

ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.ř. ile İtron Bilişim
Yazılım Tanıtım ve Tasarım Hizmetleri San. Tic. A.ř.'nin
Birleşme ve Hisse Değişim Oranlarının Tespitine İlişkin
Uzman Kuruluş Raporu

16 Eylöl 2025



Gizli ve Özel



Eray Kumdereli

Ortak

eray.kumdereli@pwc.com

Deniz Özkan

Müdür

deniz.ozkan@pwc.com

Pelin Gülleroğlu

Müdür

pelin.gulleroglu@pwc.com

PwC Yönetim Danışmanlığı A.Ş.

Kılıçpaşa Mah. Meclis-i Mebusan
Cad. No: 8 Galataport D Blok
Beyoğlu, İstanbul

ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş.

Koç Kuleleri Söğütözü Mah., Söğütözü Cad.,
No: 2 A, İç Kapı No: 60, Çankaya/Ankara

16 Eylül 2025

Sayın Yönetim Kurulu Üyeleri,

ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş. ("ARD") ile Intron Bilişim Yazılım Tanıtım ve Tasarım Hizmetleri San. Tic. A.Ş. ("Intron") şirketleri (beraber "Birleşecek Şirketler") birleşme kararı almışlardır. ARD'nin halka açık ortaklığı bulunması sebebiyle, birleşme Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("SPK") Birleşme ve Bölünme Tebliği'nin (II-23.2) 1. maddesi kapsamında dikkate alınmaktadır. Aynı tebliğin 7. maddesi doğrultusunda bir uzman kuruluş tarafından Birleşecek Şirketler'in birleşme ve hisse değişim oranlarının tespitine ilişkin "Uzman Kuruluş Raporu" ("Rapor") hazırlanması gerekmektedir. İlgili gereksinimin karşılanması için, PwC Yönetim Danışmanlığı A.Ş. ("PwC") ile ARD arasında 26.08.2025 tarihinde danışmanlık sözleşmesi (bkz. Ek 1) imzalanmıştır.

Bu rapor, Birleşecek Şirketler'in Yönetimlerinin vermiş olduğu bilgiler doğrultusunda 30 Haziran 2025 tarihi itibarıyla birleşme ve değişim oranlarının uygun değerlendirme yaklaşımları kullanılarak tespit edilmesi amacıyla Birleşme ve Bölünme Tebliği'nin (II-23.2) 7. maddesi çerçevesinde hazırlanmıştır. Çalışmamız, Rapor tarihi itibarıyla tamamlanmış olup bu tarihten sonraki gelişmeler dikkate alınmamıştır.

Çalışmada Birleşecek Şirketler tarafından sağlanan geçmiş finansal ve operasyonel bilgiler ile finansal projeksiyonlar kullanılmıştır. Çalışma kapsamında tarafımıza sunulan mali tablolar ve diğer finansal bilgiler ayrıca denetime veya incelemeye tabi tutulmamıştır. Bunun yanı sıra Birleşecek Şirketler Yönetimleri tarafından hazırlanan finansal projeksiyonların gerçekleştirilebilirliği konusunda bir görüş verilmemektedir.

Bu Rapor sadece ARD Yönetimi için hazırlanmıştır. Aksi belirtilmediği sürece PwC, Raporun ve/veya yazışmaların hitap ettiği kişiler dışında üçüncü şahıs ve kurumlar tarafından kullanımından doğabilecek hiçbir sorumluluğu kabul etmemektedir. Bunun yanı sıra raporumuz yazılı iznimiz olmadan yasal kurumlar ve düzenleyici otoritelerin (Sermaye Piyasası Kurulu, vb.) dışında kalan üçüncü şahıslara dağıtılamaz ve/veya başka amaçlarla kullanılamaz. Bu konuda PwC onay verse dahi, raporun muhatabı ARD Yönetimi olarak kalacaktır.

Saygılarımızla,

Eray Kumdereli,

Ortak

Gizli ve Özel

İçindekiler

Rapora İlişkin Genel Bilgiler	4
Rapora İlişkin Önemli Konular	12
Çalışma Özeti	22
Birleşecek Şirketler ve Değerleme Analizi	45
1 ARD	46
2 İntron	80
Ekler	103

Rapora İlişkin Genel Bilgiler (1/8)

Çalışmanın Amacı ve Kapsamı

Çalışmanın amacı, ARD ile Intron'un, ARD çatısı altında birleşmelerine ilişkin SPK'nın II-23.2 sayılı "Birleşme ve Bölünme Tebliği" uyarınca, uygun birleşme ve hisse değişim oranlarının tespitine yönelik Uzman Kuruluş Raporu'nu hazırlamaktır.

PwC; çalışma kapsamında, Birleşecek Şirketler'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluk da kabul etmemektedir. Bununla birlikte, PwC, mülkiyete ilişkin Birleşecek Şirketler'in değerlerini etkileyebilecek gizli ya da beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını varsaymaktadır.

Makul Değer

Rapor'un okunması ve yorumlanması sırasında "fiyat" ve "değer" kavramlarının birbirinden ayrılması büyük önem taşımaktadır. Fiyat bir alıcının herhangi bir mal veya hizmet için satıcıya ödemeye hazır olduğu tutardır. Fiyatın, değerlendirme çalışması sonucu tahmin edilen değere eşit olması beklenmemelidir. *Rapor'da baz alınan değer "Makul Değer"dir.* SPK'nın III-62.1 sayılı Tebliği'nde belirtildiği gibi yapılan değerlendirme faaliyetlerinde Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarına ("UDS") uyulması zorunludur. *UDS'ye göre ise Makul Değer, bir varlığın veya yükümlülüğün bilgili ve istekli taraflar arasında devredilmesi için, ilgili tarafların her birinin menfaatini yansıtan tahmini fiyattır.*

Bilgi Kaynakları

Çalışmada kullanılan geçmiş finansal ve operasyonel veriler ile projeksiyonlar ARD ve Intron Yönetimleri tarafından sağlanmıştır. ARD'nin makul değerinin tahmin edilmesi kapsamında bağlı ortaklıkları ve iştirakleri; Açılımsoft Yazılım Teknoloji A.Ş. ("Açılımsoft"), Dallmeier Turkey Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Dallmeier"), Signum Teknoloji Tanıtım ve Eğitim A.Ş. ("Signum"), Ardtech Ltd ("Ardtech Ltd"), Argedor Bilişim Teknolojileri Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Argedor"), Ardtech Informatics ("Ardtech Info"), Oxivo Grup Bilişim A.Ş. ("Oxivo Grup") ve Javtech Teknoloji ve Bilişim A.Ş. ("Javtech")'nin değerlendirme çalışması gerçekleştirilmiş olup geçmiş finansal verileri ARD Yönetimi tarafından ayrıca sağlanmıştır.

Geçmiş finansal veriler:

- ARD için, 31.12.2021 – 31.12.2024 dönemleri ile 30.06.2025 ara dönemine ilişkin, Vergi Usul Kanunu ("VUK") hükümleri uyarınca hazırlanmış mali tabloları ve bağımsız denetimden geçmiş TFRS'ye uygun solo ve konsolide mali tabloları içermektedir.
- ARD için 31.12.2021 – 31.12.2024 dönemleri ile 30.06.2025 ara dönemine ilişkin VUK bazlı yönetim raporlarını içermektedir.
- Intron için, 31.12.2020 – 31.12.2024 dönemleri ile 30.06.2025 ara dönemine ilişkin, VUK hükümleri uyarınca hazırlanmış mali tabloları ve bağımsız denetimden geçmiş TFRS'ye uygun solo ve konsolide mali tabloları içermektedir.
- Intron için 31.12.2021 – 31.12.2024 dönemleri ile 30.06.2025 ara dönemine ilişkin VUK bazlı yönetim raporlarını içermektedir.
- ARD ve Intron için 31.07.2025 ve 31.08.2025 tarihleri itibarıyla hazırlanmış taslak yönetim raporlamaları içermektedir.
- ARD'nin yurt içinde bulunan bağlı ortaklıkları ve iştirakleri; Açılımsoft, Dallmeier, Signum, Argedor ve Oxivo Grup ile iştiraki Javtech için, VUK hükümleri uyarınca hazırlanmış mali tabloları içermektedir.
- ARD'nin yurt dışında bulunan bağlı ortaklıklarından Ardtech Info için ilgili ülkenin yasal mevzuatları çerçevesinde hazırlanmış kısıtlı bir bilanço iletilmiştir. Ardtech Ltd için ise herhangi bir mali tablo tarafımızla paylaşılmamıştır.

PwC bu çalışma kapsamında Birleşecek Şirketler'e ait finansal tabloları ve diğer bilgileri denetlememiştir. Dolayısıyla bu raporda yer alan mali tablolar konusunda herhangi bir görüş bildirilmemektedir.

Rapora İlişkin Genel Bilgiler (2/8)

Bilgi Kaynakları (Devamı)

Finansal ve operasyonel tahminler:

- Gelir Yaklaşımı kapsamında değerlendirilen ARD ve Intron için geçmiş döneme ilişkin verilerle uyumlu, 2025 – 2030 yıllarını kapsayan iş planları paylaşılmıştır.

PwC, ARD ve Intron Yönetimleri tarafından sağlanan projeksiyonların ticari anlamda gerçekleştirilebilirliği ve sonuçlarının doğruluğu üzerine bir çalışma yapmamıştır. Ulaşılan sonuçlar ARD ve Intron Yönetimleri tarafından sağlanan bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğüne bağlıdır. Bu bilgiler tarafımızca sorgulanarak, gerektiği takdirde ARD ve Intron Yönetimleri ile tartışılarak çalışmamızda yer almıştır.

Raporun Kullanımı

Bu Rapor sadece ARD Yönetimi için hazırlanmıştır. *PwC, bu raporun ARD Yönetimi ve düzenleyici kuruluşlar dışında üçüncü şahıs ve kurumlar tarafından kullanımından doğabilecek hiçbir sorumluluğu kabul etmemektedir.* Raporumuz yazılı izniniz olmadan yasal kurumlar ve düzenleyici otoritelerin (Sermaye Piyasası Kurulu, vb.) dışında kalan üçüncü şahıslara dağıtılamaz ve/veya başka amaçlarla kullanılamaz. PwC raporun kullanımına izin verse dahi rapora ilişkin bütün sorumluluk ARD Yönetiminde kalacaktır. *Rapordaki bilgiler hiçbir şekilde geleceğe yönelik bir beklenti veya geleceği yansıtmak amacıyla hazırlanmamıştır. Her koşulda, şahısların ve kurumların kendi piyasa analizlerini ve özel incelemelerini yapmaları tavsiye edilmektedir.*

Değerleme Tarihi

Birleşme işleminde, SPK'nın Birleşme ve Bölünme Tebliği'nin (II-23.2) 6. maddesinin 1. fıkrası çerçevesinde, en az 6 aylık faaliyet dönemini kapsayacak ve finansal tablo tarihi ile genel kurul toplantı tarihi arasında altı aydan fazla süre geçmeyecek şekilde düzenlenmiş **30 Haziran 2025** ara dönem finansal tabloları esas alınmıştır. Aynı tebliğin 7. maddesinin 1. fıkrası çerçevesinde değerlendirme çalışması işleme esas alınan finansal tabloların tarihi olan **30.06.2025** tarihi dikkate alınarak hazırlanmıştır.

Raporlama Tarihi

Rapor **16.09.2025** itibarıyla hazırlanmış ve bu tarih sonrasındaki gelişmeler çalışmada dikkate alınmamıştır.

Rapora İlişkin Genel Bilgiler (3/8)

Değerleme Yöntemleri

Değerleme çalışmasında;

- Gelir Yaklaşımı ("GY") kapsamında İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA"),
- Piyasa Yaklaşımı ("PY") kapsamında Karşılaştırılabilir Şirketler ("KŞ") ve Karşılaştırılabilir İşlemler ("Kİ"),
- Borsa Yaklaşımı ("BY"),
- Net Varlık Yaklaşımı ("NVY") olmak üzere **4 ana yaklaşım altında 5 farklı yöntem** kullanılmıştır, bunlar içerisinde **3 ana yaklaşım ile 3 farklı yöntem** ağırlıklandırılmıştır.

Değerleme Kapsamındaki Şirketler	Rapor Kodu	Ülke	ARD Sahiplik Oranı	Değerleme Yöntemleri			
				GY	PY	BY	NVY
ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş.	ARD	Türkiye		✓	✓	✗	✓
Intron Bilişim Yazılım Tanıtım ve Tasarım Hiz. A.Ş.	Intron	Türkiye		✓	✓	✗	✓
Açılımsoft Yazılım Teknolojileri A.Ş.	Açılımsoft	Türkiye	%100,00	✗	✓	✗	✗
Dallmaier Turkey Elektronik San. ve Tic. A.Ş.	Dallmeier	Türkiye	%100,00	✗	✓	✗	✗
Signum Teknoloji Tanıtım ve Eğitim A.Ş.	Signum	Türkiye	%51,00	✗	✗	✗	✓
Ardtech Ltd	Ardtech Ltd	İngiltere	%60,00	✗	✗	✗	✓
Argedor Bilişim Teknolojileri San. ve Tic. A.Ş.	Argedor	Türkiye	%60,00	✗	✗	✗	✓
Ardtech Informatics	Ardtech Info	Özbekistan	%100,00	✗	✗	✗	✓
Oxivo Grup Bilişim A.Ş.	Oxivo Grup	Türkiye	%51,00	✗	✗	✗	✓
Javtech Teknoloji ve Bilişim A.Ş.	Javtech	Türkiye	%24,50	✗	✗	✗	✓

Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları

- Bu yöntemde şirketin değeri, projeksiyon döneminde yaratılması beklenen nakit akımlarının ve projeksiyon dönemi sonrasında devam eden değer net bugünkü değere indirgenmesi ile elde edilmektedir. *İndirgenmiş Nakit Akımları çalışması kapsamında, şirketlerin gelir/giderini, ödeyeceği vergiyi ve işletme sermayesi ihtiyacını öngören indirgenmiş nakit akımları modelleri hazırlanmıştır. Şirketlerin gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının bugünkü değerleri, nakit akımlarının şirketin risk profiline uygun bir iskonto oranı kullanılarak bugüne indirgenmesiyle hesaplanmıştır.* İNA hesaplamasında ARD Yönetimi ve Intron Yönetiminin sağladığı bilgiler temel alınmış, ilgili bilgiler tarafımızca sorgulanarak ve gerektiği durumlarda değiştirilerek çalışmamızda yer almıştır.
- Değerleme çalışması kapsamında ARD ve Intron şirketleri için sağlanan uzun vadeli projeksiyonlar dikkate alınarak, sadece bu şirketler için Gelir Yaklaşımı uygulanmıştır.

Rapora İlişkin Genel Bilgiler (4/8)

Değerleme Yöntemleri (Devamı)

Piyasa Yaklaşımı

Piyasa Yaklaşımı kapsamında uygulanabilen karşılaştırılabilir şirketler ve işlemler yöntemlerine göre; *değerlemeye konu olan şirket ile benzer operasyonlara sahip şirketlerin değerleme çarpanları dikkate alınarak toplam hisse değeri tahmin edilmektedir.* Bu yöntemde şirket değeri, karşılaştırılabilir halka açık şirketler ve daha önce satın alma işlemine konu olmuş şirketlere ait finansal verilerin analizi sonucu bulunmakta ve finansal büyüklüklerin katları cinsinden ifade edilmektedir. Bu yöntemin kullanımındaki en büyük engel, birebir karşılaştırılabilir şirket ve işlemlerin bulunmasında yaşanan zorluklardır.

Karşılaştırılabilir Şirketler analizinde;

- ARD'ye benzer operasyona, karlılık ve borçluluk oranlarına sahip ve ARD'nin faaliyet gösterdiği iş kollarında faaliyet gösteren karşılaştırılabilir halka açık şirketler dikkate alınmıştır. Karşılaştırmada dikkate alınacak uygun değerleme çarpanı olarak "Şirket Değeri (ŞD)/FAVÖK çarpanı" belirlenmiştir. İlgili ŞD/FAVÖK çarpanları, 2022-2024 arası ve 30.06.2025 dönemleri dikkate alınarak hesaplanmıştır.
- İntron'a benzer operasyona, karlılık ve borçluluk oranlarına sahip ve İntron'un faaliyet gösterdiği iş kollarında faaliyet gösteren karşılaştırılabilir halka açık şirketler dikkate alınmıştır. Karşılaştırmada dikkate alınacak uygun değerleme çarpanı olarak "Şirket Değeri (ŞD)/FAVÖK çarpanı" belirlenmiştir. İlgili ŞD/FAVÖK çarpanları, 2022-2024 arası ve 30.06.2025 dönemleri dikkate alınarak hesaplanmıştır.

Karşılaştırılabilir İşlemler analizinde;

- ARD'ye benzer operasyonlara sahip şirketleri konu alan detayları kamuya açıklanmış işlemler dikkate alınmıştır. Karşılaştırmada dikkate alınacak uygun değerleme çarpanı olarak "Şirket Değeri (ŞD)/FAVÖK çarpanı" belirlenmiştir.
- İntron'a benzer operasyonlara sahip şirketleri konu alan detayları kamuya açıklanmış işlemler dikkate alınmıştır. Karşılaştırmada dikkate alınacak uygun değerleme çarpanı olarak "Şirket Değeri (ŞD)/FAVÖK çarpanı" belirlenmiştir.
- *Karşılaştırılabilir İşlemler için örneklemin görece sınırlı olması ve birleşme ve satın alma işlemlerinde hedef şirketin özellikle Türkiye merkezli olduğu örneklerin bulunmaması nedeniyle, ilgili yöntem değerleme çalışmasında ağırlıklandırılmamıştır.*

Borsa Yaklaşımı

Aktif bir piyasadan elde edilen fiyat bilgisinin değer açısından anlamlı bir gösterge oluşturması nedeniyle, birleşme sürecinde ARD için Borsa Yaklaşımı'nın kullanılması uygun görülmüştür. Ancak, İntron'un halka açık olmaması sebebiyle Borsa Yaklaşımı yalnızca dolaylı olarak uygulanabilmektedir. Birleşecek şirketler için kullanılan yöntemlerde tutarlılık sağlamak amacıyla, Borsa Yaklaşımı'nın İntron için yalnızca dolaylı olarak uygulanabilir olması nedeniyle, değerleme çalışmasında bu yöntem dikkate alınmamıştır.

Borsa Yaklaşımı kapsamında değer hesaplanırken, ARD'nin günlük işlem hacmine göre ağırlıklandırılmış ortalama hisse fiyatı, Rapor tarihine en yakın tarih olan 09.09.2025 tarihinden geriye dönük farklı aylık zaman dilimleri bazında incelenmiş, söz konusu tarihten geriye dönük ortalama **3 aylık ağırlıklandırılmış ortalama hisse fiyatının** Borsa Yaklaşımı'na göre ARD'nin makul değerinin en uygun göstergesi olarak belirlenmiştir.

Rapora İlişkin Genel Bilgiler (5/8)

Değerleme Yöntemleri (Devamı)

Net Varlık Yaklaşımı

Net Varlık Yaklaşımı'nda bir alıcının bir işletme için ödeyeceği bedelin, en az o işletmenin bütün varlıklarının ve borçlarının belli bir tarihte nakde çevrilmesiyle elde edilecek tutara veya işletmeyi bugünkü konumuna getirmek için yapılacak harcama tutarına (itfa edilmiş yenileme değeri) eşit olacağı varsayımı temel alınmaktadır. Net Varlık Yaklaşımı kapsamında;

- ARD için 30.06.2025 tarihi itibarıyla TFRS finansal raporlama standartlarına göre hazırlanmış ve denetlenmiş mali tabloları dikkate alınmıştır. Bu doğrultuda bağımsız denetimden geçmiş mali tablolarında yer alan özkaynak tutarı; ARD'nin hisse değeri, operasyonel olmayan varlıkların ve sabit kıymetlerin makul değerleri düzeltilerek net varlık değeri tahmin edilmiştir.
- Intron için 30.06.2025 tarihi itibarıyla TFRS finansal raporlama standartlarına göre hazırlanmış ve denetlenmiş mali tabloları dikkate alınmıştır. Bu doğrultuda bağımsız denetimden geçmiş mali tablolarında yer alan özkaynak tutarı; operasyonel olmayan varlıkların makul değerleri düzeltilerek net varlık değeri tahmin edilmiştir.
- Net Varlık Yaklaşımı kapsamında belirli bağlı ortaklıklar ve iştirakler için **satın alım bedeli** üzerinden değerlendirme çalışmaları gerçekleştirilmiştir. Satın alımı 2023 ve sonrasında gerçekleşmiş, 2025 ve sonrasında dair iş planları sağlanamayan ARD'nin bağlı ortaklıkları ve iştirakleri için hisse değeri hesaplanırken *satın alım tarihinden itibaren 30 Haziran 2025 tarihine kadar ilgili şirket/varlık için yapılan toplam ödemeler dikkate alınmıştır. Bu yöntem geleceğe yönelik beklentileri dikkate almamakla birlikte varlığın/yatırımın toplam maliyetini yansıtmaktadır.*
- ARD hali hazırda vergi ödemediği ve projeksiyon dönemi boyunca da vergi öder pozisyonda olmayacağı tahmin edildiği için bilançoda yapılan düzeltmeler neticesinde ertelenmiş vergi varlığı/yükümlülüğü hesaplanmamıştır. Intron da ise düzeltmelerin yalnızca yeniden sınıflandırmalardan oluşması ve değer artışına yol açmaması sebebiyle ertelenmiş vergi varlığı/yükümlülüğü hesaplanmamıştır.

Çalışmada Kullanılan Para Birimi

ARD ve Intron'un operasyonlarında ağırlıklı olarak TL kullanılmaktadır ve bağımsız denetçi tarafından *fonksiyonel para birimi TL olarak belirlenmiştir*. Dolayısıyla değerlendirme çalışmasında TL para birimi dikkate alınmıştır.

Rapora İlişkin Genel Bilgiler (6/8)

Çalışma Ekibi

Değerleme çalışmasında 4'ü yönetici konumunda toplam 6 kişilik bir ekip çalışmıştır. Yönetici ekibin kısa özgeçmişleri aşağıda sunulmuştur:

Serkan Aslan (Ortak): İstanbul Teknik Üniversitesi İşletme Mühendisliği ve Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasaları ve Borsa Bölümü mezunudur. Şirket değerleme, finansal modelleme ve fizibilite çalışmalarında 25 yıldan fazla deneyime sahip olan Serkan, PwC Değerleme ve Modelleme ekibine liderlik etmektedir. Serkan, Sermaye Piyasaları İleri Düzey 3 (**SPL Sicil No: 770, Belge No: 200544**) lisansına sahiptir.

Eray Kumdereli (Ortak): İstanbul Teknik Üniversitesi İşletme Mühendisliği mezunudur. Şirket değerleme, vergisel ve raporlama amaçlı değerleme, stratejik yatırımcılar ya da devralmalara yönelik değerlemeler ve fizibilite çalışmalarında 20 yıl deneyime sahiptir.

Deniz Özkan (Müdür): Villanova Üniversitesi Finans bölümü mezunudur. Şirket değerleme, vergisel ve raporlama amaçlı değerleme, stratejik yatırımcılar ya da devralmalara yönelik değerlemeler ve fizibilite çalışmalarında 10 yıl deneyime sahiptir.

Pelin Gülleroğlu (Müdür): Bilkent Üniversitesi Endüstri Mühendisliği bölümünden mezun olduktan sonra Nottingham Üniversitesinde Finans ve Yatırım bölümünde yüksek lisans yapmıştır. Şirket değerlemesi, finansal modelleme ve fizibilite, sektör raporu ve çeşitli raporlama amaçlı finansal danışmanlık çalışmalarında 5 yıl deneyime sahiptir.

Bağımsızlık Beyanımız

PwC ile bu projede çalışan danışman ve yöneticileri, Birleşecek Şirketler'in birleşme, satış ya da olası herhangi bir işleminden hiçbir maddi çıkar gözetmemektedir. Aynı şekilde, PwC'nin Uzman Kuruluş Raporu için alacağı ücret, bu çalışmanın sonuçlarına bağlı değildir. PwC'nin Birleşecek Şirketler ile, bunların bağlı ortaklıkları ve iştirakleri ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmamaktadır.

Birleşecek Şirketler'in yöneticileri ve çalışanları bu çalışmanın sonucunu etkileyebilecek konumdadırlar. Bu nitelikteki olası etkiler benzer değerlendirme çalışmalarında da görülmektedir. PwC, bu etkinin en aza indirgenmesi için aşağıdaki adımları uygulamaktadır:

- Bu çalışmada yer alan PwC danışmanları ve yöneticileri bağımsızlıklarını korumaktadır,
- Bu çalışmada kullanılan varsayımlar ve tahminlerde iş planları baz alınmış olup, ARD ve Intron Yönetimleri ile tartışılarak kullanılmıştır. Çalışma sonuçlarının adil ve makul olmasını sağlayabilmek için ARD ve Intron Yönetimlerinden alınan iş planları, geçmiş performans ve halka açık kaynaklarda sunulan beklentiler ile karşılaştırılmış ve gerekli görüldüğü takdirde düzeltilerek çalışmamızda yer almıştır.

Rapora İlişkin Genel Bilgiler (7/8)

II-23.2 Sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği

Birleşme; 6362 Nolu Sermaye Piyasası Kanunu, SPK'nın Seri: II, No. 23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği ve Seri:II, N 23.3 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği, 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu, 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu ve ilgili diğer mevzuat hükümleri çerçevesinde gerçekleştirilecektir. Uzman Kuruluş Raporu'muz, SPK'nın II-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği dikkate alınarak hazırlanmıştır.

II-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği / Uzman Kuruluş Raporu

Madde 7

- (1) Birleşme veya bölünme işlemlerine taraf olan şirketlerin veya işleme esas alınan finansal durum tablosu tarihi itibarıyla malvarlıklarının değerinin ve değişim oranlarının tespiti amacıyla bir uzman kuruluş raporu hazırlanır. *Söz konusu raporda değişim oranının adil ve makul olduğu konusunda görüş verilmesi zorunludur. Uzman kuruluş görüşünün hazırlanmasında, ilgili şirketlerin nitelikleri dikkate alınarak en az üç değerleme yöntemi dikkate alınır.*
- (2) Değerleme işlemlerinde, Kurulun ("SPK") değerlemeye ilişkin düzenlemeleri dikkate alınır.
- (3) Uzman kuruluş görüşünün oluşturulmasında gayrimenkullerin rayiç değerlerinin kullanılacak olması halinde, söz konusu gayrimenkullerin rayiç değerleri, gayrimenkul değerleme şirketleri tarafından Kurulun ilgili düzenlemeleri çerçevesinde belirlenir. *Gayrimenkullere ilişkin olarak Kurulun ilgili düzenlemeleri çerçevesinde gayrimenkul değerleme şirketleri tarafından hazırlanmış bir gayrimenkul değerleme raporunun bulunması halinde, bu raporun uzman kuruluş görüşünün hazırlanmasında dikkate alınması zorunludur.*

Rapora İlişkin Genel Bilgiler (8/8)

SPK'ya İlişkin Beyanımız

Sermaye Piyasası Kurulunun Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kararı Uyarınca Yapılan Duyuru'ya istinaden:

- Sermaye piyasasında bağımsız denetimle yetkili bağımsız denetim kuruluşunun üyelik anlaşmasına sahip olduğu yabancı şirketlerle yapılan lisans, know-how ve benzeri sözleşmeler çerçevesinde faaliyette bulunan ve değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip en az 1 kişiyi tam zamanlı olarak istihdam eden bir danışmanlık şirketi olduğumuzu,
- Ayrı bir "Değerleme ve Modelleme Hizmetleri" özel birimine sahip olduğumuzu,
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğunu,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara sahip olduğumuzu,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri altyapımızın bulunduğunu,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olduğumuzu,
- Değerleme çalışmasını talep eden ARD ile şirketimiz arasında hizmet sözleşmesi bulunduğunu (bkz. Ek 1),
- Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmadığını (bkz. Bağımsızlık) ve,
- Denetimini üstlendiğimiz şirketlere aynı dönemde değerlendirme hizmeti verilmediğini,

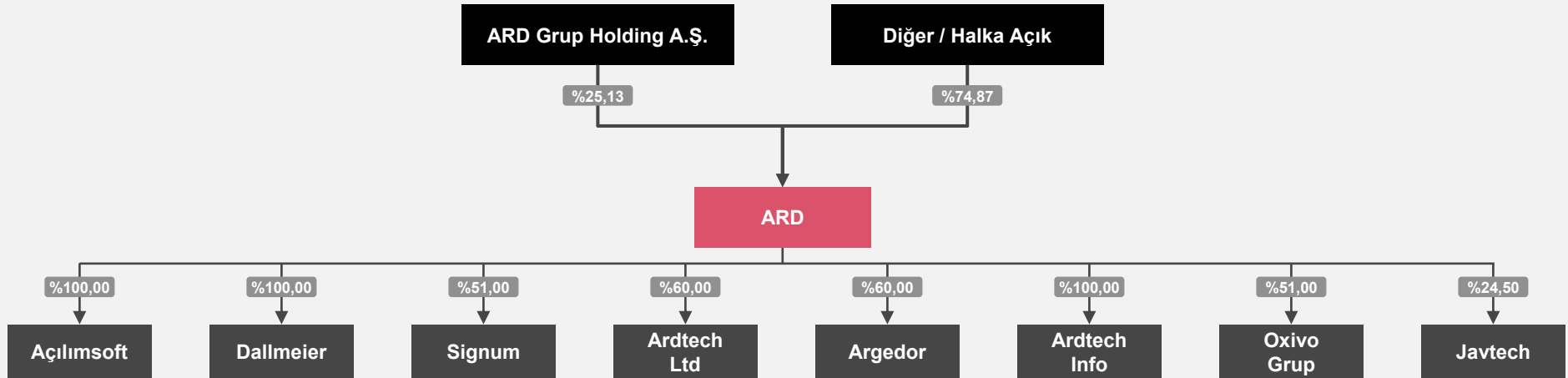
Sermaye Piyasası Kurulunun III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"in 3. maddesi çerçevesinde:

- Sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yapılan değerlendirme faaliyetlerinde, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları'na uyulduğunu beyan ederiz.

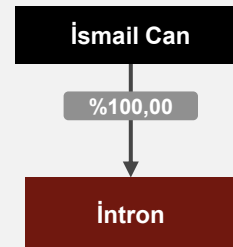
Rapora İlişkin Önemli Konular

Birleşecek Şirketlerin Ortaklık Yapısı

ARD'nin Ortaklık Yapısı



Intron'un Ortaklık Yapısı



Rapora İlişkin Önemli Konular

ARD (1/5)

Çalışmada Kullanılan Finansal ve Operasyonel Veriler

ARD Yönetimi tarafından şirket performansının takibi ve buna bağlı olarak yönetim raporlamaları VUK bazlı raporlamalar üzerinden gerçekleştirilmektedir. Bu bağlamda tarafımızca yürütülen değerleme çalışması, ARD Yönetiminin bakış açısıyla uyumlu olması açısından VUK bazlı yönetim raporlamaları kullanılarak gerçekleştirilmiştir.

Buna ek olarak Gelir Yaklaşımı kapsamında bir şirketin net nakit üretme potansiyelinin doğru şekilde tahmin edilebilmesi için enflasyon düzeltmelerinden arındırılmış finansal verilerin kullanılması gerekmektedir. Bağımsız denetim raporu kapsamında sunulan finansal verilerin enflasyon düzeltmesi uygulaması kapsamında yapılan düzeltmeleri içermesi sebebiyle şirketin asıl performansı enflasyon muhasebesi düzeltmelerini içermeyen VUK bazlı yönetim raporlamaları üzerinden takip edilebilmektedir. Bu doğrultuda Piyasa Yaklaşımı'na konu olan 2025 tahmini FAVÖK seviyesi de VUK bazlı finansal veriler üzerinden modellenmiştir. İlgili TFRS-VUK geçişlerine yönelik köprü çalışması ilerleyen sayfalarda verilmiştir.

Net Varlık Yaklaşımı ise TFRS bazlı bilanço üzerinden yapılmıştır. TFRS halihazırda kabul görmüş prensipler üzerinden belirli düzeltmeler ve sınıflamalar sonucu özsermaye değerini sunmaktadır. Bu sayede değerleme tarihi itibarıyla net varlık yaklaşımı bazlı hisse değeri belirli muhasebe standartlarını yansıtabilmektedir.

Gelir Modeli

ARD Yönetimi tarafından edinilen bilgiler doğrultusunda satışlar 3 ana segment altında gerçekleştirilmektedir; ürün satışı (özel), hizmet satışı (kamu) ve teknokent projeleri (özel). Ürün ve hizmet satışlarının enflasyon beklentileri ile paralel hareket edeceği beklenmektedir. *Görece daha düşük karlılık seviyesinde olan ürün ve hizmet maliyetleri ARD Yönetiminin iç raporlamasına uygun olarak brüt kar marjı üzerinden tahmin edilmiştir (projeksiyon dönemi boyunca sırasıyla %12 ve %20).* Teknokent projelerinin de proje bazlı karlılıkları tarafımızca incelenmiştir; satışların tahminlenmesinde proje sayısı ve proje bazlı gelir üzerinden tahminleme yapılmıştır. *Ürün, hizmet ve projelere ilişkin maliyetler satışların maliyeti altında dikkate alınırken, projelere ilişkin geliştirme maliyetleri Ar-Ge giderleri yatırım harcaması kapsamında ele alınmıştır.*

Ar-Ge Giderlerinin Muhasebesi

ARD Yönetimi tarafından sağlanan bilgiler doğrultusunda, projelere ilişkin katlanılan maliyetler Ar-Ge giderleri hesabı altında takip edilmektedir. Finansal tablolarda yer alan Ar-Ge maliyetlerinin tamamının, projelerin geliştirilmesine yönelik harcamalardan oluştuğu anlaşılmaktadır. *Projeler devam ettiği sürece, bu maliyetler bilançoda Haklar hesaplarına aktifleştirilmekte ve projenin bitişinden sonra bu hesaplara ilişkin amortisman hesaplanmaktadır. Projeler tamamlandıktan sonra ise ilgili proje için katlanılan maliyet olması halinde bu maliyetler artık gelir tablosunda giderleştirilmektedir.*

Ar-Ge Giderlerine İlişkin Düzeltmeler ve Tahminlenmesi

Projeksiyon döneminde daha doğru tahminler yapabilmek amacıyla ve tüm Ar-Ge maliyetlerinin yazılım geliştirmek için katlanılan yatırım harcaması mahiyetinde olması sebebiyle, bu maliyetler gelir/gider hesapları ile ilişkilendirilmeden FAVÖK içerisinde çıkartılıp, yatırım harcaması olarak dikkate alınmıştır.

Bu yöntem sayesinde karlılık analizleri daha doğru olarak gerçekleştirilebilmiştir. Ar-Ge maliyetlerinin büyük çoğunluğunu personel giderlerinden oluşturmakta olup detaylı maliyet kırılımları ARD Yönetimi tarafından proje bazında tarafımıza iletilmiştir. Projeksiyon dönemi boyunca Ar-Ge giderleri işçi ücret ve giderleri, taşıt giderleri, danışmanlık giderleri, vergi ve diğer giderler şeklinde sınıflandırılarak TL bazında tahmin edilmiştir.

Rapora İlişkin Önemli Konular

ARD (2/5)

Ar-Ge Vergi Teşvikleri

ARD Yönetimi tarafından sağlanan bilgiler ışığında ARD'nin Teknokent kurumlar vergisi istisnası ve Ar-Ge merkezi indirimlerinden faydalandığı anlaşılmaktadır. Ek olarak, ARD tarafından sağlanan bilgiler doğrultusunda ARD'nin asgari kurumlar vergisine de tabi olmadığı anlaşılmıştır.

Proje gelirlerinin Ar-Ge merkezi ve Teknokent kapsamında üretilmesi ve faaliyet gösterilen teknoloji geliştirme sektörüne uygun olarak, 4691 sayılı Teknoloji Geliştirme Bölgeleri Kanunu çerçevesinde, projeksiyon dönemi boyunca elde edilen kazançların istisna kapsamında değerlendirileceği kabul edilmiştir.

Ek olarak, 4691 sayılı Kanun kapsamındaki 5746 sayılı Araştırma, Geliştirme ve Tasarım Faaliyetlerinin Desteklenmesi Hakkında Kanun'dan sağlanan vergi indirimleri ve sosyal güvenlik desteklerinden Ar-Ge ve tasarım harcamaları (özellikle personel harcamaları) için %100 oranında faydalanılmaya devam edileceği öngörülmektedir.

Kurumlar vergisi beyannameleri incelendiğinde; Teknoloji Geliştirme Bölgelerinde elde edilen kazançlar, Teknokent ve diğer istisnalar ile Ar-Ge indirimi (K.V.K. Madde 10/1-a) dikkate alındığında, vergiye tabi karın oluşmadığı anlaşılmıştır. Satışlarının yaklaşık **%55'**, Teknoloji Geliştirme Bölgesinde geliştirilen yazılımların satılması sonucu elde edilmektedir ve vergiden istisna edilmektedir. Buna ek olarak devretmekte olan bir Ar-Ge indirimi bulunmaktadır. Kalan kurumlar vergisi matrahı için de bu indirimin kullanıldığı anlaşılmıştır. *Teknoloji Geliştirme Bölgesi gelir istisnası ve Ar-Ge indirimlerini hesaplamalarımızda dikkate aldığımızda geçmişte olduğu gibi projeksiyon döneminde de ARD'nin kurumlar vergisi yükümlülüğünün oluşmayacağını tahmin etmekteyiz.*

ARD'nin kurumlar vergisi ödemeyeceği göz önünde bulundurulduğunda, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ("AOSM") tahmininde de kurumlar vergisi etkisi dikkate alınmamıştır.

Operasyonel Olmayan Varlıklar

ARD tarafından iletilen bilgilere göre, şirket bilançosunda geliştirilmesinden vazgeçilen bir güneş enerjisi santraline ilişkin edinilmiş arsalar olduğu anlaşılmıştır. Tapu senetleri ile teyit edilen ada/parsellerin toplam büyüklüğü yaklaşık **36.475 m²** olup, Kütahya/Tavşanlı'da konumlanmaktadır. Bu arsalarla ilişkin güncel bir gayrimenkul değerleme raporu tarafımıza iletilmemiş olup, PwC bu gayrimenkullerin değerlemesi için ayrı bir çalışma yürütmemiştir. *İlgili arsaların denetimden geçmiş TFRS mali tablolarında maliyet bedeli üzerinden izlendiği görülmektedir. Bu sebeple ilgili arsaların makul değerlerinin VUK hükümleri uyarınca hazırlanmış finansal tablolarda daha uygun yansıtıldığı anlaşılmaktadır.* İlgili sınıflamalar ve düzeltmelere ilişkin detaylara ARD'nin Net Varlık Yaklaşımı sayfasında yer verilmiştir.

Bağlı Ortaklık ve İştiraklere İlişkin Sağlanan Veriler

Toplam **8 bağlı ortaklık ve iştirakin** satın alım/kuruluş tarihleri itibarıyla yerel yasal mali tablo hazırlama hükümleri uyarınca hazırlanmış finansal tabloları ve satın alım yolu ile gruba dahil olan şirketlerin satın alım bedelleri tarafımıza sağlanmıştır. Bu şirketlerin geçmiş performansları, mevcut durumu, satın alım tarihleri ve ileriye dönük beklentileri dikkate alınarak her biri için uygun değerleme yöntemleri belirlenmiş ve raporun ilgili bölümünde detaylandırılmıştır.

Ancak, tüm grup yapısı göz önünde bulundurulduğunda görece küçük ölçekli ve değerlemeye materyal etkileri bulunmayan, Özbekistan merkezli Ardtech Info için sınırlı veri seti temin edilmiş; Londra merkezli Ardtech Ltd için ise finansal veri sağlanamamıştır. *Ardtech Info, Özbekistan'da trafik cezaları üzerinden komisyon geliri elde eden kârlı bir şirket olmakla birlikte gelir-gider tablosu bulunmaması nedeniyle Net Varlık Yaklaşımıyla değerlendirilmiştir. Ardtech Ltd için ise sağlanan veri bulunmadığından şirketin kuruluş aşamasında yatırılan ödenmiş sermaye, Net Varlık Yaklaşımı kapsamında hisse değeri olarak dikkate alınmıştır.*

Rapora İlişkin Önemli Konular

ARD (3/5)

2025 Tahmini FAVÖK

ARD Yönetimi tarafından tarafımıza 31.07.2025 ve 31.08.2025 tarihli, VUK hükümleri uyarınca hazırlanmış finansal tablolar sağlanmıştır. Bu doğrultuda, 2025 yılına ilişkin yapılan tahminlerimiz, söz konusu en güncel gerçekleştirmeler ile karşılaştırmalı olarak analiz edilmiştir. **2025 yılının Temmuz ve Ağustos ayları itibarıyla ARD'nin FAVÖK marjı sırasıyla %60 ve %64 seviyelerine ulaşmıştır.**

Bu performans, değerlendirme çalışmasında 2025 yılına yönelik ARD Yönetimi tarafından sağlanan tahminlerin gerçekleştirilebilirliğini destekleyen bir gösterge olarak değerlendirilmiştir.

