

ODİNE SOLUTIONS TEKNOLOJİ TİCARET ve SANAYİ A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST
RAPORU

İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ

12 Mart 2024

İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Maslak Mahallesi Saat Sokak Spine Tower No:5 Kat:2 34398 Sarıyer / İSTANBUL

t: 444 1 858 (ULU) • f: 0212 328 30 81 • Mersis No: 0 478 051 8427 000 17

www.integralyatirim.com.tr

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, Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. (Yatırım Finansman) ve Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'nin yetkili aracı kurumlar olduğu Odine Solutions Teknoloji Ticaret ve Sanayi A.Ş. (kısaca "İhraççı", "Odine" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. 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

ODİNE SOLUTIONS TEKNOLOJİ TİCARET ve SANAYİ A.Ş.

HALKA ARZ ÖZET BİLGİ

İhraççı	Odine Solutions Teknoloji Ticaret ve Sanayi A.Ş.
Halka Arz Eden Pay Sahibi	Odine Solutions Teknoloji Ticaret ve Sanayi A.Ş. ve Ortaklar
Halka Arz Tarihleri	13 - 14 - 15 Mart 2024
Halka Arz Fiyatı	30,00 TL
Halka Arz İskonto Oranı	25,80%
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Pay Satışı
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	88.400.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	110.500.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	40,00%
Halka Arz Edilen Hisse Adedi	44.200.000
Tahsis Grupları ve Pay Oranları	Payların %60'ı Yurt İçi Bireysel Yatırımcılara Payların %35'i Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılara Payların %5'i Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılara
Fiyat İstikrarı	15 gün süreyle planlanmaktadır.
Borsa Kodu	ODINE
İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. ve Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.

Kaynak:Odine Fiyat Tespit Raporu, İzahname

3. ŞİRKET PROFİLİ

Şirket 2000 yılında kurulmuş olup, bilgi teknoloji sektörü ve bu sektörün alt bileşenleri olan yazılım, hizmet ve donanım alanlarında faaliyet göstermektedir. 31 Aralık 2023 tarihi itibarıyla toplam 96 çalışanı olan Oline, ulusal ve uluslararası telekomünikasyon şirketlerine şebeke yazılım çözümleri ve telekomünikasyon mühendislik hizmetleri sunmaktadır. Oline'in müşteri portföyü ağırlıklı olarak telekomünikasyon sektöründe faaliyet gösteren firmalardan oluşmaktadır.

Oline'in sunduğu çözümler/ürünler iki ana başlık altında toplanmaktadır.

- 1) Telekomünikasyon Ses Şebekesi Çözümleri
- 2) Telekomünikasyon Veri Şebekesi Çözümleri

Telekomünikasyon Ses Şebekesi Çözümleri: Şirket kendi geliştirdiği Oline Nebula ve Oline Orion yazılım ve altyapı çözümleri üzerine kurulu olan bulut platformu ile Telekom operatörü ve toptan ses/veri taşıyıcısı müşterilerine; ABD ve Birleşik Krallık'ta bulunan bölgesel veri merkezleri aracılığıyla PaaS/SaaS (PaaS: Hizmet Olarak Platform, SaaS: Hizmet Olarak Yazılım) şeklinde platform ve yazılım çözümleri sunmaktadır. Bu hizmetler, operatörlerin toptan ses trafiği operasyonlarını esnek, verimli ve yüksek performanslı bir biçimde uçtan uca yönetmelerini, operasyonel maliyetlerini düşürmelerini ve tüm iş süreçlerinde verimliliği en üst düzeye çıkarmalarını sağlamaktadır. Ek olarak ses şebekesi çözümleri altında geliştirdiği Oline Gatekeeper ve Oline Pathfinder ürünleriyle müşterilerine tamamlayıcı ürünler sunmaktadır.

Telekomünikasyon Veri Şebekesi Çözümleri: Oline, Telekomünikasyon Veri Şebekesi Çözümleri alanında özel ve hibrit bulut Telekom şebekelerinin tasarımı ve üretiminde uzlaşmış bir şirkettir. Bu alanda Tier-1 telekom operatörlerinin fiziksel altyapılarını sanallaştırmaya odaklanan bulut bilişim çözüm ortağı ve yazılım çözümleri üreticisidir. Oline, yurt içi ve yurt dışındaki teknoloji tedarikçileri ile iş birlikleri kurarak Telekom operatörlerinin bulut tabanlı altyapılara tasarımdan bakıma kadar olan dönüşüm sürecinde hizmet vermektedir. Şirket, bulutlaşma, 5G Servisleri, akıllı teknolojiler ve uç ağ uygulamalarının servis merkezli modellerle hayata geçirilmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Sanallaşma platformlarının sanal makinelerden mikroservislere dönüştürülmesi sürecinde danışmanlık sağlayarak şirketlere uçtan uca sorunsuz bir geçiş sunmaktadır.

