

İşbu rapor, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu VII-128.1 Pay Tebliği' nin 29. Maddesine istinaden hazırlanmıştır. Rapor, Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin VBT Yazılım Anonim Şirketi ("VBT Yazılım" ve/veya "Şirket" ve/veya "İhraççı") için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Bu raporda yer alan Şirket verileri Fiyat Tespit Raporu'ndan sağlanmış olup, yatırımcılar halka arza ilişkin yatırım kararlarını KAP'ta yayınlanan İzahname'yi inceleyerek vermelidirler.

Halka Arz Bilgileri				
Halka Arz Özeti	Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye (TL)	20,000,000	Toplam Halka Arz Edilecek Pay (TL)	8,000,000
	Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye (TL)	26,000,000	Halka Açılacak Oran (%)	30.77%
	Sermaye Arttırımı (TL)	6,000,000	Halka Açılacak Oran (ek satış dahil) (%)	30.77%
	Mevcut Pay Satışı (TL)	2,000,000	Halka Arz Satış Fiyatı (TL)	12.48
	Ek Pay Satışı (TL)	-	Satış Yöntemi	Borsada satış - Sabit fiyat ile talep toplama

1.Şirket Faaliyetleri Hakkında Önemli Bilgiler

1993 yılında kuruluşundan itibaren yazılım, Bilgi Teknolojileri ve danışmanlık alanlarında hizmet veren VBT Yazılım A.Ş. merkez olarak İstanbul idari ve AR-GE merkezi ofisleri, Ankara ve Adana şube ofislerinde teknoloji ve AR-GE faaliyetlerini sürdürmektedir.

VBT Yazılım A.Ş.; ürettiği yazılımları ve müşterilerine sunduğu sistem çözümleri ile sektörde faaliyet göstermektedir. Yazılım çözümleri; İK yazılımı, ABYS yazılımı, e-dönüşüm yazılımı, kamu yazılımları ve kurumsal yazılım çözümleri, Sistem Çözümleri ise; mainframe yazılımları, analitik çözümleri, ITSM çözümleri izleme çözümleri ve otomasyon çözümleridir.

Şirket, son yıllarda Ar-Ge çalışmalarına büyük ağırlık vererek, Yapay Zeka, Makine Öğrenmesi, Doğal Dil İşleme ve IoT gibi alanlarda geliştirdiği inovatif yazılım ve projelerle, Türkiye'de önde gelen kamu kurumları ve özel sektör kuruluşları ile uluslararası arenada dünya devi firmalarla aktif ve etkili bir şekilde çalışmaktadır.

Şirket, finans sektöründeki tecrübelerini kullanarak e-dönüşüm (e-fatura, e-defter, e-makbuz, e-arşiv, e-smmm) projelerini geliştirmiş ve e-dönüşüm özel entegratörleri arasına girmiştir. Özellikle finans alanındaki müşterilerin ihtiyacına yönelik, elektronik fatura, elektronik serbest meslek makbuzu gibi regülasyon değişikliklerinin de müşteriye kullanıma zorunlu tuttuğu teknolojilerin hizmet sağlayıcısıdır.

VBT Yazılım, Hibe ve Proje Danışmanlığı, Yazılım Süreci Danışmanlığı, Sistem ve Altyapı yönetimi alanında kamu ve özel sektöre danışmanlık hizmeti vermektedir. TÜBİTAK, KOSGEB, ITEA3 ve AB HORIZON 2020 projelerinde araştırma ve geliştirme odaklı olarak aktif katkı sağlayıcıdır.

VBT Yazılım, bilgi teknolojileri, bilişim sistemleri ve yazılım çözümleri alanında faaliyet göstermektedir. Bu faaliyet alanları aşağıdaki gibi gruplandırılmıştır.

