

HİTİT BİLGİSAYAR HİZMETLERİ A.Ş.

**FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST
RAPORU**

İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ
23 ŞUBAT 2022

1. RAPORUN AMACI

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

2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

HİTİT BİLGİSAYAR HİZMETLERİ HALKA ARZ ÖZET BİLGİ	
İhraççı	Hitit Bilgisayar Hizmetleri A.Ş.
Halka Arz Eden Pay Sahibi	Hitit Bilgisayar Hizmetleri A.Ş. Ve Pay Sahipleri
Halka Arz Tarihleri	23 - 24 - 25 Şubat 2022
Halka Arz Fiyatı	11.50 - 12.50 TL
Halka Arz İskonto Oranı	30,1% - 35,7%
Halka Arz Yöntemi	Borsada Satış - Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Bedelli Sermaye Artırımı ve Mevcut Pay Satışı
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Dağıtım Yöntemi & Tahsilat	Oransal Dağıtım
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	100,000,000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	127,500,000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	27,60%
Halka Arz Edilen Hisse Adedi	37.500.000 TL/Lot Sermaye Artırımı ve 7.692.308 TL/Lot
Ek Satış Hakkı	Ek satış hakkı yoktur.
Fiyat İstikrarı İşlemleri	Payların BİST'de işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün süre ile yapılması planlanmaktadır. Fiyat istikrarı fonu için satan ortaklara ait halka arz edilecek paylardan 7.692.308 TL nominal değerdeki pay satışından elde edilecek hasılat (88,5 - 96,1 Milyon TL) kullanılacaktır.
Taahhütler & Teşvik	180 gün boyunca bedelli sermaye artırımı olmayacak. Aynı zamanda Şirket'in mevcut ortakları 180 gün süreyle pay satışı yapmayacak. Şirket'in mevcut ortakları paylarını 1 yıl boyunca halka arz fiyatının altında bir fiyattan satamayacak.
Borsa Kodu	HTTBT
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Ünlü Menkul Değerler A.Ş.
SPK Onay Tarihi	17.2.2022

Kaynak: Hitit Bilgisayar Hizmetleri İzahname

3. ŞİRKET PROFİLİ

Hitit, 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 milyon olarak gerçekleşti. 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.

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.

Şirket, havacılık başta olmak üzere uçtan uca seyahat çözümleri sunmakta olup bu alanda daha da büyümeyi ve bilinirliğini artırmayı amaçlamaktadır. Halka arz sayesinde, şirketin kurumsal kimliğinin güçlenmesi ve bu sayede giderek daha fazla sayıda dahil olduğu büyük çaplı ihalelerde verilen tekliflerin potansiyel müşteriler nezdinde daha kolay kabul görmesi hedeflenmektedir.

Ayrıca halka arzdan elde edilecek fon ile mevcut Pazar payının ve büyüme ivmesinin artması ve yeni pazarlara, ürün ve müşteri segmentlerine hitap edilmesini sağlayacak planların da daha hızlı ve etkin bir şekilde icra edilmesinin sağlanması beklenmektedir.

3.1 Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Halka Arz Öncesi Sermaye (TL)	Halka Arz Öncesi Payı (%)	Halka Arz Sonrası Sermaye (TL)	Halka Arz Sonrası Payı (%)
Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş.	50.000.000	50,00%	46.153.846	36,20%
Fatma Nur Gökman	31.500.000	31,50%	29.076.923	22,81%
Dilek Ovacık	6.500.000	6,50%	6.000.000	4,71%
Hakan Ünlü	6.000.000	6,00%	5.538.462	4,34%
Özkan Dülger	6.000.000	6,00%	5.538.462	4,34%
Halka Açık Kısmı	-	-	35.192.308	27,6%
Toplam	100.000.000	100%	127.500.000	100%

