

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Ünlü Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Hitit Bilgisayar Hizmetleri 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.

#### Hitit Bilgisayar Hizmetleri A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Hitit Bilgisayar Hizmetleri A.Ş.	
Borsa Kodu	HTTBT
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı & Ortak Satışı
Halka Arz Şekli	Fiyat Aralığı İle Talep Toplama
Tahsisatlar	Yurt İçi Bireysel : %25 Yurt İçi Yüksek Başvurululu : %25 Yurt İçi Kurumsal : %25 Yurt Dışı Kurumsal : %25
Kote Olunacak Pazar	Yıldız Pazar
Talep Toplama Tarihleri	23-24-25 Şubat 2022
Halka Arz Öncesi Sermaye	100.000.000 TL
Sermaye Artırımı	27.500.000 TL
Ortak Satışı	7.692.308 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	127.500.000 TL
Halka Açıklık Oranı	27,6%
Talep Toplama Fiyatı-Taban	11,50 TL
Talep Toplama Fiyatı-Tavan	12,50 TL
Halka Arz Büyüklüğü-Taban	404.711.542 TL
Halka Arz Büyüklüğü-Tavan	439.903.850 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri-Taban	1.150.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri-Tavan	1.593.750.000 TL

Halka Arz Çarpanları	Dolar	TL
F/K 2021Ç3 - Taban	27,73	46,74
F/K 2021Ç3- Tavan	30,14	50,81
FD/FAVÖK2* 2021Ç3 - Taban	16,38	29,71
FD/FAVÖK2* 2021Ç3- Tavan	17,78	32,29
PD/DD 2021Ç3 - Taban	4,37	6,66
PD/DD 2021Ç3 - Tavan	4,75	7,24

Halka Arz Sonrası Çarpanlar -Tavan Fiyat		
F/K 2021Ç3	38,43	64,78
FD/FAVÖK2* 2021Ç3	17,78	32,29
PD/DD 2021Ç3	2,63	3,09

\*Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir/Gider Dahil Edilerek Hesaplanan FAVÖK Rakamına Göre

## Özet Bilgi

- Hitit, 1994 yılında kurulmuş olup, İstanbul merkezli bir teknoloji firmasıdır. Şirket, ulusal ve uluslararası havacılık ve seyahat endüstrisine "Crane" markalı yazılım çözümleri üretmekte, bunları süregelen şekilde geliştirmekte ve ilgili yazılımları müşterilerine altyapı barındırma ve bakım hizmetleriyle beraber paket halinde kullandıkça öde (SaaS) esasına dayalı hizmet olarak sunmaktadır.
- Şirket'in yazılım çözümleri 5 kıtada ve 38 ülkede faaliyet gösteren toplam 48 havayolu ve seyahat sektörü firmasına hizmet vermektedir. Covid pandemisi öncesi döneme bakıldığında, 2019 yılı içerisinde, Crane PSS çatısı altında taşınan toplam yolcu sayısı T2RL tarafından hazırlanan piyasa raporuna göre yaklaşık 53 milyon olarak gerçekleşmiş, yine aynı yıl içerisinde Şirket kayıtlarına göre Crane PSS üzerinden gerçekleşen toplam uçuş sorgulama sayısı 100 milyarın üzerine çıkmıştır ve 30.000 seyahat acentesi Crane acente satış ve servis web platformunu ve servislerini kullanmıştır.
- 2019 yılında Hitit'in Karaçi/Pakistan'da yeni irtibat bürosu açılmış olup, Hitit'in Türkiye dışındaki ilk ofisidir. Hitit'in genişleyen müşteri kitlesinin ihtiyaçlarını daha iyi karşılayabilmek için İstanbul veri merkezine ek olarak Frankfurt ve Amsterdam veri merkezleri açılmıştır. Havayollarının yanı sıra seyahat acentelerine de hizmet verecek yeni çözüm grubu olarak Crane acente portalı piyasaya sürülmüş, böylece sektördeki diğer büyük rakiplerin de yer aldığı bu yeni GDS iş koluna giriş yapılmıştır. 2019 yılında şirket tarihinin en hızlı yıllık büyümesini gerçekleştiren Hitit, bir yıl içerisinde 10 yeni havayolunu müşterileri arasına katmıştır. Hitit'in Cargo çözümü ilk defa bir havayolunda kullanılmaya başlanmıştır.
- 2020 yılında havacılık sektörünü derinden sarsan Covid-19 krizine rağmen Hitit bir yıl önceki büyüme rekorunu kırarak bir yıl içerisinde 12 yeni havayolunu müşterileri arasına katmayı başarmış ve Amerika kıtasındaki ilk müşterilerini almıştır.
- 2021 yılında Crane PSS'in istikrarlı büyümesi sonucunda Hitit sistemlerinden geçen yolcu sayısı olarak 4. en büyük rezervasyon sistemi sağlayıcısı olmuştur.

## Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri

Şirket halka arz gelirinin;

- %35'ini ürün ve çözümlerinin yazılım ve altyapılarının farklı pazarlara göre geliştirilmesinde,
- %30'unu bulut mimarisine geçiş için alt yapı ile geliştirme ve iyileştirmelerinde
- %25'ini yeni iş kolları oluşturulmasında
- %10'unu yurt dışı yatırımlarında

kullanmayı planlamaktadır.

## Ortaklık Yapısı

Hitit Bilgisayar Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı
Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş.	50.000.000	50,00%	46.153.846	36,20%
Fatma Nur Gökman	31.500.000	31,50%	29.076.923	22,81%
Dilek Ovacık	6.500.000	6,50%	6.000.000	4,71%
Hakan Ünlü	6.000.000	6,00%	5.538.462	4,34%
Özkan Dülger	6.000.000	6,00%	5.538.462	4,34%
Halka Açık Kısım		0,00%	35.192.308	27,60%
<b>Toplam</b>	<b>100.000.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>127.500.000</b>	<b>100,0%</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

## Mali Tablolar

Hitit Bilgisayar Gelir Tablosu (ABD Doları)	2018	2019	2020	2020/09	2021/09	Son 4Ç
Hasılat	12.423.404	16.553.270	12.704.432	9.761.653	10.114.393	13.057.172
Yıllık Değişim		33,2%	-23,3%		3,6%	
Satışların Maliyeti (-)	-6.418.716	-7.841.490	-6.980.602	-5.297.527	-5.715.699	-7.398.774
Yıllık Değişim		22,2%	-11,0%		7,9%	
<b>Brüt Kar</b>	<b>6.004.688</b>	<b>8.711.780</b>	<b>5.723.830</b>	<b>4.464.126</b>	<b>4.398.694</b>	<b>5.658.398</b>
Yıllık Değişim		45,1%	-34,3%		-1,5%	
Brüt Kar Marjı	48,3%	52,6%	45,1%	45,7%	43,5%	43,3%
Pazarlama Ve Satış Giderleri (-)	-1.328.861	-2.326.468	-1.210.028	-976.759	-861.859	-1.095.128
Genel Yönetim Giderleri (-)	-2.451.177	-1.890.686	-1.576.413	-1.191.518	-1.410.282	-1.795.177
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>2.224.650</b>	<b>4.494.626</b>	<b>2.937.389</b>	<b>2.295.849</b>	<b>2.126.553</b>	<b>2.768.093</b>
Yıllık Değişim		102,0%	-34,6%		-7,4%	
Faaliyet Kar Marjı	17,9%	27,2%	23,1%	23,5%	21,0%	21,2%
Amortisman	886.374	1.170.527	1.627.936	1.177.409	1.592.916	2.043.443
<b>FAVÖK1</b>	<b>3.111.024</b>	<b>5.665.153</b>	<b>4.565.325</b>	<b>3.473.258</b>	<b>3.719.469</b>	<b>4.811.536</b>
Yıllık Değişim		82,1%	-19,4%		7,1%	
FAVÖK1 Marjı	25,0%	34,2%	35,9%	35,6%	36,8%	36,8%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	3.548.278	2.023.319	708.425	338.208	655.528	1.025.745
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-2.406.844	-919.691	-275.944	-38.498	-407.891	-645.337
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>3.366.084</b>	<b>5.598.254</b>	<b>3.369.870</b>	<b>2.595.559</b>	<b>2.374.190</b>	<b>3.148.501</b>
Yıllık Değişim		66,3%	-39,8%		-8,5%	
<b>FAVÖK2</b>	<b>4.252.458</b>	<b>6.768.781</b>	<b>4.997.806</b>	<b>3.772.968</b>	<b>3.967.106</b>	<b>5.191.944</b>
Yıllık Değişim		59,2%	-26,2%		5,1%	
FAVÖK2 Marjı	34,2%	40,9%	39,3%	38,7%	39,2%	39,8%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	83.494	103.441	100.573	37.354	71.596	134.815
<b>Finansman Geliri/Gideri Öncesi Faaliyet Karı</b>	<b>3.449.578</b>	<b>5.701.695</b>	<b>3.470.443</b>	<b>2.632.913</b>	<b>2.445.786</b>	<b>3.283.316</b>
Finansman Giderleri (-)			-204.879	-93.645	-209.154	-320.388
Finansman Gelirleri			91.100	65.707	279.517	304.910
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>3.449.578</b>	<b>5.701.695</b>	<b>3.356.664</b>	<b>2.604.975</b>	<b>2.516.149</b>	<b>3.267.838</b>
Vergi Gideri	-142.931	-182.525	-181.079	-225.009	-249.881	-205.951
Dönem Vergi Gideri (-)	-188.918	-217.226	-80.675	-222.221	-242.877	-101.331
Ertelenmiş Vergi Geliri	45.987	34.701	-100.404	-2.788	-7.004	-104.620
<b>DÖNEM KARI</b>	<b>3.306.647</b>	<b>5.519.170</b>	<b>3.175.585</b>	<b>2.379.966</b>	<b>2.266.268</b>	<b>3.061.887</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