- 1- Kurumsal Çözümler ve Profesyonel Hizmetler
- 2- Ürün Geliştirme ve Ar-Ge Çalışmaları
- 3-Anahtar Teslim Yazılım Geliştirme Hizmetleri
- 4- Anahtar Teslim Sistem ve Altyapı Projeleri
- 5- Teknolojik Ürün Satışı

Ortaklık Yapısı

Ortağın Ünvanı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		TL	%	TL	%
Birol Başaran	A	1,000,000	5.00	1,000,000	3.85
	B	13,200,000	66.00	11,200,000	43.08
İpek Canan Başaran	B	2,000,000	10.00	2,000,000	7.69
Diğer	B	3,800,000	19.00	3,800,000	14.62
Halka Açık Kısım		-	-	8,000,000	30.77
Toplam		20,000,000	100.00	26,000,000	100.00

2.Halka Arz Gerekçesi ve Halk Arz Gelirlerinin Kullanımı

Şirketin 20.000.000 TL çıkarılmış sermayesinin yeni pay alma haklarının kısıtlanarak 26.000.000 TL'na artırılmasından yaklaşık 74.880.000 TL brüt, 71.484.185 TL tutarında net gelir elde etmesi beklenmektedir.

Halka Arz Gerekçeleri:

- Şirket'in büyüme hedeflerinin devamı,
- Planlanan yatırımların finansmanı,
- Kurumsal yapının güçlendirilmesi,
- Şeffaflık ve hesap verilebilirlik düzeyinin yükseltilmesi,
- Şirket bilinirliğinin artırılması,
- Rekabet gücünün artırılması,
- Potansiyel müşteriler ve iş ortakları nezdinde mevcut güvenilirliğin ve saygınlığın artırılması,

Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri:

İleri teknoloji sektörleri içerisinde değerlendirilen yazılım sektörü, son yıllardaki hızlı gelişmesine paralel olarak yenilikçi ürün ve hizmetleri iç ve dış piyasalara sunmaktadır. Çok yüksek sabit sermaye anlamında yatırım maliyeti gerektirmemekle beraber sektörün en önemli girdisi iyi eğitilmiş personel ve AR-GE yatırımlarıdır. Ayrıca özellikle uluslararası piyasalarda Türk yazılım sektörünün planlı bir şekilde tanıtılması, pazarlama becerilerinin ve yeni ürün/hizmet kapasitesinin geliştirilmesi, uygulanabilir çözümler ve bunların iç ve dış piyasalara etkin sunumu; sektörün büyüme, gelişme ve ihracatı için önem arz etmektedir. Bu kapsamda Şirket'in halka açılma dolayısıyla elde edeceği kaynağın, sektörün genelinde yaygın finansal sorunların ve ihtiyaçların giderilmesinde kullanılmasının uygun olacağı öngörülmüştür.

- 1- Şirket satın alma fırsatlarının değerlendirilmesi (%25)
- 2- Ar-Ge faaliyetlerinin iyileştirilmesi ve yeni bir Ar-Ge merkezinin kurulması (%20)
- 3- Mevcut ofisleri büyütme ve yeni ofis açma (Yurtiçi ve Yurtdışı) (%40)
- 4- İşletme sermayesi ihtiyacının karşılanması (%15)

3.Özet Finansallar

Gelir Tablosu	2020	2019	2018
Hasılat	130,017,611	95,420,430	88,621,067
Satışların Maliyeti	-104,982,161	-75,077,739	-74,027,354
Brüt Kar/Zarar	25,035,450	20,342,691	14,593,713
Genel Yönetim Giderleri	-4,344,862	-3,598,317	-3,616,522
Pazarlama Giderleri	-76,129	-775,932	-329,391
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-8,255,533	-6,476,819	-4,884,384
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	6,908,373	2,676,645	2,384,273
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-1,447,640	-2,257,078	-5,230,993
Faaliyet Karı/Zararı	17,819,659	9,911,190	2,916,696
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	4,257	0	145,317
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından (Zararlarından) Paylar	15,786	0	0
Finansman Giderleri Faaliyet Öncesi Karı	17,839,702	9,911,190	3,062,013
Finansman Giderleri	5,929,758	2,666,002	5,068,116
Finansman Giderleri	-6,804,838	-2,386,881	-1,588,455
Sürdürülen Faal. Vergi Öncesi Kar/Zarar	16,964,622	10,190,311	6,541,674
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri	-1,844,276	-717,235	-260,939
Dönem Vergi Gelir/Gideri	-1,400,317	0	0
Ertelenmiş Vergi Geliri/Gideri	-483,959	-717,235	-260,939
Sürdürülen Faal.Dönem Karı/Zararı	15,080,346	9,473,076	6,280,735

