

Odine Solutions Teknoloji Ticaret ve Sanayi A.Ş.
Fiyat Tespit Raporu'na İlişkin Analist Raporu

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. (TSKB) tarafından hazırlanan Odine Solutions Teknoloji Ticaret ve Sanayi A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

Odine Solutions Teknoloji Ticaret ve Sanayi A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Odine Solutions Teknoloji Ticaret ve Sanayi A.Ş.	
Borsa Kodu	ODINE
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı & Ortak Satışı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Tahsisatlar	Yurt İçi Bireysel : %60 Yurt İçi Kurumsal : %35 Yurt Dışı Kurumsal : %5
Kote Olunacak Pazar	Yıldız Pazar
Talep Toplama Tarihleri	13-14-15 Mart 2024
Halka Arz Öncesi Sermaye	88.400.000 TL
Sermaye Artırımı	22.100.000 TL
Ortak Satışı	22.100.000 TL
Ek Satış	0 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	110.500.000 TL
Halka Açıklık Oranı	40,00%
Talep Toplama Fiyatı	30,00 TL
Halka Arz Büyüklüğü	1.326.000.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	2.652.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	3.315.000.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2023	10,59
FD/FAVÖK 2023	7,77
PD/DD 2023	3,84

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2023	13,24
FD/FAVÖK 2023	7,77
PD/DD 2023	2,45

Özet Bilgi

- Odine, 2000 yılında kurulmuş olup, bilgi teknolojileri sektörü ve bu sektörün alt bileşenleri olan yazılım, hizmet ve donanım alanlarında faaliyet göstermektedir. Şirket, ulusal ve uluslararası telekomünikasyon şirketlerine şebeke yazılım çözümleri ve telekomünikasyon mühendislik hizmetleri sunmaktadır.
- Şirket, Veko Giz Plaza Maslak, Sarıyer, İstanbul adresindeki kayıtlı merkezinde faaliyet göstermektedir. Ar-Ge faaliyetleri ise İstanbul Teknik Üniversitesi Ayazağa Kampüsü Ari- 3 Teknokent Binası'ndaki ofiste yürütülmektedir. Ayrıca, Çek Cumhuriyeti ve Birleşik Arap Emirlikleri'nde iki Bağlı Ortaklıkla birlikte Odine Şirketler Grubu olarak faaliyetlerine devam etmektedir.
- Odine'in sunduğu çözümler/ürünleri "Telekomünikasyon Ses Şebekesi Çözümleri" ve "Telekomünikasyon Veri Şebekesi Çözümleri" olmak üzere iki ana başlık altında toplanmaktadır.
- 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 taşıyıcısı müşterilerine; Amerika Birleşik Devletleri (ABD) ve Birleşik Krallık'ta bulunan bölgesel veri merkezleri aracılığıyla PaaS/SaaS (PaaS: Hizmet Olarak Platform, SaaS: Hizmet Olarak Yazılım) şeklinde platform ve yazılım çözümleri sunmaktadır. Bu hizmetler, operatörlerin toptan ses trafiği operasyonlarını esnek, verimli ve yüksek performanslı bir biçimde uçtan uca yönetmelerini, operasyonel maliyetlerini düşürmelerini ve tüm iş süreçlerinde verimliliği en üst düzeye çıkarmalarını sağlamaktadır. Ek olarak ses şebekesi çözümleri altında geliştirdiği Odine Gatekeeper* ve Odine Pathfinder® ürünleriyle müşterilerine tamamlayıcı ürünler sunmaktadır.
- Odine, 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, yurt içi ve yurt dışındaki teknoloji tedarikçileri ile iş birlikleri kurarak telekom operatörlerinin bulut tabanlı altyapılara dönüşüm ihtiyaçlarını karşılayabilen bir ekosistem oluşturmakta ve uzman ekibiyle donanımdan yazılıma, tasarımdan bakıma kadar olan dönüşüm sürecinde hizmet vermektedir. Şirket, bulutlaşma, 5G servisleri, akıllı teknolojiler ve uç ağ (edge) uygulamalarının servis merkezli modellerle hayata geçirilmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Sanallaşma platformlarının sanal makinelerden mikroservislere dönüştürülmesi sürecinde danışmanlık sağlayarak şirketlere uçtan uca sorunsuz bir geçiş sunmaktadır.

Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri

Şirket, mevcut payların halka arzı kapsamında satılması sebebiyle herhangi bir gelir elde etmeyecek olup, sermaye artışı yoluyla ihraç edilecek yeni payların halka arzından elde edilecek gelirin,

- %52,5-62,5'inin yurt dışı yatırımlarında,
 - %30-40'ini inşaat sermayesi ihtiyacında
 - %5-10'unun yeni ürün ve çözümlerin finansmanında
- kullanılması planlanmaktadır.

Odine Solutions Teknoloji Ticaret ve Sanayi A.Ş.
Fiyat Tespit Raporu'na İlişkin Analist Raporu

Ortaklık Yapısı

Odine Ortaklık Yapısı		Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
Hissedar	Grubu	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı
Alper Tunga Sagu Burak	A	15.188.727	17,18%	15.188.727	13,75%
	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%
	B	1.748.856	1,98%	1.748.856	1,58%
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%
Dogu Kaan Bilyay	B	14.917.500	16,88%	8.023.451	7,26%
Odine International Holding UK LLP	B	3.715.871	4,20%		0,00%
Halka Açık Kısım				44.200.000	40,00%
Toplam		88.400.000	100,0%	110.500.000	100,0%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Mali Tablolar

Odine Solutions Teknoloji Ticaret ve Sanayi A.Ş. Bilanço, TL			
VARLIKLAR	2021	2022	2023
Dönen Varlıklar	317.830.533	644.763.915	994.135.320
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
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	22.785.533	36.308.768	12.230.979
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	66.746.240	201.047.889	650.423.952
Diğer Alacaklar	1.724.937	1.849.849	3.109.186
İlişkili Olmayan Taraflardan 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
Duran Varlıklar	67.510.416	128.669.087	352.539.257
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 Duran varlıklar	123.974	2.327	38.988
TOPLAM VARLIKLAR	385.340.949	773.433.002	1.346.674.577

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Odine Solutions Teknoloji Ticaret ve Sanayi A.Ş.
Fiyat Tespit Raporu'na İlişkin Analist Raporu

KAYNAKLAR	2021	2022	2023
Kısa Vadeli Yükümlülükler	251.954.384	479.586.342	622.509.908
Kısa Vadeli Borçlanmalar	99.627	574.085	468.071
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yük.	519.231	890.459	1.515.224
Ticari Borçlar	156.954.787	174.426.352	242.794.440
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	<i>1.195.053</i>	<i>932.224</i>	<i>4.060.097</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	<i>155.759.734</i>	<i>173.494.128</i>	<i>238.734.343</i>
Çalışanlara Sağ.Faydalar Kısmında Borçlar	2.634.816	2.076.690	5.899.401
Diğer Borçlar	1.119.088	33.560.704	114.510.600
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>640.403</i>	<i>32.631.144</i>	<i>61.820.220</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>478.685</i>	<i>929.560</i>	<i>52.690.380</i>
Ertelenmiş Gelirler	78.782.149	257.290.364	218.513.552
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ertelenmiş Gelirler</i>	<i>78.782.149</i>	<i>257.290.364</i>	<i>218.513.552</i>
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
<i>Çalışanlara Sağ. Fayd. İlişkin Kısa Vadeli Kar.</i>	<i>3.661.047</i>	<i>6.009.189</i>	<i>10.559.004</i>
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	6.598.102	3.299.053	
Uzun Vadeli Yükümlülükler	11.867.350	13.016.692	33.422.802
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yük.	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
<i>Çalışanlara Sağ.Fayd. İlişkin Uzun Vadeli Kar.</i>	<i>3.033.001</i>	<i>6.532.240</i>	<i>12.676.333</i>
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	5.524.742	4.269.571	
ÖZKAYNAKLAR	121.519.215	280.829.968	690.741.867
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	121.438.474	280.889.386	690.732.984
Ödenmiş Sermaye	2.630.000	2.630.000	88.400.000
Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs veya İşletmeleri İç. Bir. Etkisi	-8.415.028	104.336	-27.806.923
Kar veya Zar.Yen. Sınıf. Diğer Kap. Gel. veya Gid.	27.992.273	44.549.547	258.243.631
<i>Yabancı para çevrim farkları</i>	<i>27.992.273</i>	<i>44.549.547</i>	<i>258.243.631</i>
Kar veya Zar. Yen. Sınıflandırılma. Diğer Kap. Gel. veya Gid.	709.704	-630.822	-1.575.086
<i>Tan.ayda planları yeniden ölçüm kazançları ve kay.</i>	<i>709.704</i>	<i>-630.822</i>	<i>-1.575.086</i>
Geçmiş Yıllar Kar	42.844.124	98.521.525	123.196.987
Net Dönem Karı	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: Bağımsız Denetim Raporu