ARD bünyesinde yapılan satışlar 2024 yılı sonuçlarından da izlenebileceği üzere yılın 3. ve 4. çeyreğinde sektördeki sezonsallık gereğince artış göstermektedir. ARD tarafından sağlanan iş planlarında da sezonsallık etkisinin dikkate alındığı gözlemlenmiştir.

(m TL)	6A24	MY24	6A25	² 8A25	³ MY25
FAVÖK	331	1.000	597	1.033	1.171
FAVÖK Marjı (%)	%56	%58	%51	%64	%54
Düz. FAVÖK¹	339	1.021	621	1.058	1.172
FAVÖK Marjı (%)	%57	%59	%53	%66	%54

(1) Ar-Ge giderlerinden arındırılmış FAVÖK seviyesini göstermektedir.

(2) VUK bazlı taslak yönetim raporlamaları

(3) 2025 tahmini toplam FAVÖK seviyesini göstermektedir.

FAVÖK ve Çarpan Düzeltmeleri

Piyasa Yaklaşımı kapsamında, Türkiye'de faaliyet gösteren karşılaştırılabilir şirketlerin yıllık bağımsız denetim raporları üzerinden elde edilen FAVÖK çarpanları dikkate alınmıştır. Enflasyon muhasebesi uygulamasının etkilerini en aza indirmek adına her döneme ilişkin finansal veriler ilgili yılın denetim raporlarından temin edilmiştir:

- Karşılaştırılabilir şirketlerin denetim raporlarının incelenmesi sırasında, ARD için hazırlanan İNA yöntemi ile uyumlu olması amacıyla, şirketlerin FAVÖK seviyelerinden esas faaliyet gideri ve geliri olmayan kalemler** (kambiyo kar/zararı, reeskont faizleri, maddi duran varlık satış karı, teşvik gelirleri, banka promosyonları, karşılık giderleri, olağan dışı gider/zararlar vb.) **hariç tutulmuştur.** Mevcutsa, maliyet ve faaliyet giderlerine ilişkin amortismanlar da çıkarılarak FAVÖK hesaplanmıştır.
- ARD'nin Piyasa Yaklaşımı sonucunun doğruluğunu artırmak için, karşılaştırılabilir şirketlerin Ar-Ge giderleri ve varsa ilgili amortisman tutarları da FAVÖK seviyesinden düşülmüş;** böylece Ar-Ge merkezi statüsüne sahip ARD için yatırım harcaması olarak modellenen Ar-Ge giderleriyle uyumlu, düzeltilmiş bir FAVÖK bazı oluşturulmuştur.

Piyasa Yaklaşımı çerçevesinde Türkiye'deki karşılaştırılabilir şirketlerin şirket değerleri S&P Capital IQ veri tabanından TL bazında, küresel çapta seçilen şirketler için ise \$ bazında temin edilmiştir.

Net Satışlar	—	Satışların Maliyeti	—	Faaliyet Giderleri (Ar-Ge Giderleri Hariç)	=	Düzeltilmiş FAVÖK
--------------	---	---------------------	---	--	---	-------------------

Rapora İlişkin Önemli Konular

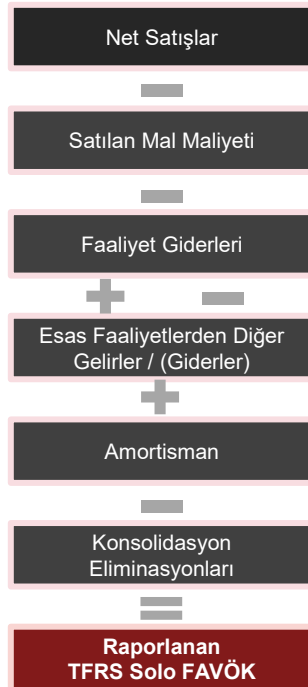
ARD (4/5)

Geçmiş Dönem FAVÖK Hesaplanması

ARD'nin değerleme çalışmasında kullanılan 2022-6A25 arası geçmiş dönem mali tabloları incelenmiş ve finansal veriler gerekli görülen düzeltmeler yapıldıktan sonra değerleme çalışmasında dikkate alınmıştır. Çalışma kapsamında 3 farklı FAVÖK analizi yapılmıştır:

- **Raporlanan TFRS FAVÖK:** TFRS konsolide mali tablolar doğrultusunda, satışlar ve operasyonel maliyetler dikkate alınarak hesaplanan FVÖK tutarına amortisman maliyetlerinin geri eklenmesi ile hesaplanmaktadır. Ardından konsolidasyon düzeltmeleri elimine edilerek TFRS solo baza geçilmiştir.
- **Yönetim Raporlaması FAVÖK:** ARD Yönetimi yönetim raporlamasını enflasyonsuz VUK mali tablolarla uyumlu olacak şekilde hazırlamaktadır. Bu doğrultuda TFRS bazından değerleme çalışmasına da baz olan VUK raporlamasına geçiş sağlanmıştır.
- **Düzeltilmiş İNA FAVÖK:** Değerleme çalışması kapsamında gerekli görülen FAVÖK düzeltmeleri sonrasında ulaşılan, İNA tablosuna konu olan, FAVÖK seviyesidir.

Raporlanan TFRS FAVÖK



Yönetim Raporlaması FAVÖK



Düzeltilmiş İNA FAVÖK



Rapora İlişkin Önemli Konular

ARD (5/5)

Geçmiş Dönem FAVÖK Hesaplanması (Devamı)	(m TL)	MY23	MY24	6A25
Net Satışlar		1.141	2.082	1.227
Satışların Maliyeti (-)		(236)	(787)	(561)
Brüt Kar		904	1.295	666
Faaliyet Giderleri (-)		(90)	(634)	(408)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler/Giderler		(88)	111	40
Esas Faaliyet Karı/Zararı		727	773	298
1 Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler/Giderler		88	(111)	(40)
2 Amortisman (+)		23	372	304
TFRS Konsolide FAVÖK		837	1.034	562
3 Konsolidasyon eliminasyonları		1	(46)	(4)
TFRS Solo FAVÖK		838	988	558
4 Enflasyon düzeltmeleri		(65)	(11)	13
5 Sınıflandırmalar		-	61	18
6 Diğer düzeltmeler		52	(38)	9
Yönetim Raporlaması FAVÖK		826	1.000	597
7 Ar-Ge eliminasyonu		26	21	24
İNA-Düzeltilmiş FAVÖK		852	1.021	621

- Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir / Giderler:** TFRS konsolide bazda oluşturulan rapordaki esas faaliyet karı/zararı seviyesinden Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler/Giderler arındırılmıştır. İlgili kalemlerin içeriklerinin kambiyo kar/zararı, reeskont faizleri, maddi duran varlık satış karı, teşvik gelirleri, banka promosyonları, karşılık giderleri, olağan dışı gider/zararlar gibi operasyonların dışında gelir ve giderler ile alakalı olması sebebiyle gerçek faaliyet karı/zararı seviyesine ulaşılabilmesi için bu düzeltme uygulanmıştır.
- Amortisman:** TFRS konsolide bazda oluşturulan rapordaki esas faaliyet karı/zararı seviyesine faaliyet giderleri kaynaklı oluşan amortismanların geri eklenmesi ile TFRS konsolide FAVÖK seviyesine ulaşılmıştır.
- Konsolidasyon Eliminasyonları:** TFRS bazda ARD ve konsolidasyona tabi bağlı ortaklıklar (Açılımsoft, Dallmeier, Argedor, Signum, Oxivo Grup) üzerinden oluşturulan bağımsız denetim raporundan konsolidasyon eklemeleri çıkarılarak ARD için TFRS Solo FAVÖK seviyesine geçilmiştir.

- Enflasyon Düzeltmeleri:** Yurt içi satışların, diğer gelirlerin, satıştan iadelerin, satılan ticari mal ve hizmet maliyetlerinin, Ar-Ge ve genel yönetim giderlerinin ve amortismanların enflasyon farkları ve enflasyon sınıflandırmaları, VUK enflasyon iptalleri gibi enflasyon ile alakalı düzeltmeleri içermektedir.
- Sınıflandırmalar:** Yurt içi satışlara, diğer gelirlere (personel teşvik gelirleri sınıflandırması, yansıtma gelirlerinin sınıflandırılması, kira gelirlerinin sınıflandırılması, promosyon geliri sınıflandırması), satılan ticari mal ve hizmet maliyetlerine, Ar-Ge ve genel yönetim giderlerine yönelik sınıflandırmaları ifade etmektedir.
- Diğer Düzeltmeler:** Yurt içi satışların (sonraki aya sarkan gelirlerin düzeltilmesi ve önceki döneme sarkan gelirlerin iptali), faturalandırılmamış gelirlerin, diğer gelirlerin, satılan ticari mal ve hizmet maliyetinin (önceki dönem düzeltilmesinin iptali, amortisman, izin ve kıdem düzeltmeleri), Ar-Ge ve genel yönetim giderlerinin (kıdem tazminatı düzeltilmesi, yıllık izin ve karşılığı düzeltilmesi) çeşitli diğer düzeltmelerine yönelik içeriktedirler. TFRS solo FAVÖK seviyesine uygulanan bu enflasyon, sınıflama ve diğer düzeltmeler sonrası yönetim raporlaması bazına erişilmektedir.
- Ar-Ge Eliminasyonları:** Gelir Yaklaşımı kapsamında hazırlanan İNA tablosunda görülebileceği üzere faaliyet giderlerinden Ar-Ge kalemi FAVÖK hesaplamasında hariç tutulmuştur. Bu sayede projeksiyon dönemi diğer faaliyet giderleri üzerinden oluşan FAVÖK seviyesini göstermekte ve Ar-Ge giderleri de yatırım harcamaları kapsamında dikkate alınmıştır.

Rapora İlişkin Önemli Konular

Intron (1/4)

Çalışmada Kullanılan Finansal ve Operasyonel Veriler

Intron, IT sektöründe müşterilerine yazılım ve bu yazılım için gerekli altyapı ile donanımı sağlamakta, sistem entegratörü olarak faaliyet göstermektedir.

Intron Yönetimi tarafından şirket performansının takibi ve buna bağlı olarak yönetim raporlamaları VUK bazlı raporlamalar üzerinden gerçekleştirilmektedir. Bu bağlamda tarafımızca yürütülen değerleme çalışması, Intron Yönetiminin bakış açısıyla uyumlu olması açısından VUK bazlı yönetim raporlamaları kullanılarak gerçekleştirilmiştir.

Buna ek olarak Gelir Yaklaşımı kapsamında bir şirketin net nakit üretme potansiyelinin doğru şekilde tahmin edilebilmesi için enflasyon düzeltmelerinden arındırılmış finansal verilerin kullanılması gerekmektedir. Bağımsız denetim raporu kapsamında sunulan finansal verilerin enflasyon düzeltmesi uygulaması kapsamında yapılan düzeltmeleri içermesi sebebiyle şirketin asıl performansı enflasyon muhasebesi düzeltmelerini içermeyen VUK bazlı yönetim raporlamaları üzerinden takip edilebilmektedir.

Bu doğrultuda Piyasa Yaklaşımı'na konu olan 2025 tahmini FAVÖK seviyesi de VUK bazlı finansal veriler üzerinden modellenmiştir. İlgili TFRS-VUK geçişlerine yönelik köprü çalışması ilerleyen sayfalarda verilmiştir.

Net Varlık Yaklaşımı ise TFRS bazlı bilanço üzerinden yapılmıştır. TFRS halihazırda kabul görmüş prensipler üzerinden belirli düzeltmeler ve sınıflamalar sonucu özsermaye değerini sunmaktadır. Bu sayede değerleme tarihi itibarıyla net varlık yaklaşımı bazlı hisse değeri belirli muhasebe standartlarını yansıtabilmektedir.

Gelir Modeli

Intron Yönetiminden edindiğimiz bilgilere göre, fiyatlandırma brüt kar oranı esas alınarak yapılmaktadır. Hizmet ve ürün satışlarında farklı brüt kar oranlarıyla satış yapılmaktadır.

Intron, müşterilerin bilişim teknolojileri alanındaki ihtiyaçlarını karşılamak için çözümler sunmaktadır. Bu kapsamda yazılım çözümleri, veri merkezi çözümleri, sistem altyapısı, güvenlik çözümleri, yapay zekâ çözümleri, danışmanlık hizmetleri ve benzeri hizmetler sunulmaktadır.

Ürün satışları ise temel olarak teknolojik donanım ve ekipman satışlarından oluşmaktadır.

Ürün satışlarında brüt kar yaklaşık %10 seviyesindeyken, hizmet satışlarında bu oran ortalama olarak %80 seviyelerinde gerçekleşmektedir.

Ar-Ge Vergi Teşviği

Hizmet gelirlerinin büyük ölçüde Bilkent Cyberpark'ta üretilmesi ve Intron'un Cyberpark'ta faaliyet gösterdiği teknoloji geliştirme sektörü kapsamında, 4691 sayılı Teknoloji Geliştirme Bölgeleri Kanunu uyarınca, *Cyberpark'ta geliştirilen yazılımlar için projeksiyon dönemi boyunca elde edilecek kazançların kurumlar vergisinden istisna olacağı varsayılmıştır.*

Rapora İlişkin Önemli Konular

Intron (2/4)

Operasyonel Olmayan Varlıklar

Intron Yönetiminden alınan bilgilere göre, maddi duran varlıklar içerisinde operasyonel olmayan bazı kalemler bulunmaktadır. *Bunlar, daha önce kurulmuş olan bir restorana ait varlıklar ile kullanılmayan taşıt lastikleridir.* Gelir Yaklaşımı kapsamında yapılan amortisman hesaplamasında bu varlıklar dikkate alınmamıştır. Operasyonel olmayan varlıkların değeri hisse değerine ulaşılırken dikkate alınmıştır.

2025 Tahmini FAVÖK

Değerleme çalışması kapsamında, Piyasa Yaklaşımı'ndan elde edilen çarpan, 2025 yılı tahmini FAVÖK seviyesine uygulanmıştır. Bunun nedeni, *Intron'un büyüyen bir şirket olması ve 2024 yıl sonu FAVÖK seviyesinin 2025 ilk 6 ay FAVÖK seviyesinin altında kalmasıdır. Dolayısıyla 2025 yıl sonu FAVÖK seviyesi gerçekleştirmelerle uyumlu olarak tahmin edilmiş ve değerlendirme çalışması kapsamında kullanılan FAVÖK bazı bu değer olarak dikkate alınmıştır.*

Intron Yönetiminin iletmediği 2025 yılı Temmuz ve Ağustos ayı gerçekleştirmeleri dikkate alındığında, sektördeki sezonsallık uyarınca ilk 8 aylık ciro **1.505m TL** seviyesine ulaşmıştır. Buna ek olarak, Intron Yönetiminin verdiği bilgilere göre, kamuya yapılan işlerin gelirleri ağırlıklı olarak yılın son çeyreğinde gerçekleşmektedir. Intron Yönetiminin 08.09.2025 itibarıyla gönderdiği ciro gerçekleşmesi **107m TL** olup yine Eylül ayının kalanında gerçekleşmesi beklenen kontratlı pipeline tutarı **456m TL** olarak tarafımıza iletilmiştir. Bu gerçekleştirmeler doğrultusunda, 2025 yılı cirosu **2.781m TL** ve FAVÖK seviyesi **805m TL** olarak tahmin edilmiştir.

Geçmiş yıllar gerçekleştirmeleri ve 2025 yılı tahmini gelir ve FAVÖK tutarları incelendiğinde Intron'nun hızlı büyüyen bir şirket olduğu anlaşılmaktadır. Bu sebeple sürdürülebilir gelir veya FAVÖK seviyesi analiz edilirken 2025 yılı tahmini seviyelerinin dikkate alınmasının daha doğru olacağı varsayılmaktadır.

(m TL)	6A24	MY24	6A25	1 8A25	2 MY25
Satışlar	156	2.371	955	1.505	2.781
Satışların Maliyeti	(105)	(2.056)	(611)	(879)	(1.832)
Brüt Kar	50	315	345	627	949
<i>Brüt Kar Marjı (%)</i>	<i>%32</i>	<i>%13</i>	<i>%36</i>	<i>%42</i>	<i>%34</i>
FAVÖK	26	225	313	587	805
<i>FAVÖK Marjı (%)</i>	<i>%17</i>	<i>%10</i>	<i>%33</i>	<i>%39</i>	<i>%29</i>

(1) VUK bazlı taslak yönetim raporlamaları

(2) 2025 tahmini toplam FAVÖK seviyesini göstermektedir.

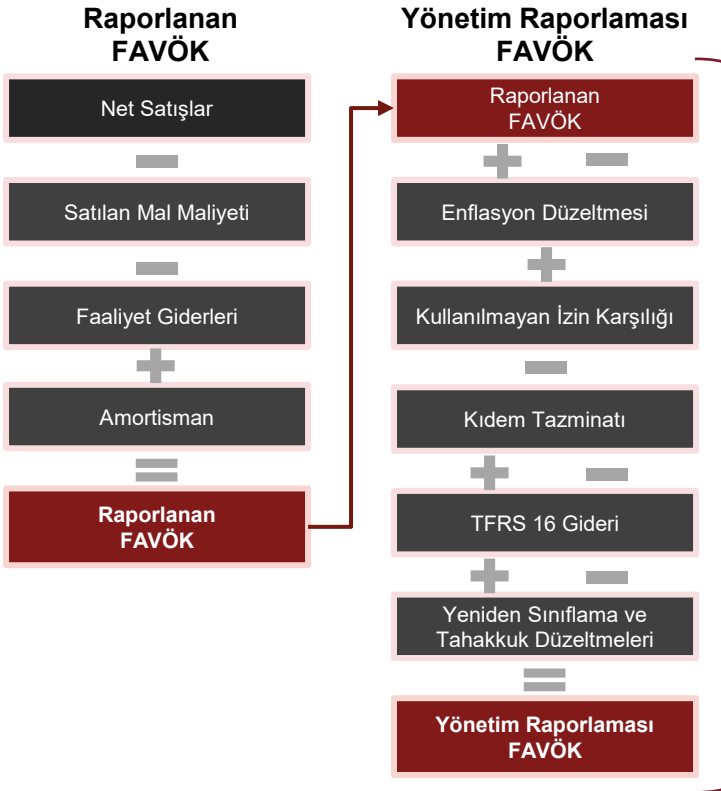
Rapora İlişkin Önemli Konular

Intron (3/4)

Geçmiş Dönem FAVÖK Hesaplanması

Intron'un değerleme çalışmasında kullanılan 2022-6A25 arası geçmiş dönem mali tabloları incelenmiş ve finansal veriler gerekli görülen yerlerde düzeltildikten sonra değerleme çalışmasında dikkate alınmıştır. Çalışma kapsamında 2 farklı FAVÖK analizi yapılmıştır:

- **Raporlanan FAVÖK:** TFRS mali tablolar doğrultusunda, satışlar ve operasyonel maliyetler dikkate alınarak hesaplanan FVÖK tutarına amortisman maliyetlerinin geri eklenmesi ile hesaplanmaktadır.
- **Yönetim Raporlaması FAVÖK:** Intron Yönetimi yönetim raporlamalarında, enflasyonsuz VUK mali tablolarla uyumlu olacak şekilde FAVÖK hesaplaması yapmaktadır.



(m TL)	MY23	¹ MY24	6A25
Gelirler	558	2.421	999
Satışların maliyeti	(489)	(2.100)	(638)
Brüt kar/zarar	68	321	361
Faaliyet Giderleri	(41)	(113)	(51)
Amortisman	8	9	20
FAVÖK	35	216	330
1 Enflasyon Düzeltmesi	(9)	8	(18)
2 Kıdem Tazminatı	0	0	0
3 Kullanılmayan İzin Karşılığı	0	0	0
4 TFRS-16 Dönem Gideri	(0)	(0)	(0)
5 Yeniden Sınıflama	1	0	2
6 Tahakkuk Düzeltmesi	-	1	(1)
Yönetim Raporlaması FAVÖK	28	225	313

Intron tarafından sadece Teknoloji Geliştirme Bölgelerinde uygulanan kurumlar vergisi istisnası kullanılmaktadır. Ar-Ge merkezi indirimleri ve buna bağlı olarak Ar-Ge gider aktifleştirmesine ilişkin muhasebe süreçleri izlenmemektedir. Bu sebeple, yönetim raporlamasında belirtilen FAVÖK seviyesinde aktifleştirilen Ar-Ge giderlerine ilişkin herhangi bir düzeltme yapılmamıştır.

(1) MY24 yılı için gösterilen tutarlar 2024 yılında çıkartılmış bağımsız denetim raporundan 31.12.2024 tarihi itibarıyla satın alma gücü esasına göre belirtilmiştir. 30.06.2025 tablolarında aynı tutarlar 30.06.2025 tarihi itibarıyla satın alma gücü esasına göre belirtildiği için farklılık göstermektedir. Geçmiş tüm yıllar için bu gösterim mevcuttur.

Rapora İlişkin Önemli Konular

Intron (4/4)

Geçmiş Dönem FAVÖK Hesaplanması (Devamı)

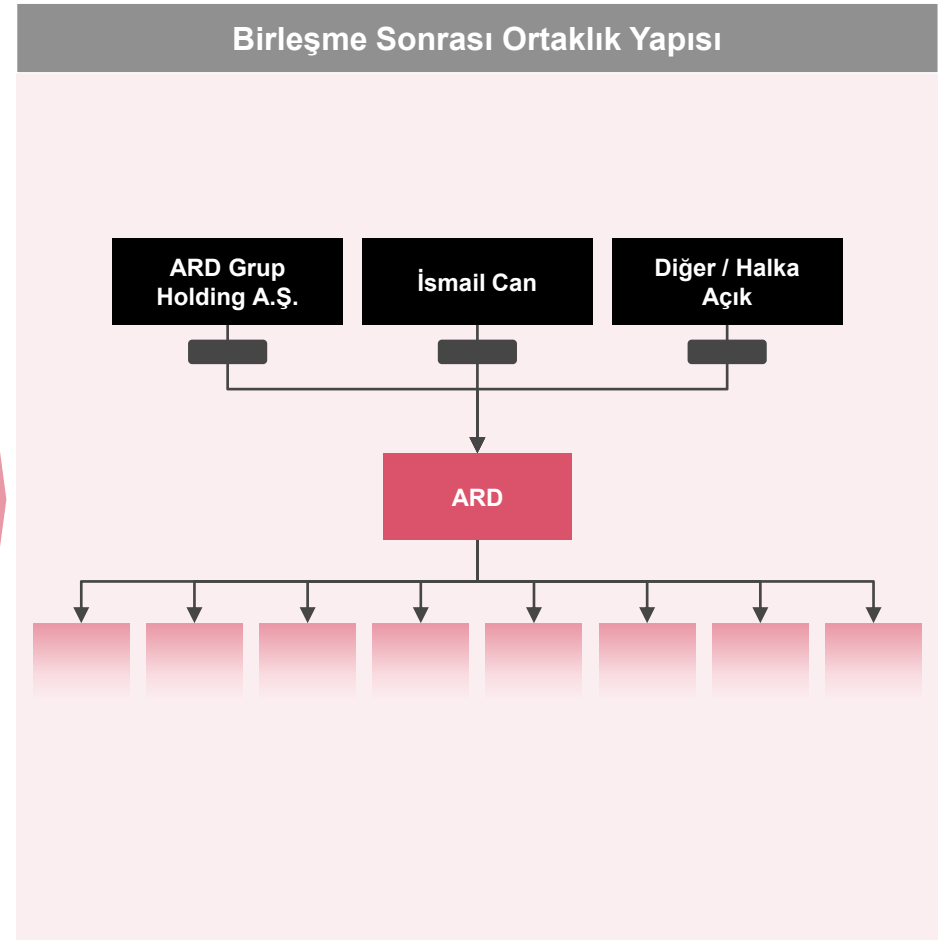
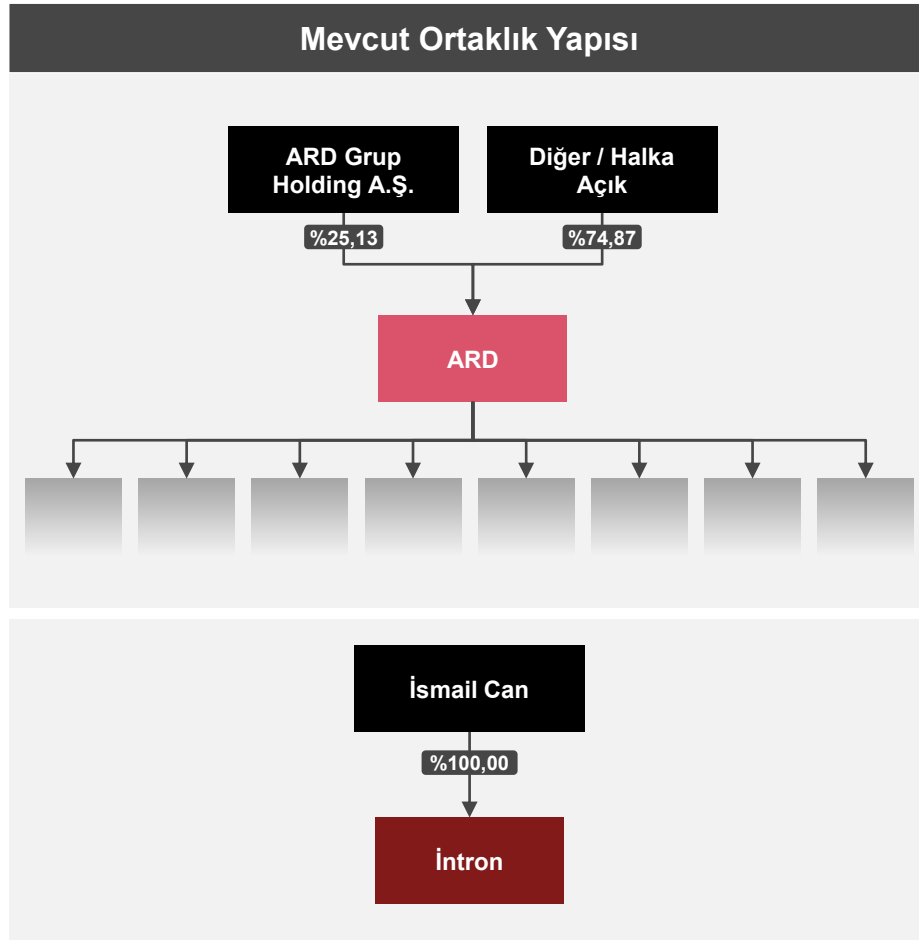
- 1. Enflasyon Düzeltmesi:** Raporlanan FAVÖK'ten Intron Yönetim Raporlaması FAVÖK seviyesine ulaşılırken enflasyon düzeltmeleri çıkarılmıştır.
- 2. Kıdem Tazminatı:** Raporlanan FAVÖK'ten Intron Yönetim Raporlaması FAVÖK seviyesine ulaşılırken kıdem tazminatı karşılıkları FAVÖK'e eklenmiştir.
- 3. Kullanılmayan İzin Karşılıkları:** Raporlanan FAVÖK'ten Intron Yönetim Raporlaması FAVÖK seviyesine ulaşılırken kullanılmayan izin karşılıkları FAVÖK'e eklenmiştir.
- 4. TFRS 16 Kira Giderleri:** Raporlanan FAVÖK seviyesinde yer almayan TFRS 16 kapsamındaki kiralama giderleri, Intron Yönetim Raporlaması FAVÖK seviyesinde gider olarak dikkate alınmıştır.
- 5. Yeniden Sınıflama:** Raporlanan FAVÖK'ten çıkarılan teşvik gelirleri, Intron Yönetim Raporlaması FAVÖK seviyesine ulaşılırken tekrar eklenmiştir.
- 6. Tahakkuk Düzeltmesi:** TFRS kapsamında düzeltilen tahakkuk giderleri, Intron Yönetim Raporlaması FAVÖK seviyesinde tekrar eklenmiştir.



Çalışma Özeti

Birleşme Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

ARD ile Intron'un, ARD çatısı altında birleşmesi planlanmaktadır. Planlanan birleşme işlemi sonrasında, Intron'un mevcut tek ortağı, ARD'de pay sahibi olacaktır.



Birleşme Gerekçeleri ve Stratejik Motivasyon

Planlanan birleşme ile birlikte, her iki şirketin sahip olduğu müşteri portföylerinin bir araya getirilmesi sayesinde daha geniş bir pazara erişim sağlanması, ürün ve hizmet çeşitliliğinin artırılması ve yenilikçi çözümlerin geliştirilmesi hedeflenmektedir. Ayrıca satışların artırılması, operasyonel verimliliğin yükseltilmesi, kaynak ve varlık yapısının güçlendirilmesi yoluyla finansal performansın iyileştirilmesi hedeflenmektedir.

1

Birleşme ile ARD ve Intron'un sahip olduğu **müşteri portföyleri** bir araya getirilerek, hem kamu hem de özel sektörde daha **geniş bir müşteri kitlesine** ulaşılması hedeflenmektedir. Bu sinerji sayesinde, şirketlerin mevcut **satış kanalları güçlendirilirken, yeni pazarlara giriş için önemli bir zemin** hazırlanacaktır. Intron'un 81 ilde bulunan bayi ağı, ARD'nin mevcut geniş müşteri tabanı ile **birleştiğinde farklı coğrafi ve sektörel pazarlarda satış fırsatlarına** erişim genişlemiş olacaktır.



2

İki şirketin **uzmanlık alanlarının birleşmesiyle** birlikte; kurumsal yazılımlar, e-dönüşüm, yapay zeka, AR/VR, siber güvenlik, sağlık teknolojileri ve eğitim yazılımları gibi **birçok farklı alanda daha zengin ve entegre çözümler** sunulabilecektir. Bu çeşitlilik, müşterilere daha kapsamlı hizmet sunulmasını sağlayarak **rekabet avantajı** yaratacaktır.



3

Birleşme sonucunda ortaya çıkacak olan **ölçek ekonomisi etkisiyle**, benzer görev ve iş akışlarının konsolide edilmesi, sistemlerin entegrasyonu ve kaynakların ortak kullanımı sayesinde **operasyonel verimlilik** artırılabilecektir. Bu entegrasyon, altyapı ve insan kaynağının daha etkin yönetilmesini sağlayarak **operasyonel maliyetlerin düşürülmesine ve karlılığın yükseltilmesine** olanak tanıyacaktır.



4

Her iki şirketin sahip olduğu Ar-Ge kapasitesi ve teknoloji geliştirme yetkinlikleri bir araya getirilerek, **inovasyon süreçleri hızlandırılacaktır**. Özellikle yapay zeka, veri analitiği ve güvenlik çözümleri gibi stratejik alanlarda **daha güçlü ve rekabetçi ürünler geliştirilmesi** hedeflenmektedir.



Seçilen Yöntemler ve Gerekçeleri

Birleşecek Şirketler'in değerlendirme çalışmalarında **4 ana yaklaşım** altında **5 farklı yöntem** kullanılmıştır. Birleşecek Şirketler'in makul değerleri tahmin edilirken Gelir Yaklaşımı, Piyasa Yaklaşımı ("KŞ") ve Net Varlık Yaklaşımı dikkate alınmıştır. Bu yöntemlere sırasıyla **%45, %45 ve %10** ağırlık verilmiştir.

Değerleme Yöntemleri		Verilen Ağırlık	Yöntemin Seçilme Gerekçesi
1.	Gelir Yaklaşımı 	%45	ARD'nin ve İntron'un nakit yaratma potansiyellerinin yüksek olması ve bu potansiyellerin öngörülebilir bir seviyede tahmin edilebilmesi nedeniyle bu yönetime %45 oranında ağırlık verilmiştir.
2.	Piyasa Yaklaşımı  Karşılaştırılabilir Şirketler	%45	ARD ve İntron ile benzer şirketlerin 2022-6A25 dönemleri arası finansal verileri ve buna bağlı olarak hesaplanan değerlendirme çarpanları (ŞD/FAVÖK) karşılaştırılabilir şirket analizinde dikkate alınmıştır. ARD ve İntron ile finansal ve operasyonel olarak benzer yapıda ve doğrudan rakibi konumunda olan anlamlı seviyede halka açık şirketler vardır. Bundan dolayı Piyasa Yaklaşımı Karşılaştırılabilir Şirketler yöntemine %45 ağırlık verilmiştir.
	Piyasa Yaklaşımı  Karşılaştırılabilir İşlemler	%0	ARD ve İntron ile finansal ve operasyonel olarak benzer yapıda olan şirketlerin satın alımına ilişkin işlemlerdeki değerlendirme çarpanları (ŞD/FAVÖK) analiz edilmiştir. Genel anlamda bu yöntemde bulunan işlemlerdeki motivasyonların farklılık göstermesi (stratejik satın alım, kontrol gücünü ele geçirme, azınlık hisse satışı vb.), halka açıklanan kısıtlı sayıda işlem olması ve Türkiye'de benzer işlem bulunmamasından dolayı bu yönetime ağırlık verilmemiştir.
3.	Borsa Yaklaşımı 	%0	ARD'nin hisse değeri, 9 Eylül 2025 itibarıyla son üç aylık ortalama piyasa değerleri esas alınarak hesaplanmıştır. Ancak İntron'un halka açık olmaması nedeniyle bu yöntem doğrudan uygulanamamış, dolaylı olarak Borsa Yaklaşımı kullanılmıştır. Bu nedenle, diğer yöntemlerden elde edilen sonuçların İntron'un değerini daha iyi yansıtacağı öngörüldüğünden, bu yönetime ağırlık verilmemiştir.
4.	Net Varlık Yaklaşımı 	%10	Net Varlık Yaklaşımı, Gelir Yaklaşımı'nın aksine geleceğe yönelik beklentileri dikkate almamaktadır. Bu nedenle, ARD ve İntron'un yüksek nakit yaratma potansiyelini yansıtamayacağı göz önünde bulundurularak Net Varlık Yaklaşımı'na %10 ağırlık verilmiştir.

Hisse Değişim Oranı ve Sermaye Artırım Tutarı

Birleşme sonrası artırılacak olan **152.274.085,57 TL**'lik sermaye tutarının mevcut İtron pay sahibine dağıtılmasını öngören değişim oranı **7,61370** olarak hesaplanmıştır.

Birleşme ve hisse değişim oranının adil ve makul olduğunu düşünmekteyiz.

Yöntemlere Verilen Ağırlık						
	%45	%45	%0	%0	%10	%100
Birleşme Oranı (%)	Gelir Yaklaşımı	Piyasa Yaklaşımı		Borsa Yaklaşımı	Net Varlık Yaklaşımı	Birleşme Oranı
		KŞ	Kİ			
ARD	%50,3556	%52,2761	%51,8544	%50,5947	%87,1656	%52,7501
İtron	%49,6444	%47,7239	%48,1456	%49,4053	%12,8344	%47,2499
Toplam	%100,0000	%100,0000	%100,0000	%100,0000	%100,0000	%100,0000
Sermaye Artırımı (TL)	Gelir Yaklaşımı	Piyasa Yaklaşımı		Borsa Yaklaşımı	Net Varlık Yaklaşımı	Sermaye Artırımı
		KŞ	Kİ			
ARD (Mevcut Ödenmiş Sermaye)	170.000.000,00	170.000.000,00	170.000.000,00	170.000.000,00	170.000.000,00	170.000.000,00
Sermaye Artırımı	167.598.786,82	155.196.118,59	157.841.301,64	166.003.735,73	25.031.098,88	152.274.085,57
Ulaşılabacak Sermaye	337.598.786,82	325.196.118,59	327.841.301,64	336.003.735,73	195.031.098,88	322.274.085,57
Birleşme Sonrası Sermaye (TL)	Gelir Yaklaşımı	Piyasa Yaklaşımı		Borsa Yaklaşımı	Net Varlık Yaklaşımı	Ulaşılabacak Sermaye
		KŞ	Kİ			
ARD	170.000.000,00	170.000.000,00	170.000.000,00	170.000.000,00	170.000.000,00	170.000.000,00
İtron	167.598.786,82	155.196.118,59	157.841.301,64	166.003.735,73	25.031.098,88	152.274.085,57
Toplam	337.598.786,82	325.196.118,59	327.841.301,64	336.003.735,73	195.031.098,88	322.274.085,57
Hisse Değişim Oranı	Gelir Yaklaşımı	Piyasa Yaklaşımı		Borsa Yaklaşımı	Net Varlık Yaklaşımı	Hisse Değ. Oranı
		KŞ	Kİ			
ARD	1,00000	1,00000	1,00000	1,00000	1,00000	1,00000
İtron	8,37994	7,75981	7,89207	8,30019	1,25155	7,61370

Hisse Değişim Oranı Hesaplanması

Artırılacak sermaye tutarı **152.274.085,57 TL** olup, birleşme sonrasında ARD'nin ödenmiş sermayesi **322.274.085,57 TL** olarak hesaplanmaktadır. İntron hissedarı birleşme öncesinde sahip olduğu **1 İntron hissesine** karşılık birleşme sonrasında artırılacak sermaye karşılığında **7,61370 ARD hissesi** elde edecektir.

Birleşmeye Baz Hisse Değerleri (m TL)	Makul Değer	Ref.	Formül
ARD	6.029	A	
İntron	5.400	B	
Toplam	11.429	C	A + B

Birleşme Oranı (%)	Birleşme Oranı	Ref.	Formül
ARD	%52,7501	D	A / C
İntron	%47,2499		
Toplam	%100,0000		

Sermaye (TL)	Sermaye	Ref.	Formül
ARD	170.000.000,00	E	
İntron	20.000.000,00	F	
Birleşme Oranı	52,7501%	D	A / C
Birleşme Sonrası Sermaye	322.274.085,57	G	E / D
Sermaye Artırımı	152.274.085,57	H	G - E

Hisse Değişim Oranı	Hisse Değ. Oranı	Ref.	Formül
ARD	1,00000		
İntron	7,61370	I	H / F

- Birleşecek Şirketler'in arasında birleşme öncesinde bir sahiplik ilişkisi bulunmamaktadır. Buna göre birleşme oranı değerlendirme yöntemleri ağırlıkları göz önünde bulundurularak **%52,7501** olarak hesaplanmıştır.
- Artırılacak sermaye tutarı **152.274.085,57 TL** olup birleşme sonrasında şirketin ödenmiş sermayesi **322.274.085,57 TL** olarak hesaplanmaktadır.
- İntron hissedarları birleşme öncesinde sahip oldukları **1 İntron hissesine** karşılık birleşme sonrasında artırılacak sermaye karşılığında **7,61370 ARD hissesi** elde edecektir.