4.Değerleme

VBT Yazılım'ın faaliyet gösterdiği sektör göz önüne alındığında; Şirket için yapılan değerleme çalışmasında “Pazar Yaklaşımı” ile “Gelir Yaklaşımı” yöntemleri kullanılmıştır.

Pazar Yaklaşımı yöntemi ile yapılan piyasa değeri hesaplamasında, Fiyat / Kazanç (F/K), Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Firma Değeri / Satışlar (FD/Satışlar) oranlarına yer verilmiştir.

AOSM

İskonto Oranları	
Risksiz Faiz Oranı	18.38%
Piyasa Risk Primi	6.00%
Beta	1
Sermaye Maliyeti	24.4%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	10.79%
Borçluluk Oranı	18.55%
AOSM	21.86%

INA

TL	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	156,021,133	187,225,360	224,670,432	269,604,518	323,525,422
Satışların Maliyeti	- 124,388,424	- 149,839,962	- 178,479,708	- 213,253,461	- 253,601,349
Brüt Kar	31,623,709	37,385,398	46,190,724	56,351,057	69,924,073
Faaliyet Giderleri (Diğer Gelir/Gider dahil)	- 11,447,643	- 11,298,815	- 13,684,216	- 14,382,949	- 15,556,071
Esas Faaliyet Karı	20,185,066	26,086,583	32,506,508	41,968,108	54,368,002
Vergi	- 1,489,279	- 2,219,413	- 2,924,836	- 3,481,071	- 4,675,671
Yatırım Harcamaları	- 10,258,614	- 13,308,669	- 14,786,442	- 17,400,748	- 19,353,400
Çalışma Sermayesi	- 8,129,615	14,529,592	2,663,817	11,774,819	8,568,269
Amortisman	3,323,034	4,646,147	6,921,169	9,171,798	12,155,127
Serbest Nakit Akışı	3,630,592	29,734,240	24,380,217	42,032,906	51,062,325
İndirgeme Oranı (AOSM)	21.86%	21.86%	21.86%	21.86%	21.86%
İndirgeme Katsayısı	0.82	0.67	0.55	0.45	0.37
İndirgenmiş Nakit Akımları	2,979,349	20,023,710	13,473,149	19,061,839	19,002,897
İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı 2021-2025 dönemi toplam	74,540,943				

INA Sonucu

INA Sonucu	
Terminal Büyüme Oranı	5%
Uç Dönem Serbest Nakit Akımları	318,030,377
İndirgenmiş Devam Eden Şirket Değeri	118,355,334
Firma Değeri	192,896,277
Net Nakit	65,912,799
Tahmini Gerçeğe Uygun Değer	258,809,076
Tahmini Birim Pay Değeri	12.94

BİST Ana Pazar

	FD/FAVÖK	Fiyat/Kazanç	Fiyat/Satışlar
Medyan	14.62	23.82	3.17

BİST Bilişim Sektörü

Şirketler	FD/FAVÖK	Fiyat/Kazanç	Fiyat/Satışlar
ALCTL	5.015	10,766.23	0.54
ARDYZ	14.36	15.44	8.15
ARENA	8.94	25.34	0.30
ARMDA	17.31	52.93	0.41
DESPC	14.63	14.12	0.46
DGATE	9.49	16.45	0.23
ESCOM	179.70	9.16	949.62
FONET	15.59	18.20	8.06
İNDES	3.32	8.23	0.09
KAREL	8.62	12.97	1.92
KFEIN	10.79	24.61	2.59
KRONT	80.89	59.19	13.29
LINK	24.00	26.11	15.88
LOGO	15.48	24.07	5.93
MTRKS	15.17	29.41	4.91
NETAS	19.47		1
PAPIL	226.26	38.77	15.39
PENTA	38.54	71.94	2.73
PKART	16.80	33.59	1.11
SMART	9.92	40.65	6.49
Medyan	15.59	26.11	2.59