Odine Solutions Teknoloji Ticaret ve Sanayi A.Ş.
Fiyat Tespit Raporu'na İlişkin Analist Raporu

Odine Solutions Teknoloji Ticaret ve Sanayi A.Ş. Gelir Tablosu			
TL	2021	2022	2023
Hasılat	195.133.252	328.072.383	771.258.659
<i>Yıllık Değişim</i>		68,1%	135,1%
Satışların Maliyeti (-)	-114.053.896	-161.337.726	-386.747.795
<i>Yıllık Değişim</i>		41,5%	139,7%
Brüt Kar/Zarar	81.079.356	166.734.657	384.510.864
<i>Yıllık Değişim</i>		105,6%	130,6%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	41,6%	50,8%	49,9%
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
Faaliyet Karı	45.273.838	106.122.610	233.243.313
<i>Yıllık Değişim</i>		134,4%	119,8%
<i>Faaliyet Kar Marjı</i>	23,2%	32,3%	30,2%
Amortisman	19.408.106	28.342.804	67.872.756
FAVÖK1	64.681.944	134.465.414	301.116.069
<i>Yıllık Değişim</i>		107,9%	123,9%
<i>FAVÖK1 Marjı</i>	33,1%	41,0%	39,0%
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 Bel.Değer Düşüklüğü Kaz.(Zararları)	-151.955	-337.297	-4.806.448
Esas Faaliyet Karı	49.002.206	107.650.748	233.162.310
<i>Yıllık Değişim</i>		119,7%	116,6%
FAVÖK2	68.410.312	135.993.552	301.035.066
<i>Yıllık Değişim</i>		98,8%	121,4%
<i>FAVÖK2 Marjı</i>	35,1%	41,5%	39,0%
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
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir / (Gideri)	-12.007.193	-10.201.029	-4.032.653
<i>Dönem Vergi Gelir / (Gideri)</i>	-7.268.665	-11.121.068	-31.642.044
<i>Ertelenmiş Vergi Gelir / (Gideri)</i>	-4.738.528	920.039	27.609.391
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı/ (Zararı)	55.693.754	135.585.720	250.387.742
Dönem Karı / (Zararı)	55.693.754	135.585.720	250.387.742
<i>Dönem Karı / (Zararının) Dağılımı</i>	55.693.754	135.585.720	250.387.742
<i>Kontrol Gücü Olmayan Paylar</i>	16.353	-129.080	113.367
<i>Ana Ortaklık Payları</i>	55.677.401	135.714.800	250.274.375