Birleşme Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

ARD bünyesinde gerçekleştirilecek sermaye artışı İntron'un mevcut tek ortağı tarafından gerçekleştirilecektir. Söz konusu sermaye artışı sonucu birleşme sonrası oluşacak ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Sermaye Artırım Hesaplaması

Sermaye Artırımı (TL)	Yöntemlere Verilen Ağırlık					%100 Sermaye Artırımı
	%45	%45	%0	%0	%10	
	Gelir Yaklaşımı	Piyasa Yaklaşımı		Borsa Yaklaşımı	Net Varlık Yaklaşımı	
		KŞ	Kİ			
ARD (Mevcut Ödenmiş Sermaye)	170.000.000,00	170.000.000,00	170.000.000,00	170.000.000,00	170.000.000,00	170.000.000,00
Sermaye Artırımı	167.598.786,82	155.196.118,59	157.841.301,64	166.003.735,73	25.031.098,88	152.274.085,57
Ulaşılabilecek Sermaye	337.598.786,82	325.196.118,59	327.841.301,64	336.003.735,73	195.031.098,88	322.274.085,57

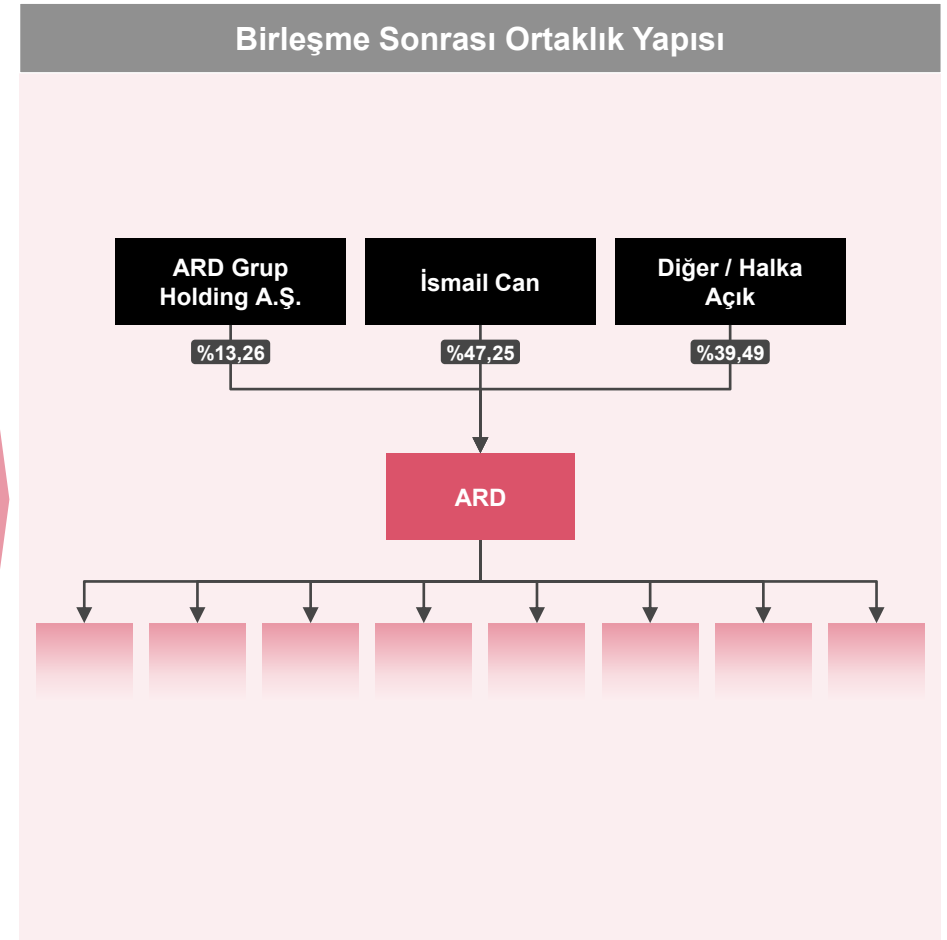
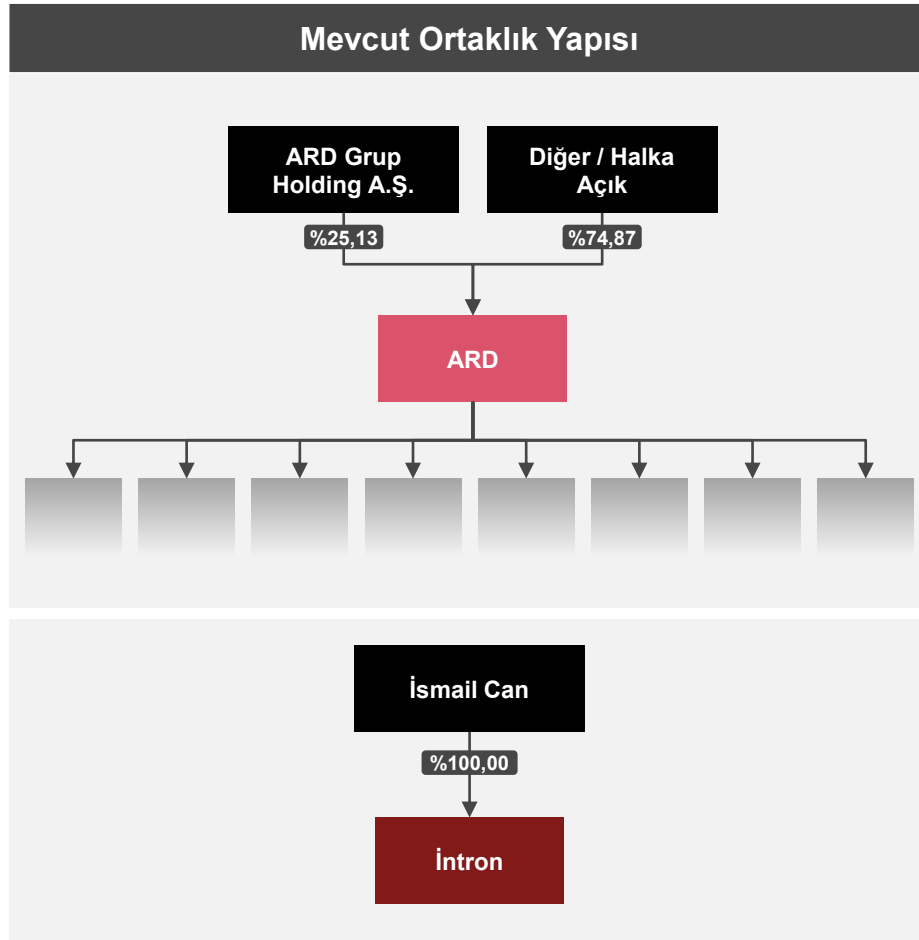
ARD'nin beher payının nominal değeri halihazırda 1 TL olup, hesaplanan birleşme ve değişim oranları neticesinde ortaya çıkan sermaye artışı tutarında küsurat oluşmaktadır. Bu durum, değerlendirme çalışmasının kapsamında dikkate alınmamıştır.

Birleşme Sonrası Ortaklık Oranı Hesaplaması

Pay Sahibi Şirketler	Birleşme Öncesi Dolaylı Ortaklık Yapısı		Birleşme Sonrası Doğrudan Ortaklık Yapısı	
	Sermaye (TL)	Pay (%)	Sermaye (TL)	Pay (%)
ARD Grup Holding A.Ş.	42.722.512,80	25,13089%	42.722.512,80	13,25658%
İsmail Can	-	0,00000%	152.274.085,57	47,24987%
Halka Açık Kısım	127.277.487,20	74,86911%	127.277.487,20	39,49355%
Toplam	170.000.000,00	100,00000%	322.274.085,57	100,00000%

Birleşme Sonrası Ortaklık Yapısı

ARD ile İntron'un birleşmesi sonrası İntron'un mevcut ortağının ARD'deki payı **%47,24987** olarak hesaplanmıştır.



Değerleme Analizi



Gelir
Yaklaşımı

ARD

30.06.2025 itibarıyla ARD'nin toplam düzeltilmiş hisse değeri Gelir Yaklaşımı'na göre **4,876mr TL** olarak tahmin edilmektedir.

İndirgenmiş Nakit Akımları (m TL)

(m TL)	MY21	MY22	MY23	MY24	6A25	S6A25	MY25	MY26	MY27	MY28	MY29	MY30	>MY30
Net Satışlar	280	551	926	1.719	1.164	1.004	2.168	3.187	3.744	4.271	4.815	5.404	6.052
Değişim (%)		%96,8	%68,1	%85,6			%26,1	%47,0	%17,5	%14,1	%12,7	%12,2	%12,0
Satışların Maliyeti (-)	(52)	(186)	(56)	(655)	(517)	(406)	(923)	(1.139)	(1.338)	(1.527)	(1.721)	(1.931)	(2.163)
Brüt Kar	228	365	870	1.064	647	599	1.245	2.048	2.406	2.745	3.094	3.472	3.889
Brüt Kar Marjı (%)	%81,4	%66,2	%94,0	%61,9	%55,6	%59,6	%57,4	%64,3	%64,3	%64,3	%64,3	%64,3	%64,3
Faaliyet Giderleri (-)	(9)	(10)	(18)	(43)	(25)	(48)	(73)	(102)	(120)	(137)	(154)	(173)	(194)
Düz. FAVÖK	219	354	852	1.021	621	551	1.172	1.946	2.286	2.608	2.940	3.299	3.695
FAVÖK Marjı (%)	%78,1	%64,3	%92,0	%59,4	%53,4	%54,8	%54,1	%61,1	%61,1	%61,1	%61,1	%61,1	%61,1
Amortisman (-)						(266)		(611)	(1.058)	(1.430)	(1.639)	(1.851)	(2.320)
FVÖK						285		1.335	1.228	1.178	1.301	1.449	1.375
FVÖK Marjı (%)						%28,4		%41,9	%32,8	%27,6	%27,0	%26,8	%22,7
Vergi						-		-	-	-	-	-	-
Amortisman (+)						266		611	1.058	1.430	1.639	1.851	2.320
Operasyonel Nakit Akımı						551		1.946	2.286	2.608	2.940	3.299	3.695
NİS Değişimi						(18)		(486)	(211)	(200)	(206)	(223)	(246)
Yatırım Harcamaları (-)						(515)		(1.221)	(1.435)	(1.637)	(1.845)	(2.071)	(2.320)
Serbest Nakit Akımı						18		238	640	771	888	1.005	1.130
AOSM						%37,2		%27,4	%24,1	%22,9	%22,4	%22,4	%22,4
İskonto Faktörü						0,92		0,76	0,60	0,49	0,40	0,32	0,32
İndirgenmiş Nakit Akımları						16		180	385	376	353	326	3.515

(m TL)	30.06.2025
İndirgenmiş Nakit Akımları	1.635
Devam Eden Dönem	3.515
Şirket Değeri	5.150
Düz. Net Nakit / (Borç)	(586)
Hisse Değeri	4.564
Düzeltilmeler	312
Düzeltilmiş Hisse Değeri	4.876

- 1 İştirak ve Bağlı Ortaklıklar 307,5
- 2 Operasyonel Olmayan Varlıklar 4,1

- 1 ARD'nin sahip olduğu **bağlı ortaklık ve iştiraklerin** tarafımızca gerçekleştirilen değerleme çalışmaları sonucu makul değerleri güncellenmiştir. İlgili bakiye hisse değerine eklenmiştir.
- 2 ARD'nin geliştirilmesinden vazgeçilen **GES varlığına** ilişkin arsanın makul değeri, duran varlıklar altına alınarak güncellenmiştir. İlgili bakiye hisse değerine eklenmektedir.

Değerleme Analizi



Gelir
Yaklaşımı

Intron

30.06.2025 itibarıyla Intron'un toplam düzeltilmiş hisse değeri Gelir Yaklaşımı'na göre **4,807mr TL** olarak tahmin edilmektedir.

İndirgenmiş Nakit Akımları (m TL)

(m TL)	MY22	MY23	MY24	6A25	S6A25	MY25	MY26	MY27	MY28	MY29	MY30	>MY30
Net Satışlar	487	447	2.371	955	1.826	2.781	3.343	3.928	4.481	5.051	5.669	6.349
Değişim (%)		(%8,2)	%430,3				%20,2	%17,5	%14,1	%12,7	%12,2	%12,0
Satışların Maliyeti (-)	(429)	(392)	(2.056)	(611)	(1.222)	(1.832)	(2.343)	(2.753)	(3.141)	(3.540)	(3.973)	(4.450)
Brüt Kar	59	55	315	345	604	949	1.000	1.175	1.340	1.511	1.696	1.899
Brüt Kar Marjı (%)	%12,0	%12,3	%13,3	%36,1	%33,1	%34,1	%29,9	%29,9	%29,9	%29,9	%29,9	%29,9
Faaliyet Giderleri (-)	(15)	(27)	(90)	(31)	(113)	(144)	(175)	(206)	(235)	(265)	(297)	(333)
FAVÖK	44	28	225	313	491	805	825	969	1.105	1.246	1.399	1.566
FAVÖK Marjı (%)	%9,0	%6,3	%9,5	%32,8	%26,9	%28,9	%24,7	%24,7	%24,7	%24,7	%24,7	%24,7
Amortisman (-)					(31)		(67)	(58)	(54)	(74)	(90)	(127)
FVÖK					461		757	911	1.052	1.172	1.308	1.439
FVÖK Marjı (%)					%25,2		%22,7	%23,2	%23,5	%23,2	%23,1	%22,7
Vergi					(33)		(10)	(17)	(22)	(22)	(23)	(26)
Amortisman (+)					31		67	58	54	74	90	127
Operasyonel Nakit Akımı					458		815	952	1.083	1.224	1.376	1.541
NİS Değişimi					(238)		(95)	(106)	(100)	(104)	(112)	(124)
Yatırım Harcamaları (-)					(34)		(67)	(79)	(90)	(101)	(113)	(127)
Serbest Nakit Akımı					186		653	767	893	1.020	1.150	1.290
AOSM					%40,8		%31,0	%27,8	%26,6	%26,1	%26,1	%26,1
İskonto Faktörü					0,92		0,74	0,57	0,45	0,35	0,28	0,28
İndirgenmiş Nakit Akımları					171		481	437	399	361	323	2.564

(m TL)	30.06.2025
İndirgenmiş Nakit Akımları	2.171
Devam Eden Dönem	2.564
Şirket Değeri	4.735
Düz. Net Nakit / (Borç)	71
Hisse Değeri	4.806
Düzeltilmeler	1
Düzeltilmiş Hisse Değeri	4.807

1 Operasyonel Olmayan Varlıklar 1

1 Intron Yönetiminden alınan bilgilere göre, maddi duran varlıklar içerisinde operasyonel olmayan bazı kalemler bulunmaktadır. Bunlar, daha önce kurulmuş olan bir restorana ait varlıklar ile kullanılmayan taşıt lastikleridir. Gelir Yaklaşımı kapsamında yapılan amortisman hesaplamasında bu varlıklar dikkate alınmamıştır.

Değerleme Analizi



PY - KŞ

ARD

Yapılan karşılaştırılabilir şirket analizi sonucunda uygun olduğu düşünülen Düzeltilmiş ŞD/FAVÖK çarpanının **6,5x** ile **7,9x** aralığında olduğu tahmin edilmiştir.

Seçilen Karşılaştırılabilir Şirketler¹

Şirket İsmi	Ülke	Şirket Değeri (m \$ / m TL) ²				Düz. FAVÖK (m \$ / m TL)			
		MY22	MY23	MY24	MY25	MY22	MY23	MY24	MY25 ³
Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Türkiye	3.899	5.505	9.115	9.032	491	1.314	2.486	2.771
VBT Yazılım Anonim Şirketi	Türkiye	531	2.212	3.686	2.958	102	210	432	391
Kafein Yazılım Hizmetleri Ticaret A.Ş.	Türkiye	386	591	1.619	1.822	70	215	269	238
Smartiks Yazılım A.Ş.	Türkiye	277	705	1.034	965	40	119	133	158
TELUS International (Cda) Inc.	Kanada	7.589	3.936	2.477	2.262	582	488	347	264
All for One Group SE	Almanya	292	283	344	376	33	37	41	42
Şirket İsmi	Ülke	FAVÖK Marjı (%)				Düz. ŞD / FAVÖK ⁴ (x)			
		MY22	MY23	MY24	MY25	MY22	MY23	MY24	MY25
Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Türkiye	%17	%42	%61	%65	7,9x	4,2x	3,7x	3,3x
VBT Yazılım Anonim Şirketi	Türkiye	%9	%7	%19	%21	5,2x	10,5x	8,5x	7,6x
Kafein Yazılım Hizmetleri Ticaret A.Ş.	Türkiye	%9	%13	%14	%11	5,5x	2,7x	6,0x	7,6x
Smartiks Yazılım A.Ş.	Türkiye	%37	%49	%66	%72	6,9x	5,9x	7,8x	6,1x
TELUS International (Cda) Inc.	Kanada	%24	%18	%13	%10	13,0x	8,1x	7,1x	8,6x
All for One Group SE	Almanya	%7	%7	%8	%7	8,8x	7,7x	8,5x	8,8x
Ortalama						7,9x	6,5x	6,9x	7,0x

Düşük

Ortalama

Yüksek

Piyasa Yaklaşımı kapsamında, ARD ile benzer sektörlerde faaliyet gösteren halka açık şirketler analize dahil edilmiştir. Benzer şirketler analiz edilirken iş modelleri, marj seviyeleri, coğrafi konumları ve piyasa değeri büyüklükleri incelenmiştir. Karşılaştırılabilir şirketler analizi kapsamında **Düz. ŞD/FAVÖK** çarpanları belirlenirken, **MY22-6A25** dönemlerine ait veriler dikkate alınmıştır.

Türkiye’de halka açık karşılaştırılabilir şirketler için S&P Capital IQ veri sağlayıcısı tarafından sunulan veriler incelenmiş ve çeşitli düzeltmeler yapılmasının gerekli olduğu değerlendirilmiştir. Bu doğrultuda, ARD’nin nakit akımlarında dikkate alınan FAVÖK seviyeleri ile karşılaştırılabilirlik sağlamak amacıyla ilgili şirketlerin yıllık bağımsız denetim raporları incelenmiş; bu kapsamda aşağıda belirtilen düzeltmeler uygulanarak **Düzeltilmiş FAVÖK** seviyeleri hesaplanmıştır.

Net Satışlar

Satışların Maliyeti

Faaliyet Giderleri (Ar-Ge
Giderleri Hariç)

Düzeltilmiş FAVÖK

(1) Türkiye’de halka açık şirketlerin finansal verileri m TL cinsinden gösterilmektedir.

(2) Piyasa değerleri ilgili yılların son 6 aylık ortalamaları üzerinden dikkate alınmıştır.

(3) MY25 dönemine ait FAVÖK belirlenirken 30.06.2025 itibarıyla son 12 ay dikkate alınmıştır.

(4) ŞD/FAVÖK çarpan değerleri için 0x ile 15x aralığı dışında kalan değerler uç değerler olarak değerlendirilmiş olup uç değer (u.d.) olarak dikkate alınmamıştır.

Kaynak: CapIQ, PwC Analizi

ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş.

PwC

Gizli ve Özel

16 Eylül 2025

33

Değerleme Analizi



PY - KŞ

ARD

Karşılaştırılabilir Şirketler analizi kapsamında ARD'nin şirket değeri **8,031mr TL** olarak tahmin edilmektedir. ARD'nin net nakit/(borç)'u dikkate alındığında hisse değeri Karşılaştırılabilir Şirketler analizine göre **7,756mr TL** olarak tahmin edilmektedir.

Değerleme Sonuçları (m TL)

	Düşük	Ortalama	Yüksek
(m TL)	Düşük	Baz	Yüksek
İndirgenmiş FAVÖK (MY25) ¹	1.133	1.133	1.133
Düz. ŞD / FAVÖK (x)	6,5x	7,1x	7,9x
Şirket Değeri	7.392	8.031	8.949

(m TL)	Düşük	Baz	Yüksek
Şirket Değeri	7.392	8.031	8.949
Düz. Net Nakit / (Borç)	(586)	(586)	(586)
Hisse Değeri	6.806	7.444	8.362
Düzeltilmeler	312	312	312
Düzeltilmiş Hisse Değeri	7.118	7.756	8.674

(m TL)	6A25	S6A25	MY25
FAVÖK	621	551	1.172
İndirgeme Oranı		0,93	
İndirgenmiş FAVÖK	621	511	1.133
İndirgenmiş FAVÖK (MY25)	1.133		

- Tarafımıza sağlanan VUK bazlı yönetim raporlamaları kapsamında ARD'nin 2025 yılının ilk 6 aylık dönemine ilişkin düzeltilmiş FAVÖK tutarının **621m TL** olduğu anlaşılmıştır.
- ARD Yönetimi tarafından sağlanan bütçe ve iş planları kullanılarak Gelir Yaklaşımı kapsamında gerçekleştirilen tahminler neticesinde 2025 yılında toplam **1.172m TL** FAVÖK seviyesine ulaşılacağı öngörülmüştür.
- Piyasa Yaklaşımı kapsamında Düzeltilmiş ŞD/FAVÖK çarpanı ARD'nin 2025 yılı için tahmin edilen FAVÖK tutarına uygulanmıştır. Bu çerçevede ARD'in 2025 yılının ikinci yarısında elde edeceği tahmini FAVÖK tutarı enflasyon beklentisi ile birlikte 30.06.2025 tarihi itibarıyla **reel** hale getirilmiştir.
- 2025 yılına ait FAVÖK seviyesinin çarpanların uygulanması için daha anlamlı bir baz olduğu düşünülmektedir. Bu kapsamda Karşılaştırılabilir Şirketler analizi sonucunda elde edilen çarpanlar 2025 yılına ait indirgenmiş FAVÖK tutarına uygulanmıştır.
- Yapılan hesaplama sonucunda elde edilen şirket değerinden net nakit/(borç) düşülerek hisse değerine ulaşılmıştır.

(1) İlgili FAVÖK tutarı 2025 yılı ortama TL enflasyon beklentisi varsayımı dikkate alınarak 30.06.2025 itibarıyla reel hale getirilmiştir.

Kaynak: CapIQ, PwC Analizi

ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş.

PwC

Değerleme Analizi



PY - KŞ

Intron

Yapılan karşılaştırılabilir şirket analizi sonucunda uygun olduğu düşünülen Düzeltilmiş ŞD/FAVÖK çarpanının **8,8x** ile **9,7x** aralığında olduğu tahmin edilmiştir.

Seçilen Karşılaştırılabilir Şirketler¹

Şirket İsmi	Ülke	Şirket Değeri (m \$ / m TL) ²				Düz. FAVÖK (m \$ / m TL)			
		MY22	MY23	MY24	MY25	MY22	MY23	MY24	MY25 ³
Penta Teknoloji Ürünleri Dağ. Tic. A.Ş.	Türkiye	20.169	9.424	6.046	6.190	556	990	1.019	1.097
TietoEVRY Oyj	Finlandiya	3.738	3.783	3.214	3.107	379	360	315	323
Bravura Solutions Limited	Avustralya	211	157	345	620	11	(8)	27	71
Atea ASA	Norveç	1.334	1.411	1.463	1.672	143	147	126	148
Kyndryl Holdings, Inc.	ABD	4.733	6.278	8.752	11.221	544	941	972	1.299
All for One Group SE	Almanya	292	283	344	376	33	37	41	42

Şirket İsmi	Ülke	FAVÖK Marjı (%)				Düz. ŞD / FAVÖK ⁴ (x)			
		MY22	MY23	MY24	MY25	MY22	MY23	MY24	MY25
Penta Teknoloji Ürünleri Dağ. Tic. A.Ş.	Türkiye	%6	%5	%4	%4	u.d.	9,5x	5,9x	5,6x
TietoEVRY Oyj	Finlandiya	%16	%15	%15	%14	9,9x	10,5x	10,2x	9,6x
Bravura Solutions Limited	Avustralya	%18	%14	%7	%9	u.d.	u.d.	12,8x	8,8x
Atea ASA	Norveç	%24	%18	%13	%10	9,3x	9,6x	11,6x	11,3x
Kyndryl Holdings, Inc.	ABD	%12	%11	%11	%10	8,7x	6,7x	9,0x	8,6x
All for One Group SE	Almanya	%14	%11	%12	%11	8,8x	7,7x	8,5x	8,8x
Ortalama						9,2x	8,8x	9,7x	8,8x

Düşük

Ortalama

Yüksek

Piyasa Yaklaşımı kapsamında, Intron ile benzer sektörlerde faaliyet gösteren halka açık şirketler analize dahil edilmiştir. Benzer şirketler analiz edilirken iş modelleri, marj seviyeleri, coğrafi konumları ve piyasa değeri büyüklükleri incelenmiştir. Karşılaştırılabilir şirketler analizi kapsamında **Düz. ŞD/FAVÖK** çarpanları belirlenirken, **MY22-6A25** dönemlerine ait veriler dikkate alınmıştır.

(1) Türkiye'de halka açık şirketlerin finansal verileri m TL cinsinden gösterilmektedir.

(2) Piyasa değerleri ilgili yılların son 6 aylık ortalamaları üzerinden dikkate alınmıştır.

(3) MY25 dönemine ait FAVÖK belirlenirken 30.06.2025 itibarıyla son 12 ay dikkate alınmıştır.

(4) ŞD/FAVÖK çarpan değerleri için 5x ile 15x aralığı dışında kalan değerler uç değerler olarak değerlendirilmiş olup uç değer (u.d.) olarak dikkate alınmamıştır.

Değerleme Analizi



PY - KŞ

Intron

Karşılaştırılabilir Şirketler analizi kapsamında Intron'un şirket değeri **7,009mr TL** olarak tahmin edilmektedir. Intron'un net nakit/(borç)'u dikkate alındığında hisse değeri Karşılaştırılabilir Şirketler analizine göre **7,081mr TL** olarak tahmin edilmektedir.

Değerleme Sonuçları (m TL)

	Düşük	Ortalama	Yüksek
(m TL)	Düşük	Baz	Yüksek
İndirgenmiş FAVÖK (MY25) ¹	770	770	770
Düz. ŞD / FAVÖK (x)	8,8x	9,1x	9,7x
Şirket Değeri	6.773	7.009	7.435

(m TL)	Düşük	Baz	Yüksek
Şirket Değeri	6.773	7.009	7.435
Düz. Net Nakit / (Borç)	71	71	71
Hisse Değeri	6.843	7.080	7.506
Düzeltilmeler	1	1	1
Düzeltilmiş Hisse Değeri	6.844	7.081	7.507

(m TL)	6A25	S6A25	MY25
FAVÖK	313	491	805
İndirgeme Oranı		0,93	
İndirgenmiş FAVÖK	313	456	770
İndirgenmiş FAVÖK (MY25)	770		

- Tarafımıza sağlanan VUK bazlı yönetim raporlamaları kapsamında Intron'un 2025 yılının ilk 6 aylık dönemine ilişkin düzeltilmiş FAVÖK tutarının **313m TL** olduğu anlaşılmıştır.
- Intron Yönetimi tarafından sağlanan bütçe ve iş planları kullanılarak Gelir Yaklaşımı kapsamında gerçekleştirilen tahminler neticesinde 2025 yılında toplam **805m TL** FAVÖK seviyesine ulaşılacağı öngörülmüştür.
- Piyasa Yaklaşımı kapsamında Düzeltilmiş ŞD/FAVÖK çarpanı Intron'un 2025 yılı için tahmin edilen FAVÖK tutarına uygulanmıştır. Bu çerçevede Intron'un 2025 yılının ikinci yarısında elde edeceği tahmini FAVÖK tutarı enflasyon beklentisi ile birlikte 30.06.2025 tarihi itibarıyla **reel** hale getirilmiştir.
- 2025 yılına ait FAVÖK seviyesinin çarpanların uygulanması için daha anlamlı bir baz olduğu düşünülmektedir. Bu kapsamda Karşılaştırılabilir Şirketler analizi sonucunda elde edilen çarpanlar 2025 yılına ait indirgenmiş FAVÖK tutarına uygulanmıştır.
- Yapılan hesaplama sonucunda elde edilen şirket değerinden net nakit/(borç) düşülerek hisse değerine ulaşılmıştır.

(1) İlgili FAVÖK tutarı 2025 yılı son 6 aylık FAVÖK tutarının ortama TL enflasyon beklentisi varsayımı dikkate alınarak 30.06.2025 itibarıyla reel hale getirilmesi ile elde edilmiştir.

Kaynak: CapIQ, PwC Analizi

ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş.

PwC

Değerleme Analizi



PY - Ki

ARD

Karşılaştırılabilir işlemler analizi kapsamında **ŞD/FAVÖK** çarpanı, **2020 - 2025** yılları arasında gerçekleşen işlemlerin ortalaması dikkate alınarak bulunmuştur. Yapılan karşılaştırılabilir işlemler analizi sonucunda, ŞD/FAVÖK çarpanının **6,8x** ile **9,6x** aralığında olduğu tahmin edilmiştir.

Seçilen Karşılaştırılabilir İşlemler

Hedef Şirket	Ülke	Satın Alan Şirket	İşlem Yılı	Pay	Şirket Değeri (m \$)	FAVÖK (m \$)	ŞD/FAVÖK	
Advanced Information Technology	Tayland	Turnkey Communication Services	2023	%16,6	256	27	9,6x	Yüksek
Advanced Information Technology	Tayland	Turnkey Communication Services	2025	%10,0	185	26	7,1x	
E & M Computing Ltd.	İsrail	First Israel Mezzanine Investors	2021	%62,5	264	30	8,9x	
PCI Holdings, Inc.	Japonya	Restar Corporation	2024	%45,2	71	10	6,8x	
Sygnity S.A.	Polonya	TSS Europe B.V.	2022	%72,7	65	10	6,8x	Düşük
Ortalama							7,8x	Ortalama

Karşılaştırılabilir işlemler analizi kapsamında **bilgi teknolojileri hizmetleri ve yazılım alanında faaliyet gösteren**, satın alım işlemine konu olmuş hedef şirketler dikkate alınmıştır. Karşılaştırılabilir işlemler analizi kapsamında **ŞD/FAVÖK** çarpanı, **2020 - 2025** yılları arasında gerçekleşen işlemlerin ortalaması dikkate alınarak bulunmuştur. 2020 ve öncesindeki yıllarda karşılaştırılabilir işlemler değişen sektör dinamikleri göz önünde bulundurulduğunda karşılaştırılabilir işlemler analizi kapsamında dikkate alınmamıştır.

Araştırma sonucunda uygun örneklem seti, yurt dışı menşeli hedef şirketlere ilişkin işlemler olmuştur. Birleşme ve Satın Alma kapsamında gerçekleşmiş işlemler arasında hedef şirketin Türkiye merkezli olduğu ve ARD ile yeterli benzerlik gösteren, anlamlı bir karşılaştırma imkânı sunan örnekler bulunmamaktadır. Türkiye bazlı şirketleri de içerecek şekilde işlem çarpanlarının kısıtlılığı dikkate alınarak, söz konusu analiz değerlendirilmiştir.

Değerleme Analizi



PY - Ki

ARD

Karşılaştırılabilir İşlemler analizi kapsamında ARD'nin şirket değeri **8,870mr TL** olarak tahmin edilmektedir. ARD'nin net nakit/(borç)'u dikkate alındığında hisse değeri Karşılaştırılabilir İşlemler analizine göre **8,595mr TL** olarak tahmin edilmektedir. Karşılaştırılabilir İşlemler sonuçları Birleşecek Şirketler'in makul değerlerinin tahmin edilmesinde dikkate alınmamaktadır.

Değerleme Sonuçları (m TL)

	Düşük	Ortalama	Yüksek
(m TL)	Düşük	Baz	Yüksek
İndirgenmiş FAVÖK (MY25) ¹	1.133	1.133	1.133
Düz. ŞD / FAVÖK (x)	6,8x	7,8x	9,6x
Şirket Değeri	7.671	8.870	10.875

(m TL)	Düşük	Baz	Yüksek
Şirket Değeri	7.671	8.870	10.875
Düz. Net Nakit / (Borç)	(586)	(586)	(586)
Hisse Değeri	7.085	8.284	10.288
Düzeltilmeler	312	312	312
Düzeltilmiş Hisse Değeri	7.396	8.595	10.600

(m TL)	6A25	S6A25	MY25
FAVÖK	621	551	1.172
İndirgeme Oranı		0,93	
İndirgenmiş FAVÖK	621	511	1.133
İndirgenmiş FAVÖK (MY25)	1.133		

- Tarafımıza sağlanan VUK bazlı yönetim raporlamaları kapsamında ARD'nin 2025 yılının ilk 6 aylık dönemine ilişkin düzeltilmiş FAVÖK tutarının **621m TL** olduğu anlaşılmıştır.
- ARD Yönetimi tarafından sağlanan bütçe ve iş planları kullanılarak Gelir Yaklaşımı kapsamında gerçekleştirilen tahminler neticesinde 2025 yılında toplam **1.172m TL** FAVÖK seviyesine ulaşılacağı öngörülmüştür.
- Piyasa Yaklaşımı kapsamında Düzeltilmiş ŞD/FAVÖK çarpanı ARD'nin 2025 yılı için tahmin edilen FAVÖK tutarına uygulanmıştır. Bu çerçevede ARD'nin 2025 yılının ikinci yarısında elde edeceği tahmini FAVÖK tutarı enflasyon beklentisi ile birlikte 30.06.2025 tarihi itibarıyla **reel** hale getirilmiştir.
- 2025 yılına ait FAVÖK seviyesinin çarpanların uygulanması için daha anlamlı bir baz olduğu düşünülmektedir. Bu kapsamda Karşılaştırılabilir İşlemler analizi sonucunda elde edilen çarpanlar 2025 yılına ait indirgenmiş FAVÖK tutarına uygulanmıştır.
- Yapılan hesaplama sonucunda elde edilen şirket değerinden net nakit/(borç) düşülerek hisse değerine ulaşılmıştır.

(1) İlgili FAVÖK tutarı 2025 yılı son 6 aylık FAVÖK tutarının ortama TL enflasyon beklentisi varsayımı dikkate alınarak 30.06.2025 itibarıyla reel hale getirilmesi ile elde edilmiştir.

Kaynak: CapIQ, PwC Analizi

ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş.

PwC

Değerleme Analizi



PY - Ki

Intron

Karşılaştırılabilir işlemler analizi kapsamında **ŞD/FAVÖK** çarpanı, **2020 - 2025** yılları arasında gerçekleşen işlemlerin ortalaması dikkate alınarak bulunmuştur. Yapılan karşılaştırılabilir işlemler analizi sonucunda, ŞD/FAVÖK çarpanının **6,8x** ile **13,1x** aralığında olduğu tahmin edilmiştir.

Seçilen Karşılaştırılabilir İşlemler

Hedef Şirket	Ülke	Satın Alan Şirket	İşlem Yılı	Pay	Şirket Değeri (m \$)	FAVÖK (m \$)	ŞD/FAVÖK	
NTT DATA Group Corporation	Japonya	Nippon Telegraph and Telephone	2025	%24,0	62.033	4.730	13,1x	Yüksek
SNP Schneider-Neureither	Almanya	Carlyle Beratungs GmbH	2024	%100,0	503	40	12,6x	
E & M Computing Ltd.	İsrail	First Israel Mezzanine Investors	2021	%62,5	264	30	8,9x	
Sygnity S.A.	Polonya	TSS Europe B.V.	2022	%72,7	65	10	6,8x	Düşük
R Systems International Limited	Hindistan	BCP Asia II Topco II Pte. Ltd.	2022	%51,7	314	26	12,0x	
Advanced Information Technology	Tayland	Turnkey Communication Services	2023	%16,6	256	27	9,6x	
E-Guardian Inc.	Japonya	CHANGE Holdings, Inc.	2023	%41,6	181	15	12,1x	
Advanced Information Technology	Tayland	Turnkey Communication Services	2025	%10,0	185	26	7,1x	
Ortalama							10,3x	Ortalama

Karşılaştırılabilir işlemler analizi kapsamında **bilgi teknolojileri hizmetleri, yazılım geliştirme ve ilgili donanım satışları alanında faaliyet gösteren**, satın alım işlemine konu olmuş hedef şirketler dikkate alınmıştır. Karşılaştırılabilir işlemler analizi kapsamında **ŞD/FAVÖK** çarpanı, **2020 - 2025** yılları arasında gerçekleşen işlemlerin ortalaması dikkate alınarak bulunmuştur. 2020 ve öncesindeki yıllarda karşılaştırılabilir işlemler değişen sektör dinamikleri göz önünde bulundurulduğunda karşılaştırılabilir işlemler analizi kapsamında dikkate alınmamıştır.

Araştırma sonucunda uygun örneklem seti, yurt dışı menşeli hedef şirketlere ilişkin işlemler olmuştur. Birleşme ve Satın Alma kapsamında gerçekleşmiş işlemler arasında hedef şirketin Türkiye merkezli olduğu ve Intron ile yeterli benzerlik gösteren, anlamlı bir karşılaştırma imkânı sunan örnekler bulunmamaktadır. Türkiye bazı şirketleri de içerecek şekilde işlem çarpanlarının kısıtlılığı dikkate alınarak, söz konusu analiz değerlendirme çalışmasında ağırlıklandırılmamıştır.

Değerleme Analizi



PY - Ki

Intron

Karşılaştırılabilir İşlemler analizi kapsamında Intron'un şirket değeri **7,909mr TL** olarak tahmin edilmektedir. Intron'un net nakit/(borç)'u dikkate alındığında hisse değeri Karşılaştırılabilir İşlemler analizine göre **7,981mr TL** olarak tahmin edilmektedir. Karşılaştırılabilir İşlemler sonuçları Birleşecek Şirketler'in makul değerlerinin tahmin edilmesinde dikkate alınmamaktadır.

Değerleme Sonuçları (m TL)

	Düşük	Ortalama	Yüksek
(m TL)	Düşük	Baz	Yüksek
İndirgenmiş FAVÖK (MY25) ¹	770	770	770
Düz. ŞD / FAVÖK (x)	6,8x	10,3x	13,1x
Şirket Değeri	5.214	7.909	10.097

(m TL)	Düşük	Baz	Yüksek
Şirket Değeri	5.214	7.909	10.097
Düz. Net Nakit / (Borç)	71	71	71
Hisse Değeri	5.284	7.980	10.167
Düzeltilmeler	1	1	1
Düzeltilmiş Hisse Değeri	5.285	7.981	10.168

(m TL)	6A25	S6A25	MY25
FAVÖK	313	491	805
İndirgeme Oranı		0,93	
İndirgenmiş FAVÖK	313	456	770
İndirgenmiş FAVÖK (MY25)	770		

- Tarafımıza sağlanan VUK bazlı yönetim raporlamaları kapsamında Intron'un 2025 yılının ilk 6 aylık dönemine ilişkin düzeltilmiş FAVÖK tutarının **313m TL** olduğu anlaşılmıştır.
- Intron Yönetimi tarafından sağlanan bütçe ve iş planları kullanılarak Gelir Yaklaşımı kapsamında gerçekleştirilen tahminler neticesinde 2025 yılında toplam **805m TL** FAVÖK seviyesine ulaşılabileceği öngörülmüştür.
- Piyasa Yaklaşımı kapsamında Düzeltilmiş ŞD/FAVÖK çarpanı Intron'un 2025 yılı için tahmin edilen FAVÖK tutarına uygulanmıştır. Bu çerçevede Intron'un 2025 yılının ikinci yarısında elde edeceği tahmini FAVÖK tutarı enflasyon beklentisi ile birlikte 30.06.2025 tarihi itibarıyla **reel** hale getirilmiştir.
- 2025 yılına ait FAVÖK seviyesinin çarpanların uygulanması için daha anlamlı bir baz olduğu düşünülmektedir. Bu kapsamda Karşılaştırılabilir İşlemler analizi sonucunda elde edilen çarpanlar 2025 yılına ait indirgenmiş FAVÖK tutarına uygulanmıştır.
- Yapılan hesaplama sonucunda elde edilen şirket değerinden net nakit/(borç) düşülerek hisse değerine ulaşılmıştır.

(1) İlgili FAVÖK tutarı 2025 yılı son 6 aylık FAVÖK tutarının ortama TL enflasyon beklentisi varsayımı dikkate alınarak 30.06.2025 itibarıyla reel hale getirilmesi ile elde edilmiştir.

Kaynak: CapIQ, PwC Analizi

ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş.