3.1 Satışlar

Satışlar (TL)	2020	2021	2022	2023
Telekomünikasyon Ses Şebekesi Çözümleri	14.229.554	19.142.817	30.502.696	40.858.355
Telekomünikasyon Veri Şebekesi Çözümleri	132.706.010	234.745.186	297.569.687	745.364.786
Satıştan İadeler	-18.139	-58.754.751		-14.964.482
Net Satış Toplam	146.917.425	195.133.252	328.072.383	771.258.659

Kaynak: Oline Fiyat Tespit Raporu

3.2 Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Sermaye (TL)	Payı (%)	Sermaye (TL)	Payı (%)
Alper Tunğa Sağı Burak	A	15.188.727	17,18%	15.188.727	13,7%
	B	24.591.273	27,82%	24.591.273	22,3%
Fırat Kerim Ersoy	A	3.375.273	3,82%	3.375.273	3,1%
	B	1.748.856	1,98%	1.748.856	1,6%
Odine International Holding UK LLP	B	3.715.871	4,20%	-	-
Hidayet Didem Zapsu Bilyay	B	9.945.000	11,25%	5.348.969	4,8%
Deniz Han Bilyay	B	14.917.500	16,88%	8.023.451	7,3%
Doğu Kaan Bilyay	B	14.917.500	16,88%	8.023.451	7,3%
Halka Açık Kısmı	B	-	0,00%	44.200.000	40%
Toplam		88.400.000	100%	110.500.000	100%

Kaynak: Odine Fiyat Tespit Raporu

4. ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

4.1. Bilanço

Bilanço (TL)	2021	2022	2023
Dönen Varlıklar	317.830.533	644.763.915	994.135.320
Duran Varlıklar	67.510.416	128.669.087	352.539.257
Toplam Varlıklar	385.340.949	773.433.002	1.346.674.577
Kısa Vadeli Yükümlülükler	251.954.384	479.586.342	624.078.695
Uzun Vadeli Yükümlülükler	11.867.350	13.016.692	33.422.802
Özkaynaklar	121.519.215	280.829.968	675.611.964

Kaynak: Odine Fiyat Tespit Raporu, İzahname

4.2. Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (TL)	2021	2022	2023
Hasılat	195.133.252	328.072.383	771.258.659
Satışların Maliyeti	-114.053.896	-161.337.726	-386.747.795
Brüt Kar / Zarar	81.079.356	166.734.657	384.510.864
Esas Faaliyet Karı / Zararı	49.002.206	107.650.748	233.162.310
Vergi Öncesi Kar	67.700.947	145.786.749	254.420.395
Ana Ortaklık Payları	55.677.401	135.714.800	250.274.375

Kaynak: Odine Fiyat Tespit Raporu

5. HALKA ARZDAN ELDE EDİLECEK FONUN KULLANIM YERİ

Kullanım Alanı	Kullanım Tutarı (%)
Yurt dışı Yatırımları	%52,5-%62,5
İşletme Sermayesi İhtiyaçları	%30-%40
Yeni Ürün ve Çözümlerin Finansmanı	%5-%10
Toplam	100%

Kaynak: Odine Fonun Kullanım Yeri Raporu

Fon kullanım özet bilgi.

- **Yurt dışı yatırımları** – Şirket yurtdışı yatırımlarla birlikte satış, pazarlama, teknik ve destek hizmetleri ile ilgili insan kaynağı yatırımları yapılması, yurt dışı pazarlara ve sunulacak ürünlere ilişkin Pazar araştırmaları gerçekleştirilmesi ve ürünlerin yurt dışı pazara uygun hale getirmeye yönelik uyarlama çalışmaları yapılması planlanmaktadır.
- **İşletme sermayesi ihtiyaçları**- İnsan kaynakları harcamalarının işletme sermayesi ihtiyaçları kapsamında yapılması planlanmaktadır. Güçlü bir bilançoya sahip olunması ve maliyet avantajı sağlanması için işletme sermayesi ihtiyaçları kapsamında tedarikçilere ve kamu kuruluşlarına da ödemeler yapılması planlanmaktadır. İşletme sermayesi ihtiyaçlarının karşılanmasıyla birlikte Şirket'in bilançosunu güçlendirerek esnek kazanacağı ve karlılığını artırabileceği düşünülmektedir.
- **Yeni ürün ve çözümlerin finansmanı**- Şirket müşterilerinden gelen talepler veya sektörün ihtiyaçlarına yönelik geliştirdiği projeleri ve ileri teknolojiler içeren yenilikçi projeleri hızla tamamlayarak müşterilerinin kullanımına sunmayı planlamaktadır.