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Değerleme

- TSKB, Odine'in halka arz fiyatının tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Çarpan metodunu kullanmış olup, İNA %50 ve Çarpan Analizi %50 ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Odine özelinde yönetimin beklentilerini yansıtması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.
- Piyasa çarpanları analizi kapsamında hem Türkiye hem de yurt dışında benzer faaliyetlerde bulunan halka açık şirketler incelenmiş olup, Türkiye'de benzer faaliyetlerde bulunan halka açık şirketlerin henüz büyük bir bölümü enflasyon muhasebesine göre düzenlenmiş finansal verilerini açıklamadığı için yurt içi benzer şirket çarpan analizi yapılmamıştır.
- TSKB tarafından Odine'in halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt dışında işlem gören benzer şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanının medyanı kullanılmıştır. Yurt dışı FD/FAVÖK çarpanının medyanına %20 iskonto uygulanarak kullanılmasını makul karşılamakla birlikte Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanının da değerlemeye dahil edilmese de raporda yer verilmesi gerektiği kanaatindeyiz.
- Piyasa çarpanları analizinde, FD/FAVÖK çarpanı hesaplamasında 5'ten küçük ve 25'ten büyük değerler uç değer olarak kabul edilerek değerlendirme dışı bırakılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.

Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Analizi

- Yurt dışı benzer şirket analizinde, Odine ile benzer alanlarda faaliyet gösterdiği belirlenen 33 şirket incelenmiş olup FD/FAVÖK çarpanı 5'ten küçük ve 25'ten büyük olanlar uç değer kabul edilerek hesaplama dahil edilmemiş olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.

Yurt Dışı Benzer Şirketler	
Şirket	FD/FAVÖK
Akamai Technologies Inc	16,65
Amdocs Ltd	12,10
Appier Group Inc.	62,81
Arabian Internet & Communications Serv. Co.	20,97
ATOS SE	a.d
AvePoint Inc.	a.d
Capgemini SE	11,65
CCC Intelligent Solutions Holdings	90,01
Coforge Ltd	a.d
CSG Systems International Inc	10,14

Odine Solutions Teknoloji Ticaret ve Sanayi A.Ş.
Fiyat Tespit Raporu'na İlişkin Analist Raporu

Endava PLC	19,22
Enghouse Systems Ltd	10,48
Feedforce Group Inc.	12,61
Finatext Holdings	a.d
Fixer Inc.	9,07
Hennge KK	33,69
Internet Thailand PCL	6,94
Lime Technologies Aß	22,56
Mastek Ltd	10,82
Microsoft Corp	23,36
Oracle	19,52
Physitrack PLC	7,66
PowerFleet Inc.	a.d
Qualys Inc	34,31
Quorum Information Technologies Inc.	11,54
Reply SpA	10,75
Salesforce Inc.	23,36
Shenzen Sea Star Technology Co.	a.d
Softcat PLC	19,56
Tech ahindra Limited	11,61
Veeva Systems Inc	59,94
Vertiseit AB	11,72
ZTE Corporation	a.d
Medyan	11,72
Medyan %20 İskontolu	9,38
Ortalama	14,06

- Yurt dışı benzer şirket çarpan analizinden şirket için 129,5 milyon dolar piyasa değeri hesaplanmıştır.

Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Değeri	
Bin \$	
FD/FAVÖK (x)	9,38
FAVÖK	12.679,8
Firma Değeri	118.935,1
Net Nakit	10.596,8
Özsermaye Değeri	129.531,9

İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve Şirket yönetiminin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2024-2031 yılları için projekte edilmiştir.
- **Satışlar:** Şirket gelir projeksiyonları oluşturulurken Şirketin satışını gerçekleştirdiği ana faaliyet konusu olan Telekomünikasyon Veri Şebekesi çözümleri ve Telekomünikasyon Ses Şebekesi Çözümleri üzerinden satış hacim ve satış tutarları ile başlamaktadır. Şirket'in satışını yaptığı bu teknolojik ürünlerin bir kısmını ticari mal satışı, bir kısmı proje bazlı diğer bir kısmı ise süreklilik arz eden ürünlerden oluşmaktadır.
- Ticari mal satışları Şirket'in veri şebekesi müşterilerinin talebi üzerine ağırlıklı olarak 2023 yılında yapılmaya başlanan düşük kar marjlı donanım satışlarından oluşmaktadır. Şirketin stratejik olarak büyümeyi planladığı bir alan olmayan ve diğer veri ürünlerini alan müşterilerinin talebi üzerine yapılan, karlılığa sınırlı bir etkisi olan, ticari mal satışlarının iş planı döneminde aynı hacimde kalacağı varsayılmış olup tarafımızca makuldür.
- Yeni Nesil Teknoloji Çözümleri ve Mühendislik Hizmetleri kapsamında şirketin gerçekleşen son 3 yıllık ortalama yıllık proje/kontrat sayısı 57 ve proje büyüklüğü 153.962 USD'dir. Şirket projeksiyon döneminde 2023 yılından sonra ortalama olarak her yıl yaklaşık 5 yeni proje alınacağı ve proje başına ortalamada geçmiş yıl ortalamalarının altında olan 120.000 USD hasılat elde edeceği varsayılmış olup tarafımızca makuldür.
- Sanallaştırma Çözümleri kapsamında iş planında Şirket, projeksiyon döneminde sadece Tier-1 büyük operatörlerin çekirdek ağ sanallaştırması yapacağını varsaymıştır. Şirket 8 yıllık projeksiyon döneminde kayıtlı 1.250 mobil operatör arasından, en büyük ilk 300 operatörün %1'ine ulaşarak 4 yeni Tier-1 telekom operatörünü sanallaştırma hizmeti verebileceğini varsaymıştır. Şirketin 31 Aralık 2023 itibarıyla 55 müşterisi bulunmaktadır. Bu müşterilerden 8 tanesi Tier-1 telekom operatörü olarak sınıflandırılmaktadır. Şirket Tier-1 müşteri sayısını artırmak için yurt dışında yerleşik (Amerika ve Asya Pasifik Bölgeleri) kıdemli satış personeli istihdam etmiştir.
- Telekomünikasyon Ses Şebekesi Çözümleri kapsamında uzun vadeli sürekli gelir elde ettiği müşterilere satış yapmaktadır. Şirket'in Tier-1 müşterilerine yönelme stratejisi doğrultusunda 2024 yılından itibaren projeksiyon döneminde ortalamada yıllık 5,75 müşteri kazanacağı ve kontrat başına ortalamada aylık 20.000 USD hasılat elde edeceği varsayılmıştır.
- **Giderler:** Satışların maliyeti varsayımları göreceli olarak düşük marja sahip ticari mal satışları ile katma değeri yüksek olan diğer ürünler ayrıştırılarak yapılmıştır.
- Şirket'in göreceli olarak düşük satış hacmine sahip olduğu ticari mal satışlarında 2024 yılı ve takip eden yıllarda brüt kar marjı %3,66 olarak alınmış olup tarafımızca makuldür.
- Katma değeri yüksek olan Şirket'in kendi geliştirdiği yazılımlarla verdiği ses şebekesi çözümleri altında yer alan yazılım ve altyapı çözümlerinde ise hizmet olarak yazılım şeklinde aylık abonelik ücreti olarak fatura edilen ve özellikle Tier-1 müşterilere yönelinmesiyle birlikte bu ürün kategorisinde 2022 yılında %79,8 seviyesine çıkan brüt kar marjının projeksiyon dönemi içerisinde %75,8 seviyesinde gerçekleşeceği varsayılmıştır.
- Şirket, 2023 yılında satış kanallarına yatırım yaparak 2 adet yurt dışında yerleşik (Amerika ve Asya & Pasifik Bölgeleri) kıdemli satış personeli istihdam etmiştir. Pazarlama giderlerinin, projeksiyon döneminde de artan satışlarla satışların %3,3'ü olacağı tahmin edilmiştir.

