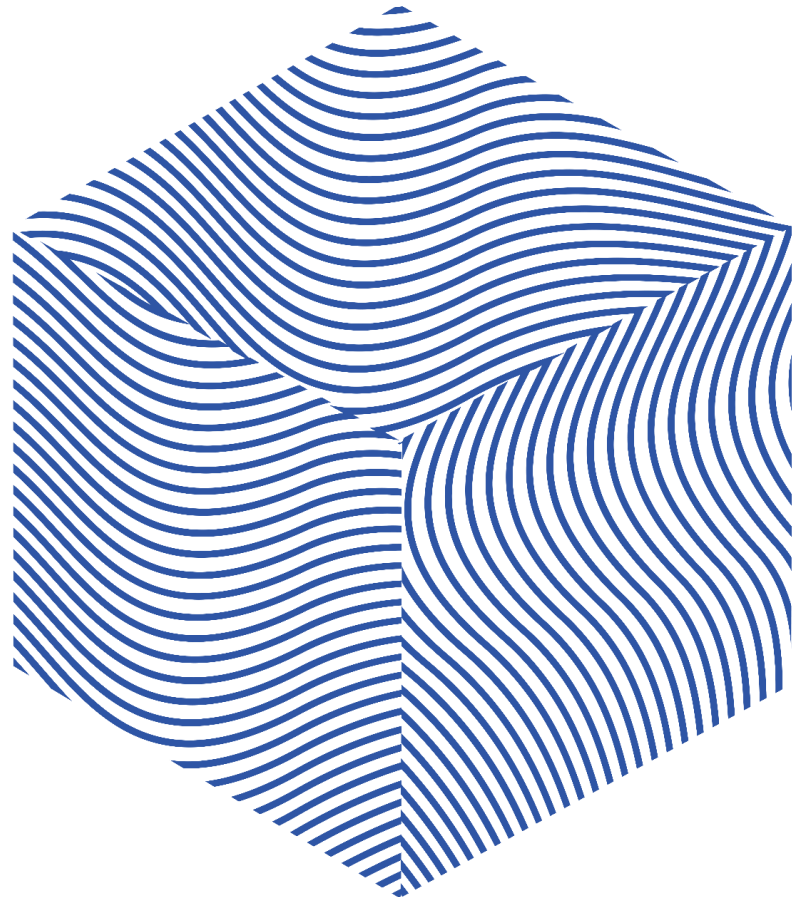


Odine Solutions Teknoloji Ticaret ve Sanayi A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

12 Mart 2024



İçindekiler

1	Halka Arz ile İlgili Bilgiler	4
2	Şirket Hakkında	5
2.1	Üretim Faaliyetlerine ilişkin Genel Bilgi	5
2.1.1	Telekomünikasyon Ses Şebekesi Çözümleri	5
2.1.2	Telekomünikasyon Veri Şebekesi Çözümleri	5
2.2	Satışlara İlişkin Genel Bilgi	5
3	Finansal Durum	6
4	Değerleme Hakkında Özet Bilgi	7
4.1	Pazar Yaklaşımı (Piyasa Çarpanları Analizi)	7
4.1.1	Yurt Dışındaki Benzer Şirketlerin Çarpan Değerleri	8
4.2	Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi)	9
5	Değerleme Sonucu	10
6	Görüş	11
6.1	Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)	11
6.2	Gelir Yaklaşımı (İNA Analizi)	11
6.3	Sonuç	11

Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'nin ("TSKB") halka arza aracılık eden yetkili kuruluş olduğu Oline Solutions Teknoloji Ticaret ve Sanayi A.Ş. ("Oline Solutions" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'nin hazırladığı 26 Şubat 2024 tarihli fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler

Tablo 1: Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Dağıtım Yöntemi	Bireysel Yatırımcılar için Eşit Dağıtım
Mevcut Çıkarılmış Sermaye	88.400.000 TL
Halka Arz Oranı	40,00%
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı: %50,00 Ortak Satışı: %50,00
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	44.200.000 TL
Ek Satış	-
Satmama Taahhüdü	İhraççı ve Ortaklar için 1 yıl
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel: %60 Yurt İçi Kurumsal: %35 Yurt Dışı Kurumsal: %5
Fiyat İstikrarı	Brüt Halka Arz Gelirinin %20'si ile 15 Gün
Halka Arz Büyüklüğü	1.326.000.000 TL
Talep Toplama	13-14-15 Mart 2024
Halka Arz Fiyatı	30,00 TL
Bağımsız Denetçi	BDO Denet Bağımsız Denetim ve Danışmanlık Anonim Şirketi