Kaynak: Hitit Bilgisayar Hizmetleri İzahname

4. ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

4.1. Bilanço

Bağımsız Denetimden Geçmiş Bilanço (TL)	2018	2019	2020	2021/09
VARLIKLAR	66.600.463	104.390.933	178.611.104	242.845.665
Dönen Varlıklar	29.851.784	43.101.967	79.498.648	82.705.865
Nakit ve Nakit Benzerleri	17.342.157	23.988.350	50.726.430	39.710.982
Ticari Alacaklar	8.573.252	12.802.993	18.423.921	28.794.548
-İlişkili Tarafardan Ticari Alacaklar	2.109.679	2.878.164	5.730.779	3.882.852
-İlişkili Olmayan Tarafardan Ticari Alacaklar	6.463.573	9.924.829	12.693.142	24.911.696
Peşin Ödenmiş Giderler	2.821.114	4.889.259	6.894.759	9.813.575
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	902.960	-	1.012.229	303.671
Diğer Dönen Varlıklar	212.301	1.421.365	2.441.309	4.083.089
Duran Varlıklar	36.748.679	61.288.966	99.112.456	160.139.800
Maddi Duran Varlıklar	1.061.859	1.466.071	1.991.315	4.850.786
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	31.622.847	53.560.327	88.709.522	143.922.794
Ertelenmiş Vergi Varlığı	887.084	1.091.865	606.729	663.863
Peşin Ödenmiş Giderler	2.805.928	4.829.229	7.344.160	10.161.328
Diğer Duran Varlıklar	370.961	341.474	460.730	541.029
Özkaynak ve Yükümlülükler	66.600.463	104.390.933	178.611.104	242.845.665
Toplam Yükümlülükler	14.788.755	21.403.996	51.208.847	70.267.398
Kısa Vadeli Yükümlülükler	11.233.722	15.062.016	42.838.288	49.749.770
Ticari Borçlar	3.797.161	6.285.728	7.039.317	7.932.336
Kısa Vadeli Borçlanmalar	-	-	28.789.246	21.452.676
Finansal Kiralama Yükümlülükleri	-	1.087.062	300.033	10.219.544
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	483.505	-	-
Ertelenmiş Gelirler	1.380.395	1.905.444	3.714.619	5.247.211
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	946.637	1.749.822	1.715.321	1.925.676
Kısa Vadeli Karşılıklar	4.639.267	3.408.162	1.197.157	2.375.958
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	470.262	142.293	82.595	596.369
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3.555.033	6.341.980	8.370.559	20.517.628
Finansal Kiralama Yükümlülükleri	-	-	-	9.122.206
Ertelenmiş Gelirler	2.792.253	5357906	7.368.369	10.078.758
Uzun Vadeli Karşılıklar	762.780	984.074	1.002.190	1.316.664
Toplam Özkaynaklar	51.811.708	82.986.937	127.402.257	172.578.267
Sermaye	200.000	200.000	200.000	100.000.000
Sermaye Düzeltme Farkları	117.442	117.442	117.442	117.442
Yasal Yedekler	120.347	120.347	120.347	120.347
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler Veya Giderler	-466.034	-591.121	21.617.868	48.649.272
Net Dönem Karı (Zararı)	15.971.536	31.300.316	22.206.331	18.144.606
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	35.868.417	51.839.953	83.140.269	5.546.600

Kaynak: Hitit Bilgisayar Hizmetleri İzahname

4.2. Gelir Tablosu

Bağımsız Denetimden Geçmiş Gelir Tablosu	2018	2019	2020	2020/09	2021/09
Hasılat	60.006.658	93.876.905	88.974.220	65.541.691	81.833.529
Satışların Maliyeti	-31.003.234	-44.470.657	-48.887.948	-35.568.656	-46.244.578
Brüt Kar	29.003.424	49.406.248	40.086.272	29.973.035	35.588.951
Pazarlama Giderleri	-6.418.570	-13.193.868	-8.474.310	-6.558.155	-6.973.129
Genel Yönetim Giderleri	-11.839.506	-10.722.460	-11.040.251	-8.000.090	-11.410.310
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	17.138.645	11.474.649	4.961.387	2.270.796	5.303.747
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-11.625.368	-5.215.751	-1.932.549	-258.483	-3.300.164
Esas Faaliyet Karı	16.258.625	31.748.818	23.600.549	17.427.103	19.209.095
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	403.285	586.635	704.353	250.802	579.269
Finansman Gelirleri	-	-	-1.434.853	-628.751	-1.692.223
Finansal Giderleri	-	-	638.013	441.170	2.261.516
Vergi Öncesi Kar	16.661.910	32.335.453	23.508.062	17.490.324	20.357.657
Vergi Gideri	-690.374	-1.035.137	-1.301.731	-1.741.421	-2.213.051
Dönem Karı	15.971.536	31.300.316	22.206.331	15.748.903	18.144.606
Pay Başına Kazanç	79,8577	156,5016	111,0317	78,7445	0,1814

Kaynak: Hitit Bilgisayar Hizmetleri İzahname

5. HALKA ARZDAN KULLANILACAK FONUN KULLANIM YERİ

Şirket, halka arz ile sermaye artışı yoluyla kaynak elde edilmesi, kurumsallaşma, şirket değerinin ortaya çıkması, bilinirlik ve tanınırlığın pekiştirilmesi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü bir şekilde uygulanması ve kurumsal kimliğin güçlendirilmesini hedeflemektedir.