<b>Hitit Bilgisayar Bilanço (ABD Doları)</b>				
<b>VARLIKLAR</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021/09</b>
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>5.674.273</b>	<b>7.255.979</b>	<b>10.714.970</b>	<b>9.315.297</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	3.296.424	4.038.307	6.836.999	4.472.713
Ticari Alacaklar	1.629.616	2.155.313	2.483.209	3.243.177
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	401.011	484.523	772.405	437.332
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	1.228.605	1.670.790	1.710.804	2.805.845
Peşin Ödenmiş Giderler	536.242	823.080	929.288	1.105.319
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	171.636		136.430	34.203
Diğer Dönen Varlıklar	40.355	239.279	329.044	459.885
<b>DURAN VARLIKLAR</b>	<b>6.985.246</b>	<b>10.317.659</b>	<b>13.358.554</b>	<b>18.036.808</b>
Maddi Duran Varlıklar	201.840	246.805	268.393	546.352
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	6.010.920	9.016.586	11.956.428	16.210.260
Ertelenmiş Vergi Varlığı	168.618	183.809	81.776	74.772
Peşin Ödenmiş Giderler	533.355	812.974	989.859	1.144.487
Diğer Duran Varlıklar	70.513	57.485	62.098	60.937
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>12.659.519</b>	<b>17.573.638</b>	<b>24.073.524</b>	<b>27.352.105</b>
<b>KAYNAKLAR</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021/09</b>
<b>KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>2.135.323</b>	<b>2.535.606</b>	<b>5.773.821</b>	<b>5.603.398</b>
Ticari Borçlar	721.770	1.058.168	948.772	893.432
Kısa Vadeli Borçlanmalar			3.880.266	2.416.250
Finansal Kiralama Yükümlülükleri		183.001	40.439	1.151.044
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü		81.395		
Ertelenmiş Gelirler	262.388	320.771	500.663	591.002
Çal.Sağ. Faydalar Kapsamında Borçlar	179.938	294.573	231.194	216.892
Kısa Vadeli Karşılıklar	881.839	573.745	161.355	267.608
Çal. Sağ. Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Kar.	881.839	573.745	161.355	267.608
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	89.388	23.953	11.132	67.170
<b>UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>675.746</b>	<b>1.067.637</b>	<b>1.128.199</b>	<b>2.310.934</b>
Finansal Kiralama Yükümlülükleri				1.027.449
Ertelenmiş Gelirler	530.756	901.974	993.122	1.135.187
Uzun Vadeli Karşılıklar	144.990	165.663	135.077	148.298
Çal. Sağ.Fayd.alara İlişkin Uzun Vadeli Kar.	144.990	165.663	135.077	148.298
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>9.848.450</b>	<b>13.970.395</b>	<b>17.171.504</b>	<b>19.437.773</b>
Sermaye	33.669	33.669	33.669	16.833.578
Sermaye Düzeltme Farkları	19.771	19.771	19.771	19.771
Yasal Yedekler	20.260	20.260	20.260	20.260