Kaynak: İzahname

Tablo 2: Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortaklar	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
Alper Tunğa Sağa Burak	A	15.188.727	17,18%	15.188.727	13,75%
Alper Tunğa Sağa Burak	B	24.591.273	27,82%	24.591.273	22,25%
Fırat Kerim Ersoy	A	3.375.273	3,82%	3.375.273	3,05%
Fırat Kerim Ersoy	B	1.748.856	1,98%	1.748.856	1,58%
Odine International Holding UK L.L.P.	B	3.715.871	4,20%	-	-
Hidayet Didem Zapsu Bilyay	B	9.945.000	11,25%	5.348.969	4,84%
Deniz Han Bilyay	B	14.917.500	16,88%	8.023.451	7,26%
Doğu Kaan Bilyay	B	14.917.500	16,88%	8.023.451	7,26%
Halka Açık	B	-	-	44.200.000	40,00%
TOPLAM		88.400.000	100,00%	110.500.000	100,00%

Kaynak: İzahname

Tablo 3: Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Alanları

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri	Fon Kullanım Oranı
Yurt Dışı Yatırımlar	%52,5 - %62,5
İşletme Sermayesi	%30 - %40
Yeni Ürün ve Çözümlerin Finansmanı	%5 - %10

Kaynak: İzahname

2 Şirket Hakkında

2.1 Üretim Faaliyetlerine İlişkin Genel Bilgi

Şirket, 2000 yılında kurulmuş olup, bilgi teknolojileri sektörü ve bu sektörün alt bileşenleri olan yazılım, hizmet ve donanım alanlarında faaliyet göstermektedir. 31 Aralık 2023 itibarıyla toplam çalışan sayısı 96 olan Şirket, ulusal ve uluslararası telekomünikasyon şirketlerine şebeke yazılım çözümleri ve telekomünikasyon mühendislik hizmetleri sunmaktadır. Şirket Veko Giz Plaza Maslak, Sarıyer, İstanbul adresinde kayıtlı merkezinde faaliyet göstermektedir. Ar-Ge faaliyetleri ise İstanbul Teknik Üniversitesi Ayazağa Kampüsü Atı-3 Teknokent Binası, Maslak, Sarıyer, İstanbul adresindeki ofiste yürütülmektedir. Ayrıca, Çek Cumhuriyeti ve Birleşik Arap Emirlikleri'nde iki Bağlı Ortaklık'la birlikte Odine Şirketler Grubu olarak faaliyetlerine devam etmektedir.

Odine Solutions'ın sunduğu çözümler/ürünler iki ana başlık altında toplanmaktadır.

2.1.1 Telekomünikasyon Ses Şebekesi Çözümleri

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

2.1.2 Telekomünikasyon Veri Şebekesi Çözümleri

Odine Solutions, Telekomünikasyon Veri Şebekesi Çözümleri alanında özel ve hibrit bulut Telekom şebekelerinin tasarımı ve üretiminde uzmanlaşmış bir şirkettir. Bu alanda Tier-1 Telekom operatörlerinin fiziksel altyapılarını sanallaştırmaya odaklanan bulut bilişim çözüm ortağı ve yazılım çözümleri üreticisidir. Odine Solutions, yurt içi ve yurt dışındaki teknoloji tedarikçileri ile iş birlikleri kurarak Telekom operatörlerinin bulut tabanlı altyapılarına dönüşüm ihtiyaçlarını karşılayabilen bir ekosistem oluşturmakta ve uzman ekibiyle donanımdan yazılıma, tasarımdan bakıma kadar olan dönüşüm sürecinde hizmet vermektedir.

2.2 Satışlara İlişkin Genel Bilgi

Odine Solutions'ın yıllık hasılatının %90-97'sini Telekomünikasyon Veri Şebekesi Çözümleri satışları oluşturmaktadır. Aşağıdaki tabloda Şirket'in elde ettiği hasılat ana kategoriler bazında gösterilmiştir.