Halka arz mevcut payların ortak satışı ve sermaye artırımı şeklinde gerçekleşecektir. Şirket, sermaye artışından brüt 316.250.000 TL ile 343.750.000 TL aralığında gelir elde edecek olup maliyetler düşüldükten sonra kalan tutar şirketin halka arzdan elde edeceği fon olacaktır.

Halka Arz Geliri Kullanımı

Halka Arz Büyüklüğü

Altyapının farklı pazarlara göre geliştirilmesi	35,00%
Bulut mimarisine geçiş için altyapı ile geliştirme ve iyileştirme çalışmaları	30,00%
Yeni iş kolları oluşturulması	25,00%
Yurtdışı yatırımları gerçekleştirilmesi	10,00%
Toplam	100%

Kaynak: Hitit Bilgisayar Hizmetleri Fonun Kullanım Yeri Raporu

- Ürünlerin ve çözümlerin yazılım ve altyapılarının farklı pazarlara göre geliştirilmesi

Şirket halka arz gelirinin %35'lik kısmını; mevcut durumda şirketin bütünlük 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 tüm ürünlerin ve çözümlerin yeni versiyonlarının, farklı pazarlar için gerekli geliştirmelerin yapılması ve test edilmesinde, şirket veya ürün satın alınmasında kullanmayı planlamaktadır.

- Bulut mimarisine geçiş için altyapı ile geliştirme ve iyileştirmeleri:

Şirket halka arz gelirinin %30'luk kısmını; şirketin mevcut bulut barındırma altyapısıyla ilgili geliştirme ve iyileştirmeler yapılması, gerekli danışmanlık ve hizmetlerin alınması ve bu doğrultuda dünyanın önde gelen bulut sağlayıcılarıyla beraber çalışılarak 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 engellerin aşılmasında kullanmayı planlamaktadır.

- Yeni iş kolları oluşturulması:

Şirket, halka arz gelirinin %25'lik kısmını; şirketin 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 yapılanmaların ve destekleyici satış ve pazarlama faaliyetlerinin yapılmasında, hem bağımsız hem de uçtan uca çözümleri destekleyecek şekilde ürünlerin piyasaya sunulmasında kullanmayı planlamaktadır.

- Yurt dışı yatırımlar:

Şirket halka arz gelirinin yaklaşık %10'luk kısmını 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.

6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Ünlü Menkul Değerler tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda çarpan analizi yöntemi ve indirgenmiş nakit akımı yöntemi kullanılmıştır. Hedef özsermaye değerinin hesaplanmasında çarpan analizine %50, indirgenmiş nakit akımına %50 ağırlık verilmiştir.

6.1 Çarpan Analizi Yöntemi

Çarpan analizi yönteminde Fiyat/Kazanç (F/K), Şirket Değeri/Satış (ŞD/Satış), Şirket Değeri/FAVÖK (ŞD/FAVÖK) ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanlarına yer verilmiş, ŞD/FAVÖK ve F/K

çarpanlarının medyanı kullanılmıştır. Hem Türkiye hem de dünya borsalarındaki benzer işlem gören şirketler incelenmiş olup, ana faaliyet alanları bakımından Hitit ile en çok benzerlik gösteren şirketler seçilmeye çalışılmıştır.

6.1.1 Yurtdışı ve Yurtiçi Benzer Şirket Çarpan Analizi

Yurt dışı benzer şirket analizinde 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 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.

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 kullanılmıştır. Türk yazılım şirketlerinin 2022 çarpanları ise Şirket'in Covid-19 etkisinin azalmaya başlayacağı beklentisini yansıtan 2022 finansalları ile kullanılmıştır.

Global havacılık ve seyahat yazılım çözümleri şirketleri çarpan değerine %75 ve Türk yazılım şirketleri çarpan değerine %25 ağırlık verilerek şirket için 146.785 bin dolar piyasa değeri hesaplanmıştır.