PwC

Değerleme Analizi

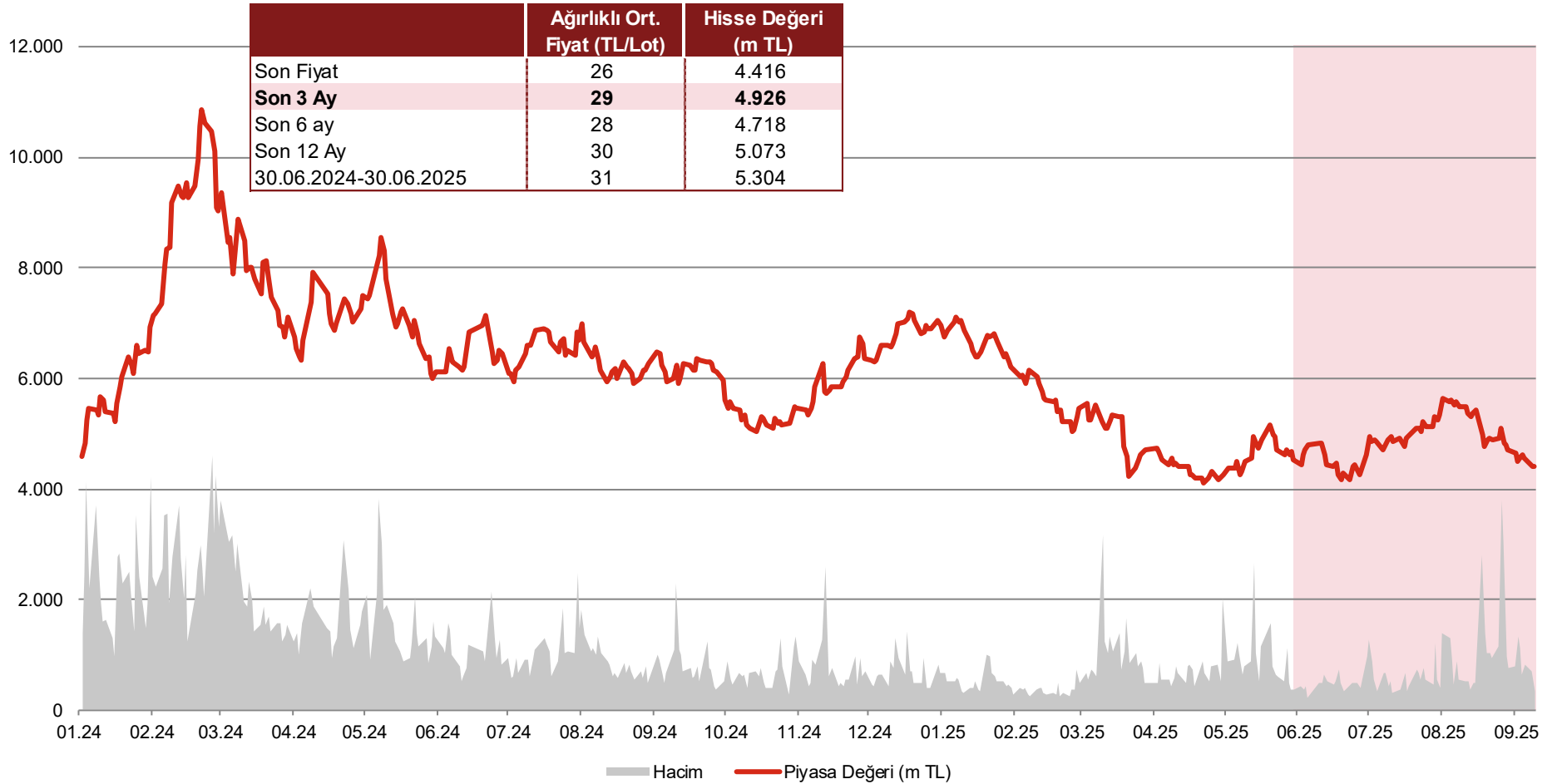


Borsa
Yaklaşımı

ARD

ARD'nin Borsa Yaklaşımı'na göre değeri, 09.09.2025 tarihi itibari ile son 3 aylık günlük ortalama hisse fiyatı¹ dikkate alınarak belirlenmiştir. Buna göre ARD'nin Borsa Yaklaşımı yöntemine göre hisse değeri **4,926mr TL** olarak tahmin edilmiştir. Borsa Yaklaşımı sonuçları Birleşecek Şirketler'in makul değerlerinin tahmin edilmesinde dikkate alınmamaktadır.

Borsa Değeri (m TL)



(1) İşlem hacmi dikkate alınarak hesaplanmıştır.

Kaynak: Bloomberg, CapIQ, PwC Analizi

ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş.

PwC

Gizli ve Özel

16 Eylül 2025

41

Değerleme Analizi



Borsa
Yaklaşımı

Intron

Intron'un hisselerinin borsada işlem görmemesi sebebiyle Karşılaştırılabilir Şirketler analizi sonuçları dikkate alınarak Intron için Borsa Yaklaşımı'na göre hisse değeri tahmini gerçekleştirilmiştir. Yapılan analizler sonucunda Intron'un Borsa Yaklaşımı'na göre hisse değeri **4,810mr TL** olarak tahmin edilmiştir. Borsa Yaklaşımı sonuçları Birleşecek Şirketler'in makul değerlerinin tahmin edilmesinde dikkate alınmamaktadır.

Borsa Değeri (m TL)

Birleşecek Şirketler		Karşılaştırılabilir Şirketler	
ŞD / FAVÖK (x)	ŞD / FAVÖK (x)		
MY22-MY25 Ortalama	MY22-MY25 Ortalama	İskonto Oranı	
ARD	4,8x	7,1x	%32

(m TL)	6A25	S6A25	MY25
FAVÖK	313	491	805
İndirgeme Oranı		0,93	
İndirgenmiş FAVÖK	313	456	770
İndirgenmiş FAVÖK (MY25) ¹			770
Karşılaştırılabilir Şirketler - ŞD / FAVÖK Ort. (x)		A	9,1x
İskonto Oranı		B	%32
İskontolanmış ŞD / FAVÖK Ort.	A × [1 - B] 6,2x		
Şirket Değeri	4.739		
Düz. Net Nakit / (Borç)	71		
Hisse Değeri	4.810		

Intron halka açık olmamasına rağmen kullanılan değerleme yöntemleri arasında bir tutarlılık olması açısından Borsa Yaklaşımı kapsamında Intron için değer tahmini yapılmıştır.

Intron'un tahmini borsa değerinin hesaplaması için, halka açık olan ARD'nin borsa değeri baz alınarak hesaplanan piyasa çarpanı ile karşılaştırılabilir şirketlerden elde edilen çarpan karşılaştırılmıştır. Bu çarpanların birbirlerine olan oranları Piyasa Yaklaşımı'ndan elde edilen değer ile Borsa Değeri arasındaki **iskonto oranı** olarak dikkate alınmıştır. ARD'nin iskonto oranı, Intron için Piyasa Yaklaşımı ile karşılaştırılabilir şirketlerden elde edilen çarpana uygulanarak Intron için tahmini Borsa Değeri hesaplanmıştır.

Belirtilen hesaplama yönteminin Birleşecek Şirketler için uygulanması ile iskonto oranı **%32** olarak hesaplanmıştır. İskonto oranı Intron'un karşılaştırılabilir şirketlerden elde edilen ŞD/FAVÖK çarpanına uygulanarak tahmini hisse değeri Borsa Yaklaşımı kapsamında **4,810mr TL** olarak hesaplanmıştır.

Borsa Yaklaşımı, ARD için direkt olarak kullanılabilirken Intron için ancak dolaylı olarak uygulanabilmektedir. Her iki şirkete de uygulanamayan bir yöntem oluşturduğu gerekçesiyle tarafımızca ağırlıklandırılmamıştır. Birleşme çalışmalarında ilgili şirketlere seçili yöntemlerin aynı oranda dahil edilmesi elzemdir. Sadece halka açık ve borsa değeri oluşan ARD olduğundan Borsa Yaklaşımı'na ağırlık verilmemiştir.

(1) İlgili FAVÖK tutarı 2025 yılı son 6 aylık FAVÖK tutarının ortama TL enflasyon beklentisi varsayımı dikkate alınarak 30.06.2025 itibarıyla reel hale getirilmesi ile elde edilmiştir.

Kaynak: Bloomberg, CapIQ, PwC Analizi

ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş.

PwC

Gizli ve Özel

16 Eylül 2025

42

Değerleme Analizi



Net Varlık
Yaklaşımı

ARD

Net Varlık Yaklaşımı kapsamında ARD'nin hisse değeri **3,444mr TL** olarak tahmin edilmiştir.

Düzeltilmiş Defter Değeri (m TL)

(m TL)	30.06.2025	Düzeltilme	30.06.2025
Nakit ve Nakit Benzerleri	87		87
Ticari Alacaklar	1.453		1.453
Stoklar	11		11
Peşin Ödenmiş Giderler	100		100
Diğer Dönen Varlıklar	278		278
Dönen Varlıklar	1.930		1.930
1 Finansal Yatırımlar (UV)	255	53	307
Maddi Duran Varlıklar	10		10
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.888		2.888
Peşin Ödenmiş Giderler (UV)	1		1
2 Diğer Duran Varlıklar	4	4	8
Duran Varlıklar	3.159	57	3.215
Toplam Varlıklar	5.088	57	5.145
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	1.325		1.325
Ticari Borçlar	29		29
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	219		219
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.573		1.573
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	38		38
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	90		90
Uzun Vadeli Yükümlülükler	128		128
Toplam Yükümlülükler	1.701		1.701
Toplam Özkaynaklar	3.387	57	3.444
Toplam Özkaynaklar ve Yükümlülükler	5.088	57	5.145

ARD'nin Net Varlık Yaklaşımı'na göre hisse değerinin tahmin edilmesi kapsamında 30 Haziran 2025 tarihli TFRS esas alınarak hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmiş mali tablolarından elde edilen özkaynaklar tutarı dikkate alınmıştır.

ARD için Net Varlık Yaklaşımı kapsamında dikkate alınan düzeltmeleri aşağıdaki gibidir:

- 30.06.2025 tarihli bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarda bulunan finansal yatırımlar hesabında raporun önceki bölümlerinde açıklandığı üzere **8 bağlı ortaklık ve iştirak** maliyet bedellerinden izlenmektedir. İlgili bağlı ortaklıkların makul değerleri değerlendirme çalışması kapsamında tahmin edilmiş olup, Net Varlık Yaklaşımı kapsamında hazırlanan düzeltilmiş bilançoda bu değer tahminleri dikkate alınmıştır.
- 30.06.2025 tarihli bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarda bulunan diğer duran varlıklar hesabında, **geliştirilmesinden vazgeçilen bir güneş enerjisi santraline ilişkin edinilmiş arsalar** olduğu anlaşılmıştır. Tapu senetleri ile teyit edilen ada/parsellerin toplam büyüklüğü yaklaşık 36.475 m² olup, Kütahya/Tavşanlı'da konumlanmaktadır. İlgili arsaların bağımsız denetimden geçmiş TFRS mali tablolarında maliyet bedelinden izlendiği görülmektedir. Bu sebeple ilgili arsaların makul değerlerinin VUK hükümleri uyarınca hazırlanmış finansal tablolarda daha uygun yansıtıldığı anlaşılmakta olup, diğer duran varlıklar düzeltilmiş bilançoda VUK mali tablolarda yer alan bakiyeler üzerinden takip edilmiştir.

Değerleme Analizi



Net Varlık
Yaklaşımı

Intron

Net Varlık Yaklaşımı kapsamında Intron'un hisse değeri **507m TL** olarak tahmin edilmiştir.

Düzeltilmiş Defter Değeri (m TL)

(m TL)	30.06.2025	Düzeltilme	30.06.2025
Nakit ve Nakit benzerleri	90		90
Ticari Alacaklar	619		619
Stoklar	84		84
Peşin Ödenmiş Giderler	1		1
Diğer Dönen Varlıklar	2		2
Dönen Varlıklar	797		797
1 Maddi Duran Varlıklar	6	(1)	6
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	159		159
Peşin Ödenmiş Giderler (UV)	0		0
1 Diğer Duran Varlıklar	-	1	1
Duran Varlıklar	165	-	165
Toplam Varlıklar	963	-	963
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	12		12
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yük.	2		2
Ticari Borçlar	415		415
Çalışanlara Sağlanan Fayd. İliş. Karş.	2		2
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	18		18
Kısa Vadeli Yükümlülükler	448		448
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	4		4
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yük.	2		2
Kıdem Tazminatı Karşılığı	1		1
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	1		1
Uzun Vadeli Yükümlülükler	8		8
Toplam Yükümlülükler	455		455
Toplam Özkaynaklar	507		507
Toplam Özkaynaklar ve Yükümlülükler	963		963

Intron'un Net Varlık Yaklaşımı'na göre hisse değerinin tahmin edilmesi kapsamında 30 Haziran 2025 tarihli TFRS esas alınarak hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmiş mali tablolarından elde edilen özkaynaklar tutarı dikkate alınmıştır.

Intron için Net Varlık Yaklaşımı kapsamında dikkate alınan düzeltmeleri aşağıdaki gibidir:

- 30.06.2025 tarihli bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarda maddi duran varlıklar hesabından bulunan, **operasyonel olmayan ve makul sabit kıymetler diğer duran varlıklar** içerisinde dikkate alınmıştır.



Birleşecek Şirketler ve Değerleme Analizi



ARD

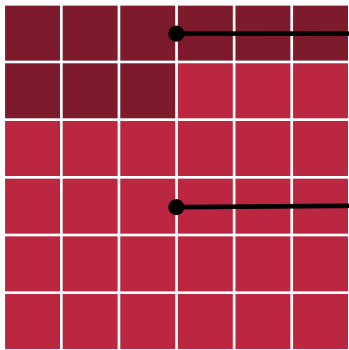
ARD

ARD, uçtan uca yazılım çözümleri, sistem entegrasyonu, veri analitiği ve dijital dönüşüm projeleri alanlarında faaliyet göstermektedir. Şirket; **hukuk, sağlık, lojistik ve finans gibi farklı sektörlerde hizmet vermekte** ve başta Türkiye olmak üzere ABD, İngiltere, BAE, Bahreyn ile Özbekistan gibi farklı coğrafyalarda da faaliyet göstermektedir.

Genel Bilgiler

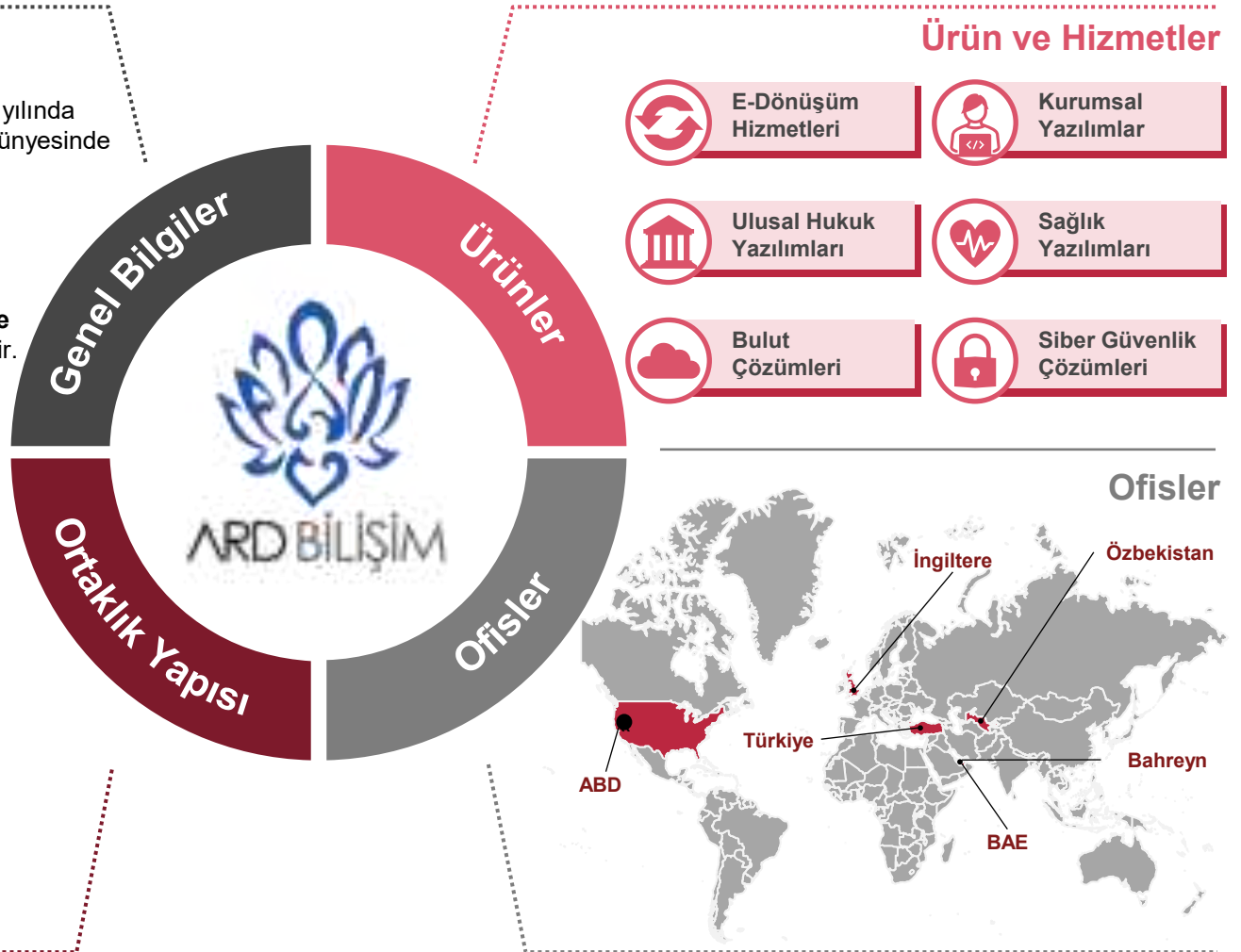
1.  ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş., 2011 yılında kurulmuş olup **ARD Grup Holding A.Ş.** bünyesinde faaliyet göstermektedir.
2.  2025 yılı itibarıyla toplamda **949** çalışanıyla hizmet vermektedir.
3.  Yazılım geliştirme çalışmalarını **Hacettepe Üniversitesi Teknokent**'te sürdürmektedir.

Ortaklık Yapısı



%25,13
ARD Grup
Holding A.Ş.

%74,87
Halka Açık



Ürün ve Hizmetler



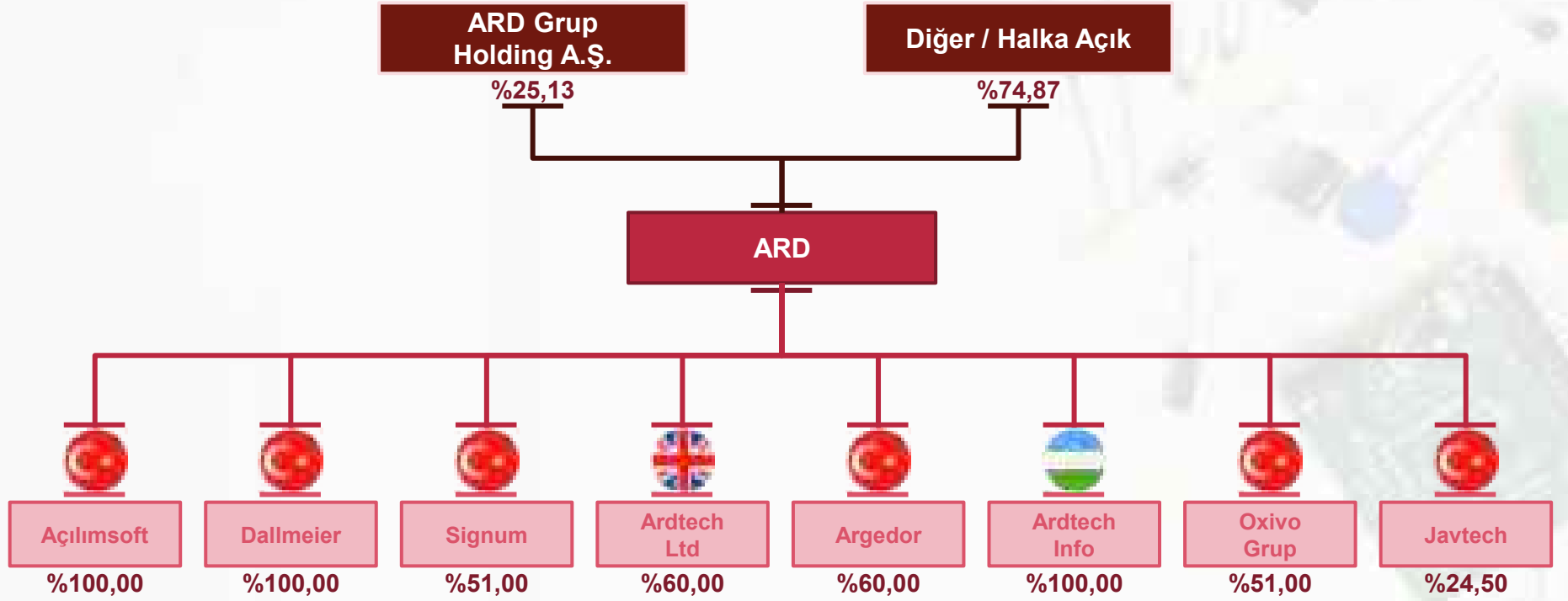
Ofisler



ARD

Ortaklık Yapısı

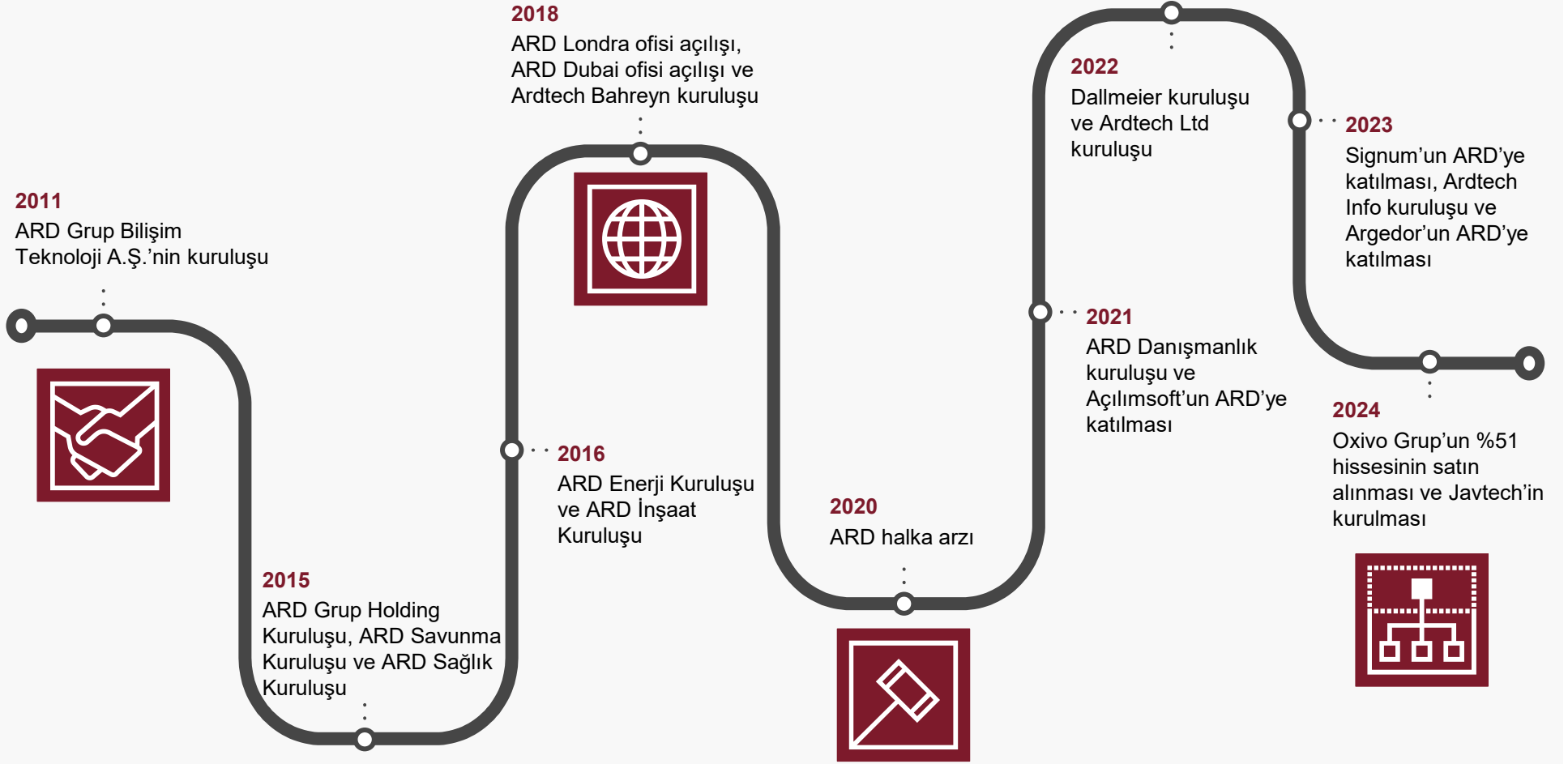
ARD'nin ortaklık yapısı ve sahip olduğu bağlı ortaklıklar ile iştirakler aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.



ARD

Önemli Tarihler

ARD, 2011 yılında ARD Grup Holding bünyesinde kurulmuş olup yazılım geliştirme, sistem entegrasyonu ve dijital dönüşüm alanlarında faaliyet göstermektedir.



ARD

Bağlı Ortaklıklar ve İştirakler

ARD'nin çeşitli alanlarda faaliyet gösteren **7 bağlı ortaklığı** ve **1 iştiraki** bulunmaktadır.

Şirket	Faaliyet Konusu	Ülke	Kuruluş Yılı	ARD Ortaklık Payı (%)	Çalışan Sayısı ¹
 Açılımsoft	Bilişim yazılımı, ticari uygulama geliştirme, sistem entegratörlüğü	Türkiye	2003	%100,00	12
 Dallmeier	Güvenlik sistemleri ve yazılım hizmet faaliyetleri	Türkiye	2022	%100,00	4
 Signum	Akıllı tesis yönetimi, nesnelerin interneti çözümleri, veri analitiği	Türkiye	2009	%51,00	27
 Ardtech Ltd	Yazılım ürünlerinin geliştirilmesi ve ihracatı	İngiltere	2022	%60,00	m.d.
 Argedor	Web3 ve blokzincir teknolojileri, güvenlik yazılım hizmetleri	Türkiye	2011	%60,00	5
 Ardtech Info	Sistem entegrasyonu, yazılım ürünlerinin geliştirilmesi ve ihracatı	Özbekistan	2023	%100,00	m.d.
 Oxivo Grup	Finansal teknolojiler	Türkiye	1999	%51,00	m.d.
 Javtech	Bilişim yazılım ve sistem entegratörlüğü	Türkiye	2024	%24,50	m.d.

(1) 30.06.2025 itibarıyla çalışan sayıları sunulmaktadır.

Kaynak: ARD Yönetimi

ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş.

PwC

Gizli ve Özel

16 Eylül 2025

50

Geçmiş Finansal Performans

Bilanço

ARD'nin solo bazda 31.12.2023-30.06.2025 dönemi finansal tabloları TFRS'ye uygun olarak hazırlanmıştır.

(m TL)	31.12.2023	31.12.2024	30.06.2025
1 Nakit ve Nakit Benzerleri	75	76	87
2 Ticari Alacaklar	902	934	1.453
Stoklar	9	11	11
3 Peşin Ödenmiş Giderler	1	4	100
4 Diğer Dönen Varlıklar	11	8	278
Dönen Varlıklar	998	1.033	1.930
Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	89	-	-
5 Finansal Yatırımlar (UV)	96	219	255
Maddi Duran Varlıklar	10	10	10
6 Maddi Olmayan Duran Varlıklar	962	2.554	2.888
Peşin Ödenmiş Giderler (UV)	-	-	1
Diğer Duran Varlıklar	0	4	4
Duran Varlıklar	1.157	2.788	3.159
Toplam Varlıklar	2.155	3.821	5.088
7 Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	260	550	1.325
Ticari Borçlar	24	18	29
8 Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	54	239	219
Kısa Vadeli Yükümlülükler	339	807	1.573
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	63	97	38
9 Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	95	145	90
Uzun Vadeli Yükümlülükler	158	242	128
Toplam Yükümlülükler	497	1.049	1.701
Ödenmiş Sermaye	170	170	170
Sermaye Düzeltmesi Olumlu Farklar	346	575	699
Diğer Sermaye Yedekleri	6	28	65
Yasal Yedekler	26	64	74
Geçmiş Yıl Karları/Zararları	743	1.552	2.240
Dönem Net Karı/(Zararı)	367	384	139
Toplam Özkaynaklar	1.658	2.772	3.387
Toplam Özkaynaklar ve Yükümlülükler	2.155	3.821	5.088

1 Nakit ve Nakit Benzerleri: Ağırlıklı olarak vadeli ve vadesiz banka hesap tutarlarından oluşmaktadır.

2 Ticari Alacaklar: ARD'nin operasyonel anlamda ticaret yaptığı alacak hesaplarını (30.06.2025 itibarıyla **1.402m TL**) ve senetlerini (30.06.2025 itibarıyla **55m TL**) içermektedir, tamamen ilişkili olmayan taraflara ait bakiyelerden oluşmaktadır.

3 Peşin Ödenmiş Giderler: Gelecek aylara ait kısa vadeli giderleri içermektedir.

4 Diğer Dönen Varlıklar: İlgili kalem ağırlıklı olarak verilen sipariş avanslarından (30.06.2025 itibarıyla **273m TL**) oluşmaktadır, bakiyenin büyük bir kısmı ilişkili olmayan taraflara aittir. Diğer kalemler ise diğer çeşitli alacaklar, iş ve personel avansları şeklinde sıralanabilir.

5 Uzun Vadeli Finansal Yatırımlar: ARD'nin bağlı ortaklık ve iştiraklerinin (30.06.2025 itibarıyla sırasıyla **218m TL** ve **36m TL**) kayıtlı değeri bulunmaktadır.

6 Maddi Olmayan Duran Varlıklar: Ağırlıklı olarak araştırma ve geliştirme giderlerinden (30.06.2025 itibarıyla **3.244m TL**) oluşmaktadır. Haklara ilişkin bakiye de (30.06.2025 itibarıyla **768m TL**) bu hesapta tutulmaktadır.

7 Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler: Banka kredileri ve uzun vadeli kredilerin anapara taksitleri ve faizlerini (30.06.2025 itibarıyla sırasıyla **1.115m TL** ve **210m TL**) içermektedir.

8 Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler: Diğer çeşitli borçlar, personele borçlar, alınan sipariş avansları, ödenecek vergi, fonlar ve sosyal güvenlik kesintileri ile çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin kısa vadeli karşılıkları içeren karma bir kalemdir.

9 Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler: İlgili bakiye içerisinde Kıdem tazminatı karşılığı ve ertelenmiş vergi yükümlülüğü (30.06.2025 itibarıyla sırasıyla **17m TL** ve **73m TL**) bulunmaktadır.

Geçmiş Finansal Performans

Gelir Tablosu

ARD'nin solo bazda 31.12.2023-30.06.2025 dönemi finansal tabloları ilgili yıla ilişkin (enflasyon endeksi içermeyen) TFRS'ye uygun olarak hazırlanmıştır.

(m TL)	MY23	MY24	6A25
1 Net Satışlar	1.061	1.936	1.190
2 Satışların Maliyeti	(176)	(758)	(541)
Brüt Kar	885	1.177	650
Brüt Kar Marjı %	%83,4	%60,8	%54,6
Faaliyet Giderleri	(47)	(189)	(92)
Araştırma Geliştirme Giderleri (-)	(33)	(117)	(50)
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri(-)	-	-	-
Genel Yönetim Giderleri (-)	(13)	(73)	(42)
FAVÖK	838	988	558
FAVÖK Marjı %	%79,0	%51,0	%46,9
Amortisman ve Tükenme Payları	(24)	(306)	(260)
FVÖK	814	683	298
3 Finansal Gelir/(Gider) - net	13	16	12
4 Diğer Gelir/(Gider) - net	(13)	37	40
5 Finans Geliri/(Gideri) - net	(463)	(363)	(284)
Temettü Geliri	27	-	-
Vergi Öncesi Kar	378	372	66
6 Kurumlar Vergisi	(11)	12	73
Net Kar / (Zarar)	367	384	139

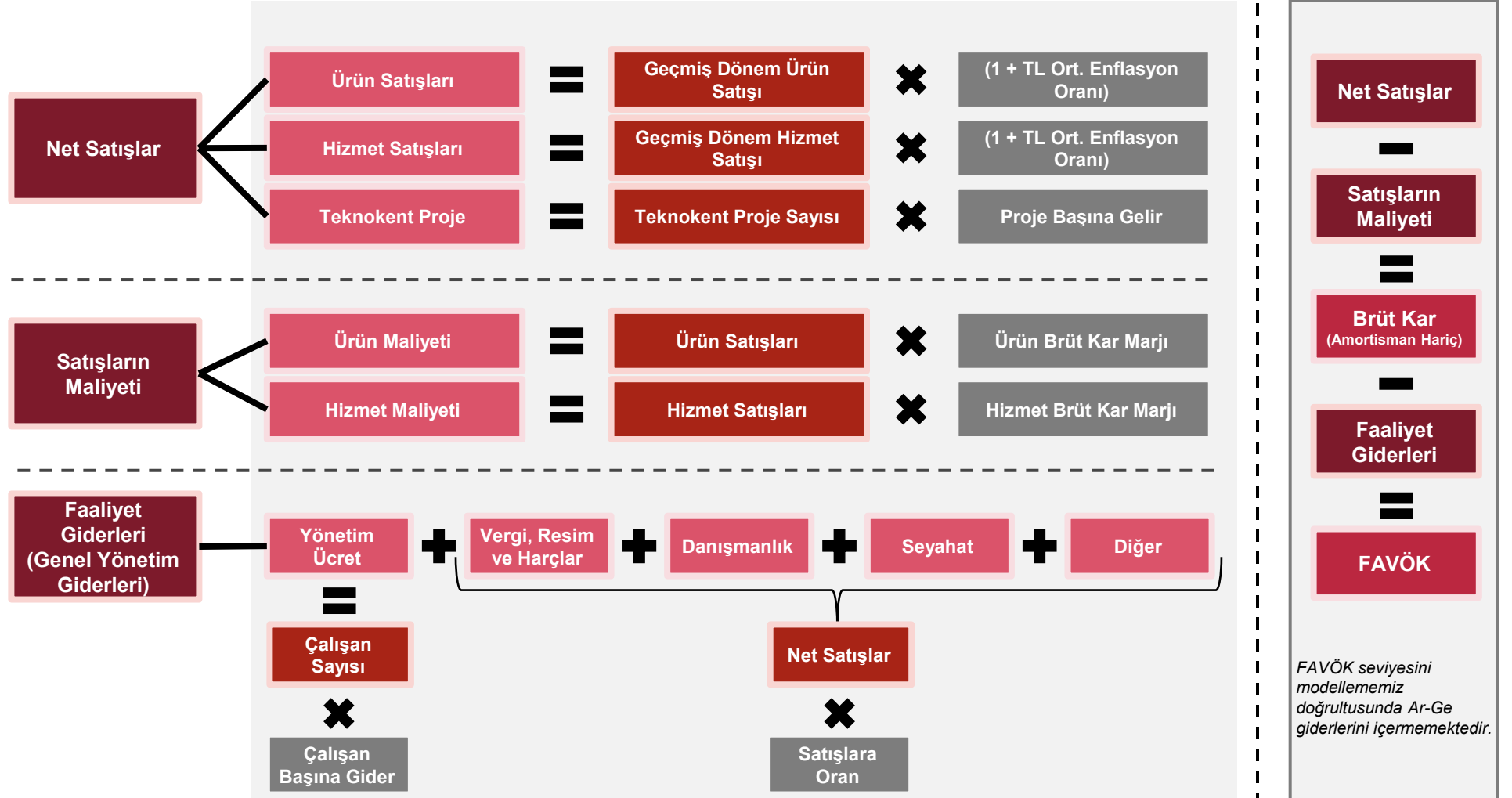
- 1 Net Satışlar:** ARD'nin ana faaliyet konuları olan ürün, hizmet ve proje türlerine ilişkin yurt için satışlarını göstermektedir.
- 2 Satışların Maliyeti:** Satılan ticari mal ve hizmet maliyetlerini (30.06.2025 itibarıyla sırasıyla **60m TL** ve **481m TL**) içermektedir.
- 3 Finansal Gelir/Gider:** Nakit ve nakit benzerlerine ait faiz gelirleri ve menkul kıymet satış karı/zararı gibi tutarları içermektedir.
- 4 Diğer Gelir/Gider:** Kambiyo karı/zararı, Faaliyetle ilgili diğer gelirler ve diğer olağan dışı gelir/gider tutarlarına ilişkindir.
- 5 Finans Geliri/(Gideri):** Reeskont faiz gelirleri/giderleri, karşılık giderleri, kısa vadeli borçlanma giderleri, net parasal pozisyon kazançları/kayıpları gibi tutarlardan oluşmaktadır.
- 6 Kurumlar Vergisi:** Ertelenmiş vergi giderini/gelirini ifade etmektedir.

Modelleme

Modelleme çalışmasında net satışlar ürün hizmet ve proje kırılımlarda tahmin edilmiştir.



Gelir
Yaklaşımı



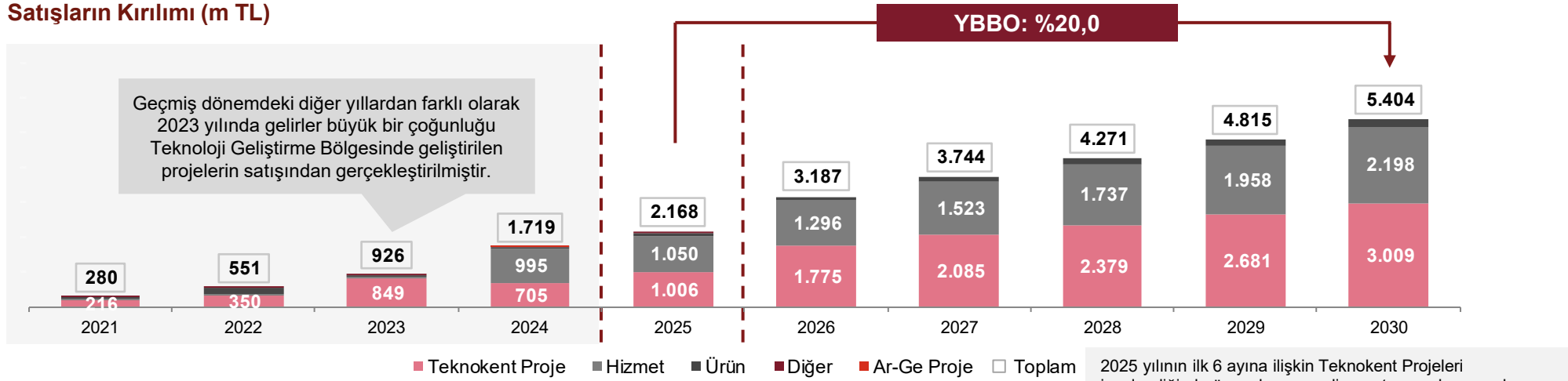
Net Satışlar

ARD'nin satışları temel olarak proje satışları (özel), hizmet satışları (kamu) ve bir miktar da ürün satışlarından (özel) oluşmaktadır. Ürün ve hizmet satışlarında gerçekleşen kar marjları kısıtlı olmakla birlikte, proje satışları yüksek karlılık oranları ile gerçekleştirilmektedir. Projeksiyon döneminde ise, geçmiş dönemlere benzer olarak, satışların çoğunluğunun Teknoloji Geliştirme Bölgesinde yürütülen projelerin satışından sağlanacağı varsayılmıştır.