Piyasa Çarpanları Yöntemi Sonucu

Pazar ve Sektör Verileri	FD/FAVÖK	Fiyat/Kazanç	Fiyat/Satışlar
BİST Ana Pazar	348,401,525	359,138,440	478,068,626
BİST Bilişim Sektörü	366,986,650	393,747,834	402,658,411
Ortalama Şirket Değeri	357,694,088	376,443,137	440,363,519
Nihai Şirket Değeri	391,500,258		
Birim Pay Değeri	19.58		

Net Finansal Borç Pozisyonu

Net Finansal Borç	
Kısa Vadeli Borçlanmalar	5,261,824
Uzun Vadeli Finansal Borçlanmalar	4,565,189
Nakit Benzerleri	75,739,812
Net Nakit	65,612,799

Değerleme Yöntemleri Sonuçları

Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri (TL)	Hisse Başına Değer
Piyasa Çarpanları Yöntemi	391,500,248	19.58
INA Yöntemi	258,809,076	12.94
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri (Piyasa Çarpanları %40, INA %60 Ağırlıklı)	311,885,545	15.59
İskonto Tutarı (%20)	62,377,109	
İskontolu Şirket Değeri	249,508,436	12.48

Piyasa Çarpanları Yöntemine %40 ve İNA Yöntemine %60 ağırlık verilerek Şirket Değeri 311,885,545 TL olarak hesaplanmıştır. 15.59 TL birim pay değerine karşılık gelmekte olup %20 iskonto uygulanarak birim halka arz fiyatı 12.48 TL olarak belirlenmiştir.

5.Halka Arz Hakkında Nihai Değerlendirme

- Fiyat Tespit Raporu’nda VBT Yazılım hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz. Şirket ve sektör hakkında verilen bilgiler oldukça detaylıdır.
- VBT Yazılım için yapılan değerlendirme çalışmasında “İndirgenmiş Nakit Akımları” ve “Piyasa Çarpanları Yöntemi” kullanılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- Piyasa Çarpanları Yöntemi’nde yurt içi bilişim sektörü benzer şirketler değerlemeye dahil edilmiş olup, medyan değerlerin alınmasını doğru bir yaklaşım olarak değerlendiriyoruz. Ancak yurtdışı benzer şirketlerin kullanılmadığı göz önünde bulundurulmalıdır.
- Bilişim Sektörü Çarpan Analizi’nde BİST 100 ve Yıldız Pazar’da işlem gören şirketler pazar yaklaşımına dahil edilmemiştir. Bu durumun değerlemeyi etkilediği göz önünde bulundurulmalıdır.
- Şirketin değerlemesinde kullanılan İNA yönteminde risksiz getiri oranı 2021 yılı için %21.86 olarak kullanılırken sonraki yıllarda da aynı oranın kullanılmaya devam etmesini makul olarak değerlendiriyoruz.
- Değerleme yöntemi olarak İndirgenmiş Nakit Akımları ile Piyasa Çarpanları Yöntemi’ne sırasıyla %60 ve %40 ağırlık verilmesini uygun karşılıyoruz.

Kullanılan değerlendirme yöntemleri sonrasında taban fiyattan %20 iskonto oranı uygulanarak 12,48 TL pay başına fiyat hesaplanmış olup, uygulanan iskonto oranının mevcut mevduat faizleri ile karşılaştırıldığında uygun olduğunu düşünüyoruz. Belirttiğimiz bu çekinceler dışında halka arz değerlendirme çalışmasının makul olduğunu düşünüyoruz.

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. 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. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.