Benzer Şirket Çarpan Analizi	Ağırlık	Özkaynak Değeri (Bin USD)
Global Havacılık ve Seyahat Yazılım Çözümleri Şirketleri	%75	105.634
Türk Yazılım Şirketleri	%25	41.151
Hitit Özkaynak Değeri		146.785

Kaynak: Hitit Bilgisayar Hizmetleri Fiyat Tespit Raporu

6.1.2 Covid-19 Etkisinden Ayrıştırılmış Potansiyel Yıl (2021PT) Analizi

Bu analizde Türk yazılım şirketlerinin 2021 yılı performansı, Şirket'in Covid-19'dan Türk yazılım şirketlerine kıyasla negatif anlamda ayrışarak etkilendiği 2021 yılı performansından ziyade Şirket'in potansiyel yıl performansı ile kıyaslanmıştır. Dolayısı ile Türk Yazılım Şirketlerinin 2021 son on iki ay ŞD/FAVÖK çarpanı, Şirket'in 2021PT analizinde bulunan ve Covid-19 etkisinden arındırılmış potansiyel FAVÖK değerleri ile kullanılmıştır. 2021 SOA F/K medyanından çıkan sonuç ise ihtiyatlı tarafta kalmak adına hesaplamalara dahil edilmemiştir.

2021PT analizi Covid-19 etkisini içermediğinden, yurtdışı benzer şirketlerde ise Hitit ile birebir rekabet içinde olan global havacılık yazılımları şirketlerinin Covid-19 öncesi üç yıllık ortalama çarpanları değerlendirilmiştir.

Global havacılık yazılım şirketleri çarpan değerine %75 ve Türk yazılım şirketleri çarpan değerine %25 ağırlık verilerek şirket için 131.524 bin dolar piyasa değeri hesaplanmıştır.

Covid-19 Etkisinden Ayrıştırılmış Potansiyel Yıl Analizi	Ağırlık	Özkaynak Değeri (Bin USD)
Global Havacılık Yazılım Şirketleri	%75	97.048
Türk Yazılım Şirketleri	%25	34.477
Hitit Özkaynak Değeri		131.524

Kaynak: Hitit Bilgisayar Hizmetleri Fiyat Tespit Raporu

6.2 İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

İNA analizinde projeksiyon dönemi 2022-2031 yıllarını kapsamaktadır. Şirketin satış geliri projeksiyonu oluşturulurken iş birimleri baz alınmış ve farklı ürün ve hizmet kategorilerindeki gelirler ayrı ayrı analiz ederek modellenmiştir. Covid-19 pandemi sebebi ile havayollarındaki uçuş hacimlerindeki düşüş ve 2022'den başlayarak sektörde beklenen normalleşmenin etkisini ayrıştırabilmek hem de Şirket'in portföyüne son 2 yılda katmış olduğu ve projeksiyon dönemi boyunca katmayı planladığı müşterilerin katkısını ayrıştırabilmek için en büyük gelir kalemini oluşturan PAX bazlı PSS hasılatı yıllar itibariyle Şirket portföyünde bulunan müşteriler ayrıştırılarak incelenmiştir.

Hitit'in genel maliyet yapısına bakıldığında en önemli gider kaleminin personel gideri olduğu görülmektedir. Satışların artması ile personel sayısının da bununla orantılı olarak artmasına ihtiyaç duyulmadığı ve belli sayı ile belli bir kapasiteye kadar müşteri artışının karşılanabileceği görülmektedir. İkinci büyük gider kalemi ise yazılım destek giderleridir. Şirketin maliyetlerinin kısmen sabit bir yapıda olmasının etkisiyle ölçek ekonomisinin değeri artmaktadır. Bu sayede hasılatdaki büyüme kar marjlarına da olumlu yansımaktadır.

Şirket, operasyonlarının olağan akışı dahilinde stok tutmakta, ortalama ticari alacakları borçlarından yüksek seyretmektedir. Bu sebeple şirketin işletme sermayesi ihtiyacı bulunmaktadır. Net işletme sermayesi hesaplaması için şirketin 2018, 2019, 2020 ve 2021 dokuz aylık ticari alacakları, ticari borçları, nakit ve finansal borçları hariç diğer dönen varlık ve diğer dönen borç bakiyeleri karşılaştırmıştır. 2021 yılında Ticari Alacak Devir süresinin 70 gün, sonraki yılda 62 gün, 2023 ve sonrasında ise sabit 57 gün olması beklenmektedir. Bu rakam geçmiş 3 yılın ortalamasına yakınsamaktadır. Ticari Borç Devir süresinin 2021 9 ay gerçekleşen rakama yakınsaması beklenmektedir. Bu varsayımla 2022 yılından itibaren 43 gün olarak sabit tutulmuştur.