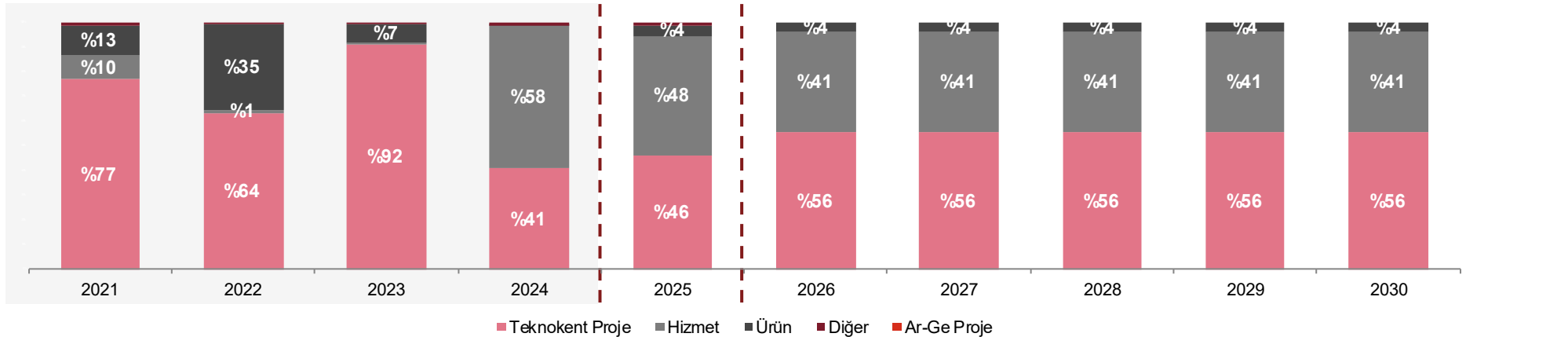


Gelir
Yaklaşımı

Satışların Kırılımı (m TL)



Satışların Kırılımı (%)



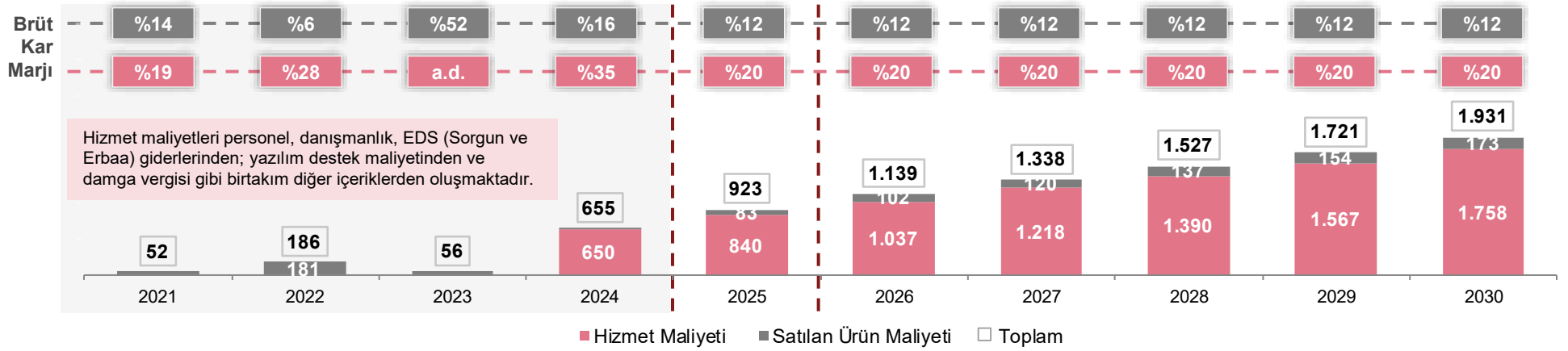
Satışların Maliyeti

Satışların maliyetleri, verilen hizmet ve satılan ticari ürün maliyetlerinden oluşmaktadır. Proje geliştirme maliyetleri, satışların maliyetleri içerisinde yer almamaktadır; ilgili maliyetler yatırım harcaması şeklinde sınıflandırılmaktadır.

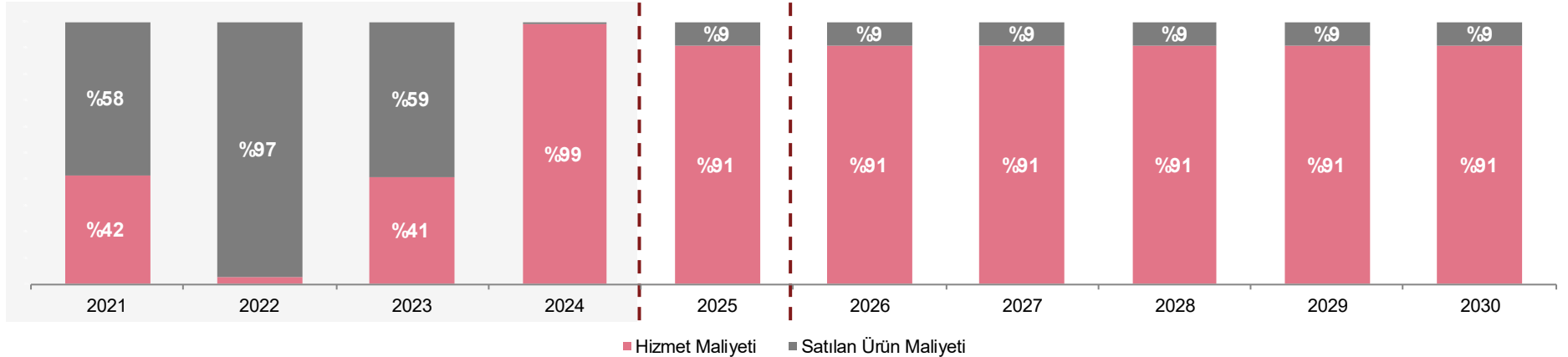


Gelir
Yaklaşımı

Satışların Maliyeti Kırılımı (m TL)



Satışların Maliyeti Kırılımı (%)



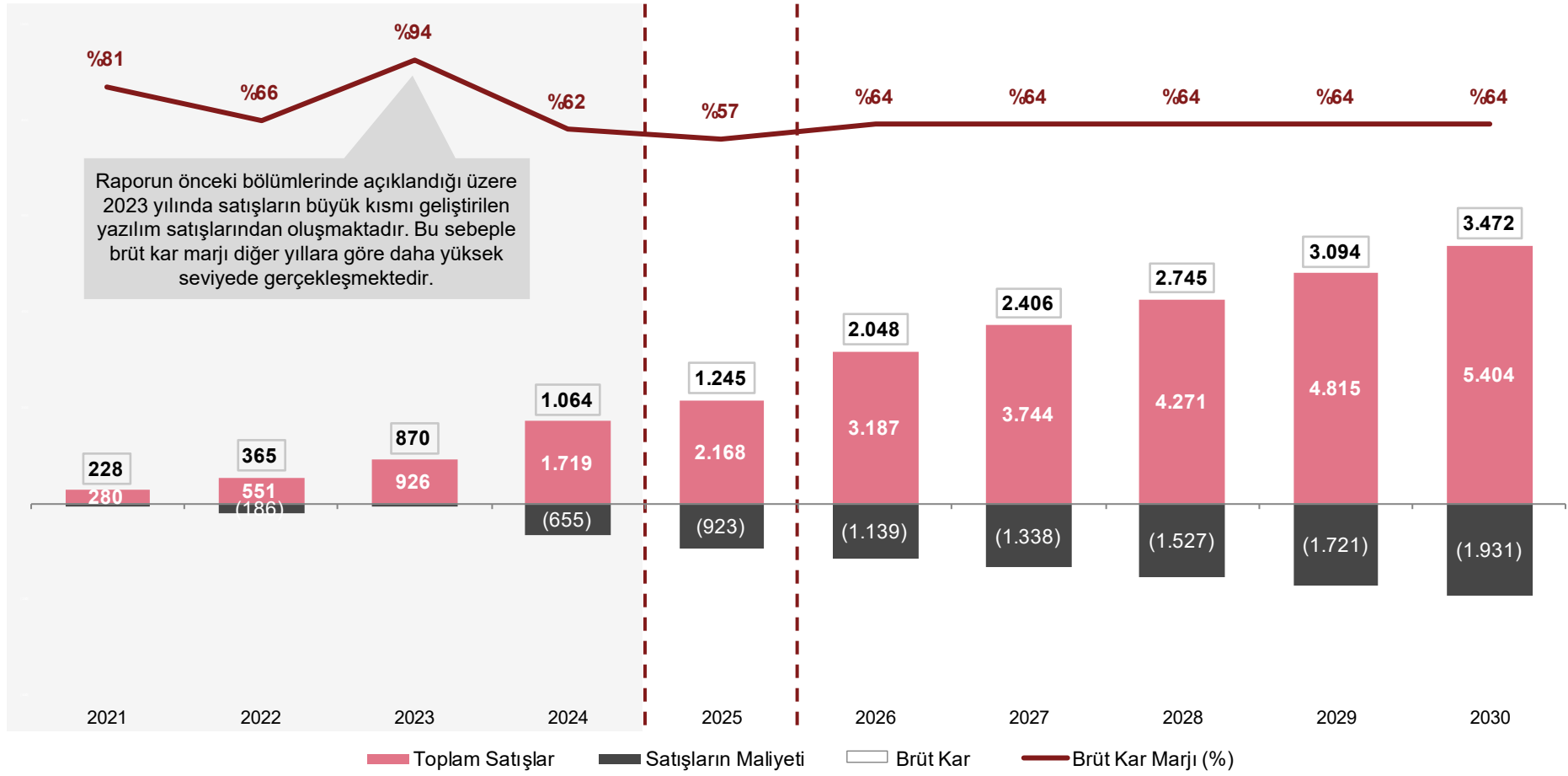
Brüt Kar

ARD'nin brüt karlılığı satışların dağılımına göre değişiklik göstermektedir. Bu kapsamda yazılım satışlarının yüksek olduğu 2021 ve 2023 yıllarında karlılık yüksek seyrederken, hizmet ve ürün satışlarının ağırlığının artması belirli yıllarda karlılığı düşürmüştür. Projeksiyon döneminde satışların dağılımı göz önünde bulundurulduğunda brüt karlılığın **%64** seviyelerinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.



Gelir
Yaklaşımı

Brüt Kar (m TL) ve Brüt Kar Marjı (%)



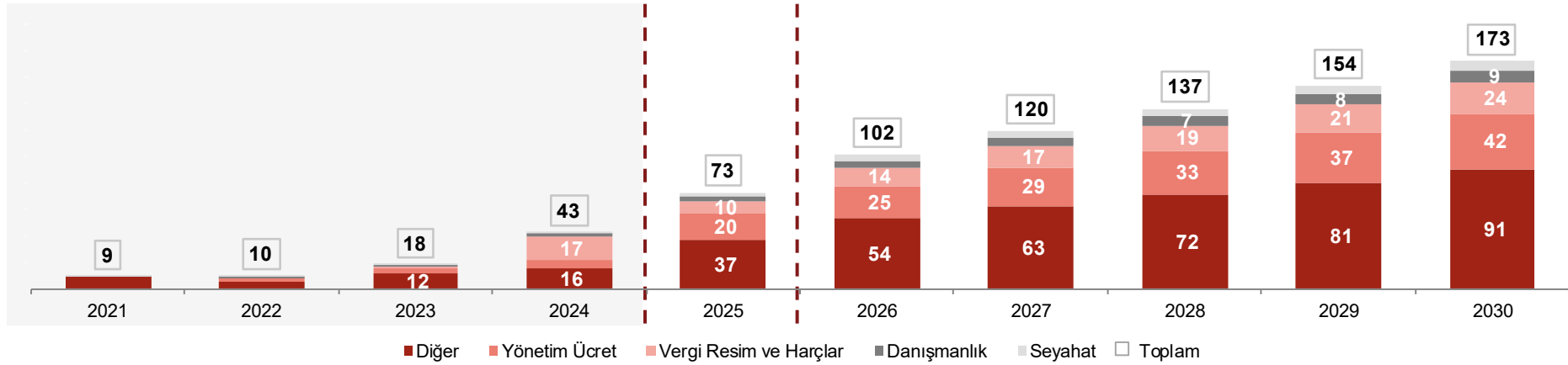
Faaliyet Giderleri



Gelir
Yaklaşımı

Raporumuzun önceki bölümlerinde açıklandığı üzere yazılım geliştirme faaliyetleri için katlanılan maliyetler yatırım harcaması olarak değerlendirilmekte ve faaliyet giderleri içerisinde yer almamaktadır. Bu sebeple faaliyet giderleri içerisinde genel yönetim giderleri ve benzeri günlük operasyonel akışın sağlanması için katlanılan giderler dikkate alınmıştır.

Faaliyet Giderleri (Genel Yönetim Giderleri, m TL)



- **Yönetim Ücret ve Giderleri:** Genel yönetim faaliyetleri için çalışan personellere ilişkin giderler bu kalem altında değerlendirilmiştir. Genel yönetim ücret giderleri ortalama çalışan sayıları ve işveren maliyetleri dikkate alınarak tahmin edilmiştir.
- **Danışmanlık Giderleri:** Danışmanlık giderleri içerisinde mali müşavirlik, avukatlık, bağımsız denetim hizmetleri ve tercüme hizmetleri gibi danışmanlık hizmetleri dikkate alınmıştır.
- **Seyahat Giderleri:** Seyahat giderleri içerisinde yurt içi ve yurt dışı ticari faaliyetler ile ilgili seyahat giderleri ve bunlara ek olarak fuar, eğitim ve toplantı giderleri de dikkate alınmıştır.
- **Diğer Giderler:** Yukarıda belirtilen gider gruplarına yansıtılmayan kira, ilan ve reklam, kargo nakliye ve ambalaj, ofis kırtasiye, telefon-posta, gıda, temizlik-sağlık, taşıt, dışarıdan sağlanan fayda ve hizmet giderleri gibi diğer çeşitli gider kalemleri bu grup altında dikkate alınmıştır.

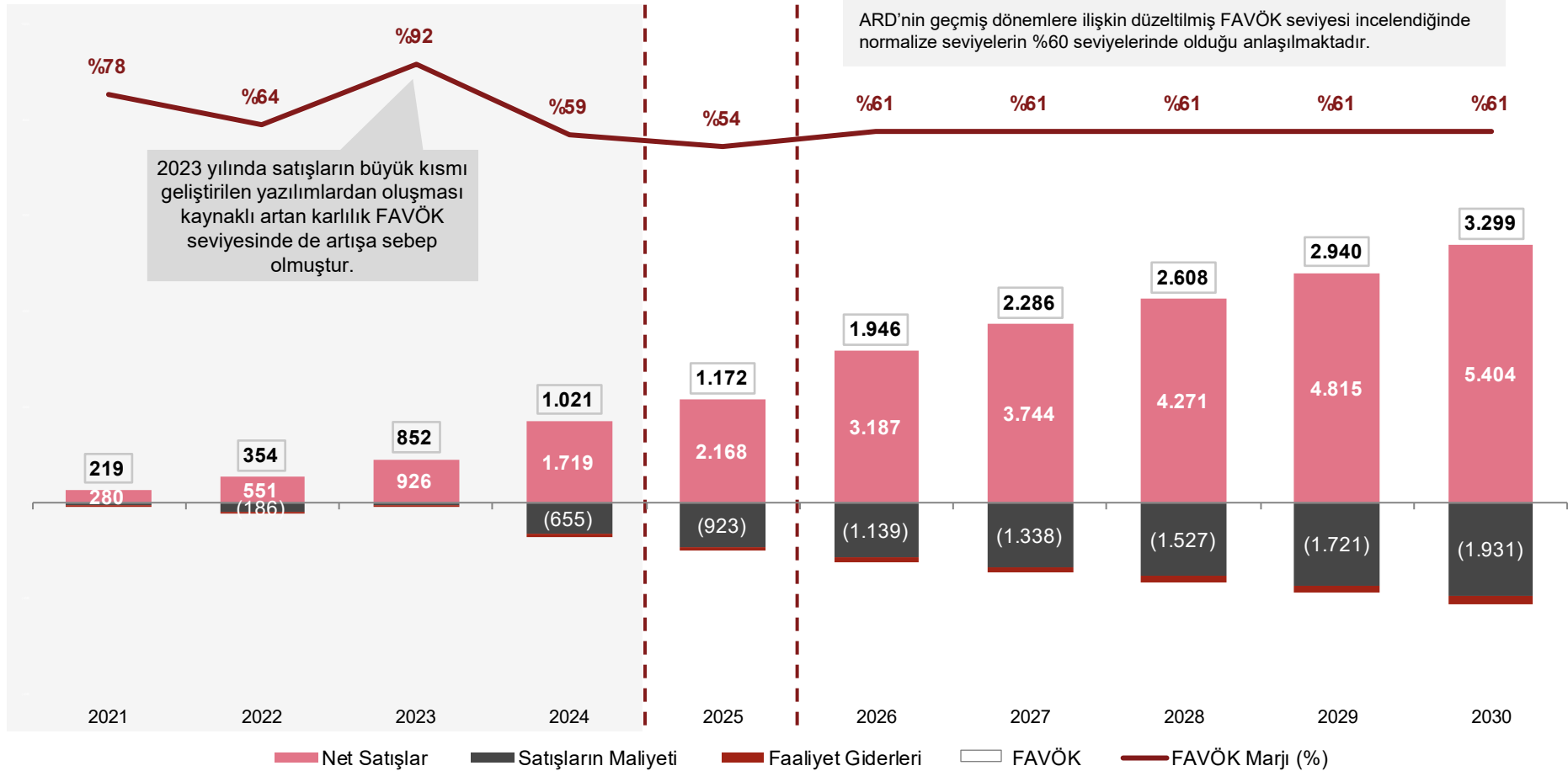
FAVÖK



Gelir
Yaklaşımı

Ar-Ge giderlerinin yatırım harcamaları kapsamında ele alınması kaynaklı İNA tablosunda düzeltilmiş FAVÖK seviyesi elde edilmektedir. Projeksiyon döneminde ortalama **%61** seviyelerinde gerçekleşmesi öngörülen düzeltilmiş FAVÖK marjı, tarafımıza iletilen 8A25 itibarıyla gerçekleşmiş olan **%66**'lık marj ile ARD Yönetiminin hazırladığı iş planının gerçekleştirilebilirliğini desteklemektedir.

Düzeltilmiş FAVÖK (m TL)



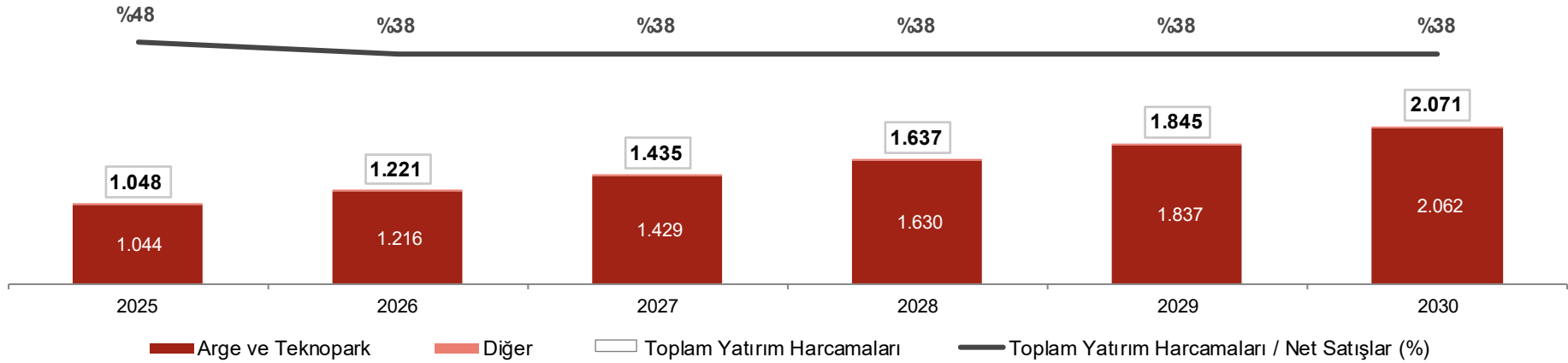
Yatırım Harcamaları ve Amortisman (1/3)



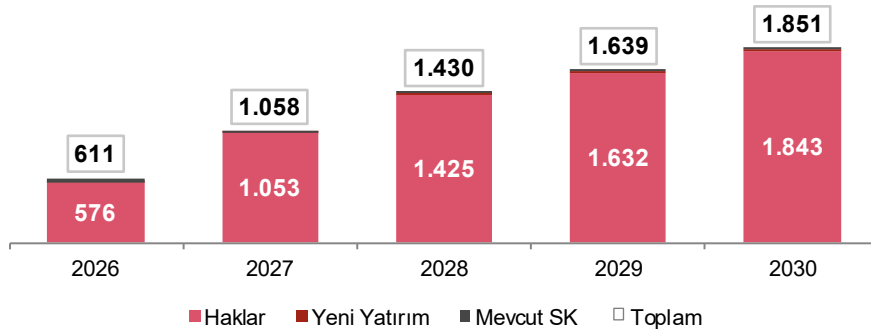
Gelir
Yaklaşımı

Yatırım harcamaları temel olarak yazılım geliştirme sürecinde katılan giderlerden oluşmaktadır. Teknopark ve Ar-Ge merkezinde oluşan maliyetlerin tamamı faaliyet giderleri altından çıkarılarak yatırım harcaması olarak dikkate alınmıştır. Buna ek olarak, materyal olmayan tutarlarda rutin sabit kıymet yenileme harcamaları da yatırım harcamaları içerisinde yer almaktadır.

Yatırım Harcamaları (m TL)



Amortisman (m TL)



- Ar-Ge Merkezi ve Teknopark giderleri temel olarak personel giderlerinden oluşmaktadır. Diğer giderler Teknoloji Geliştirme Bölgesine ait proje yazılım, telefon-internet, ortak işletme, kira, yemek gibi giderler ve TGB'den bağımsız oluşan vergi ve danışmanlık benzeri giderlerdir.
- Yazılım geliştirme süresince proje bitene kadar giderlerin bilanço kalemlerine aktifleştirilmesi devam etmektedir.
- Projenin sonlandırılmasından sonra ise aktifleştirilmiş maliyetler **3 yıl** içerisinde amortisman yolu ile giderleştirilmektedir.
- Yeni yatırım harcamaları projeksiyon dönemi boyunca satışların **%0,2'si** oranında tahminlenmiştir ve faydalı ömrü **5 yıl** olarak varsayılmıştır.
- Mevcut sabit kıymetler ve yenileme yatırımlarından iktisap edilen sabit kıymetler ise yasal faydalı ömürleri ile birlikte amortismana tabi tutulmaktadır.

Net İşletme Sermayesi



Gelir
Yaklaşımı

Net işletme sermayesinin net satışlara oranının projeksiyon dönemi boyunca yaklaşık **%38** seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir. ARD Yönetiminin sağlamış olduğu bilgiler doğrultusunda alacak ve borç gün sayıları satışların özel veya kamu sektörüne olmasına bağlı olarak değişkenlik göstermektedir. Bu sebeple tarafımızca alacak ve borç gün sayıları tahmin edilirken daha doğru bir analiz yapabilmek adına müşteri listesi ve satışların kanal bazında kırılımlarından faydalanılmıştır.

(m TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.06.2025	12.31.2025 ¹	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030
Ticari Alacaklar	119	473	661	902	919	955	1.536	1.805	2.059	2.320	2.604
Kamu	6	50	29	266	216	175	216	253	289	326	365
Özel	113	423	632	636	704	781	1.320	1.551	1.770	1.995	2.239
Stoklar	4	7	5	6	6	5	6	7	9	10	11
Diğer Dönen Varlıklar	2	23	9	3	17	17	25	30	34	38	43
Dönen Varlıklar	126	503	676	911	942	978	1.568	1.842	2.101	2.369	2.658
Ticari Borçlar	25	55	24	17	30	97	125	147	167	189	212
Kamu	0	0	2	0	2	46	57	66	76	86	96
Özel	25	54	22	17	28	51	68	80	92	103	116
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2	4	53	208	208	160	236	277	316	356	400
Kısa Vadeli Yükümlülükler	27	59	77	225	238	257	361	424	483	545	612
Net İşletme Sermayesi	99	444	599	686	703	721	1.207	1.418	1.618	1.824	2.047
NİS/Net Satışlar (%)	%35	%81	%65	%40	%60	%72	%38	%38	%38	%38	%38
Net İşletme Sermayesi Değişimi	m.d.	(345)	(155)	(87)	(17)	(18)	(486)	(211)	(200)	(206)	(223)
Ticari Alacak Gün Sayısı - Kamu	85	a.d.	a.d.	98	61	82	61	61	61	61	61
Ticari Alacak Gün Sayısı - Özel	163	284	250	321	257	255	255	255	255	255	255
Stok Gün Sayısı	31	14	35	3	2	2	2	2	2	2	2
Ticari Borç Gün Sayısı - Kamu	4	19	35	0	1	22	19	19	19	19	19
Ticari Borç Gün Sayısı - Özel	235	105	166	300	81	190	169	169	169	169	169
Diğer Dönen Varlıklar / Net Satışlar (%)	%1	%4	%1	%0	%1	%2	%1	%1	%1	%1	%1
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler / Net Satışlar (%)	%1	%1	%6	%12	%18	%16	%7	%7	%7	%7	%7

Tarafımızca yapılan analizler sonucu düzeltilmiş net işletme sermayesine ulaşılabilmesi için birtakım düzeltmeler yapılmıştır. Bu bağlamda ilişkili taraflara ait ticari alacak/borç düzeltmeleri, gelir tahakkukları, ilişkili taraflara ait verilen/alınan sipariş avansları ve bazı diğer çeşitli borçlar NİS analizinden çıkarılarak net nakit/borç kapsamında ele alınmıştır. Bu sayede gün sayıları ve satışlara oranlar normalize edilmeye çalışılmıştır.

Kamuya olan satışlar hizmet satışları olarak dikkate alınırken diğer bütün satışlar özel sektöre satışlar olarak kabul edilmiştir. **Kamu üzerinden gerçekleştirilen satışların hem alacak hem de borç gün sayılarının özel sektöre göre daha düşük seviyelerde olacağı tahmin edilmektedir.**

- ARD'nin projeksiyon döneminde geçmiş dönemler baz alındığında kamudan **ticari alacak gün sayısının ortalama 61 gün** olması beklenmektedir.
- ARD'nin projeksiyon döneminde geçmiş dönemler baz alınarak özel sektörden **ticari alacak gün sayısının ortalama 255 gün** olması beklenmektedir.
- Projeksiyon dönemi boyunca **stok devir gün sayısının ortalama 2 gün** olması beklenmektedir.
- Ticari borçların projeksiyon döneminde kamuya **ortalama ödeme süresinin 19 gün** olması beklenmektedir.
- Ticari borçların projeksiyon döneminde özel sektöre **ortalama ödeme süresinin 169 gün** olması beklenmektedir.

(1) 2025 yılı son 6 aylık periyodu ifade etmektedir.

Kaynak: ARD Yönetimi, PwC Analizi

ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş.

PwC

Gizli ve Özel

16 Eylül 2025

60

İndirgenmiş Nakit Akımları

30.06.2025 itibarıyla ARD'nin toplam düzeltilmiş hisse değeri Gelir Yaklaşımı'na göre **4,876mr TL** olarak tahmin edilmektedir.



Gelir Yaklaşımı

(m TL)	MY21	MY22	MY23	MY24	6A25	S6A25	MY25	MY26	MY27	MY28	MY29	MY30	>MY30
Net Satışlar	280	551	926	1.719	1.164	1.004	2.168	3.187	3.744	4.271	4.815	5.404	6.052
Değişim (%)		%96,8	%68,1	%85,6			%26,1	%47,0	%17,5	%14,1	%12,7	%12,2	%12,0
Satışların Maliyeti (-)	(52)	(186)	(56)	(655)	(517)	(406)	(923)	(1.139)	(1.338)	(1.527)	(1.721)	(1.931)	(2.163)
Brüt Kar	228	365	870	1.064	647	599	1.245	2.048	2.406	2.745	3.094	3.472	3.889
Brüt Kar Marjı (%)	%81,4	%66,2	%94,0	%61,9	%55,6	%59,6	%57,4	%64,3	%64,3	%64,3	%64,3	%64,3	%64,3
Faaliyet Giderleri (-)	(9)	(10)	(18)	(43)	(25)	(48)	(73)	(102)	(120)	(137)	(154)	(173)	(194)
Düz. FAVÖK	219	354	852	1.021	621	551	1.172	1.946	2.286	2.608	2.940	3.299	3.695
FAVÖK Marjı (%)	%78,1	%64,3	%92,0	%59,4	%53,4	%54,8	%54,1	%61,1	%61,1	%61,1	%61,1	%61,1	%61,1
Amortisman (-)						(266)		(611)	(1.058)	(1.430)	(1.639)	(1.851)	(2.320)
FVÖK						285		1.335	1.228	1.178	1.301	1.449	1.375
FVÖK Marjı (%)						%28,4		%41,9	%32,8	%27,6	%27,0	%26,8	%22,7
Vergi						-		-	-	-	-	-	-
Amortisman (+)						266		611	1.058	1.430	1.639	1.851	2.320
Operasyonel Nakit Akımı						551		1.946	2.286	2.608	2.940	3.299	3.695
NİS Değişimi						(18)		(486)	(211)	(200)	(206)	(223)	(246)
Yatırım Harcamaları (-)						(515)		(1.221)	(1.435)	(1.637)	(1.845)	(2.071)	(2.320)
Serbest Nakit Akımı						18		238	640	771	888	1.005	1.130
AOSM						%37,2		%27,4	%24,1	%22,9	%22,4	%22,4	%22,4
İskonto Faktörü						0,92		0,76	0,60	0,49	0,40	0,32	0,32
İndirgenmiş Nakit Akımları						16		180	385	376	353	326	3.515

(m TL)	30.06.2025
İndirgenmiş Nakit Akımları	1.635
Devam Eden Dönem	3.515
Şirket Değeri	5.150
Düz. Net Nakit / (Borç)	(586)
Hisse Değeri	4.564
Düzeltilmeler	312
Düzeltilmiş Hisse Değeri	4.876

1	İştirak ve Bağlı Ortaklıklar	307,5
2	Operasyonel Olmayan Varlıklar	4,1

1 ARD'nin sahip olduğu bağlı ortaklık ve iştiraklerin tarafımızca gerçekleştirilen değerleme çalışmaları sonucu makul değerleri güncellenmiştir. İlgili bakiye hisse değerine eklenmiştir.

2 ARD'nin geliştirilmesinden vazgeçilen GES varlığına ilişkin arsanın makul değeri, duran varlıklar altına alınarak güncellenmiştir. İlgili bakiye hisse değerine eklenmektedir.

Devam Eden Dönem

Devam eden değer **3,515mr TL** seviyesinde olacağı tahmin edilmiştir.



Gelir Yaklaşımı

	(m TL)	>MY30
1	Net Satışlar	6.052
	Büyüme (%)	%12,0
	SMM	(2.163)
	Brüt Kar	3.889
2	BKM (%)	%64,3
	Faaliyet Giderleri	(194)
	FAVÖK	3.695
3	FAVÖK Marjı (%)	%61,1
	Amortisman (-)	(2.320)
	FVÖK	1.375
	FVÖK Marjı (%)	%22,7
5	Vergi	-
	Amortisman (+)	2.320
	Operasyonel Nakit Akımı	3.695
4	Δ NİS	(246)
6	Yatırım Harcamaları	(2.320)
	Serbest Nakit Akımı	1.130
	AOSM	%22,4
	İskonto Faktörü	0,32
	İndirgenmiş Nakit Akımları	3.515

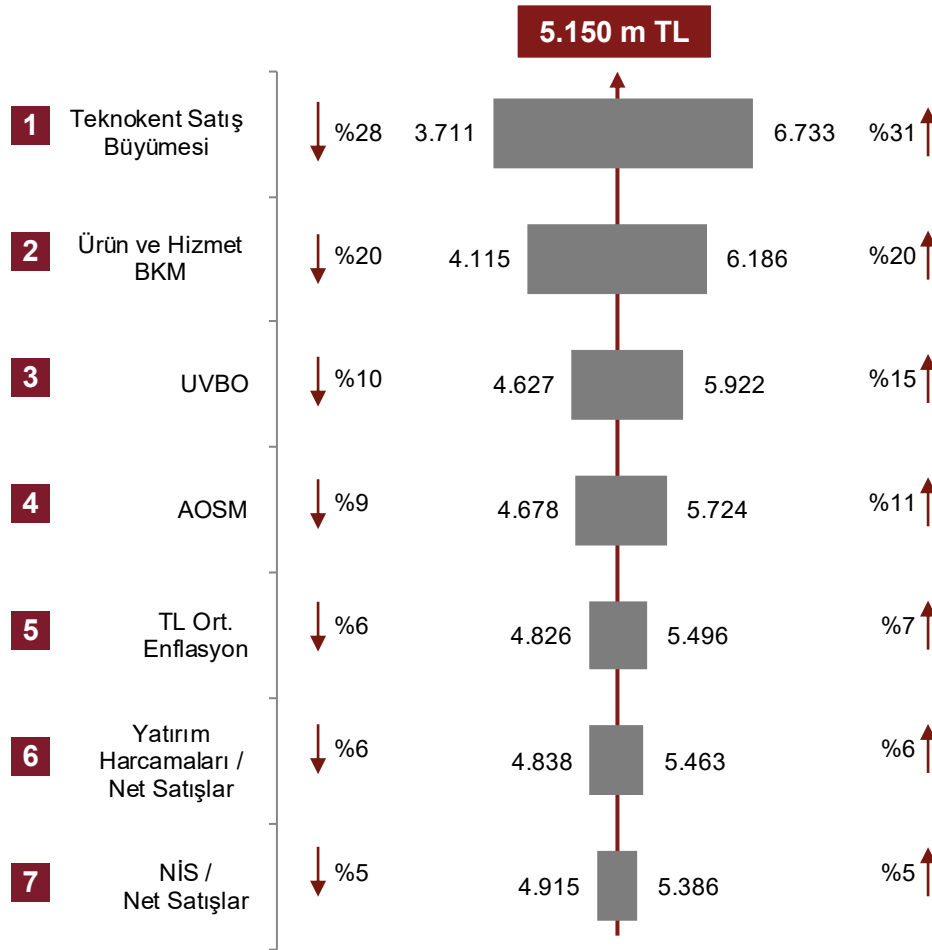
- 1 Net Satışların** devam eden dönemde reel olarak aynı seviyede kalacağı ve uzun vadeli TL enflasyon beklentisi olan **%12,0** ile büyüyeceği varsayılmıştır.
- 2 Brüt Kar Marjının** projeksiyon dönemi ile benzer şekilde devam eden dönemde de **%64,3** seviyesinde gerçekleşeceği varsayılmıştır.
- 3 FAVÖK Marjının** projeksiyon dönemi ile benzer şekilde devam eden dönemde de **%61,1** seviyesinde gerçekleşeceği varsayılmıştır.
- 4 NİS / Net Satışlar oranının** devam eden dönemde reel büyüme veya karlılıkta bir değişiklik olmayacağı varsayımı ile 2030 yılında gerçekleşmesi tahmin edilen **%38** oranında sabit kalacağı varsayılmıştır.
- 5 Kurumlar Vergisi**, Teknoloji Geliştirme Bölgesi ve Ar-Ge merkezi vergi teşvik ve istisnaları dikkate alındığında projeksiyon dönemiyle benzer şekilde devam eden dönem için de **sıfır** olarak hesaplanmıştır.
- 6 Yatırım Harcamalarının** devam eden dönemde de projeksiyon döneminde gerçekleştiği gibi yazılım geliştirme maliyetlerinden oluşacağı varsayılmaktadır. Bu kapsamda, gerçekleştirilecek yazılım satışlarını destekleyecek seviyede tahmin edilmektedir, satışlara oranı DED'de **%38** olarak hesaplanmaktadır.

Duyarlılık Analizi

Gelir Yaklaşımı kapsamında uygulanan duyarlılık analizi dikkate alındığında, ARD'nin Şirket Değeri **3,7mr TL** ile **6,7mr TL** aralığında tahmin edilmektedir.



Gelir Yaklaşımı



Duyarlılık analizi, aşağıda açıklanan anahtar parametrelerle ilgili olarak gelir yaklaşımında kullanılan varsayımların değiştirilmesiyle gerçekleştirilmiştir:

- 1 Teknokent Satış Büyümesi:** Projeksiyon döneminde tahmin edilen baz duruma göre **%3** yüksek veya düşük gerçekleşmesi,
- 2 Ürün ve Hizmet BKM:** Projeksiyon döneminde tahmin edilen baz duruma göre **750 baz puan** yüksek veya düşük gerçekleşmesi,
- 3 UVBO:** **200 baz puan** yüksek veya düşük gerçekleşmesi,
- 4 AOSM:** **100 baz puan** yüksek veya düşük gerçekleşmesi,
- 5 TL Ort. Enflasyon:** **200 baz puan** yüksek veya düşük gerçekleşmesi,
- 6 Yatırım Harcamaları / Net Satışlar:** Projeksiyon döneminde tahmin edilen baz duruma göre **100 baz puan** yüksek veya düşük gerçekleşmesi,
- 7 NİS / Net Satışlar:** Projeksiyon döneminde tahmin edilen baz duruma göre **500 baz puan** yüksek veya düşük gerçekleşmesi.

Net Nakit / Borç

30.06.2025 itibarıyla ARD'nin düzeltilmiş net borcu **586m TL** olarak hesaplanmıştır.



**Gelir
Yaklaşımı**

(m TL)	30.06.2025
1 Nakit ve Nakit Benzerleri	87
2 Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	(1.325)
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	(38)
Raporlanmış Net Nakit / (Borç)	(1.276)
3 Peşin Ödenmiş Giderler	99
Peşin Ödenmiş Vergiler ve Fonlar	1
Peşin Ödenmiş Giderler (UV)	1
Diğer Duran Varlıklar	4
4 Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	(90)
5 TA-Intron	494
TB-Intron	(1)
6 Alınan Sipariş Avansları-Hightech	254
Diğer Çeşitli Alacaklar	2
Verilen Sipariş Avansları-Oxivo	3
Verilen Sipariş Avansları-Ardtech Informatics	2
7 Diğer Çeşitli Borçlar-QNB Finans Faktoring	(80)
Düzeltilmeler	689
Düzeltilmiş Net Nakit / (Borç)	(586)

- 1** Ağırlıklı olarak vadeli ve vadesiz banka hesap tutarlarından oluşan nakit ve nakit benzerlerinin toplamı 30.06.2025 itibarıyla **87m TL**'dir.
- 2** Finansal banka borçları ve uzun vadeli kredilerin anapara taksitleri ile faizleri 30.06.2025 itibarıyla sırasıyla **1.115m TL** ve **210m TL**'dir.
- 3** Gelecek aylara ait kısa vadeli giderleri temsil etmektedir.
- 4** Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler içerisindeki kıdem tazminatı karşılığı ve ertelenmiş vergi yükümlülüğü 30.06.2025 itibarıyla sırasıyla **17m TL** ve **73m TL**'dir.
- 5** Intron'a ilişkin ticari alacak bakiyesi NİS analizinden hariç tutularak net nakit olarak dikkate alınmıştır.
- 6** Hightech Bilgi Teknolojileri A.Ş.'ye ilişkin alınan sipariş avansı ters işaretli bir bakiyedir, NİS kapsamından çıkarılarak net nakit altında değerlendirilmiştir.
- 7** QNB Finans Faktoring A.Ş.'ye ilişkin bakiye finansal içerikte olduğundan NİS analizinden çıkarılarak net borç olarak sınıflandırılmıştır.

Karşılaştırılabilir Şirketler (1/2)

Yapılan karşılaştırılabilir şirket analizi sonucunda uygun olduğu düşünülen Düzeltilmiş ŞD/FAVÖK çarpanının **6,5x** ile **7,9x** aralığında olduğu tahmin edilmiştir.



PY - KŞ

Seçilen Karşılaştırılabilir Şirketler¹

Şirket İsmi	Ülke	Şirket Değeri (m \$ / m TL) ²				Düz. FAVÖK (m \$ / m TL)			
		MY22	MY23	MY24	MY25	MY22	MY23	MY24	MY25 ³
Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Türkiye	3.899	5.505	9.115	9.032	491	1.314	2.486	2.771
VB T Yazılım Anonim Şirketi	Türkiye	531	2.212	3.686	2.958	102	210	432	391
Kafein Yazılım Hizmetleri Ticaret A.Ş.	Türkiye	386	591	1.619	1.822	70	215	269	238
Smartiks Yazılım A.Ş.	Türkiye	277	705	1.034	965	40	119	133	158
TELUS International (Cda) Inc.	Kanada	7.589	3.936	2.477	2.262	582	488	347	264
All for One Group SE	Almanya	292	283	344	376	33	37	41	42
Şirket İsmi	Ülke	FAVÖK Marjı (%)				Düz. ŞD / FAVÖK ⁴ (x)			
		MY22	MY23	MY24	MY25	MY22	MY23	MY24	MY25
Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Türkiye	%17	%42	%61	%65	7,9x	4,2x	3,7x	3,3x
VB T Yazılım Anonim Şirketi	Türkiye	%9	%7	%19	%21	5,2x	10,5x	8,5x	7,6x
Kafein Yazılım Hizmetleri Ticaret A.Ş.	Türkiye	%9	%13	%14	%11	5,5x	2,7x	6,0x	7,6x
Smartiks Yazılım A.Ş.	Türkiye	%37	%49	%66	%72	6,9x	5,9x	7,8x	6,1x
TELUS International (Cda) Inc.	Kanada	%24	%18	%13	%10	13,0x	8,1x	7,1x	8,6x
All for One Group SE	Almanya	%7	%7	%8	%7	8,8x	7,7x	8,5x	8,8x
Ortalama						7,9x	6,5x	6,9x	7,0x

Düşük

Ortalama

Yüksek

Piyasa Yaklaşımı kapsamında, ARD ile benzer sektörlerde faaliyet gösteren halka açık şirketler analize dahil edilmiştir. Benzer şirketler analiz edilirken iş modelleri, marj seviyeleri, coğrafi konumları, piyasa değeri büyüklükleri incelenmiştir. Karşılaştırılabilir şirketler analizi kapsamında **Düz. ŞD/FAVÖK** çarpanları belirlenirken, **MY22-6A25** dönemlerine ait veriler dikkate alınmıştır.