6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Çarpan Analizi yöntemi ve İndirgenmiş Nakit Akımı yöntemi kullanılmıştır. Hedef özsermaye değerinin hesaplanmasında çarpan analizine %50, indirgenmiş nakit akımına %50 ağırlık verilmiştir.

6.1 İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

İNA projeksiyonu çerçevesinde Şirket'in iş planı baz alınarak 2024-2031 dönemi projekte edilmiştir. Risksiz getiri oranı olarak itfa tarihi 20.09.2023 olan Türkiye Devleti ABD Doları Eurobond'un (US900123DD96) son 3 aylık getiri ortalaması olan %8,38 dikkate alınmış olup projeksiyon boyunca risksiz getiri oranının sabit kalacağı varsayılmıştır. Projeksiyon risk primi %6,0 kabul edilmiş olup Beta 1 olarak alınmıştır. Bu çerçevede özsermaye maliyeti %14,38, borçlanma maliyeti %9,88 olarak hesaplanmış olup AOSM (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyet) %13,34 olarak modellenmiştir.

Projeksiyon dönemi boyunca AOSM ile indirgenmiş nakit akımı üzerinden özsermaye değeri 101.014 bin Dolar olarak hesaplanmıştır.

Odine İNA Tablosu

BİN USD	
İNA Toplamı	42.929
Terminal Büyüme Oranı	1%
Terminal Değer (TD)	129.279
TD'nin Bugünkü Değeri	47.489
Firma Değeri	90.418
Net Nakit (31.12.2023)	10.597
Özsermaye Değeri	101.014

Kaynak:Odine Fiyat Tespit Raporu

6.2 Çarpan Analizi Yöntemi

Halka açık benzer şirket çarpan analizi kapsamında hem Türkiye hem de yurt dışında benzer faaliyetlerde bulunan halka açık şirketler incelenmiş, Türkiye’de benzer faaliyetlerde bulunan halka açık şirketlerin büyük bir bölümünün 2023 yıl sonu finansal verileri ilgili tarih göz önünde bulundurulduğunda kamuya açıklanmadığı için yalnızca yurt dışı benzer şirketlerin Firma Değeri/ FAVÖK çarpanı kullanılmıştır. Piyasa çarpanları analizi kapsamında, FD/ FAVÖK çarpanı hesabında 5,00x ve altında, 25,00x ve üzerinde olan çarpan değerleri “uç değer” olarak kabul edilmiş ve değerlendirme hesaplamalarına dahil edilmemiştir. Bu çerçevede özkaynak değeri 129.531,9 bin Dolar olarak hesaplanmıştır.

Çarpan Analizi Özeti (Bin USD)	
Firma Değeri	118.935,1
Net Nakit	10.596,8
Özsermaye Değeri	129.531,9

Kaynak:Odine Fiyat Tespit Raporu

Sonuç

Sonuç olarak değerlendirme çalışmasında indirgenmiş nakit akımları yöntemine %50 ve piyasa çarpan analizi yöntemi %50 ağırlıklandırılarak 3.574.008 bin TL özkaynak değerine ulaşılmıştır. Ulaşılan hedef değere %25,8 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 30,00 TL hedef fiyat belirlenmiştir.

Değerleme Özeti (Bin USD)	Öz Sermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri
İndirgenmiş Nakit Akımları	101.014,3	50%	50.507,2
Piyasa Çarpanları Analizi	129.531,9	50%	64.765,9
Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri			115.273,1

Kaynak: Odine Fiyat Tespit Raporu

Değerleme Sonucu

Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri (Bin USD)	115.273,1
23.02.2024 Tarihli TCMB Alış Kuru (TL)	31,0047
Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri (Bin TL)	3.574.008,0
Ödenmiş Sermaye (TL)	88.400.000
Birim Pay Değeri (TL)	40,43
Halka Arz İskontosu (TL)	25,80%
İskontolu Birim Pay Değeri (TL)	30,00

Kaynak: Odine Fiyat Tespit Raporu

7. GÖRÜŞ

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. tarafından şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz. Şirket ve sektör hakkında verilen bilgiler oldukça detaylıdır.

- Fiyat tespit edilirken İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmasını ve İndirgenmiş Nakit Akımları analizine %50, Piyasa Çarpanları Analizine %50 ağırlık verilmesini uygun buluyoruz.
- Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- Çarpan analizinde FD/FAVÖK çarpanının kullanılmasını makul buluyoruz.

Sonuç olarak, Odine için hesaplanan hedef değere %25,80 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 30,00 TL hedef fiyat belirlenmiştir. Yukarıda belirtmiş olduğumuz görüşler dikkate alınmak kaydıyla makul olduğu görüşündeyiz.

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.