2021 döneminde yüksek tutarlı lisans alımı sebebiyle toplam yatırımlar satışların yaklaşık %52'sine denk gelirken, 2022 ve 2031 yılları arasında toplam yatırımların hasılatı oranı yaklaşık %30 ile %21 arasında seyretmektedir.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesabı yapılırken, risksiz faiz oranı için sabit bir değer olarak, projeksiyon döneminin de 10 yıl olması göze alınarak, 15 Ocak 2031 Eurobond faiz oranının son 3 aylık ortalaması kullanılmıştır. Piyasa risk primi, genel kabul görmüş bir oran olarak %5 kabul edilmiştir. Beta değeri 0,97x kullanılmıştır. Mevcut borç yapısı göz önünde bulundurularak, %19,1 borçluluk seviyesi hesaplanmıştır. Şirketin 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 %7,7 kabul edilmiştir. Efektif vergi oranı geçmiş dönemler göz önünde bulundurularak %5 alınmıştır. Bu varsayımlar ışığında AOSM %11,4 hesaplanmıştır.

İndirgenmiş nakit akımı yöntemine göre 124.936 bin dolar hedef değer hesaplanmıştır.

Sonuç

Sonuç olarak indirgenmiş nakit akımı ve çarpan analizi yöntemine eşit ağırlık verilmiştir. Çarpan analizinin içinde ise şirketin mevcut performansının baz alındığı yurt içi ve yurt dışı benzer şirket analizi ve Covid-19 etkisinden ayrıştırılmış 2021 potansiyel analizi eşit ağırlıklandırılmıştır. Halka arz öncesi 132.045 bin USD hedef değer hesaplanmıştır. Bulunan hedef değere %35,7 ve %30,1 halka arz iskontoları uygulanmış ve halka arz için 11,50 TL taban fiyat, 12,50 TL tavan fiyat 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 Ayrıştırılmış Potansiyel Yıl Analizi	25%	32.881
Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri (USD '000)		132.045
10.02.2022 USD/TL kuru		13,5444
Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri (TL '000)		1.788.475

Kaynak: Hitit Bilgisayar Hizmetleri İzahname

		Sonuç
Nominal Sermaye		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	35,7%	30,1%
Hesaplanan Halka Arz İskontolu Özkaynak Değeri (TL '000)	1.150.000	1.250.000
Halka Arz Fiyatı (TL/pay) (Taban-Tavan)	11,5	12,5

Kaynak: Hitit Bilgisayar Hizmetleri İzahname

7. GÖRÜŞ

Ünlü Menkul tarafından Hitit Bilgisayar Hizmetleri için hazırlanan fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz.

Fiyat tespitinde “İndirgenmiş Nakit Akımları” ve “Piyasa Çarpanları Yöntemi” kullanılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz. Şirketin fiyat oluşumunda İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.

Çarpan analizinde hem yurt içi hem de yurt dışı benzer şirketlerin kullanılması makul. Ana faaliyet alanları bakımından Hitit Bilgisayar'a en çok benzerlik gösteren şirketler seçilmeye çalışılmış. Global Havacılık ve Seyahat Yazılım Çözümleri Şirketlerine %75, Türk Yazılım Şirketlerine %25 ağırlık verilmiş. Faaliyet alanı açısından daha benzer şirket ağırlığının yüksek olmasını normal karşılıyoruz.

Yurt içinde halka açık global havacılık ya da seyahat çözümleri yazılım şirketleri olmadığı için yazılım çözümleri sunan halka açık Türk yazılım şirketlerinin benzer şirket alınmasını normal karşılıyoruz.

Global Havacılık ve Seyahat Yazılım Çözümleri Şirketleri ile Türk Yazılım Şirketlerinde 2022 yılı ŞD/FAVÖK ve F/K rasyolarının kullanılmasını normal karşılıyoruz.

Risksiz getiri oranı olarak 15 Ocak 2031 Eurobond faiz oranının son 3 aylık ortalaması olan %7,4'ü makul karşılıyoruz.

Uç değer büyüme oranının %2.3 alınmasını makul buluyoruz.

Şirketin fiyat tespitini uygulanan %30,1 ve %35,7'lik iskonto oranlarının makul olduğunu düşünüyoruz.

Sonuç olarak, Hiti Bilgisayar için pay başına taban 11,50 ve tavan 12,50 TL halka arz fiyat aralığının yukarıda belirtmiş olduğumuz görüşler dikkate alınmak kaydıyla makul olduğu görüşünderiz.

Yasal Uyarı Notu: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. İçerik kesinlikle mali, hukuki, vergi veya diğer konularda bir tavsiye niteliği taşımadığı gibi, tamamen içeriğe dayalı olarak yatırım yapılmamalı veya karar alınmamalıdır. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır. Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez.

Çekince: Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo ve grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.