Türkiye’de halka açık karşılaştırılabilir şirketler için S&P Capital IQ veri sağlayıcısı tarafından sunulan veriler incelenmiş ve çeşitli düzeltmeler yapılmasının gerekli olduğu değerlendirilmiştir. Bu doğrultuda, ARD’nin nakit akımlarında dikkate alınan FAVÖK seviyeleri ile karşılaştırılabilirlik sağlamak amacıyla ilgili şirketlerin yıllık bağımsız denetim raporları incelenmiş; bu kapsamda aşağıda belirtilen düzeltmeler uygulanarak **Düzeltilmiş FAVÖK** seviyeleri hesaplanmıştır.

Net Satışlar

Satışların Maliyeti

Faaliyet Giderleri (Ar-Ge Giderleri Hariç)

Düzeltilmiş FAVÖK

(1) Türkiye’de halka açık şirketlerin finansal verileri m TL cinsinden gösterilmektedir.

(2) Piyasa değerleri ilgili yılların son 6 aylık ortalamaları üzerinden dikkate alınmıştır.

(3) MY25 dönemine ait FAVÖK belirlenirken 30.06.2025 itibarıyla son 12 ay dikkate alınmıştır.

(4) ŞD/FAVÖK çarpan değerleri için 0x ile 15x aralığı dışında kalan değerler uç değerler olarak değerlendirilmiş olup uç değer (u.d.) olarak dikkate alınmamıştır.

Kaynak: CapIQ, PwC Analizi

ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş.

PwC

Gizli ve Özel

16 Eylül 2025

65

Karşılaştırılabilir Şirketler (2/2)

Karşılaştırılabilir Şirketler analizi kapsamında ARD'nin şirket değeri **8,031mr TL** olarak tahmin edilmektedir. ARD'nin net nakit/(borç)'u dikkate alındığında hisse değeri Karşılaştırılabilir Şirketler analizine göre **7,756mr TL** olarak tahmin edilmektedir.



PY - KŞ

Değerleme Sonuçları (m TL)

	Düşük	Ortalama	Yüksek
(m TL)	Düşük	Baz	Yüksek
İndirgenmiş FAVÖK (MY25) ¹	1.133	1.133	1.133
Düz. ŞD / FAVÖK (x)	6,5x	7,1x	7,9x
Şirket Değeri	7.392	8.031	8.949

(m TL)	Düşük	Baz	Yüksek
Şirket Değeri	7.392	8.031	8.949
Düz. Net Nakit / (Borç)	(586)	(586)	(586)
Hisse Değeri	6.806	7.444	8.362
Düzeltilmeler	312	312	312
Düzeltilmiş Hisse Değeri	7.118	7.756	8.674

(m TL)	6A25	S6A25	MY25
FAVÖK	621	551	1.172
İndirgeme Oranı		0,93	
İndirgenmiş FAVÖK	621	511	1.133
İndirgenmiş FAVÖK (MY25)	1.133		

- Tarafımıza sağlanan VUK bazlı yönetim raporlamaları kapsamında ARD'nin 2025 yılının ilk 6 aylık dönemine ilişkin düzeltilmiş FAVÖK tutarının **621m TL** olduğu anlaşılmıştır.
- ARD Yönetimi tarafından sağlanan bütçe ve iş planları kullanılarak Gelir Yaklaşımı kapsamında gerçekleştirilen tahminler neticesinde 2025 yılında toplam **1.172m TL** FAVÖK seviyesine ulaşılacağı öngörülmüştür.
- Piyasa Yaklaşımı kapsamında Düzeltilmiş ŞD/FAVÖK çarpanı ARD'nin 2025 yılı için tahmin edilen FAVÖK tutarına uygulanmıştır. Bu çerçevede ARD'in 2025 yılının ikinci yarısında elde edeceği tahmini FAVÖK tutarı enflasyon beklentisi ile birlikte 30.06.2025 tarihi itibarıyla **reel** hale getirilmiştir.
- 2025 yılına ait FAVÖK seviyesinin çarpanların uygulanması için daha anlamlı bir baz olduğu düşünülmektedir. Bu kapsamda Karşılaştırılabilir Şirketler analizi sonucunda elde edilen çarpanlar 2025 yılına ait indirgenmiş FAVÖK tutarına uygulanmıştır.
- Yapılan hesaplama sonucunda elde edilen şirket değerinden net nakit/(borç) düşülerek hisse değerine ulaşılmıştır.

(1) İlgili FAVÖK tutarı 2025 yılı ortama TL enflasyon beklentisi varsayımı dikkate alınarak 30.06.2025 itibarıyla reel hale getirilmiştir.

Kaynak: CapIQ, PwC Analizi

ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş.

PwC

Karşılaştırılabilir İşlemler (1/2)



PY - KI

Karşılaştırılabilir işlemler analizi kapsamında **ŞD/FAVÖK** çarpanı, **2020 - 2025** yılları arasında gerçekleşen işlemlerin ortalaması dikkate alınarak bulunmuştur. Yapılan karşılaştırılabilir işlemler analizi sonucunda, ŞD/FAVÖK çarpanının **6,8x** ile **9,6x** aralığında olduğu tahmin edilmiştir.

Seçilen Karşılaştırılabilir İşlemler

Hedef Şirket	Ülke	Satın Alan Şirket	İşlem Yılı	Pay	Şirket Değeri (m \$)	FAVÖK (m \$)	ŞD/FAVÖK	
Advanced Information Technology	Tayland	Turnkey Communication Services	2023	%16,6	256	27	9,6x	Yüksek
Advanced Information Technology	Tayland	Turnkey Communication Services	2025	%10,0	185	26	7,1x	
E & M Computing Ltd.	İsrail	First Israel Mezzanine Investors	2021	%62,5	264	30	8,9x	
PCI Holdings, Inc.	Japonya	Restar Corporation	2024	%45,2	71	10	6,8x	
Sygnity S.A.	Polonya	TSS Europe B.V.	2022	%72,7	65	10	6,8x	Düşük
Ortalama							7,8x	Ortalama

Karşılaştırılabilir işlemler analizi kapsamında **bilgi teknolojileri hizmetleri ve yazılım alanında faaliyet gösteren**, satın alım işlemine konu olmuş hedef şirketler dikkate alınmıştır. Karşılaştırılabilir işlemler analizi kapsamında **ŞD/FAVÖK** çarpanı, **2020 - 2025** yılları arasında gerçekleşen işlemlerin ortalaması dikkate alınarak bulunmuştur. 2020 ve öncesindeki yıllarda karşılaştırılabilir işlemler değişen sektör dinamikleri göz önünde bulundurulduğunda karşılaştırılabilir işlemler analizi kapsamında dikkate alınmamıştır.

Araştırma sonucunda uygun örneklem seti, yurt dışı menşeli hedef şirketlere ilişkin işlemler olmuştur. Birleşme ve Satın Alma kapsamında gerçekleşmiş işlemler arasında hedef şirketin Türkiye merkezli olduğu ve ARD ile yeterli benzerlik gösteren, anlamlı bir karşılaştırma imkânı sunan örnekler bulunmamaktadır. Türkiye bazlı şirketleri de içerecek şekilde işlem çarpanlarının kısıtlılığı dikkate alınarak, söz konusu analiz değerlendirme çalışmasında ağırlıklandırılmamıştır.

Karşılaştırılabilir İşlemler (2/2)



PY - KI

Karşılaştırılabilir İşlemler analizi kapsamında ARD'nin şirket değeri **8,870mr TL** olarak tahmin edilmektedir. ARD'nin net nakit/(borç)'u dikkate alındığında hisse değeri Karşılaştırılabilir İşlemler analizine göre **8,595mr TL** olarak tahmin edilmektedir. Karşılaştırılabilir İşlemler sonuçları Birleşecek Şirketler'in makul değerlerinin tahmin edilmesinde dikkate alınmamaktadır.

Değerleme Sonuçları (m TL)

	Düşük	Ortalama	Yüksek
(m TL)	Düşük	Baz	Yüksek
İndirgenmiş FAVÖK (MY25) ¹	1.133	1.133	1.133
Düz. ŞD / FAVÖK (x)	6,8x	7,8x	9,6x
Şirket Değeri	7.671	8.870	10.875

(m TL)	Düşük	Baz	Yüksek
Şirket Değeri	7.671	8.870	10.875
Düz. Net Nakit / (Borç)	(586)	(586)	(586)
Hisse Değeri	7.085	8.284	10.288
Düzeltilmeler	312	312	312
Düzeltilmiş Hisse Değeri	7.396	8.595	10.600

(m TL)	6A25	S6A25	MY25
FAVÖK	621	551	1.172
İndirgeme Oranı		0,93	
İndirgenmiş FAVÖK	621	511	1.133
İndirgenmiş FAVÖK (MY25)	1.133		

- Tarafımıza sağlanan VUK bazlı yönetim raporlamaları kapsamında ARD'nin 2025 yılının ilk 6 aylık dönemine ilişkin düzeltilmiş FAVÖK tutarının **621m TL** olduğu anlaşılmıştır.
- ARD Yönetimi tarafından sağlanan bütçe ve iş planları kullanılarak Gelir Yaklaşımı kapsamında gerçekleştirilen tahminler neticesinde 2025 yılında toplam **1.172m TL** FAVÖK seviyesine ulaşılacağı öngörülmüştür.
- Piyasa Yaklaşımı kapsamında Düzeltilmiş ŞD/FAVÖK çarpanı ARD'nin 2025 yılı için tahmin edilen FAVÖK tutarına uygulanmıştır. Bu çerçevede ARD'in 2025 yılının ikinci yarısında elde edeceği tahmini FAVÖK tutarı enflasyon beklentisi ile birlikte 30.06.2025 tarihi itibarıyla **reel** hale getirilmiştir.
- 2025 yılına ait FAVÖK seviyesinin çarpanların uygulanması için daha anlamlı bir baz olduğu düşünülmektedir. Bu kapsamda Karşılaştırılabilir İşlemler analizi sonucunda elde edilen çarpanlar 2025 yılına ait indirgenmiş FAVÖK tutarına uygulanmıştır.
- Yapılan hesaplama sonucunda elde edilen şirket değerinden net nakit/(borç) düşülerek hisse değerine ulaşılmıştır.

(1) İlgili FAVÖK tutarı 2025 yılı son 6 aylık FAVÖK tutarının ortama TL enflasyon beklentisi varsayımı dikkate alınarak 30.06.2025 itibarıyla reel hale getirilmesi ile elde edilmiştir.

Kaynak: CapIQ, PwC Analizi

ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş.

PwC

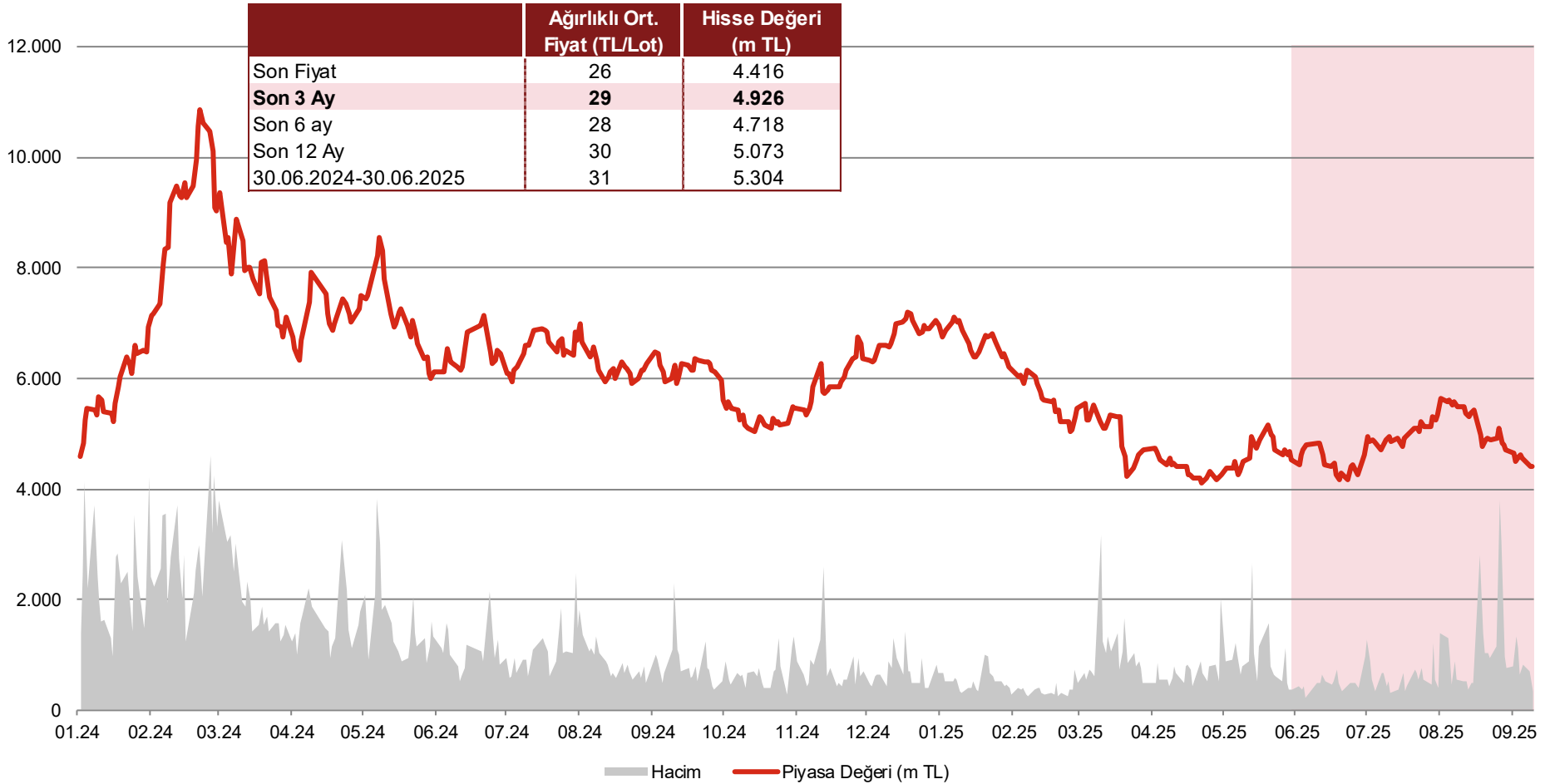
Borsa Yaklaşımı

ARD'nin Borsa Yaklaşımı'na göre değeri, 09.09.2025 tarihi itibari ile son 3 aylık günlük ortalama hisse fiyatı¹ dikkate alınarak belirlenmiştir. Buna göre ARD'nin Borsa Yaklaşımı yöntemine göre hisse değeri **4,926mr TL** olarak tahmin edilmiştir. Borsa Yaklaşımı sonuçları Birleşecek Şirketler'in makul değerlerinin tahmin edilmesinde dikkate alınmamaktadır.



Borsa
Yaklaşımı

Borsa Değeri (m TL)



(1) İşlem hacmi dikkate alınarak hesaplanmıştır.

Kaynak: Bloomberg, CapIQ, PwC Analizi

ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş.

PwC

Gizli ve Özel

16 Eylül 2025

69

Net Varlık Yaklaşımı

Net Varlık Yaklaşımı kapsamında ARD'nin hisse değeri **3,444mr TL** olarak tahmin edilmiştir.



Net Varlık
Yaklaşımı

Düzeltilmiş Defter Değeri (m TL)

(m TL)	30.06.2025	Düzeltilme	30.06.2025
Nakit ve Nakit Benzerleri	87		87
Ticari Alacaklar	1.453		1.453
Stoklar	11		11
Peşin Ödenmiş Giderler	100		100
Diğer Dönen Varlıklar	278		278
Dönen Varlıklar	1.930		1.930
1 Finansal Yatırımlar (UV)	255	53	307
Maddi Duran Varlıklar	10		10
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.888		2.888
Peşin Ödenmiş Giderler (UV)	1		1
2 Diğer Duran Varlıklar	4	4	8
Duran Varlıklar	3.159	57	3.215
Toplam Varlıklar	5.088	57	5.145
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	1.325		1.325
Ticari Borçlar	29		29
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	219		219
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.573		1.573
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	38		38
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	90		90
Uzun Vadeli Yükümlülükler	128		128
Toplam Yükümlülükler	1.701		1.701
Toplam Özkaynaklar	3.387	57	3.444
Toplam Özkaynaklar ve Yükümlülükler	5.088	57	5.145

ARD'nin Net Varlık Yaklaşımı'na göre hisse değerinin tahmin edilmesi kapsamında 30 Haziran 2025 tarihli TFRS esas alınarak hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmiş mali tablolarından elde edilen özkaynaklar tutarı dikkate alınmıştır.

ARD için Net Varlık Yaklaşımı kapsamında dikkate alınan düzeltmeleri aşağıdaki gibidir:

- 30.06.2025 tarihli bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarda bulunan finansal yatırımlar hesabında raporun önceki bölümlerinde açıklandığı üzere **8 bağlı ortaklık ve iştirak** maliyet bedellerinden izlenmektedir. İlgili bağlı ortaklıkların makul değerleri değerlendirme çalışması kapsamında tahmin edilmiş olup, Net Varlık Yaklaşımı kapsamında hazırlanan düzeltilmiş bilançoda bu değer tahminleri dikkate alınmıştır.
- 30.06.2025 tarihli bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarda bulunan diğer duran varlıklar hesabında, **geliştirilmesinden vazgeçilen bir güneş enerjisi santraline ilişkin edinilmiş arsalar** olduğu anlaşılmıştır. Tapu senetleri ile teyit edilen ada/parsellerin toplam büyüklüğü yaklaşık 36.475 m² olup, Kütahya/Tavşanlı'da konumlanmaktadır. İlgili arsaların denetimden geçmiş TFRS mali tablolarında maliyet bedelinden izlendiği görülmektedir. Bu sebeple ilgili arsaların makul değerlerinin VUK hükümleri uyarınca hazırlanmış finansal tablolarda daha uygun yansıtıldığı anlaşılmakta olup, diğer duran varlıklar düzeltilmiş bilançoda VUK mali tablolarda yer alan bakiyeler üzerinden takip edilmiştir.

Bağlı Ortaklıklar ve İştirakler

Açılımsoft (1/2)

Yapılan karşılaştırılabilir şirket analizi sonucunda uygun olduğu düşünülen ŞD/FAVÖK çarpanının **7,5x** ile **8,8x** aralığında olduğu tahmin edilmiştir.



PY - KŞ

Seçilen Karşılaştırılabilir Şirketler¹

Şirket İsmi	Ülke	Şirket Değeri (m \$ / m TL) ²				Düz. FAVÖK (m \$ / m TL)			
		MY22	MY23	MY24	MY25	MY22	MY23	MY24	MY25 ³
Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Türkiye	3.899	5.505	9.115	9.032	491	1.314	2.486	2.771
VBT Yazılım Anonim Şirketi	Türkiye	531	2.212	3.686	2.958	102	210	432	391
Kafein Yazılım Hizmetleri Ticaret A.Ş.	Türkiye	386	591	1.619	1.822	70	215	269	238
Nagarro SE	Almanya	1.665	1.364	1.400	1.317	128	111	117	127
Magic Software Enterprises Ltd.	İsrail	837	563	540	713	81	69	72	75
Upland Software, Inc.	ABD	528	358	302	297	50	40	40	43

Şirket İsmi	Ülke	FAVÖK Marjı (%)				Düz.ŞD / FAVÖK ⁴ (x)			
		MY22	MY23	MY24	MY25	MY22	MY23	MY24	MY25
Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Türkiye	%17	%42	%61	%65	7,9x	4,2x	3,7x	3,3x
VBT Yazılım Anonim Şirketi	Türkiye	%9	%7	%19	%21	5,2x	10,5x	8,5x	7,6x
Kafein Yazılım Hizmetleri Ticaret A.Ş.	Türkiye	%9	%13	%14	%12	5,5x	2,7x	6,0x	7,6x
Nagarro SE	Almanya	%14	%11	%12	%11	13,0x	12,3x	12,0x	10,4x
Magic Software Enterprises Ltd.	İsrail	%14	%13	%13	%13	10,4x	8,1x	7,5x	9,5x
Upland Software, Inc.	ABD	%16	%13	%15	%17	10,6x	9,0x	7,6x	6,9x
Ortalama						8,8x	7,8x	7,5x	7,5x

Düşük

Ortalama

Yüksek

Piyasa yaklaşımı kapsamında, Açılımsoft ile benzer sektörlerde faaliyet gösteren halka açık şirketler analize dahil edilmiştir. Benzer şirketler analiz edilirken iş modelleri, marj seviyeleri, coğrafi konumları, piyasa değeri büyüklükleri incelenmiştir. Karşılaştırılabilir şirketler analizi kapsamında **ŞD/FAVÖK** çarpanları belirlenirken, **MY22-6A25** dönemlerine ait veriler dikkate alınmıştır.

Türkiye’de halka açık karşılaştırılabilir şirketler için S&P Capital IQ veri sağlayıcısı tarafından sunulan veriler incelenmiş ve çeşitli düzeltmeler yapılmasının gerekli olduğu değerlendirilmiştir. Bu doğrultuda, Açılımsoft’un nakit akımlarında dikkate alınan FAVÖK seviyeleri ile karşılaştırılabilirlik sağlamak amacıyla ilgili şirketlerin yıllık bağımsız denetim raporları incelenmiş; bu kapsamda aşağıda belirtilen düzeltmeler uygulanarak **Düzeltilmiş FAVÖK** seviyeleri hesaplanmıştır.

Net Satışlar

Satışların Maliyeti

Faaliyet Giderleri (Ar-Ge Giderleri Hariç)

Düzeltilmiş FAVÖK

(1) Türkiye’de halka açık şirketlerin finansal verileri m TL cinsinden gösterilmektedir.

(2) Piyasa değerleri ilgili yılların son 6 aylık ortalamaları üzerinden dikkate alınmıştır.

(3) MY25 dönemine ait FAVÖK belirlenirken 30.06.2025 itibarıyla son 12 ay dikkate alınmıştır.

(4) ŞD/FAVÖK çarpan değerleri için 0x ile 15x aralığı dışında kalan değerler uç değerler olarak değerlendirilmiş olup uç değer (u.d.) olarak dikkate alınmamıştır.

Kaynak: ARD Yönetimi, PwC Analizi

ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş.

PwC

Gizli ve Özel

16 Eylül 2025

71

Bağlı Ortaklıklar ve İştirakler

Açılımsoft (2/2)



PY - KŞ

Karşılaştırılabilir Şirketler analizi kapsamında Açılımsoft'un şirket değeri **131m TL** olarak tahmin edilmektedir. Açılımsoft'un net nakit/(borç)'u dikkate alındığında hisse değeri Karşılaştırılabilir Şirketler analizine göre **131m TL** olarak tahmin edilmektedir.

ARD'nin Açılımsoft'daki %100 oranındaki payına karşılık gelen hisse değeri **131m TL** olarak tahmin edilmiştir.

Değerleme Sonuçları (m TL)

(m TL)	Düşük	Baz	Yüksek
FAVÖK (S12A25) ¹	17	17	17
Düz. ŞD / FAVÖK (x)	7,5x	7,9x	8,8x
Şirket Değeri	125	131	146

(m TL)	Düşük	Baz	Yüksek
Şirket Değeri	125	131	146
Düz. Net Nakit / (Borç)	(0)	(0)	(0)
Hisse Değeri	125	131	146

- Değerleme çalışması kapsamında Açılımsoft'un 30.06.2025 dönemine ilişkin son 12 aylık FAVÖK seviyesi dikkate alınmıştır. Karşılaştırılabilir Şirketler analizinden elde edilen Düz. ŞD/FAVÖK çarpanları bu FAVÖK seviyesine uygulanarak elde edilen sonuç dikkate alınmıştır.
- Yapılan hesaplama sonucunda elde edilen şirket değerinden net nakit/(borç) düşülerek hisse değerine ulaşılmıştır.

(1) İlgili FAVÖK tutarı 30.06.2025 itibarıyla son 12 aylık FAVÖK tutarını ifade etmektedir.

Kaynak: ARD Yönetimi, PwC Analizi

ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş.

PwC

Bağlı Ortaklıklar ve İştirakler

Dallmeier (1/2)

Yapılan karşılaştırılabilir şirket analizi sonucunda uygun olduğu düşünülen ŞD/FAVÖK çarpanının **7,7x** ile **10,2x** aralığında olduğu tahmin edilmiştir.



PY - KŞ

Seçilen Karşılaştırılabilir Şirketler

Şirket İsmi	Ülke	Şirket Değeri (m \$) ¹				FAVÖK (m \$)			
		MY22	MY23	MY24	MY25	MY22	MY23	MY24	MY25 ²
Synectics plc	İngiltere	20	21	44	57	2	4	6	8
Atea ASA	Norveç	1.334	1.411	1.463	1.672	143	147	126	148
Kontron AG	Avusturya	880	1.269	1.350	1.944	46	96	199	90
Croma Security Solutions Group plc	İngiltere	11	7	8	11	(0)	1	1	1
artec technologies AG	Almanya	6	7	5	6	0	1	1	1

Şirket İsmi	Ülke	FAVÖK Marjı (%)				ŞD / FAVÖK ³ (x)			
		MY22	MY23	MY24	MY25	MY22	MY23	MY24	MY25
Synectics plc	İngiltere	%4	%7	%9	%9	11,0x	4,8x	6,9x	6,9x
Atea ASA	Norveç	%4	%4	%4	%4	9,3x	9,6x	11,6x	11,3x
Kontron AG	Avusturya	%4	%7	%11	%4	u.d.	13,2x	6,8x	u.d.
Croma Security Solutions Group plc	İngiltere	u.d.	%10	%11	%11	u.d.	6,7x	6,4x	8,3x
artec technologies AG	Almanya	%5	%16	%26	%26	u.d.	11,7x	7,0x	7,4x
Ortalama						10,2x	9,2x	7,7x	8,5x

Düşük
Ortalama
Yüksek

Piyasa yaklaşımı kapsamında, Dallmeier ile benzer sektörlerde faaliyet gösteren halka açık şirketler analize dahil edilmiştir. Benzer şirketler analiz edilirken iş modelleri, marj seviyeleri, coğrafi konumları, piyasa değeri büyüklükleri incelenmiştir. Karşılaştırılabilir şirketler analizi kapsamında **ŞD/FAVÖK** çarpanları belirlenirken, **MY22-MY25** dönemlerine ait veriler dikkate alınmıştır.

(1) Piyasa değerleri ilgili yılların son 6 aylık ortalamaları üzerinden dikkate alınmıştır.

(2) MY25 dönemine ait FAVÖK belirlenirken 30.06.2025 itibarıyla son 12 ay dikkate alınmıştır.

(3) ŞD/FAVÖK çarpan değerleri için 0x ile 15x aralığı dışında kalan değerler uç değerler olarak değerlendirilmiş olup uç değer (u.d.) olarak dikkate alınmamıştır.

Bağlı Ortaklıklar ve İştirakler

Dallmeier (2/2)



PY - KŞ

Karşılaştırılabilir Şirketler analizi kapsamında Dallmeier'in şirket değeri **1,7m TL** olarak tahmin edilmektedir. Dallmeier'in net nakit/(borç)'u dikkate alındığında hisse değeri Karşılaştırılabilir Şirketler analizine göre **2,7m TL** olarak tahmin edilmektedir.

ARD'nin Dallmeier'deki %100 oranındaki payına karşılık gelen hisse değeri **2,7m TL** olarak tahmin edilmiştir.

Değerleme Sonuçları (m TL)

(m TL)	Düşük	Baz	Yüksek
FAVÖK (S12A25) ¹	0,2	0,2	0,2
Düz. ŞD / FAVÖK (x)	7,7x	8,9x	10,2x
Şirket Değeri	1,5	1,7	2,0

(m TL)	Düşük	Baz	Yüksek
Şirket Değeri	1,5	1,7	2,0
Düz. Net Nakit / (Borç)	1,0	1,0	1,0
Hisse Değeri	2,5	2,7	3,0

- Değerleme çalışması kapsamında Dallmeier'in 30.06.2025 dönemine ilişkin son 12 aylık FAVÖK seviyesi dikkate alınmıştır. Karşılaştırılabilir Şirketler analizinden elde edilen ŞD/FAVÖK çarpanları bu FAVÖK seviyesine uygulanarak elde edilen sonuç dikkate alınmıştır.
- Yapılan hesaplama sonucunda elde edilen şirket değerinden net nakit/(borç) düşülerek hisse değerine ulaşılmıştır.

(1) İlgili FAVÖK tutarı 30.06.2025 itibarıyla son 12 aylık FAVÖK tutarını ifade etmektedir.

Kaynak: ARD Yönetimi, PwC Analizi

ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş.

PwC

Bağlı Ortaklıklar ve İştirakler Signum



Net Varlık
Yaklaşımı

Signum'un satın alım bedeli dikkate alınarak toplam hisse değeri **43,7m TL** olarak tahmin edilmiştir. ARD'nin Signum'daki %51 payına karşılık gelen hisse değeri **22,3m TL** olarak tahmin edilmiştir.

Değerleme Sonuçları (m TL)

(m \$)	Tutar
Satın Alım Tarihi	03.01.2023
Satın Alım Bedeli	1,1
Satın Alınan Hisse Oranı (%)	%100,00
%100 Hisse Değeri	1,1
30.06.2025 \$/TL	39,71
Toplam Hisse Değeri (m TL)	43,7
ARD'nin Ortaklık Oranı (%)	%51,00
ARD'nin Payına Düşen Hisse Değeri (m TL)	22,3

ARD Yönetimi tarafından satın alım bedeline ilişkin bilgiler tarafımıza sağlanmıştır. Buna göre **03.01.2023** tarihinde **1,1m \$** üzerinden Signum'un **%100,00**'lük hissesi satın alınmıştır.

ARD, 31.05.2023 tarihinde, paylarının %49'unu Kontrolmatik Teknoloji Enerji ve Mühendislik A.Ş.'ye pazarlık yöntemi ile satmıştır. Satılan paylara karşılık olarak ARD'ye Borsa İstanbul Piyasasında işlem gören 175.000 adet KONTR hissesi devredilmiştir.

Bağlı Ortaklıklar ve İştirakler

Ardtech Info ve Ardtech Ltd



Net Varlık
Yaklaşımı

Değerleme Sonuçları (m TL) – Ardtech Info

(m TL)	30.06.2025
Toplam Varlıklar	29,2
Toplam Yükümlülükler	9,8
Toplam Özkaynaklar	19,4

Ardtech Info'nun Net Varlık Yaklaşımı'na göre hisse değerinin tahmin edilmesi kapsamında, Özbekistan'da faaliyet göstermesi nedeniyle tarafımıza UZS bazında hazırlanmış 30 Haziran 2025 tarihli kısıtlı bir bilanço sağlanmıştır. Söz konusu bilanço detaylı ve standart formatta olmadığından yalnızca varlıklar, yükümlülükler ve özkaynaklar kalemleri yukarıdaki tabloda özetlenmiştir, Net Varlık Yaklaşımı kapsamında da ilgili toplam bakiyeler esas alınmıştır. Tabloda özetlenen tutarlar 30 Haziran 2025 tarihli TCMB UZS/TL kuru dikkate alınarak TL'ye çevrilmiştir.

ARD'nin payına düşen Ardtech Info'ya ilişkin hisse değeri aşağıdaki sunulmuştur:

(m TL)	30.06.2025
Toplam Hisse Değeri	19,4
ARD'nin Ortaklık Oranı (%)	%100,00
ARD'nin Payına Düşen Hisse Değeri	19,4

Ardtech Info'nun Net Varlık Yaklaşımı kapsamında toplam hisse değeri **19,4m TL** olarak tahmin edilmiş olup, ARD'nin %100 oranındaki payına karşılık gelen hisse değeri de **19,4m TL** olarak hesaplanmıştır.

Ardtech Ltd'nin Net Varlık Yaklaşımı kapsamında toplam hisse değeri **5,4m TL** olarak tahmin edilmiş olup, ARD'nin %60 oranındaki payına karşılık gelen hisse değeri ise **3,3m TL** olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Sonuçları (m TL) – Ardtech Ltd

(m TL)	Tutar
Ödenmiş Sermaye ('000 £)	100,0
%100 Hisse Değeri ('000 £)	100,0
05.02.2024 £/TL	54,34
Toplam Hisse değeri (m TL)	5,4
ARD'nin Ortaklık Oranı (%)	%60,00
ARD'nin Payına Düşen Hisse Değeri (m TL)	3,3

Ardtech Ltd için herhangi bir mali tablo tarafımıza sağlanamadığından Net Varlık Yaklaşımı kapsamında şirketin ödenmiş sermayesi esas alınmıştır. Şirketin ödenmiş sermayesi 100.000 £ olup, ARD'nin Ardtech Ltd'nin %60 oranındaki payına karşılık gelen hisse değeri **3,3m TL** olarak hesaplanmıştır. İlgili tutarlar 30 Haziran 2025 tarihli TCMB £/TL kuru dikkate alınarak TL'ye çevrilmiştir.

Bağlı Ortaklıklar ve İştirakler

Argedor



Net Varlık
Yaklaşımı

Argedor'un satın alım bedeli dikkate alınarak toplam hisse değeri **121,1m TL** olarak tahmin edilmiştir. ARD'nin Argedor'daki %60 payına karşılık gelen hisse değeri ise **72,7m TL** olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Sonuçları (m TL)

(m \$)	Tutar
Satın Alım Tarihi	31.01.2023
Satın Alım Bedeli	1,8
Satın Alınan Hisse Oranı (%)	%60,00
%100 Hisse Değeri	3,1
30.06.2025 \$/TL	39,71
Toplam Hisse Değeri (m TL)	121,1
ARD'nin Ortaklık Oranı (%)	%60,00
ARD'nin Payına Düşen Hisse Değeri (m TL)	72,7

ARD Yönetimi tarafından satın alım bedeline ilişkin bilgiler tarafımıza sağlanmıştır. Buna göre **31.01.2023** tarihinde **1,83m \$** üzerinden Argedor'un **%60,00**'lık hissesi satın alınmıştır.

Bağlı Ortaklıklar ve İştirakler

Oxivo Grup



Net Varlık
Yaklaşımı

Oxivo Grup'un satın alım bedeli dikkate alınarak toplam hisse değeri **108,7m TL** olarak tahmin edilmiştir. ARD'nin Oxivo Grup'daki %51 payına karşılık gelen hisse değeri ise **55,4m TL** olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Sonuçları (m TL)

(m \$)	Tutar
Satın Alım Tarihi	05.02.2024
Satın Alım Bedeli (m TL)	42,5
05.02.2024 \$/TL	30,46
Satın Alım Bedeli (m \$)	1,4
Satın Alınan Hisse Oranı (%)	%51,00
%100 Hisse Değeri	2,7
30.06.2025 \$/TL	39,71
Toplam Hisse Değeri (m TL)	108,7
ARD'nin Ortaklık Oranı (%)	%51,00
ARD'nin Payına Düşen Hisse Değeri (m TL)	55,4

ARD Yönetimi tarafından, satın alım bedeline ilişkin bilgiler tarafımıza sağlanmıştır. Buna göre **05.02.2024** tarihinde **42,5m TL** üzerinden Oxivo Grup'un **%51,00**'lük hissesi satın alınmıştır.

Bağlı Ortaklıklar ve İştirakler Javtech



Net Varlık
Yaklaşımı

Net Varlık Yaklaşımı kapsamında Javtech'in toplam hisse değeri **1,1m TL** olarak tahmin edilmiş olup ARD'nin Javtech'deki %24,5 sahipliğine karşılık gelen hisse değeri **0,3m TL** olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Sonuçları (m TL)

('000 TL)	30.06.2025
Nakit Ve Nakit Benzerleri	1.071
Peşin Ödenmiş Vergiler ve Fonlar	14
Diğer Dönen Varlıklar	10
Dönen Varlıklar	1.096
Duran Varlıklar	-
Toplam Varlıklar	1.096
Ticari Borçlar	4
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1
Kısa Vadeli Yükümlülükler	5
Uzun Vadeli Yükümlülükler	-
Toplam Yükümlülükler	5
Toplam Özkaynaklar	1.091
Toplam Özkaynaklar ve Yükümlülükler	1.096

Javtech'in Net Varlık Yaklaşımı'na göre hisse değerinin tahmin edilmesi kapsamında 30 Haziran 2025 tarihli VUK esas alınarak hazırlanmış mali tablolarından elde edilen özkaynaklar tutarı dikkate alınmıştır.

ARD'nin payına düşen değer aşağıda gösterilmektedir:

('000 TL)	30.06.2025
Toplam Hisse Değeri	1.091
ARD'nin Ortaklık Oranı (%)	%24,50
ARD'nin Payına Düşen Hisse Değeri	267



İtron

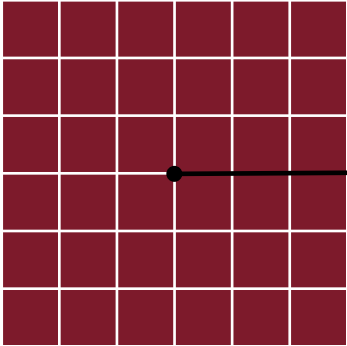
İntron

İntron, kurumların bilişim altyapılarına yönelik bütünlük çözümler sunan bir proje ve mühendislik şirkettir. **Yazılım geliştirme, sistem entegrasyonu ve teknik destek alanlarında faaliyet gösteren** İntron; kamu ve özel sektöre yönelik projelerde yer almaktadır.

Genel Bilgiler

1. **İntron**, 2009 yılında kurulmuş olup yazılım ve donanım alanlarında bütünlük bilişim çözümleri sunmaktadır.
2. Şirket, Ar-Ge faaliyetlerini **Bilkent CyberPark**'taki ofisinde sürdürmektedir.
3. Şirket, 2023 yılında ABD'de **İntron Global**'i kurarak uluslararası pazarda faaliyet göstermeye başlamıştır.

Ortaklık Yapısı



%100,00
İsmail Can

Hizmetler ve Çözümler



Ürünler

	İNTRON-LMS: Yapay zeka destekli kişiselleştirilmiş eğitim analiz ve öneri sistemi
	MKYS: Yapay zeka destekli fiziksel güvenlik bilgi yönetim yazılımı
	SENTRY: Güvenlik tehditlerinin tespiti için akıllı olay ve ağ verisi izleme sistemi
	EduSphereX: Yapay zeka ve dijital ikiz destekli eğitim ekosistemi yazılımı

Geçmiş Finansal Performans

Bilanço

31.12.2023-30.06.2025 dönemi finansal tabloları TFRS'ye uygun olarak hazırlanmıştır.

(m TL)	31.12.2023	31.12.2024	30.06.2025
Nakit ve Nakit Benzerleri	104	253	90
1 Ticari Alacaklar	158	1.117	619
2 Stoklar	107	163	84
3 Peşin Ödenmiş Giderler	40	4	2
Diğer Dönen Varlıklar	13	33	2
Dönen Varlıklar	423	1.569	798
4 Maddi Duran Varlıklar	26	7	6
5 Maddi Olmayan Duran Varlıklar	3	23	159
Diğer Duran Varlıklar	1	-	-
Ertelenen Vergi Varlığı	2	-	-
Duran Varlıklar	32	31	165
Toplam Varlıklar	455	1.600	963
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	67	31	12
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yük.	1	0	2
Ticari Borçlar	312	1.268	415
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karş.	1	1	2
6 Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	16	66	18
Kısa Vadeli Yükümlülükler	396	1.366	448
7 Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	-	-	4
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlü	0	-	2
Kıdem Tazminatı Karşılığı	2	1	1
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	-	15	1
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	2	-	-
Uzun Vadeli Yükümlülükler	4	16	8
Toplam Yükümlülükler	401	1.382	455
Toplam Özkaynaklar	54	217	507
Toplam Özkaynaklar ve Yükümlülükler	455	1.600	963

- 1 Ticari Alacaklar**, kamu ve özel sektör müşterilerinden doğan alacaklar ile alınan çeklerden oluşmaktadır.
- 2 Stoklar** İntron'un ürün satışlarına bağlı olarak her an ihtiyaç duyulabilecek ürünler ve Devlet Malzeme Ofisi aracılığıyla satışı gerçekleştirilen ürünlerin depoda hazır bulundurulması kaynaklı oluşmaktadır.
- 3 Peşin Ödenmiş Giderler** kalemi gelecek aylara ait giderlerden oluşmaktadır.
- 4 Maddi Duran Varlıklar** İntron'un operasyonel faaliyetleri kapsamında kullanılan bilgisayar, telefon ve çeşitli ofis ekipmanlarından oluşmaktadır. Bu kalem içerisinde herhangi bir taşıt veya bina yer almamaktadır.
- 5 Maddi Olmayan Duran Varlıklar'ın** büyük kısmı İntron'un operasyonlarında kullandığı Health Check Yazılım Modülü'nden oluşmaktadır.
- 6 Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler'in 3.7m TL'lik kısmı** İntron'un mevcut ortağına olan borçlar, **7.9m TL'lik kısmı** alınan sipariş avansları hesabından, **5m TL'lik kısmı** ödenecek vergi ve fonlardan ve kalan kısmı da kısa vadeli karşılıklardan oluşmaktadır.
- 7 Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler** banka kredilerinden oluşmaktadır.