Satışlar (TL)	31.12.2020	%	31.12.2021	%	31.12.2022	%	31.12.2023	%
Telekomünikasyon Ses Şebekesi Çözümleri	14.229.554	10%	19.142.817	10%	30.502.696	9%	40.858.355	5%
Telekomünikasyon Veri Şebekesi Çözümleri	132.706.010	90%	234.745.186	120%	297.569.687	91%	745.364.786	97%
Satıştan İadeler	(18.139)	0%	(58.754.751)	-30%	-	0%	(14.964.482)	-2%
Net Satış Toplam	146.917.425	100%	195.133.252	100%	328.072.383	100%	771.258.659	100%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

3 Finansal Durum

Tablo 4: Bilanço

BİLANÇO			
(TL)	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ		
	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Nakit ve Nakit Benzerleri	204.692.244	73.572.558	229.212.596
Finansal Yatırımlar	3.092.222	273.476.213	84.416.487
Türev Araçlar	1.916.438	1.378.971	2.119.432
Ticari Alacaklar	89.531.773	237.356.657	662.654.931
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	22.785.533	36.308.768	12.230.979
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	66.746.240	201.047.889	650.423.952
Diğer Alacaklar	1.724.937	1.849.849	3.109.186
Stoklar	9.113.081	16.239.185	5.619.961
Peşin Ödenmiş Giderler	7.040.149	39.414.168	6.980.825
Diğer Dönen Varlıklar	719.689	1.476.314	21.902
Toplam Dönen Varlıklar	317.830.533	644.763.915	994.135.320
Maddi Duran Varlıklar	2.656.908	3.726.933	5.800.857
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	61.751.316	120.991.805	318.920.332
Kullanım Hakkı Varlıkları	2.923.659	3.764.576	4.101.010
Peşin Ödenmiş Giderler	54.559	183.446	23.495
Ertelenmiş Vergi Varlığı	-	-	23.654.575
Diğer Dönen Varlıklar	123.974	2.327	38.988
Toplam Duran Varlıklar	67.510.416	128.669.087	352.539.257
Toplam Varlıklar	385.340.949	773.433.002	1.346.674.577
Kısa Vadeli Borçlanmalar	99.627	574.085	468.071
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	519.231	890.459	1.515.224
Ticari Borçlar	156.954.787	174.426.352	242.794.440
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Borçlar</i>	1.195.053	932.224	4.060.097
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Borçlar</i>	155.759.734	173.494.128	238.734.343
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	2.634.816	2.076.690	5.899.401
Diğer Borçlar	1.119.088	33.560.704	114.510.600
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Borçlar</i>	640.403	32.631.144	61.820.220
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Borçlar</i>	478.685	929.560	52.690.380
Ertelenmiş Gelirler	78.782.149	257.290.364	218.513.552
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	1.585.537	1.459.446	28.249.616
Kısa Vadeli Karşılıklar	3.661.047	6.009.189	10.559.004
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	6.598.102	3.299.053	-
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	251.954.384	479.586.342	622.509.908
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	1.352.111	1.067.381	129.034
Ertelenmiş Gelirler	1.957.496	1.147.500	20.617.435
Uzun Vadeli Karşılıklar	3.033.001	6.532.240	12.676.333
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	5.524.742	4.269.571	-
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	11.867.350	13.016.692	33.422.802
Ödenmiş Sermaye	2.630.000	2.630.000	88.400.000
Ortak Kontrolde Tabi Teşebbüs veya İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etkisi	(8.415.028)	104.336	(27.806.923)
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	28.701.977	43.918.725	256.668.545
<i>Yabancı Para Çevrim Farkları</i>	27.992.273	44.549.547	258.243.631
<i>Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları ve Kayıpları</i>	709.704	(630.822)	(1.575.086)
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	42.844.124	98.521.525	123.196.987
Net Dönem Karı veya Zararı	55.677.401	135.714.800	250.274.375
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	80.741	(59.418)	8.883
Toplam Kaynaklar	385.340.949	773.433.002	1.346.674.577