Kar Veya Zararda Yen.Sınıflandırılmayacak Bir.Diğ.Kap. Gel.Veya Gid.	1.063.248	-333.977	-308.452	-308.452
Tan. Em. Fay. Plan. Vergi Son. Aktüeryal Kay.	-88.584	-99.512	-73.987	-73.987
Yabancı Para Çevrim Farkları	1.151.832	-234.465	-234.465	-234.465
Net Dönem Karı	3.306.647	5.519.170	3.175.585	2.266.268
Geçmiş Yıllar Karları	5.404.855	8.711.502	14.230.671	606.348
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>12.659.519</b>	<b>17.573.638</b>	<b>24.073.524</b>	<b>27.352.105</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

## Değerleme

- Ünlü Menkul, Hitit'in halka arz fiyatının tespitinde indirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Çarpan metodunu kullanmış olup, eşit 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. Hitit 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.
- Ünlü Menkul tarafından Hitit halka arz fiyatının yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin Şirket Değeri/FAVÖK (ŞD/FAVÖK) ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanlarının medyanı kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.

### 1. Grup: Yurt İçi ve Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpan Analizi

- Yurt dışı benzer şirket analizinde Hitit ile birebir aynı işi yapmakta olan ve yurtdışındaki ihale süreçlerinde Hitit ile rekabet içinde olan Havacılık Yazılım Şirketleri ve Seyahat ve Konaklama Çözümleri sunan 11 şirketten anlamlı sonuç vermeyen şirketler elenmiştir. Seçilen şirketlerin 2021 ve 2022 yılları tahmini ŞD/FAVÖK ve F/K çarpanları gösterilmiş olup Covid-19'dan etkilendiği gözlemlenen global havacılık ve seyahat çözümleri yazılım şirketlerinin nispeten toparlanmasının yansımalarının beklendiği 2022 çarpanları, Şirket'in de benzer şekilde Covid-19 etkilerinden toparlanmaya başladığı 2022T rakamları ile kullanılmıştır.

Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları				
Şirket	ŞD/FAVÖK		F/K	
	2021T	2022T	2021T	2022T
Airbnb	58,1	47,5	a.d	149,8
Booking Holdings	35	17,4	57,6	24,5
Amadeus IT Group	46,4	19,8	a.d	40,6
Expedia Group	24,1	13,5	132,5	24,4
Sabre Corp	a.d	29,7	a.d	a.d
Tripadvisor	33,6	10,6	a.d	19,9
Unisys Corp	3,3	3,0	11,2	7,8
Trivago	18,8	8,5	a.d	41
Despegar.com	a.d	13,9	a.d	a.d
On The Beach Group	a.d	15,5	a.d	27,9
Hostelworld Group	a.d	a.d	a.d	a.d
<b>Medyan</b>	<b>24,1</b>	<b>13,7</b>	<b>11,2</b>	<b>24,5</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Yurt içinde halka açık global havacılık ya da seyahat çözümleri yazılım şirketleri olmadığı için yazılım çözümleri sunan halka açık Türk yazılım şirketleri benzer şirket olarak incelenerek 10 şirket seçilmiştir. Türk yazılım şirketleri için de 2022 çarpanları Şirket'in Covid-19 etkisinin azalmaya başlayacağı beklentisini yansıtan 2022 finansalları ile kullanılmıştır.

Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları				
Şirket	ŞD/FAVÖK		F/K	
	SOA	2022T	SOA	2022T
Logo Yazılım	15,3	10,8	20,2	14,2
Atp Ticari Bilgisayar	75,2	31,3	77,8	47,5
Ard Grup	10,2	m.d	11,2	m.d
Matriks Bilgi	15,9	8,4	23,1	m.d
Fonet	12	m.d	13,8	m.d
Kron	58,5	m.d	64	m.d
Kafein Yazılım	7,5	m.d	42,2	m.d
Vbt Yazılım	34,3	23,3	39,4	m.d
Link Bilgisayar	36,6	m.d	36,7	m.d
Smartiks Yazılım	10,7	m.d	58,5	m.d
<b>Medyan</b>	<b>15,6</b>	<b>17,05</b>	<b>38,0</b>	<b>30,8</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Hitit Bilgisayar'ın değerlemesi dolar bazlı yapıldığı için Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin de cari piyasa ve firma değerlerinin değerlendirilmesinde dolar/TL kuruna, FAVÖK ve net karlarının da son 1 yıllık ortalama dolar/TL kuruna bölünerek hesaplanması gerektiği kanaatindeyiz. Bu şekilde yapılan hesaplamalar sonucunda yurtiçi şirketlerin SOA FD/FAVÖK çarpanı 8,89x hesaplanmaktadır.

- Yurt dışı benzer şirket çarpan analizinde ŞD/FAVÖK ve F/K çarpanlarından elde edilen değerler eşit ağırlıklandırılarak şirket için 140.846 bin dolar ve yurt içi benzer şirket çarpan analizinde ŞD/FAVÖK ve F/K çarpanlarından elde edilen değerler eşit ağırlıklandırılarak şirket için 164.707 bin dolar piyasa değeri hesaplanmıştır.

Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpan Değeri	Değer
ŞD/FAVÖK 2022T(x)	14,7
FAVÖK 2022T	9.057
Net Borç (Usd)	122
<b>ŞD/FAVÖK Çarpan Değeri</b>	<b>133.014</b>
F/K 2022(x)	26,2
Net Kar 2022T	5.675
<b>F/K Çarpan Değeri</b>	<b>148.677</b>
<b>Yurt Dışı Benzer Şirketler</b>	<b>140.846</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt İçi Benzer Şirket Çarpan Değeri	Değer
ŞD/FAVÖK 2022T(x)	17,1
FAVÖK 2022T	9.057
Net Borç (Usd)	122
<b>ŞD/FAVÖK Çarpan Değeri</b>	<b>154.541</b>
F/K 2022(x)	30,8
Net Kar 2022T	5.675
<b>F/K Çarpan Değeri</b>	<b>174.873</b>
<b>Yurt İçi Benzer Şirketler</b>	<b>164.707</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

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

Çarpan Analizi Sonucu 2022T	Ağırlık	Değer
Global Şirketler	75,0%	140.846
Türk Yazılım Şirketleri	25,0%	164.707
<b>Hitit Özkaynak Değeri</b>		<b>146.785</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