Geçmiş Finansal Performans

Gelir Tablosu

31.12.2023-30.06.2025 dönemi finansal tabloları TFRS'ye uygun olarak hazırlanmıştır.

(m TL)	MY23	1 MY24	6A25
1 Net Satışlar	939	2.824	999
2 Satışların Maliyeti	(825)	(2.450)	(638)
Brüt Kar	115	374	361
Brüt Kar Marjı %	%12,2	%13,2	%36,1
Faaliyet Giderleri	(55)	(122)	(31)
Araştırma Geliştirme Giderleri (-)	(7)	(1)	(9)
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri(-)	(40)	(105)	(14)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(9)	(16)	(8)
FAVÖK	60	252	330
FAVÖK Marjı %	%6,3	%8,9	%33,0
Amortisman ve Tükenme Payları	(14)	(10)	(20)
FVÖK	46	242	310
3 Finansal Gelir/(Gider) - net	(9)	(24)	(25)
4 Diğer Gelir/(Gider) - net	(40)	(7)	(14)
5 Finans Geliri/(Gideri) - net	7	11	13
Vergi Öncesi Kar	3	222	284
6 Kurumlar Vergisi	(6)	(58)	3
Net Kar / (Zarar)	(3)	164	287

- Net Satışlar:** Intron'un ana faaliyet konuları olan ürün ve hizmet türlerine ilişkin yurt içi satışlarını göstermektedir.
- Satışların Maliyeti:** Satılan ticari mal ve hizmet maliyetlerini (30.06.2025 itibarıyla sırasıyla **629m TL** ve **9m TL**) içermektedir.
- Finansal Gelir/Gider:** Nakit ve nakit benzerlerine ait faiz gelirleri ve menkul kıymet satış karı/zararı gibi tutarları içermektedir.
- Diğer Gelir/Gider:** Kambiyo karı/zararı, faaliyetle ilgili diğer gelirler ve diğer olağan dışı gelir/gider tutarlarına ilişkindir.
- Finans Geliri/(Gideri):** Reeskont faiz gelirleri/giderleri, karşılık giderleri, kısa vadeli borçlanma giderleri, net parasal pozisyon kazançları/kayıpları gibi tutarlardan oluşmaktadır.
- Kurumlar Vergisi:** Ertelenmiş vergi giderini/gelirini ifade etmektedir.

(1) MY24 yılı için gösterilen tutarlar 2024 yılında çıkartılmış bağımsız denetim raporundan 31.12.2024 tarihi itibarıyla satın alma gücü esasına göre belirtilmiştir. 30.06.2025 tablolarında aynı tutarlar 30.06.2025 tarihi itibarıyla satın alma gücü esasına göre belirtildiği için farklılık göstermektedir. Geçmiş tüm yıllar için bu gösterim mevcuttur.

Kaynak: Intron Yönetimi, PwC Analizi

ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş.

PwC

Gizli ve Özel

16 Eylül 2025

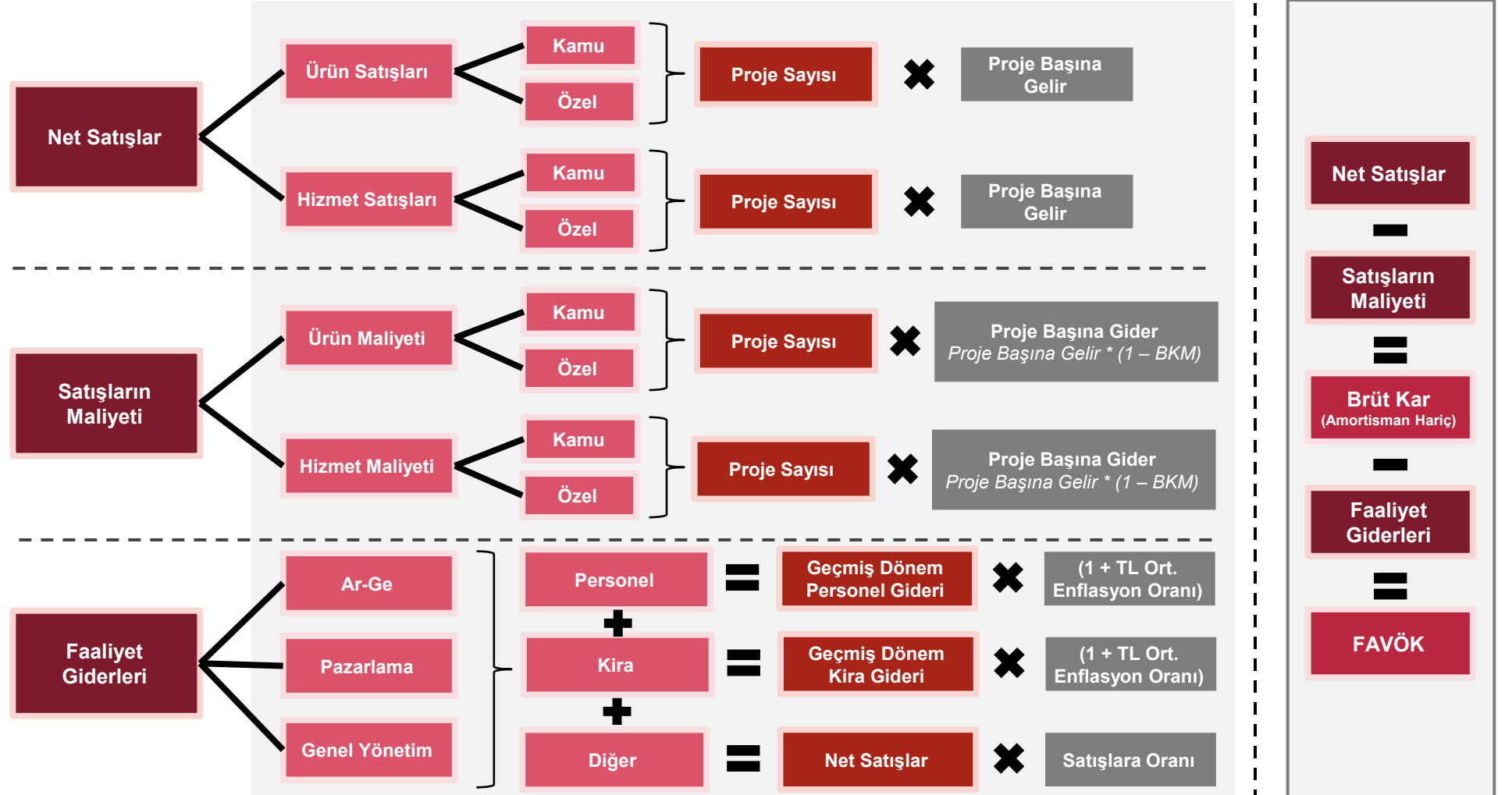
83

Modelleme

Modelleme çalışmasında net satışlar; ürün ve hizmet kırılımlarında tahmin edilmiştir.



Gelir
Yaklaşımı



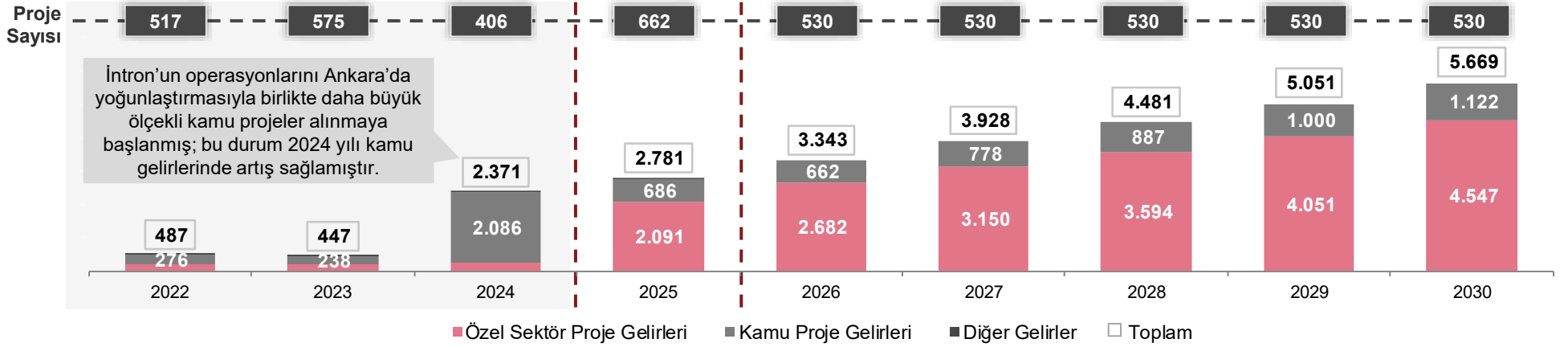
Net Satışlar

İntron'un satışları, hizmet ve ürün satışlarından oluşmakta olup her iki satış türünde de özel sektör ve kamuya satış yapılmaktadır. Satışların projeksiyon dönemi boyunca TL enflasyon beklentisi oranında büyümesi öngörülmektedir. Geçmiş dönemde toplam satışlar içinde sınırlı paya sahip olan diğer gelirler, projeksiyon döneminde tahmin edilmemiştir.

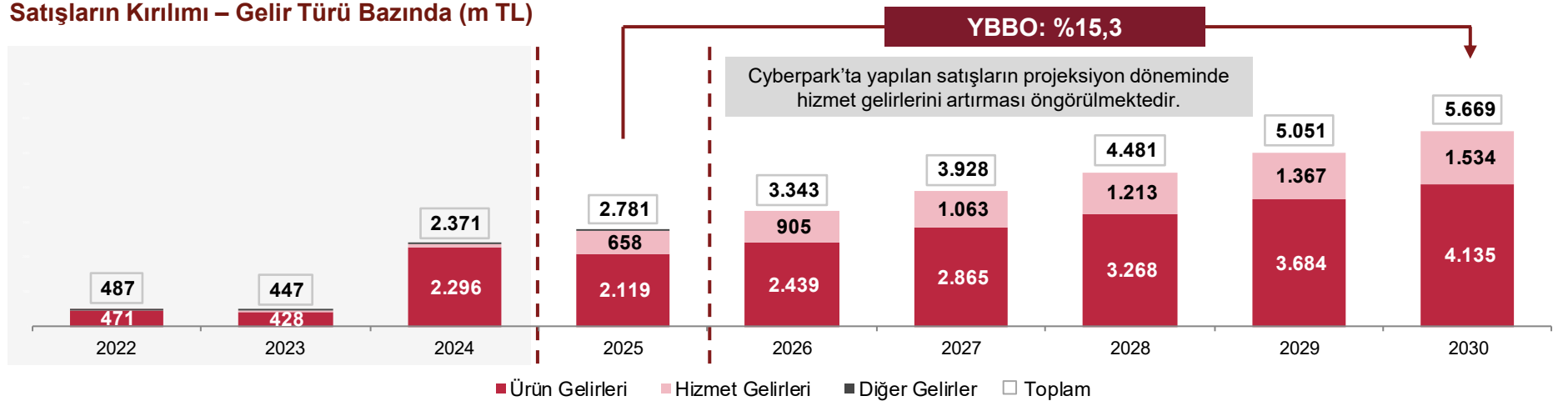


Gelir
Yaklaşımı

Satışların Kırılımı – Satış Kanalı Bazında (m TL)



Satışların Kırılımı – Gelir Türü Bazında (m TL)



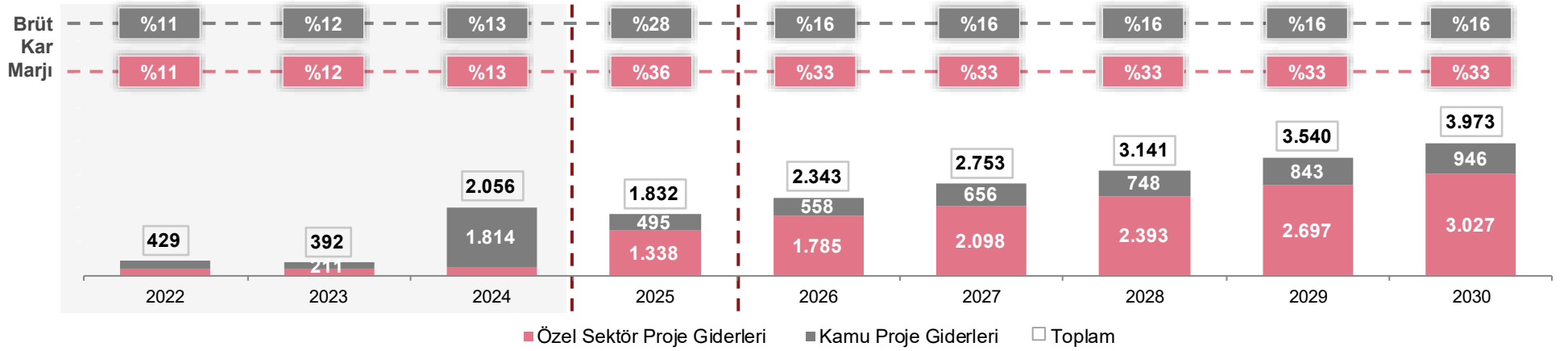
Satışların Maliyeti

Satışların maliyetleri, verilen hizmet ve satılan ürün maliyetlerinden oluşmaktadır. Ürün ve hizmet maliyetleri projeksiyon döneminde brüt kar marjı ile tahmin edilmiş olup hizmet satışlarının 2025'te **%94** olan brüt kar marjının projeksiyon döneminde **%80** seviyelerinde gerçekleşerek kar marjı en yüksek ürün türü olacağı öngörülmüştür.

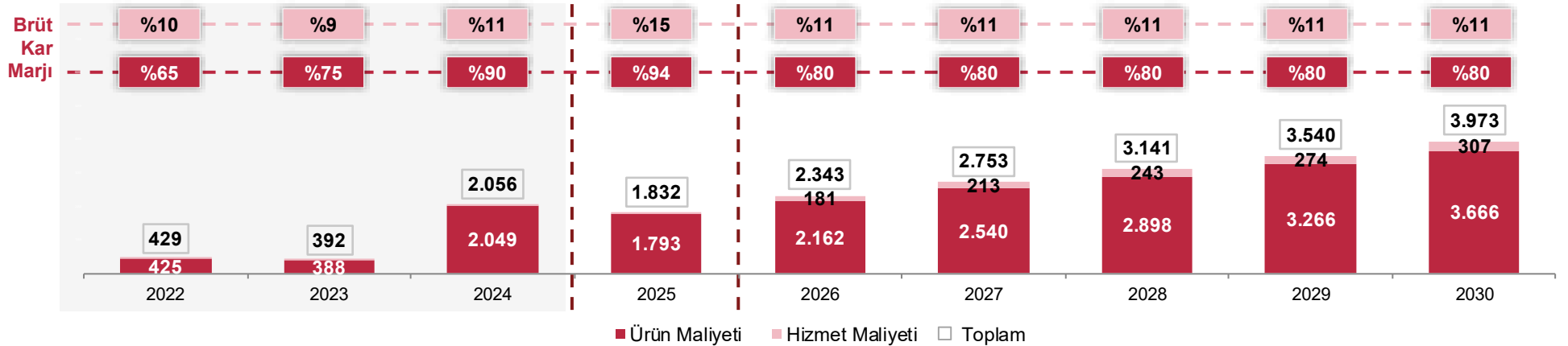


Gelir
Yaklaşımı

Satışların Maliyetinin Kırılımı – Satış Kanalı Bazında (m TL)



Satışların Maliyetinin Kırılımı – Gelir Türü Bazında (m TL)



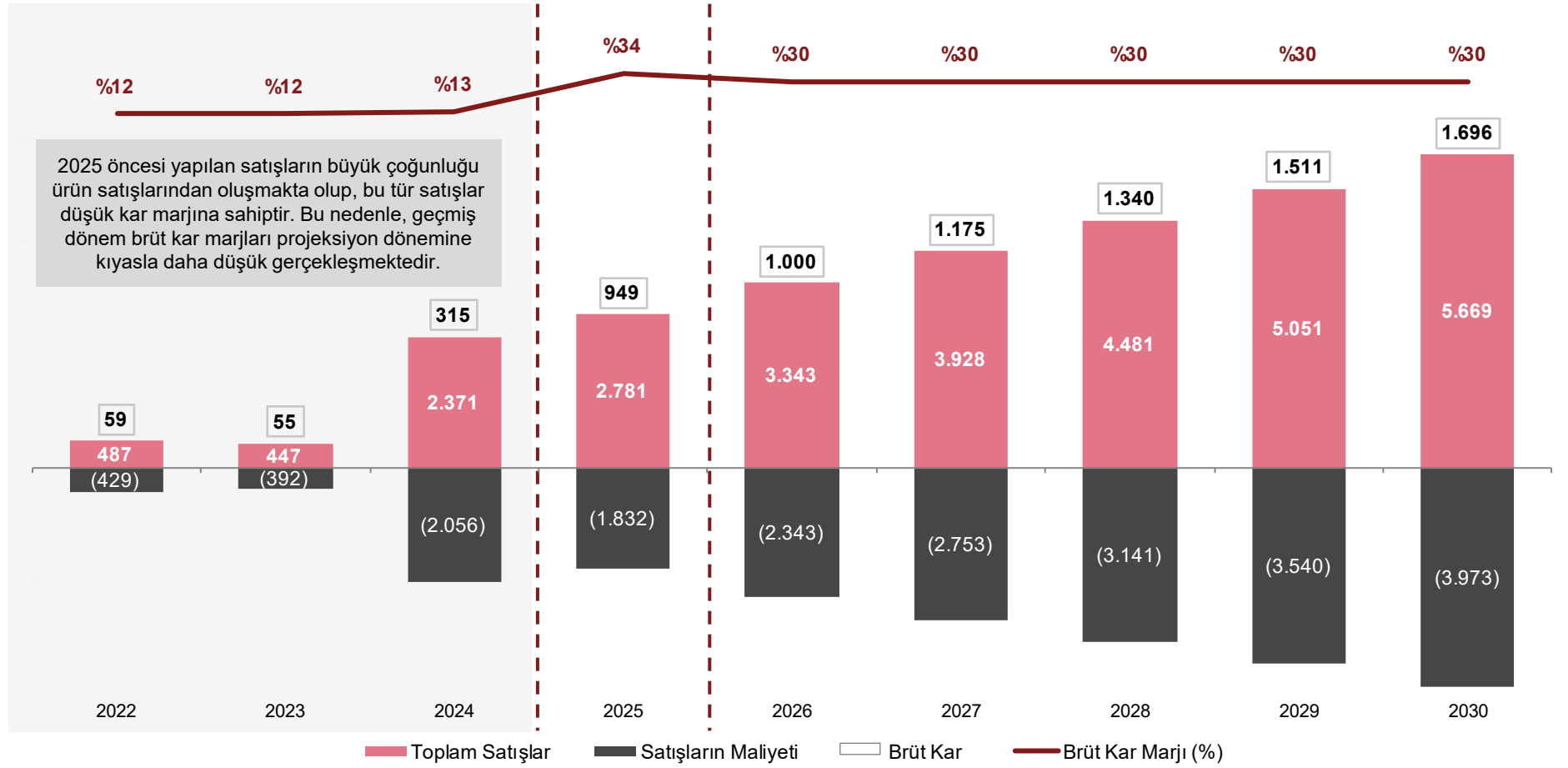
Brüt Kar

İntron Yönetiminin verdiği bilgilere göre projeksiyon döneminde brüt karlılığı etkileyen temel faktör 2025 yılında başlamış olan Bilkent Cyberpark'ta oluşan hizmet gelirleridir. Hizmet satışlarının da etkisiyle 2025'in ilk 6 ayında **%36** seviyelerinde gerçekleşen brüt kar marjının projeksiyon döneminde **%30** seviyelerinde gerçekleşeceği öngörülmektedir.



Gelir
Yaklaşımı

Brüt Kar (m TL) ve Brüt Kar Marjı (%)



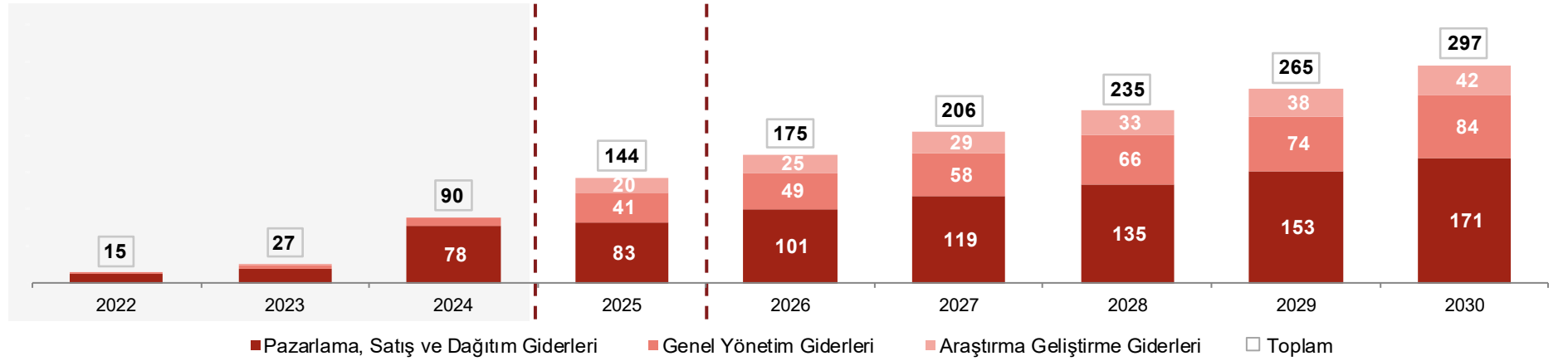
Faaliyet Giderleri

Faaliyet giderleri; pazarlama, satış ve dağıtım giderleri, genel yönetim giderleri ve araştırma-geliştirme giderlerinden oluşmakta olup projeksiyon dönemi boyunca en büyük payı pazarlama, satış ve dağıtım giderleri oluşturmaktadır.



Gelir
Yaklaşımı

Faaliyet Giderleri (m TL)



- **Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri:** En büyük pay personel giderlerinden oluşmakta olup; fuar, seminer ve kongre giderleri, seyahat giderleri, ihale katılım giderleri ve damga vergisi gibi kalemleri içermektedir.
- **Genel Yönetim Giderleri:** En büyük pay personel giderlerinden oluşmakta olup; kira, muhasebe ve danışmanlık giderleri gibi kalemleri kapsamaktadır.
- **Araştırma ve Geliştirme Giderleri:** Bilkent Cyberpark ofisinin açılmasıyla 2025 yılında faaliyet giderleri içindeki payı artmaya başlamış olup, projeksiyon dönemi boyunca en büyük payı personel giderleri oluşturmaktadır.

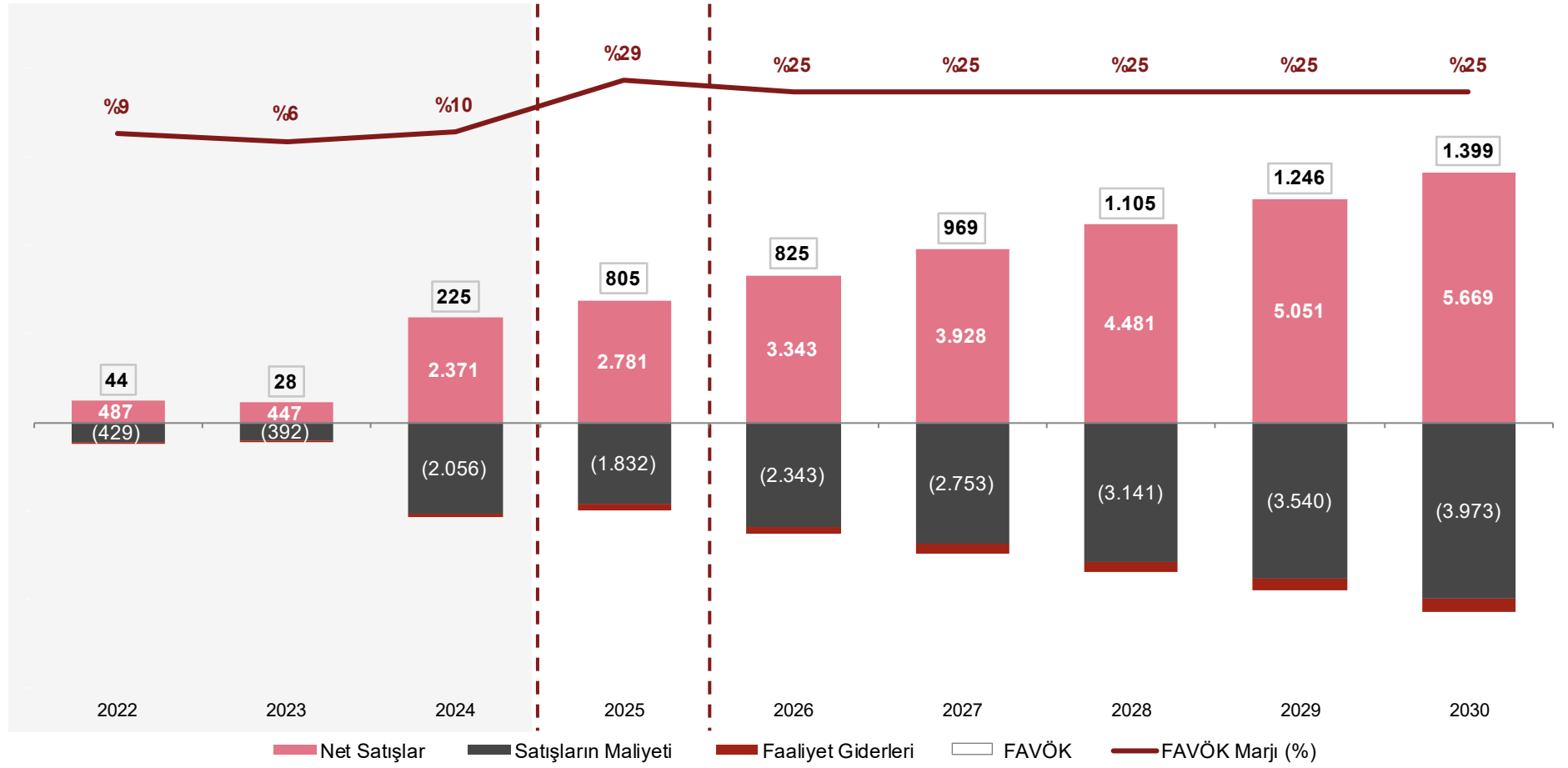
FAVÖK

Hizmet gelirlerindeki artış, brüt kar marjının yükselmesine ve buna paralel olarak FAVÖK marjının da artmasına neden olmuştur. 2025 yılının ilk 6 ayında **%33** olarak gerçekleşen FAVÖK marjının, projeksiyon döneminde **%25** seviyesinde olacağı öngörülmektedir.



Gelir
Yaklaşımı

FAVÖK (m TL)



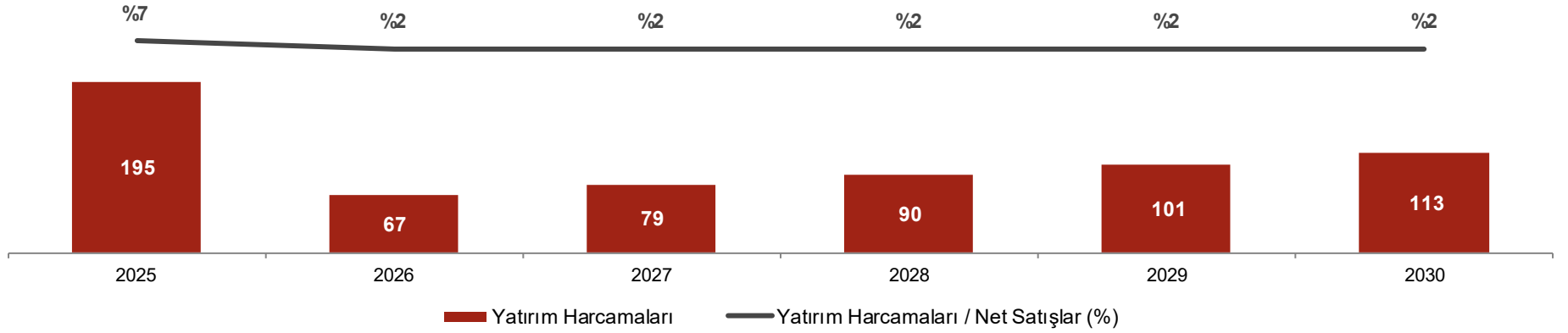
Yatırım Harcamaları ve Amortisman (1/3)

Projeksiyon döneminde tüm şirketlerin yatırım harcamalarının satışlara oranının yaklaşık **%7** seviyelerinden **%2** seviyelerine gelmesi beklenmektedir.

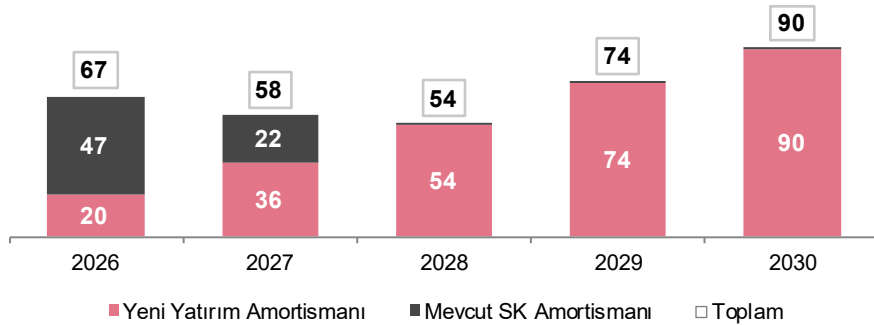


Gelir
Yaklaşımı

Yatırım Harcamaları (m TL)



Amortisman (m TL)



- 2025 yılında alınan Health Check Yazılım Modülü, yatırım harcamalarını artırmıştır. Projeksiyon döneminde yatırım harcamalarının satışların **%2**'si oranında gerçekleşeceği öngörülmüştür.
- Mevcut amortisman hesaplanırken operasyonel olmayan varlıkların amortismanı dahil edilmemiştir.
- Yeni yatırım harcamalarının amortismanı hesaplanırken faydalı ömür **5 yıl** olarak dikkate alınmıştır.

Vergi

İntron'un projeksiyon döneminde pozitif nakit akımı gerçekleştireceği beklentisiyle, projeksiyon döneminde FVÖK üzerinden yaklaşık olarak **%3** oranında efektif vergi gideri oluşacağı varsayılmıştır.



Gelir Yaklaşımı

Kurumlar Vergisi

(m TL)	S6A25	MY25	MY26	MY27	MY28	MY29	MY30
FVÖK	461		757	911	1.052	1.172	1.308
Teknoloji Geliştirme Bölgesi İstisnası	(327)		(718)	(843)	(962)	(1.084)	(1.217)
Vergi Bazı-I	134		40	68	90	88	92
Kurumlar Vergisi - FVÖK	33		10	17	22	22	23

Net İşletme Sermayesi

Net işletme sermayesinin/net satışlara oranının projeksiyon döneminde yaklaşık **%18** seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir.



Gelir Yaklaşımı

(m TL)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.06.2025	12.31.2025 ¹	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030
Ticari Alacaklar	166	97	949	646	857	1.045	1.227	1.400	1.578	1.772
Kamu	3	55	847	50	169	163	192	219	247	277
Özel	163	42	102	596	687	882	1.036	1.182	1.332	1.495
Stoklar	103	60	141	82	151	193	226	258	291	327
Diğer Dönen Varlıklar	24	29	4	3	6	7	9	10	11	12
Dönen Varlıklar	293	185	1.094	731	1.013	1.245	1.462	1.668	1.881	2.111
Ticari Borçlar	359	188	1.096	438	474	604	710	810	913	1.025
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	5	9	32	19	28	33	39	45	51	57
Kısa Vadeli Yükümlülükler	364	197	1.129	457	501	638	749	855	963	1.081
Net İşletme Sermayesi	(71)	(12)	(35)	274	512	607	713	814	917	1.029
<i>NİS/Net Satışlar (%)</i>	<i>(%15)</i>	<i>(%3)</i>	<i>(%1)</i>	<i>%29</i>	<i>%28</i>	<i>%18</i>	<i>%18</i>	<i>%18</i>	<i>%18</i>	<i>%18</i>
Net İşletme Sermayesi Değişimi	82	(59)	23	(309)	(238)	(95)	(106)	(100)	(104)	(112)

Ticari Alacak Gün Sayısı - Kamu	2	43	75	62	62	90	90	90	90	90
Ticari Alacak Gün Sayısı - Özel	146	37	67	138	138	120	120	120	120	120
Stok Gün Sayısı	88	56	25	25	23	30	30	30	30	30
Ticari Borç Gün Sayısı	300	168	189	130	68	90	90	90	90	90
Diğer Dönen Varlıklar / Net Satışlar (%)	%4,9	%6,4	%0,2	%0,3	%0,3	%0,2	%0,2	%0,2	%0,2	%0,2
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler / Net Satışlar (%)	%4,7	%1,1	%2,1	%1,4	%2,0	%1,5	%1,0	%1,0	%1,0	%1,0

- İntron Yönetiminden alınan bilgilere göre, alacak gün sayıları satışın kamu veya özel sektöre yapılmasına bağlı olarak değişiklik göstermektedir. **Bu nedenle, alacak gün sayısının hesaplanmasında müşteri listesi ve satışların kanal bazında (kamu ve özel) kırılımları tarafımıza sağlanmış olup hesaplamalar bu kanallar bazında gerçekleştirilmiştir.**
- İntron'un projeksiyon döneminde kamudan **ticari alacak gün sayısının ortalama 90 gün** olması beklenmektedir.
- İntron'un projeksiyon döneminde özel sektörden **ticari alacak gün sayısının ortalama 120 gün** olması beklenmektedir.
- Projeksiyon dönemi boyunca **stok devir gün sayısının ortalama 30 gün** olması beklenmektedir.
- Ticari borçların projeksiyon döneminde **ortalama ödeme süresinin 90 gün** olması beklenmektedir.

İndirgenmiş Nakit Akımları

30.06.2025 itibarıyla İntron'un toplam düzeltilmiş hisse değeri Gelir Yaklaşımı'na göre **4,807mr TL** olarak tahmin edilmektedir.



Gelir Yaklaşımı

(m TL)	MY22	MY23	MY24	6A25	S6A25	MY25	MY26	MY27	MY28	MY29	MY30	>MY30
Net Satışlar	487	447	2.371	955	1.826	2.781	3.343	3.928	4.481	5.051	5.669	6.349
Değişim (%)		(%8,2)	%430,3				%20,2	%17,5	%14,1	%12,7	%12,2	%12,0
Satışların Maliyeti (-)	(429)	(392)	(2.056)	(611)	(1.222)	(1.832)	(2.343)	(2.753)	(3.141)	(3.540)	(3.973)	(4.450)
Brüt Kar	59	55	315	345	604	949	1.000	1.175	1.340	1.511	1.696	1.899
Brüt Kar Marjı (%)	%12,0	%12,3	%13,3	%36,1	%33,1	%34,1	%29,9	%29,9	%29,9	%29,9	%29,9	%29,9
Faaliyet Giderleri (-)	(15)	(27)	(90)	(31)	(113)	(144)	(175)	(206)	(235)	(265)	(297)	(333)
FAVÖK	44	28	225	313	491	805	825	969	1.105	1.246	1.399	1.566
FAVÖK Marjı (%)	%9,0	%6,3	%9,5	%32,8	%26,9	%28,9	%24,7	%24,7	%24,7	%24,7	%24,7	%24,7
Amortisman (-)					(31)		(67)	(58)	(54)	(74)	(90)	(127)
FVÖK					461		757	911	1.052	1.172	1.308	1.439
FVÖK Marjı (%)					%25,2		%22,7	%23,2	%23,5	%23,2	%23,1	%22,7
Vergi					(33)		(10)	(17)	(22)	(22)	(23)	(26)
Amortisman (+)					31		67	58	54	74	90	127
Operasyonel Nakit Akımı					458		815	952	1.083	1.224	1.376	1.541
NİS Değişimi					(238)		(95)	(106)	(100)	(104)	(112)	(124)
Yatırım Harcamaları (-)					(34)		(67)	(79)	(90)	(101)	(113)	(127)
Serbest Nakit Akımı					186		653	767	893	1.020	1.150	1.290
AOSM					%40,8		%31,0	%27,8	%26,6	%26,1	%26,1	%26,1
İskonto Faktörü					0,92		0,74	0,57	0,45	0,35	0,28	0,28
İndirgenmiş Nakit Akımları					171		481	437	399	361	323	2.564

(m TL)	30.06.2025
İndirgenmiş Nakit Akımları	2.171
Devam Eden Dönem	2.564
Şirket Değeri	4.735
Düz. Net Nakit / (Borç)	71
Hisse Değeri	4.806
Düzeltilmeler	1
Düzeltilmiş Hisse Değeri	4.807

1 Operasyonel Olmayan Varlıklar 1

1 İntron Yönetiminden alınan bilgilere göre, maddi duran varlıklar içerisinde operasyonel olmayan bazı kalemler bulunmaktadır. Bunlar, daha önce kurulmuş olan bir restorana ait varlıklar ile kullanılmayan taşıt lastikleridir. Gelir Yaklaşımı kapsamında yapılan amortisman hesaplamasında bu varlıklar dikkate alınmamıştır.

Devam Eden Dönem

Devam eden değerin **2,564mr TL** seviyesinde olacağı öngörülmektedir.