Kaynak: Onaylı İzahname



Tablo 5: Gelir Tablosu

(TL)	Gelir Tablosu		
	Bağımsız Denetimden Geçmiş		
	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Hasılat	195.133.252	328.072.383	771.258.659
Satışların Maliyeti	(114.053.896)	(161.337.726)	(386.747.795)
Brüt Kar	81.079.356	166.734.657	384.510.864
Genel Yönetim Giderleri	(18.251.851)	(26.948.089)	(68.834.155)
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	(1.083.886)	(8.238.294)	(21.346.123)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(16.469.781)	(25.425.664)	(61.087.273)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	5.043.789	11.792.951	26.158.857
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(1.163.466)	(9.927.516)	(21.433.412)
TFRS 9 Uyarınca Belirlenen Değer Düşüklüğü Kazançları / (Zararları)	(151.955)	(337.297)	(4.806.448)
Esas Faaliyet Kar / Zarar	49.002.206	107.650.748	233.162.310
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	561.860	32.143.897	29.372.791
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-	(2.003.596)	(478.030)
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	49.564.066	137.791.049	262.057.071
Finansman Gelirleri	20.293.109	24.233.914	15.761.270
Finansman Giderleri	(2.156.228)	(16.238.214)	(23.397.946)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı / (Zararı)	67.700.947	145.786.749	254.420.395
Dönem Vergi Gideri	(7.268.665)	(11.121.068)	(31.642.044)
Ertelenmiş Vergi Geliri / Gideri	(4.738.528)	920.039	27.609.391
Dönem Karı / Zararı	55.693.754	135.585.720	250.387.742
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	16.353	(129.080)	113.367
Ana Ortaklık Payları	55.677.401	135.714.800	250.274.375

Kaynak: Onaylı İzahname

Tablo 6: Net Borçluluk Durumu

Net Borçluluk Durumu (TL)	31.12.2023
A. Nakit	4.763.261
B. Nakit Benzerleri	224.449.335
C. Alım Satım Amaçlı Finansal Varlıklar	84.416.487
D. Likidite (A+B+C)	313.629.083
E. Kısa Vadeli Finansal Alacaklar	2.119.432
F. Kısa Vadeli Banka Kredileri	-
G. Uzun Vadeli Banka Kredilerinin Kısa Vadeli Kısmı	-
H. Diğer Kısa Vadeli Finansal Borçlar	468.071
I. Türev Finansal Yükümlülükler	-
J. Kısa Vadeli Finansal Borçlar (F+G+H+I)	468.071
K. Kısa Vadeli Net Finansal Borçluluk (I-E-D)	(315.280.444)
L. Uzun Vadeli Banka Kredileri	-
M. Tahviller	-
N. Diğer Uzun Vadeli Finansal Borçlar	-
O. Uzun Vadeli Finansal Borçluluk (L+M+N)	-
P. Net Finansal Borçluluk (K+O)	(315.280.444)

Kaynak: Onaylı İzahname

4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. tarafından hazırlanan 26 Şubat 2024 tarihli fiyat tespit raporuna göre Şirket'in değerlemesinde Pazar Yaklaşımı (Piyasa Çarpanları Analizi) ve Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") Analizi) dikkate alınmıştır.

4.1 Pazar Yaklaşımı (Piyasa Çarpanları Analizi)

Piyasa çarpanları analizi kapsamında hem Türkiye hem de yurt dışı benzer faaliyetlerde bulunan halka açık şirketler incelenmiştir. Söz konusu analiz kapsamında, Türkiye'de benzer faaliyetlerde bulunan halka açık

Şirketlerin henüz büyük bir bölümü enflasyon muhasebesine göre düzenlenmiş finansal verilerini açıklamadığı için yalnızca yurt dışı benzer şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK çarpanı kullanılmıştır.

Değerlemeye baz oluşturacak çarpanların bulunmasında kullanılacak şirketlerin belirlenmesinde ilgili şirketlerin bilişim ve teknoloji sektöründe yer almasına dikkat edilmiştir.