- **İşletme Sermayesi:** Tahsilat, stok ve borç gün süreleri sırasıyla 2022 ortalaması olan 234, 16 ve 172 olarak projeksiyon dönemi boyunca sabit tutulmuştur.
- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlama Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
 - **Risksiz Getiri Oranı:** İtfa tarihi 20.09.2033 olan Türkiye Devleti ABD Doları Eurobond'un (US900123DD96) son üç aylık getiri ortalaması olan %8,38 dikkate alınmış ve projeksiyon dönemi boyunca risksiz getiri oranının sabit kalacağı varsayılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
 - **Piyasa risk primi:** %6,0 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
 - **Beta:** Beta 1 olarak kabul edilmiş olup tarafımızca makuldür.
 - **Özsermaye Maliyeti:** %14,38 olarak hesaplanmıştır.
 - **Borçlanma Maliyeti:** Vergi öncesi borçlanma maliyeti, Merkez Bankası 24 Kasım itibarıyla Döviz Ticari Kredi Faiz Oranı olan %9,88 varsayılmış olup, vergi sonrası borçlanma maliyeti %7,41 olarak hesaplanmıştır.
 - **Borç Oranı:** Damodaran yazılım şirketleri oranı olan %15,01 kullanılmıştır.
- AOSM, %13,34 olarak hesaplanmış olup tarafımızca makuldür.
- **Uç Değer Büyüme Oranı:** %1 olarak varsayılmış olup tarafımızca makul ve ihtiyatlıdır.

Halka Arz Değeri

Değerleme Sonucu		
	Ağırlık	Değer
İNA Değeri, (Bin \$)	50,00%	101.014,3
Çarpan Değeri (Bin \$)	50,00%	129.531,9
Ağırlıklı Şirket Değeri (Bin \$)		115.273,1
23.02.2024 tarihli TCMB Alış Kuru		31,0047
Piyasa Değeri (Bin TL)		3.574.008
Ödenmiş Sermaye, TL		88.400.000
Pay Başı Değer, TL		40,43
Halka Arz İskontosu		25,80%
Halka Arz Fiyatı, TL		30,00

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA ve Çarpan Analizi eşit ağırlıklandırılmış olup %25,80 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 30,00 TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Uygulanan %25,80'lik iskontonun makul olduğunu, değerinde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.

Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.

- Odine'in fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Odine özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- Piyasa çarpanları analizi kapsamında hem Türkiye hem de yurt dışında benzer faaliyetlerde bulunan halka açık şirketler incelenmiş olup, Türkiye'de benzer faaliyetlerde bulunan halka açık şirketlerin henüz büyük bir bölümü enflasyon muhasebesine göre düzenlenmiş finansal verilerini açıklamadığı için yurt içi benzer şirket çarpan analizi yapılmamıştır.
- TSKB tarafından Odine'in halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt dışında işlem gören benzer şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanının medyanı kullanılmıştır. Yurt dışı FD/FAVÖK çarpanının meydanına %20 iskonto uygulanarak kullanılmasını makul karşılamakla birlikte Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanının da değerlemeye dahil edilmese de raporda yer verilmesi gerektiği kanaatindeyiz.
- Piyasa çarpanları analizinde, FD/FAVÖK çarpanı hesaplamasında 5'ten küçük ve 25'ten büyük değerler uç değer olarak kabul edilmiş olup değerlendirme dışı bırakılmıştır.
- İNA metodunda Şirket yönetiminin beklentileriyle geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2024-2031 yılları için projekte edilmiş olması maküldür.
- Risksiz getiri oranı olarak İtfa tarihi 20.09.2033 olan Türkiye Devleti ABD Doları Eurobond'un (US900123DD96) son üç aylık getiri ortalaması olan %8,38 dikkate alınmış ve projeksiyon dönemi boyunca risksiz getiri oranının sabit kalacağı varsayılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken Çarpan Analizi ve İNA'dan hesaplanan piyasa değerlerinin ortalaması alınmış olması tarafımızca makul bulunmuştur.
- Uygulanan %25,80'lik iskontonun makul olduğunu, değerde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.
- Sonuç olarak Odine için halka arz fiyatının tespit edilmesinde TSKB'nin kullanmış olduğu varsayımlar dahilinde %25,80 halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 30,00 TL pay başı talep toplama fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz. Farklı varsayımlarla farklı değere ulaşılacağı göz önünde bulundurulmalıdır.