Gelir Yaklaşımı

	(m TL)	>MY30
1	Net Satışlar	6.349
	Büyüme (%)	%12,0
	SMM	(4.450)
	Brüt Kar	1.899
	BKM (%)	%29,9
	Faaliyet Giderleri	(333)
	FAVÖK	1.566
2	FAVÖK Marjı (%)	%24,7
	Amortisman (-)	(127)
	FVÖK	1.439
	FVÖK Marjı (%)	%22,7
	Vergi	(26)
	Amortisman (+)	127
	Operasyonel Nakit Akımı	1.541
3	Δ NİS	(124)
4	Yatırım Harcamaları	(127)
	Serbest Nakit Akımı	1.290
	AOSM	%26,1
	İskonto Faktörü	0,28
	İndirgenmiş Nakit Akımları	2.564

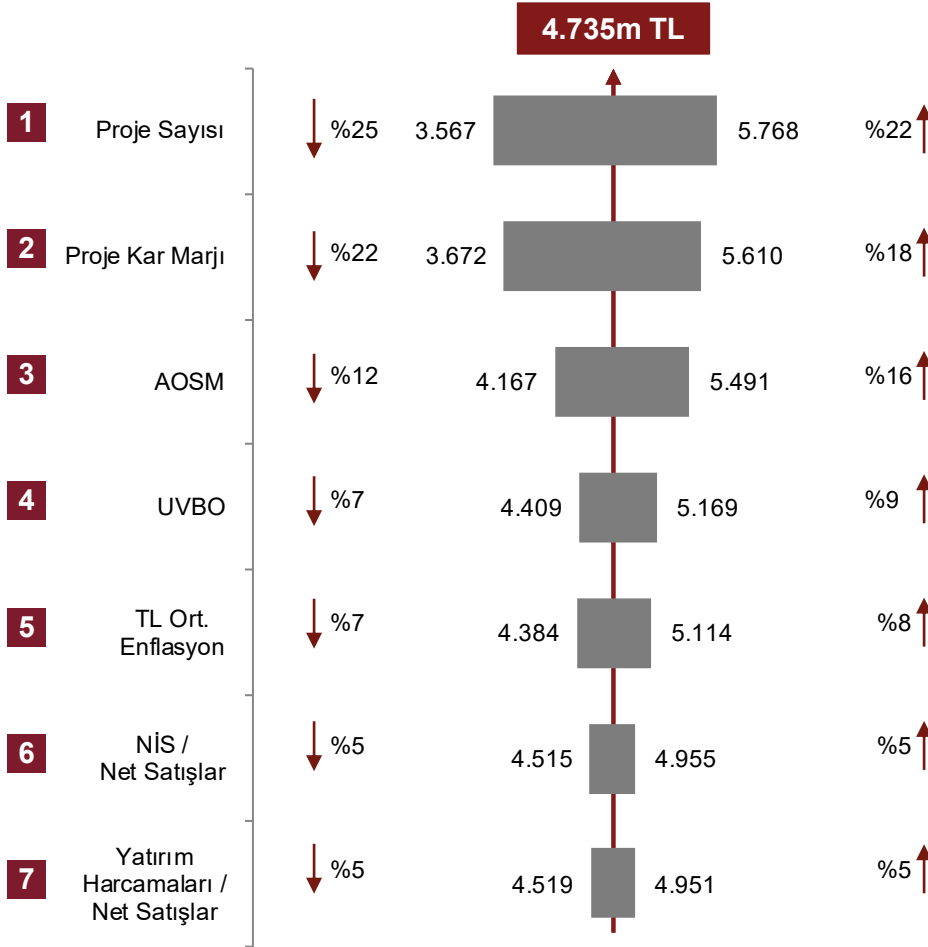
- 1 Net Satışların** projeksiyon döneminde reel olarak aynı seviyede (enflasyona paralel) kalacağı öngörülmüştür.
- 2 FAVÖK Marjının** projeksiyon döneminin son yılının ortalaması ile paralel şekilde **%24,7** olması beklenmektedir.
- 3 NİS / Net Satışlar** oranının 2030 yılında tahmin edilen **%18,2** seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir.
- 4 Yatırım Harcamalarının** devam eden dönemde 2030 yılında tahmin edilen **%2** seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir.

Duyarlılık Analizi

Gelir Yaklaşımı kapsamında uygulanan duyarlılık analizi dikkate alındığında, İntron'un Şirket Değeri **3,6mr TL** ile **5,8mr TL** aralığında tahmin edilmektedir.



Gelir Yaklaşımı



Duyarlılık analizi, aşağıda açıklanan anahtar parametrelerle ilgili olarak gelir yaklaşımında kullanılan varsayımların değiştirilmesiyle gerçekleştirilmiştir:

- 1 Proje Sayısı:** Projeksiyon döneminde tahmin edilen baz duruma göre **10 adet** yüksek veya düşük gerçekleşmesi,
- 2 Proje Kar Marjı:** Projeksiyon döneminde tahmin edilen baz duruma göre **200 baz puan** yüksek veya düşük gerçekleşmesi,
- 3 AOSM:** **200 baz puan** yüksek veya düşük gerçekleşmesi,
- 4 UVBO:** **200 baz puan** yüksek veya düşük gerçekleşmesi,
- 5 TL Ort. Enflasyon:** **200 baz puan** yüksek veya düşük gerçekleşmesi,
- 6 NİS / Net Satışlar:** Projeksiyon döneminde tahmin edilen baz duruma göre **500 baz puan** yüksek veya düşük gerçekleşmesi,
- 7 Yatırım Harcamaları / Net Satışlar:** Projeksiyon döneminde tahmin edilen baz duruma göre **100 baz puan** yüksek veya düşük gerçekleşmesi,

Net Nakit / Borç

30.06.2025 itibarıyla ARD'nin düzeltilmiş net borcu **71m TL** olarak hesaplanmıştır.



Gelir
Yaklaşımı

(m TL)	30.06.2025
1 Nakit ve Nakit Benzerleri	90
2 Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	(13)
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	(6)
Raporlanmış Net Nakit / (Borç)	71
Diğer Dönen Varlıklar	0
Diğer Duran Varlıklar	0
3 Ortaklara Borçlar	(4)
4 Diğer Çeşitli Borçlar	3
Düzeltilmeler	(1)
Düzeltilmiş Net Nakit / (Borç)	71

- 1** İntron'un 30.06.2025 tarihli finansal kayıtlarında **90m TL nakit ve nakit benzeri** bakiyesi bulunmaktadır.
- 2** İntron'un 30.06.2025 itibarıyla toplam **finansal banka borçları 19m TL**'dir.
- 3** **Ortaklara Borçlar** mevcut şirket ortağına olan borçlardan oluşmakta olup tamamı net nakit/ (borç) analizinde dikkate alınmıştır.
- 4** **Diğer Çeşitli Borçlarda** kredi kartı borçları net işletme sermayesi içerisine eklenmiş net borç olarak sınıflandırılmamıştır. Bunun dışında kıdem tazminatı karşılıkları net borca eklenmiştir.

Karşılaştırılabilir Şirketler (1/2)

Yapılan karşılaştırılabilir şirket analizi sonucunda uygun olduğu düşünülen Düzeltilmiş ŞD/FAVÖK çarpanının **8,8x** ile **9,7x** aralığında olduğu tahmin edilmiştir.



PY - KŞ

Seçilen Karşılaştırılabilir Şirketler¹

Şirket İsmi	Ülke	Şirket Değeri (m \$ / m TL) ²				Düz. FAVÖK (m \$ / m TL)			
		MY22	MY23	MY24	MY25	MY22	MY23	MY24	MY25 ³
Penta Teknoloji Ürünleri Dağ. Tic. A.Ş.	Türkiye	20.169	9.424	6.046	6.190	556	990	1.019	1.097
TietoEVRY Oyj	Finlandiya	3.738	3.783	3.214	3.107	379	360	315	323
Bravura Solutions Limited	Avustralya	211	157	345	620	11	(8)	27	71
Atea ASA	Norveç	1.334	1.411	1.463	1.672	143	147	126	148
Kyndryl Holdings, Inc.	ABD	4.733	6.278	8.752	11.221	544	941	972	1.299
All for One Group SE	Almanya	292	283	344	376	33	37	41	42

Şirket İsmi	Ülke	FAVÖK Marjı (%)				Düz. ŞD / FAVÖK ⁴ (x)			
		MY22	MY23	MY24	MY25	MY22	MY23	MY24	MY25
Penta Teknoloji Ürünleri Dağ. Tic. A.Ş.	Türkiye	%6	%5	%4	%4	u.d.	9,5x	5,9x	5,6x
TietoEVRY Oyj	Finlandiya	%16	%15	%15	%14	9,9x	10,5x	10,2x	9,6x
Bravura Solutions Limited	Avustralya	%18	%14	%7	%9	u.d.	u.d.	12,8x	8,8x
Atea ASA	Norveç	%24	%18	%13	%10	9,3x	9,6x	11,6x	11,3x
Kyndryl Holdings, Inc.	ABD	%12	%11	%11	%10	8,7x	6,7x	9,0x	8,6x
All for One Group SE	Almanya	%14	%11	%12	%11	8,8x	7,7x	8,5x	8,8x
Ortalama						9,2x	8,8x	9,7x	8,8x

Düşük

Ortalama

Yüksek

Piyasa Yaklaşımı kapsamında, İtron ile benzer sektörlerde faaliyet gösteren halka açık şirketler analize dahil edilmiştir. Benzer şirketler analiz edilirken iş modelleri, marj seviyeleri, coğrafi konumları, piyasa değeri büyüklükleri incelenmiştir. Karşılaştırılabilir şirketler analizi kapsamında **Düz. ŞD/FAVÖK** çarpanları belirlenirken, **MY22-6A25** dönemlerine ait veriler dikkate alınmıştır.

(1) Türkiye'de halka açık şirketlerin finansal verileri m TL cinsinden gösterilmektedir.

(2) Piyasa değerleri ilgili yılların son 6 aylık ortalamaları üzerinden dikkate alınmıştır.

(3) MY25 dönemine ait FAVÖK belirlenirken 30.06.2025 itibarıyla son 12 ay dikkate alınmıştır.

(4) ŞD/FAVÖK çarpan değerleri için 5x ile 15x aralığı dışında kalan değerler uç değerler olarak değerlendirilmiş olup uç değer (u.d.) olarak dikkate alınmamıştır.

Karşılaştırılabilir Şirketler (2/2)

Karşılaştırılabilir Şirketler analizi kapsamında İtron'un şirket değeri **7,009mr TL** olarak tahmin edilmektedir. İtron'un net nakit/(borç)'u dikkate alındığında hisse değeri Karşılaştırılabilir Şirketler analizine göre **7,081mr TL** olarak tahmin edilmektedir.



PY - KŞ

Değerleme Sonuçları (m TL)

	Düşük	Ortalama	Yüksek
(m TL)	Düşük	Baz	Yüksek
İndirgenmiş FAVÖK (MY25) ¹	770	770	770
Düz. ŞD / FAVÖK (x)	8,8x	9,1x	9,7x
Şirket Değeri	6.773	7.009	7.435

(m TL)	Düşük	Baz	Yüksek
Şirket Değeri	6.773	7.009	7.435
Düz. Net Nakit / (Borç)	71	71	71
Hisse Değeri	6.843	7.080	7.506
Düzeltilmeler	1	1	1
Düzeltilmiş Hisse Değeri	6.844	7.081	7.507

(m TL)	6A25	S6A25	MY25
FAVÖK	313	491	805
İndirgeme Oranı		0,93	
İndirgenmiş FAVÖK	313	456	770
İndirgenmiş FAVÖK (MY25)	770		

- Tarafımıza sağlanan VUK bazlı yönetim raporlamaları kapsamında İtron'un 2025 yılının ilk 6 aylık dönemine ilişkin düzeltilmiş FAVÖK tutarının **313m TL** olduğu anlaşılmıştır.
- İtron Yönetimi tarafından sağlanan bütçe ve iş planları kullanılarak Gelir Yaklaşımı kapsamında gerçekleştirilen tahminler neticesinde 2025 yılında toplam **805m TL** FAVÖK seviyesine ulaşılacağı öngörülmüştür.
- Piyasa Yaklaşımı kapsamında Düzeltilmiş ŞD/FAVÖK çarpanı İtron'un 2025 yılı için tahmin edilen FAVÖK tutarına uygulanmıştır. Bu çerçevede İtron'un 2025 yılının ikinci yarısında elde edeceği tahmini FAVÖK tutarı enflasyon beklentisi ile birlikte 30.06.2025 tarihi itibarıyla **reel** hale getirilmiştir.
- 2025 yılına ait FAVÖK seviyesinin çarpanların uygulanması için daha anlamlı bir baz olduğu düşünülmektedir. Bu kapsamda Karşılaştırılabilir Şirketler analizi sonucunda elde edilen çarpanlar 2025 yılına ait indirgenmiş FAVÖK tutarına uygulanmıştır.
- Yapılan hesaplama sonucunda elde edilen şirket değerinden net nakit/(borç) düşülerek hisse değerine ulaşılmıştır.

(1) İlgili FAVÖK tutarı 2025 yılı son 6 aylık FAVÖK tutarının ortama TL enflasyon beklentisi varsayımı dikkate alınarak 30.06.2025 itibarıyla reel hale getirilmesi ile elde edilmiştir.

Kaynak: CapIQ, PwC Analizi

ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş.

PwC

Karşılaştırılabilir İşlemler (1/2)



PY - KI

Karşılaştırılabilir işlemler analizi kapsamında **ŞD/FAVÖK** çarpanı, **2020 - 2025** yılları arasında gerçekleşen işlemlerin ortalaması dikkate alınarak bulunmuştur. Yapılan karşılaştırılabilir işlemler analizi sonucunda, ŞD/FAVÖK çarpanının **6,8x** ile **13,1x** aralığında olduğu tahmin edilmiştir.

Seçilen Karşılaştırılabilir İşlemler

Hedef Şirket	Ülke	Satın Alan Şirket	İşlem Yılı	Pay	Şirket Değeri (m \$)	FAVÖK (m \$)	ŞD/FAVÖK	
NTT DATA Group Corporation	Japonya	Nippon Telegraph and Telephone	2025	%24,0	62.033	4.730	13,1x	Yüksek
SNP Schneider-Neureither	Almanya	Carlyle Beratungs GmbH	2024	%100,0	503	40	12,6x	
E & M Computing Ltd.	İsrail	First Israel Mezzanine Investors	2021	%62,5	264	30	8,9x	
Sygnity S.A.	Polonya	TSS Europe B.V.	2022	%72,7	65	10	6,8x	Düşük
R Systems International Limited	Hindistan	BCP Asia II Topco II Pte. Ltd.	2022	%51,7	314	26	12,0x	
Advanced Information Technology	Tayland	Turnkey Communication Services	2023	%16,6	256	27	9,6x	
E-Guardian Inc.	Japonya	CHANGE Holdings, Inc.	2023	%41,6	181	15	12,1x	
Advanced Information Technology	Tayland	Turnkey Communication Services	2025	%10,0	185	26	7,1x	
Ortalama							10,3x	Ortalama

Karşılaştırılabilir işlemler analizi kapsamında **bilgi teknolojileri hizmetleri, yazılım geliştirme ve ilgili donanım satışları alanında faaliyet gösteren**, satın alım işlemine konu olmuş hedef şirketler dikkate alınmıştır. Karşılaştırılabilir işlemler analizi kapsamında **ŞD/FAVÖK** çarpanı, **2020 - 2025** yılları arasında gerçekleşen işlemlerin ortalaması dikkate alınarak bulunmuştur. 2020 ve öncesindeki yıllarda karşılaştırılabilir işlemler değişen sektör dinamikleri göz önünde bulundurulduğunda karşılaştırılabilir işlemler analizi kapsamında dikkate alınmamıştır.

Araştırma sonucunda uygun örneklem seti, yurt dışı menşeli hedef şirketlere ilişkin işlemler olmuştur. Birleşme ve Satın Alma kapsamında gerçekleşmiş işlemler arasında hedef şirketin Türkiye merkezli olduğu ve İntron ile yeterli benzerlik gösteren, anlamlı bir karşılaştırma imkânı sunan örnekler bulunmamaktadır. Türkiye bazı şirketleri de içerecek şekilde işlem çarpanlarının kısıtlılığı dikkate alınarak, söz konusu analiz değerlendirme çalışmasında ağırlıklandırılmamıştır.

Karşılaştırılabilir İşlemler (2/2)



PY - KI

Karşılaştırılabilir İşlemler analizi kapsamında İntron'un şirket değeri **7,909mr TL** olarak tahmin edilmektedir. İntron'un net nakit/(borç)'u dikkate alındığında hisse değeri Karşılaştırılabilir İşlemler analizine göre **7,981mr TL** olarak tahmin edilmektedir. Karşılaştırılabilir İşlemler sonuçları Birleşecek Şirketler'in makul değerlerinin tahmin edilmesinde dikkate alınmamaktadır.

Değerleme Sonuçları (m TL)

	Düşük	Ortalama	Yüksek
(m TL)	Düşük	Baz	Yüksek
İndirgenmiş FAVÖK (MY25) ¹	770	770	770
Düz. ŞD / FAVÖK (x)	6,8x	10,3x	13,1x
Şirket Değeri	5.214	7.909	10.097

(m TL)	Düşük	Baz	Yüksek
Şirket Değeri	5.214	7.909	10.097
Düz. Net Nakit / (Borç)	71	71	71
Hisse Değeri	5.284	7.980	10.167
Düzeltilmeler	1	1	1
Düzeltilmiş Hisse Değeri	5.285	7.981	10.168

(m TL)	6A25	S6A25	MY25
FAVÖK	313	491	805
İndirgeme Oranı		0,93	
İndirgenmiş FAVÖK	313	456	770
İndirgenmiş FAVÖK (MY25)	770		

- Tarafımıza sağlanan VUK bazlı yönetim raporlamaları kapsamında İntron'un 2025 yılının ilk 6 aylık dönemine ilişkin düzeltilmiş FAVÖK tutarının **313m TL** olduğu anlaşılmıştır.
- İntron Yönetimi tarafından sağlanan bütçe ve iş planları kullanılarak Gelir Yaklaşımı kapsamında gerçekleştirilen tahminler neticesinde 2025 yılında toplam **805m TL** FAVÖK seviyesine ulaşılacağı öngörülmüştür.
- Piyasa Yaklaşımı kapsamında Düzeltilmiş ŞD/FAVÖK çarpanı İntron'un 2025 yılı için tahmin edilen FAVÖK tutarına uygulanmıştır. Bu çerçevede İntron'un 2025 yılının ikinci yarısında elde edeceği tahmini FAVÖK tutarı enflasyon beklentisi ile birlikte 30.06.2025 tarihi itibarıyla **reel** hale getirilmiştir.
- 2025 yılına ait FAVÖK seviyesinin çarpanların uygulanması için daha anlamlı bir baz olduğu düşünülmektedir. Bu kapsamda Karşılaştırılabilir İşlemler analizi sonucunda elde edilen çarpanlar 2025 yılına ait indirgenmiş FAVÖK tutarına uygulanmıştır.
- Yapılan hesaplama sonucunda elde edilen şirket değerinden net nakit/(borç) düşülerek hisse değerine ulaşılmıştır.

(1) İlgili FAVÖK tutarı 2025 yılı son 6 aylık FAVÖK tutarının ortama TL enflasyon beklentisi varsayımı dikkate alınarak 30.06.2025 itibarıyla reel hale getirilmesi ile elde edilmiştir.

Kaynak: CapIQ, PwC Analizi

ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş.

PwC

Borsa Yaklaşımı



Borsa
Yaklaşımı

İntron'un hisselerinin borsada işlem görmemesi sebebiyle Karşılaştırılabilir Şirketler analizi sonuçları dikkate alınarak İntron için Borsa Yaklaşımı'na göre hisse değeri tahmini gerçekleştirilmiştir. Yapılan analizler sonucunda İntron'un Borsa Yaklaşımı'na göre hisse değeri **4,810mr TL** olarak tahmin edilmiştir. Borsa Yaklaşımı sonuçları Birleşecek Şirketler'in makul değerlerinin tahmin edilmesinde dikkate alınmamaktadır.

Borsa Değeri (m TL)

	Birleşecek Şirketler	Karşılaştırılabilir Şirketler	
	ŞD / FAVÖK (x)	ŞD / FAVÖK (x)	
	MY22-MY25 Ortalama	MY22-MY25 Ortalama	İskonto Oranı
ARD	4,8x	7,1x	%32

(m TL)	6A25	S6A25	MY25
FAVÖK	313	491	805
İndirgeme Oranı		0,93	
İndirgenmiş FAVÖK	313	456	770
İndirgenmiş FAVÖK (MY25) ¹			770
Karşılaştırılabilir Şirketler - ŞD / FAVÖK Ort. (x)		A	9,1x
İskonto Oranı		B	%32
İskontolanmış ŞD / FAVÖK Ort.	A × [1 - B]		6,2x
Şirket Değeri			4.739
Düz. Net Nakit / (Borç)			71
Hisse Değeri			4.810

İntron halka açık olmamasına rağmen kullanılan değerleme yöntemleri arasında bir tutarlılık olması açısından Borsa Yaklaşımı kapsamında İntron için değer tahmini yapılmıştır.

İntron'un tahmini borsa değerinin hesaplaması için, halka açık olan ARD'nin borsa değeri baz alınarak hesaplanan piyasa çarpanı ile karşılaştırılabilir şirketlerden elde edilen çarpan karşılaştırılmıştır. Bu çarpanların birbirlerine olan oranları Piyasa Yaklaşımı'ndan elde edilen değer ile Borsa Değeri arasındaki **iskonto oranı** olarak dikkate alınmıştır. ARD'nin iskonto oranı, İntron için Piyasa Yaklaşımı ile karşılaştırılabilir şirketlerden elde edilen çarpana uygulanarak İntron için tahmini Borsa Değeri hesaplanmıştır.

Belirtilen hesaplama yönteminin Birleşecek Şirketler için uygulanması ile iskonto oranı **%32** olarak hesaplanmıştır. İskonto oranı İntron'un karşılaştırılabilir şirketlerden elde edilen ŞD/FAVÖK çarpanına uygulanarak tahmini hisse değeri Borsa Yaklaşımı kapsamında **4,810mr TL** olarak hesaplanmıştır.

Borsa Yaklaşımı, ARD için direkt olarak kullanılabilirken İntron için ancak dolaylı olarak uygulanabilmektedir. Her iki şirkete de uygulanamayan bir yöntem oluşturduğu gerekçesiyle tarafımızca ağırlıklandırılmamıştır. Birleşme çalışmalarında ilgili şirketlere seçili yöntemlerin aynı oranda dahil edilmesi elzemdir. Sadece halka açık ve borsa değeri oluşan ARD olduğundan Borsa Yaklaşımı'na ağırlık verilmemiştir.

(1) İlgili FAVÖK tutarı 2025 yılı son 6 aylık FAVÖK tutarının ortama TL enflasyon beklentisi varsayımı dikkate alınarak 30.06.2025 itibarıyla reel hale getirilmesi ile elde edilmiştir.

Kaynak: Bloomberg, CapIQ, PwC Analizi

ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş.

PwC

Net Varlık Yaklaşımı

Net Varlık Yaklaşımı kapsamında İntron'un hisse değeri **507m TL** olarak tahmin edilmiştir.



Net Varlık
Yaklaşımı

Düzeltilmiş Defter Değeri (m TL)

(m TL)	30.06.2025	Düzeltilme	30.06.2025
Nakit ve Nakit benzerleri	90		90
Ticari Alacaklar	619		619
Stoklar	84		84
Peşin Ödenmiş Giderler	1		1
Diğer Dönen Varlıklar	2		2
Dönen Varlıklar	797		797
1 Maddi Duran Varlıklar	6	(1)	6
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	159		159
Peşin Ödenmiş Giderler (UV)	0		0
1 Diğer Duran Varlıklar	-	1	1
Duran Varlıklar	165	-	165
Toplam Varlıklar	963	-	963
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	12		12
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yük.	2		2
Ticari Borçlar	415		415
Çalışanlara Sağlanan Fayd. İliş. Karş.	2		2
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	18		18
Kısa Vadeli Yükümlülükler	448		448
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	4		4
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yük.	2		2
Kıdem Tazminatı Karşılığı	1		1
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	1		1
Uzun Vadeli Yükümlülükler	8		8
Toplam Yükümlülükler	455		455
Toplam Özkaynaklar	507		507
Toplam Özkaynaklar ve Yükümlülükler	963		963

İntron'un Net Varlık Yaklaşımı'na göre hisse değerinin tahmin edilmesi kapsamında 30 Haziran 2025 tarihli TFRS esas alınarak hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmiş mali tablolarından elde edilen özkaynaklar tutarı dikkate alınmıştır.

İntron için Net Varlık Yaklaşımı kapsamında dikkate alınan düzeltmeleri aşağıdaki gibidir:

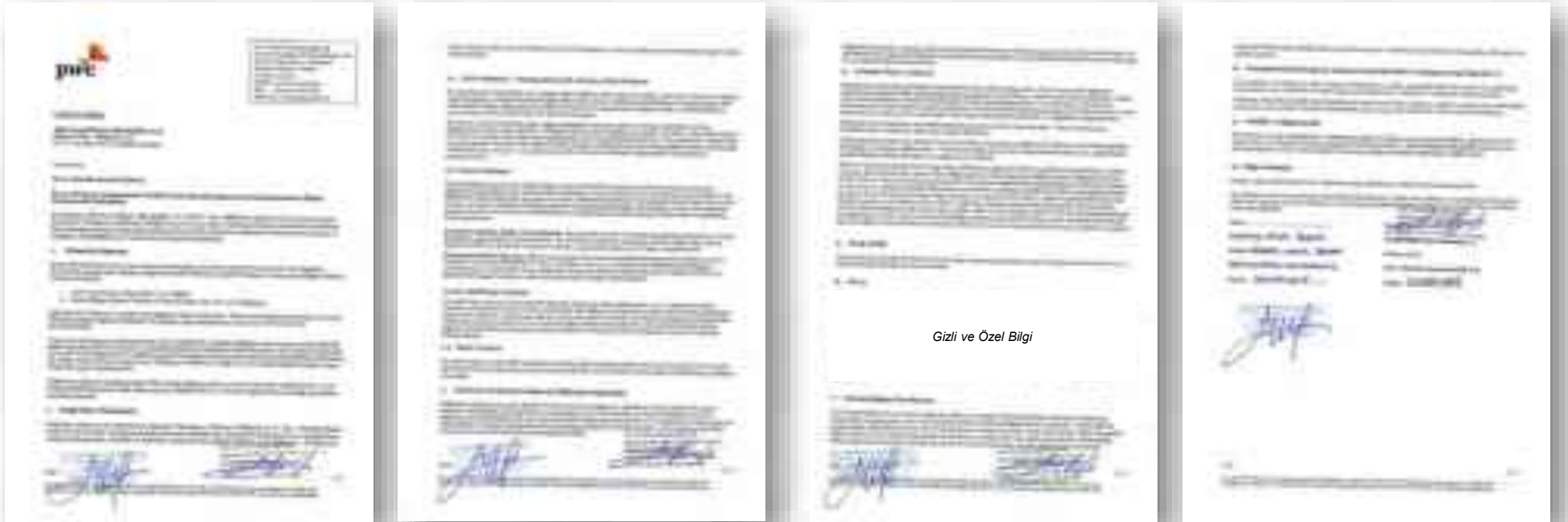
- 30.06.2025 tarihi bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarda maddi duran varlıklar hesabından bulunan, **operasyonel olmayan ve makul sabit kıymetler diğer varlıklar** içerisinde dikkate alınmıştır.



Ekler

1	Sözleşme	104
2	AOSM	106
3	Bilgi Kaynakları	110
4	Kısaltmalar	112

Sözleşme



Anlaşma Genel Şartları



AOSM

ARD

Ülke risk primine yüksek oranda bağlı olan AOSM'nin önümüzdeki dönemler için Türkiye risksiz faiz oranının düşmesi beklentilerinden dolayı, **%37,2**'dan **%22,4** seviyesine inmesi beklenmektedir.

Formül	Parametre	2Y25	MY26	MY27	MY28	MY29	MY30	DED
a	Risksiz Faiz Oranı	%30,7	%20,9	%17,7	%16,5	%15,9	%15,9	%15,9
b	Varlık Betası	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90
c	Borç/Sermaye Oranı	%25,0	%25,0	%25,0	%25,0	%25,0	%25,0	%25,0
$d=(1/(1+1/c))$	Hedef Kaldıraç Oranı	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0
$e=b*(1+c*(1-k))$	Sermaye Betası	1,13	1,13	1,13	1,13	1,13	1,13	1,13
f	Piyasa Risk primi	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5
g	Ek Risk/İş Primi	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0
$h=a+e*f+g$	Sermaye Maliyeti	%38,1	%28,2	%25,0	%23,8	%23,3	%23,3	%23,3
j	Kurumlar Vergisi Oranı	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0
k	Borç Primi	%3,0	%3,0	%3,0	%3,0	%3,0	%3,0	%3,0
$m=(a+k)*(1-j)$	Borç Maliyeti	%33,7	%23,9	%20,7	%19,5	%18,9	%18,9	%18,9
$n=m*d+h*(1-d)$	AOSM	%37,2	%27,4	%24,1	%22,9	%22,4	%22,4	%22,4

Formül	Açıklamalar
a	ABD RFO + Ülke Risk Primi (20 yıllık bono farkı) + Enflasyon Farkı
b	Miller-Modigliani formülü: Varlık Betası = Sermaye Betası / (1 + B/S*(1-vergi))
c	Karşılaştırılabilir şirketlerin B/S oranları
$d=(1/(1+1/c))$	Kaldıraç Oranı: Borç/(Borç+Sermaye)
$e=b*(1+c*(1-k))$	Sermaye Betası: Varlık Betası x (1+B/S*(1 - Vergi Oranı))
f	PwC analizine dayalı olarak %6,5 olarak tahmin edilmiştir.
g	Ek Risk/İş Primi dikkate alınmamıştır.
$h=a+e*f+g$	Sermaye Maliyeti: (RFO)+Beta*PRP
j	Vergi teşvik uygulamaları kapsamında kurumlar vergisi %0 olarak dikkate alınmıştır.
k	Borç primi, ARD Yönetimi ile tartışılarak tahminlenmiştir.
$m=(a+k)*(1-j)$	Borç Maliyeti: (RFO+Borç Primi)*(1-Vergi Oranı)
$n=m*d+h*(1-d)$	AOSM: [(Sermaye Maliyeti*(1-B/(B+S) Oranı)+[Borç Maliyeti*(B/(B+S) Oranı)]

Beta ARD

ARD'nin varlık betası, karşılaştırılabilir şirketler dikkate alındığında **0,90** olarak tahmin edilmektedir.

	Şirket Adı	Ülke	Sermaye Betası	5 yıllık Ort. B/S Oranı (%)	Vergi Oranı (%)	Varlık Betası
Türkiye	Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Türkiye	0,77	%4	%25	0,75
	VBT Yazılım Anonim Şirketi	Türkiye	1,28	%11	%25	1,18
	Kafein Yazılım Hizmetleri Ticaret A.Ş.	Türkiye	0,88	%2	%25	0,86
	Smartiks Yazılım A.Ş.	Türkiye	1,26	%6	%25	1,20
Global	TELUS International (Cda) Inc.	Kanada	0,95	%80	%27	0,60
	All for One Group SE	Almanya	1,09	%47	%30	0,82
Ortalama				%25,0		0,90

AOSM

Intron

Ülke risk primine yüksek oranda bağlı olan AOSM'nin önümüzdeki dönemler için Türkiye risksiz faiz oranının düşmesi beklentilerinden dolayı, **%40,8'den %26,1** seviyesine inmesi beklenmektedir.

Formül	Parametre	2Y25	MY26	MY27	MY28	MY29	MY30	DED
a	Risksiz Faiz Oranı	%30,7	%20,9	%17,7	%16,5	%15,9	%15,9	%15,9
b	Varlık Betası	0,91	0,91	0,91	0,91	0,91	0,91	0,91
c	Borç/Sermaye Oranı	%35,3	%35,3	%35,3	%35,3	%35,3	%35,3	%35,3
$d=(1/(1+1/c))$	Hedef Kaldıraç Oranı	%26,1	%26,1	%26,1	%26,1	%26,1	%26,1	%26,1
$e=b*(1+c*(1-k))$	Sermaye Betası	1,22	1,22	1,22	1,22	1,22	1,22	1,22
f	Piyasa Risk primi	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5
g	Ek Risk/İş Primi	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0
$h=a+e*f+g$	Sermaye Maliyeti	%43,6	%33,8	%30,6	%29,4	%28,9	%28,9	%28,9
j	Kurumlar Vergisi Oranı	%3,0	%3,0	%3,0	%3,0	%3,0	%3,0	%3,0
k	Borç Primi	%3,0	%3,0	%3,0	%3,0	%3,0	%3,0	%3,0
$m=(a+k)*(1-j)$	Borç Maliyeti	%32,7	%23,2	%20,0	%18,9	%18,4	%18,4	%18,4
$n=m*d+h*(1-d)$	AOSM	%40,8	%31,0	%27,8	%26,6	%26,1	%26,1	%26,1

Formül	Açıklamalar
a	ABD RFO + Ülke Risk Primi (20 yıllık bono farkı) + Enflasyon Farkı
b	Miller-Modigliani formülü: Varlık Betası = Sermaye Betası / (1 + B/S*(1-vergi))
c	Karşılaştırılabilir şirketlerin B/S oranları
$d=(1/(1+1/c))$	Kaldıraç Oranı: Borç/(Borç+Sermaye)
$e=b*(1+c*(1-k))$	Sermaye Betası: Varlık Betası x (1+B/S*(1 - Vergi Oranı))
f	PwC analizine dayalı olarak %6,5 olarak tahmin edilmiştir.
g	PwC analizine dayalı olarak %5 olarak tahmin edilmiştir.
$h=a+e*f+g$	Sermaye Maliyeti: (RFO)+Beta*PRP
j	Efektif kurumlar vergisi %3 olarak dikkate alınmıştır.
k	Borç primi, Intron Yönetimi ile tartışılarak tahminlenmiştir.
$m=(a+k)*(1-j)$	Borç Maliyeti: (RFO+Borç Primi)*(1-Vergi Oranı)
$n=m*d+h*(1-d)$	AOSM: [(Sermaye Maliyeti*(1-B/(B+S) Oranı)+[Borç Maliyeti*(B/(B+S) Oranı)]

1 Geçmiş dönemdeki ve Intron Yönetiminin sağlamış olduğu iş planındaki satış büyümeleri dikkate alındığında **%5** oranındaki ek risk/iş primi dikkate alınması uygun bulunmuştur.

Beta Intron

Intron'un varlık betası, karşılaştırılabilir şirketler dikkate alındığında **0,91** olarak tahmin edilmektedir.

	Şirket Adı	Ülke	Sermaye Betası	5 yıllık Ort. B/S Oranı (%)	Vergi Oranı (%)	Varlık Betası
Tr	Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım Tic. A.Ş.	Türkiye	0,91	%10	%25	0,85
Global	TietoEVERY Oyj	Finlandiya	1,11	%42	%20	0,83
	Bravura Solutions Limited	Avustralya	0,80	%6	%30	0,76
	Atea ASA	Norveç	1,25	%15	%25	1,13
	Kyndryl Holdings, Inc.	ABD	1,80	%92	%21	1,05
	All for One Group SE	Almanya	1,09	%47	%30	0,82
Ortalama				%35,3		0,91

Bilgi Kaynakları (1/2)

Bilgiler	Açıklama
Mali Tablolar	• ARD için, 31.12.2021 – 31.12.2024 dönemleri ile 30.06.2025 ara dönemine ilişkin, VUK hükümleri uyarınca hazırlanmış mali tabloları ve bağımsız denetimden geçmiş TFRS'ye uygun konsolide mali tabloları • Intron için, 31.12.2020 – 31.12.2024 dönemleri ile 30.06.2025 ara dönemine ilişkin, VUK hükümleri uyarınca hazırlanmış mali tabloları ve bağımsız denetimden geçmiş TFRS'ye uygun mali tabloları • ARD ve Intron için 31.12.2021 – 31.12.2024 dönemleri ile 30.06.2025 ara dönemine ilişkin VUK bazlı yönetim raporları • ARD ve Intron için 31.07.2025 ve 31.08.2025 tarihleri itibarıyla hazırlanmış VUK bazlı taslak yönetim raporlamaları • ARD'nin yurt içinde bulunan bağlı ortaklıkları ve iştirakleri (Açılımsoft, Dallmeier, Signum, Argedor, Oxivo Grup ve Javtech) için VUK hükümleri uyarınca hazırlanmış mali tablolar • ARD'nin yurt dışında bulunan bağlı ortaklıklarından Ardtech Info için ilgili ülkenin yasal mevzuatları çerçevesinde hazırlanmış kısıtlı bir bilanço
İş Planları	• ARD ve Intron Yönetimleri tarafından hazırlanmış, 2025-2030 dönemlerini kapsayan, satış, maliyet, proje sayısı ve yatırım harcaması bilgilerini içeren iş planları
Kurumlar Vergisi Beyannameleri	• ARD ve Intron için 2021, 2022, 2023, 2024 yıllarına ve 2025 ilk dönemine ilişkin Kurumlar Vergisi Beyannameleri
Diğer Temel Bilgiler	• ARD ve Intron'un ortaklık yapısı • ARD ve Intron için tanıcı sunumlar, anlatım dokümanları • ARD ve Intron için Ar-Ge ile detay yatırım harcamaları, teşviklere ilişkin belgeler • ARD özelindeki tarihsel gelişmeler ve güncel durum • ARD'nin faaliyet raporları ve yatırımcı sunumları • ARD için 2024 yılına ait tam tasdik raporu • ARD'nin arsa tapu senetleri • ARD'nin bağlı ortaklık ve iştiraklere ilişkin ek bilgiler, değerlendirme raporları • ARD ve Intron'un personel sayıları • ARD ve Intron için banka kredileri detayı ve geri ödeme planları • ARD ve Intron'un 30.06.2025 itibarıyla enflasyon muhasebeli VUK ile uyumlu sabit kıymet listesi • ARD ve Intron'un geçmiş dönem yönetim raporu ile bağımsız denetim raporu arası köprü çalışmaları

Bilgi Kaynakları (2/2)

Bilgiler	Açıklama
Halka Açık Kaynaklar	• IMF World Economic Outlook Database • Bloomberg • S&P Capital IQ • Mergermarket • KAP • ARD Web Sitesi • Intron Web Sitesi • TCMB • TÜİK

Kısaltmalar (1/2)

Tanım	Açıklama
\$ (USD)	Amerikan Doları
%	Yüzde
&	ve
£ (GBP)	İngiliz sterlini
<	Küçüktür
>	Büyüktür
6A	6 aylık
7A	7 aylık
8A	8 aylık
a.d.	Anlamalı Değil
A.Ş.	Anonim Şirketi
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
Açılımsoft	Açılımsoft Yazılım Teknolojileri A.Ş.
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
ARD	ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş.
Ardtech Info	Ardtech Informatics
Ardtech Ltd	Ardtech Ltd
Ar-Ge	Araştırma ve Geliştirme
Argedor	Argedor Bilişim Teknolojileri San. ve Tic. A.Ş.
B/S	Borç/Sermaye Oranı
BAE	Birleşik Arap Emirlikleri
BDR	Bağımsız Denetim Raporu
BKM	Brüt Kar Marjı
bkz.	Bakınız
BT	Bilişim Teknolojileri
BY	Borsa Yaklaşımı

Tanım	Açıklama
Dallmeier	Dallmaier Turkey Elektronik San. ve Tic. A.Ş.
DED	Devam Eden Dönem
Düz.	Düzeltilmiş
EDS	Elektronik Denetleme Sistemi
FAVÖK	Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar
Fayd.	Faydalara
FVÖK	Faiz, Vergi Öncesi Kar
Gel./Gid.	Gelir/Gider
GES	Güneş Enerjisi Santrali
GY	Gelir Yaklaşımı
HD	Hisse Değeri
İliş.	İlişkin
IMF	International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımları
İnd.	İndirgenmiş
Intron	Intron Bilişim Yazılım Tanıtım ve Tasarım Hizmetleri San. Tic. A.Ş.
Javtech	Javtech Teknoloji ve Bilişim A.Ş.
k ('000)	Bin
K/Z	Kar/Zarar
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
Karş.	Karşılıklar
KDV	Katma Değer Vergisi
Kİ	Karşılaştırılabilir İşlemler
KŞ	Karşılaştırılabilir Şirketler
KV	Kısa Vadeli

Kısaltmalar (2/2)

Tanım	Açıklama
KVB	Kurumlar Vergisi Beyannamesi
m	Milyon
m.d.	Mevcut Değil
m²	Metrekare
maks.	Maksimum
MDV	Maddi Duran Varlık
min.	Minimum
MM	Mergermarket
MODV	Maddi Olmayan Duran Varlık
mr	Milyar
MY	Mali Yıl
NİS	Net İşletme Sermayesi
NVY	Net Varlık Yaklaşımı
Opr.	Operasyonel
Ort.	Ortalama
Oxivo Grup	Oxivo Grup Bilişim A.Ş.
PRP	Piyasa Risk Primi
PwC	PwC Yönetim Danışmanlığı A.Ş.
PY	Piyasa Yaklaşımı
RFO	Risksiz Faiz Oranı
S&P CIQ	Standard and Poor's Capital Intelligence Quotient
S12A	Son 12 ay
S6A	Son 6 ay
San.	Sanayi
ŞD	Şirket Değeri
Signum	Signum Teknoloji Tanıtım ve Eğitim A.Ş.

ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş.
PwC

Gizli ve Özel

Tanım	Açıklama
SK	Sabit Kıymet
SMM	Satılan Malın Maliyeti
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
TA	Ticari Alacak
TB	Ticari Borç
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TFRS	Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TGB	Teknoloji Geliştirme Bölgesi
Tic.	Ticaret
TL	Türk Lirası
Top.	Toplam
TR / Tr	Türkiye
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
u.d.	Uç Değer
UDS	Uluslararası Değerleme Standartları
UV	Uzun Vadeli
UVBO	Uzun Vadeli Büyüme Oranı
UZS	Özbekistan Somu
vb.	ve benzeri
VUK	Vergi Usul Kanunu
x	Çarpan
YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı
Yük.	Yükümlülükler
Δ	Delta (değişim)

16 Eylül 2025
113