Piyasa çarpanları analizi kapsamında Şirket'in iş modeli ve faaliyet gösterdiği sektör göz önünde bulundurulduğunda FD/Satış, F/K ve PD/DD rasyolarına yer verilmemiştir. Halihazırda FAVÖK değeri Şirket satış tutarının bir fonksiyonu olması sebebi ile FD/Satış rasyosu değerlendirilmesinde kullanılmamıştır. F/K çarpanı, FD/FAVÖK çarpanına göre fazla primli kaldığı için değerlendirilmesinde muhafazakâr kalmak adına kullanılmamıştır. PD/DD rasyosu genellikle sermaye yoğun sektörlerde bir değerlendirme kriteri olarak öne çıkarken, Şirket'i bulunduğu sektör göz önünde bulundurularak bu çarpan metodolojisine değerlendirilmesinde yer verilmemiştir.

Piyasa çarpanları analizi kapsamında, FD/FAVÖK çarpanı hesabında 5,00x ve altında, 25,00x ve üzerinde olan çarpan değerleri "uç değer" olarak kabul edilmiş ve değerlendirilmesinde hesaplamalarına dahil edilmemiştir. Çarpanlar için 22.02.2024 tarihli Bloomberg ve Thomas Reuters kaynaklı veriler kullanılmıştır.

4.1.1 Yurt Dışındaki Benzer Şirketlerin Çarpan Değerleri

Tablo 7: Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpanları

Yurt Dışı Benzer Şirket	Ülke	FD/FAVÖK
Akamai Technologies Inc	ABD	16,65
Amdocs Ltd	ABD	12,10
Appier Group Inc.	Japonya	62,81
Arabian Internet & Communicaions Serv. Co.	Suudi Arabistan	20,97
ATOS SE	Fransa	a.d.
AvePoint Inc.	ABD	a.d.
Capgemini SE	Fransa	11,65
CCC Intelligent Solutions Holdings	ABD	90,01
Coforge Ltd	Hindistan	a.d.
CSG Systems International Inc	ABD	10,14
Endava PLC	İngiltere	19,22
Enghouse Systems Ltd	Kanada	10,48
Feedforce Group Inc.	Japonya	12,61
Finatext Holdings	Japonya	a.d.
Fixer Inc.	Japonya	9,07
Hennge KK	Japonya	33,69
Internet Thailand PCL	Japonya	6,94
Lime Technologies AB	Tayland	22,56
Mastek Ltd	İsveç	10,82
Microsoft Corp	Hindistan	23,36
Oracle	ABD	19,52
Physitrack PLC	ABD	7,66
PowerFleet Inc.	Birleşik Krallık	a.d.
Qualys Inc	ABD	34,31
Quorum Information Technologies Inc.	ABD	11,54
Reply SpA	Kanada	10,75
Salesforce Inc.	İtalya	23,36
Shezen Sea Star Technology Co.	ABD	a.d.
Softcat PLC	Çin	19,56
Tech ahindra Limited	Birleşik Krallık	11,61
Veeva Systems Inc	Hindistan	59,94
Vertiseit AB	ABD	11,72
ZTE Corporation	İsveç	a.d.
	Medyan	11,72
	Medyan - %20 İskontolu	9,38

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu / a.d.: anlamlı değil, hesaplanamamıştır.

Piyasa çarpanları analizi sonucunda Şirket'in 88.400.000 TL ödenmiş sermayesine göre hesaplanan iskonto öncesi pay değeri **45,43 TL**'dir. Piyasa çarpanları analizi kapsamında, yurt dışı benzer şirketler çarpanları kullanılmış ve çarpanlara %20 oranında iskonto uygulanmıştır.

Tablo 8: Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Değerlemesi Sonucu

Bin USD	FD/FAVÖK
Firma Değeri	118.935,1
Net Nakit	10.596,8
Özsermaye Değeri	129.531,9
Ağırlıklandırma	100,00%
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	129.531,9
İskontosuz Birim Pay Değeri (TL)	45,43*

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu / *23.02.2024 TCMB USD/TL alış kuru üzerinden hesaplanmıştır. (1 USD = 31,0047)

4.2 Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi)

İNA Analizi, bir şirketin serbest nakit akımı üretme yeteneği üzerinden yapılan bir değerlendirme yöntemi olup bu serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmesi ve net borç pozisyonunun da çıkartılması ile oluşan değeri, şirketin adil özsermaye değeri olarak kabul eder.

Şirket'in nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde yaygın olarak kullanılan ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti (AOSM) kullanılmıştır. Özsermaye maliyeti hesaplanırken finansal varlık fiyatlama modeli (FVFM) kullanılmıştır. Tahmin periyodu içerisinde AOSM sabit olarak tahmin edilmiştir.

