığında halka arz iskontosuyla bulunan 11,50 – 12,50 TL'lik halka arz fiyatının bahsettiğimiz çekincelerle birlikte makul olduğunu düşünüyoruz.