Tablo 9: AOSM Hesabı

AOSM			
Öz Sermaye / (Borç+Öz Sermaye)	E/V	84,99%	Damadoran yazılım şirketleri oranı alınmıştır.
Borç / (Borç+Öz Sermaye)	D/V	15,01%	Damadoran yazılım şirketleri oranı alınmıştır.
Vergi Oranı	T	25,00%	Efektif vergi oranı
Beta	b _L	1,00	
Risksiz Getiri Oranı	rf	8,38%	20/09/2033 vadeli T.C. ABD Doları Eurobond'un son üç ay getiri ortalaması
Piyasa Risk Primi	R _m - rf	6,00%	TSKB öngörüsü
Öz Sermaye Maliyeti	ke	14,38%	rf + (R_m - rf) x b_L
Borçlanma Maliyeti	kd	9,88%	Uzun vadeli USD borçlanma maliyeti tahmini
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	kd	7,41%	
AOSM		13,34%	E/V x ke + D/V x (a-T) x kd

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Fiyat Tespit Raporu'nda İNA metodundan 8 yıllık gelir tablosu ve bilanço kalemleri Şirket yönetiminin beklentileri ve TSKB'nin tahminleri doğrultusunda geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2024-2031 yılları için projekte edilmiştir.

Tablo 10: İNA

Bin USD	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	Terminal Yıl
Net Satışlar	28.432	38.512	48.712	58.912	60.112	70.432	71.872	73.312	
Yıllık Büyüme (%)		35,5%	26,5%	20,9%	2,0%	17,2%	2,0%	2,0%	
FVÖK	6.400	10.086	14.124	17.859	18.265	22.460	22.439	22.631	
FVÖK marjı (%)	22,5%	26,2%	29,0%	30,3%	30,4%	31,9%	31,2%	30,9%	
FAVÖK	9.259	13.021	17.640	22.274	22.832	27.525	28.251	29.071	
FAVÖK Marjı (%)	32,6%	33,8%	36,2%	37,8%	38,0%	39,1%	39,3%	39,6%	
Net İşletme Sermayesi Değişimi	308	2.155	2.180	2.180	257	2.206	308	308	
Yatırım Harcamaları	2.816	3.815	4.825	5.835	5.954	6.976	7.119	7.262	
Vergi	1.600	2.521	3.531	4.465	4.566	5.615	5.610	5.658	
Serbest Nakit Akımları (SNA)	4.535	4.530	7.103	9.794	12.055	12.728	15.214	15.790	15.948
AOSM	13,34%	13,34%	13,34%	13,34%	13,34%	13,34%	13,34%	13,34%	
İndirgeme Oranı	88,20%	77,90%	68,70%	60,60%	53,50%	47,20%	41,60%	36,70%	
İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)	4.001	3.527	4.879	5.936	6.447	6.005	6.334	5.800	
İNA Toplamı	42.929								
Terminal Büyüme Oranı	1%								
Terminal Değer (TD)	129.279								
TD'nin Bugünkü Değeri	47.489								
Firma Değeri	90.418								
Net Nakit (31.12.2023)	10.597								
Özsermaye Değeri	101.014								

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 11: İNA Değerleme Sonucu

İNA Değerleme Özeti	Bin USD
İNA Firma Değeri	90.417,50
Net Nakit	10.596,80
Öz Sermaye Değeri	101.014,30
İskontosuz Birim Pay Değeri (TL)	35,43

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tüm bu varsayımlar altında yukarıda yer alan serbest nakit akışı projeksiyonları, %1,00 sonsuz büyüme oranı ve sabit AOSM ile indirgenen verilere çıkan sonuca 31 Aralık 2023 bilanço tarihindeki 10,6 milyon USD (29.12.2023 tarihli USD/TRY alış kuru kullanılmıştır.) net nakit eklendiğinde **101.014.310 USD** (23.02.2024 tarihli USD/TRY alış kuru kullanılmıştır.) özsermaye değerine ulaşılmaktadır.

İNA analizi sonucunda, Oline Solutions'ın 88.400.000 TL ödenmiş sermayesine göre hesaplanan iskonto öncesi pay değeri **35,43 TL**'dir.

5 Değerleme Sonucu

Değerleme çalışmasında indirgenmiş nakit akımları ve halka açık benzer şirketlerden elde edilen piyasa çarpanları analizi %50 - %50 ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir.

Değerleme çalışması sonucunda bulunan ağırlıklandırılmış özsermaye değeri aşağıdaki tablo ile gösterilmektedir.

Tablo 12: Değerleme Özeti

Değerleme Özeti (Bin USD)	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
İndirgenmiş Nakit Akımları	101.014,3	50,00%	50.507,2
Piyasa Çarpanları Analizi	129.531,9	50,00%	64.765,9
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri			115.273,1

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yukarıdaki ağırlıklandırma ile Şirket'in ortalama halka arz öncesi özsermaye değeri **115.273,1 bin USD** olarak hesaplanmaktadır. Halka arz ilişkin özet tablo aşağıda verilmiştir.

Tablo 13: İskontolu Birim Pay Değeri Hesabı

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

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme çalışması kapsamında hesaplanan özsermaye değerinin halka arz öncesi ödenmiş sermayesi olan 88.400.000 TL'ye bölünmesi sonucunda iskonto öncesi pay değeri **40,43 TL** olarak hesaplanmıştır. Elde edilen bu değere **%25,80** halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz birim pay fiyatı **30,00 TL** olarak hesaplanmıştır.

6 Görüş

İş Yatırım görüşü aşağıdaki değerlendirme yöntemleri üstünden oluşturulmuştur.

6.1 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)

- Sektör dinamiklerini yansıtabildiği için bu yöntemin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde yurt dışı benzer şirketlerin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde FD/FAVÖK çarpanlarının kullanılmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde uç değerlerin elenip, medyan çarpanın kullanılmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde sadece yurt dışı benzer şirketlerin kullanılmasından kaynaklı olarak değerlemenin ABD Doları olarak yapılmasını makul buluyoruz.
- İNA ve çarpan yöntemlerinin ağırlıklandırmalarını makul buluyoruz.

6.2 Gelir Yaklaşımı (İNA Analizi)

- Şirket'in kendine özgü dinamikleri yansıtabilirdiği için bu yöntemin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Şirket'in fonksiyonel para biriminin ABD Doları olması ve bağlı ortakları Odine Engineering Services Czh ve Odine Solutions FZ – L.L.C.'nin TFRS'ye göre düzenlenen finansal tablolarında, fonksiyonel para birimlerinin ABD Doları olması sebebiyle, ABD doları projeksiyon yapılmasını makul buluyoruz.
- AOSM hesabında kullanılan risk primini, risksiz faiz oranlarını ve borçlanma maliyetlerini makul buluyoruz.
- Uç değer büyüme oranını makul buluyoruz.
- AOSM hesaplamasında kullanılan vergi oranlarını makul buluyoruz.
- İNA ve çarpan yöntemlerinin ağırlıklandırmalarını makul buluyoruz.

6.3 Sonuç

İş Yatırım tarafından gerçekleştirilen değerlendirme çalışmasında, fiyatın makul olup olmadığını değerlendirmek amacıyla, fiyat tespit raporunda yer alan veriler esas alınarak, pazar yaklaşımı ve gelir yaklaşımı yöntemi kullanılmıştır.

TSKB tarafından Şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektöre yönelik yeterli ve aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuş olup, raporun kapsamlı hazırlandığı kanaatindeyiz. Değerlemede kullanılan varsayımlara ilişkin yeterli açıklamaların yapıldığı görülmektedir.

Değerleme çalışmasında her bir yöntem göre (pazar yaklaşımı ve gelir yaklaşımı) Odine Solutions Teknoloji Ticaret ve Sanayi A.Ş.'nin Piyasa Değeri hesaplanmıştır.

Nihai Şirket değeri tespit edilirken, her iki yöntemle eşit ağırlık verilmesi makul bulunmuştur.

Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında kapsamlı bir şekilde bilgilendirme yapılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemleri ve bu yöntemler temelinde yapılan analizler Fiyat Tespit Raporu'nda açıklanmıştır.

SONUÇ OLARAK:

TSKB tarafından kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmalar dikkate alınarak yapılan incelemeler sonucunda, belirlenen 30,00 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varılmıştır.