## 2. Grup: Covid-19 Etkisinden Ayrıştırılmış Potansiyel Yıl (2021PT) Analizi

- Türk yazılım şirketlerinin 2021 yılı performansı, Şirket'in Covid-19'dan Türk yazılım şirketlerine kıyasla negatif anlamda ayrılarak etkilendiği 2021 yılı performansından ziyade Şirket'in potansiyel yıl performansı ile kıyaslanmıştır. Dolayısı ile Türk Yazılım Şirketlerinin 2021 son on iki ay ŞD/FAVÖK çarpanı, Şirket'in 2021PT analizinde bulunan ve Covid-19 etkisinden arındırılmış potansiyel FAVÖK değerleri ile kullanılmıştır.
- 2021PT analizi Covid-19 etkisini içermediğinden, yurtdışı benzer şirketlerde ise Hitit ile birebir rekabet içinde olan global havacılık yazılımları şirketlerinin Covid-19 öncesi üç yıllık ortalama çarpanları değerlendirilmiştir.
- Global havacılık yazılım şirket çarpan değerleri eşit ağırlıklandırılırken, Türk yazılım şirketleri çarpan değerinde, 2021 SOA F/K medyanından çıkan sonuç ihtiyatlı tarafta kalmak adına hesaplamalara dahil edilmemiştir.

Global Şirketler Çarpan Değeri	Değer
ŞD/FAVÖK (17-18-19 Ort.) (x)	12,6
FAVÖK SOA	8.872
Net Borç (Usd)	122
<b>ŞD/FAVÖK Çarpan Değeri</b>	<b>111.586</b>
F/K (17-18-19 Ort.)(x)	26,4
Net Kar SOA	5.570
<b>F/K Çarpan Değeri</b>	<b>147.208</b>
<b>Yurt Dışı Benzer Şirketler</b>	<b>129.397</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Türk Yazılım Şirketleri Çarpan Değeri	Değer
ŞD/FAVÖK SOA (x)	15,6
FAVÖK SOA	8.872
Net Borç (Usd)	122
<b>ŞD/FAVÖK Çarpan Değeri</b>	<b>137.906</b>
F/K SOA(x)	28,0
Net Kar SOA	5.570
<b>F/K Çarpan Değeri</b>	<b>211.715</b>
<b>Yurt İçi Benzer Şirketler</b>	<b>137.906</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Sonuç olarak global havacılık ve seyahat yazılım çözümleri şirketleri çarpan değerine %75 ve Türk yazılım şirketleri çarpan değerine %25 ağırlık verilerek şirket için 131.524 bin dolar piyasa değeri hesaplanmıştır. yurtiçi çarpan analizinde TL bazlı çarpanların kullanılmış olması nedeniyle hesaplanan değer dolar bazlı çarpan kullanılması halinde hesaplanacak değer üzerinde yer almaktadır.

Çarpan Analizi Sonucu SOA	Ağırlık	Değer
Global Havacılık Yazılım Şirketleri	75,0%	129.397
Türk Yazılım Şirketleri	25,0%	137.906
<b>Hitit Özkaynak Değeri</b>		<b>131.524</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

### İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve Şirket'in gelecek yıllara ilişkin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2022-2031 yılları için projekte edilmiştir.
- **Satışlar:** Şirket'in satış projeksiyonları 2021-2031 yılları için Covid-19 pandemi sebebi ile havayollarındaki uçuş hacimlerindeki düşüş ve 2022'den başlayarak sektörde beklenen normalleşmenin etkisini ayrıştırabilmek hem de Şirket'in portföyüne son 2 yılda katmış olduğu ve projeksiyon dönemi boyunca katmayı planladığı müşterilerin katkısını ayrıştırabilmek için en büyük gelir kalemini oluşturan PAX bazlı PSS hasılatı yıllar itibariyle Şirket portföyünde bulunan müşteriler ayrıştırılarak incelenmiştir. Gelir kalemleri uygulama kullanımı hasılatı (SaaS), uygulama kullanımı iyileştirme, geliştirme hasılatı ve diğer gelirler olarak 3 ana başlıkta tahmin edilmiş olup diğer gelirler kendi içinde bakım gelirleri, alt yapı hizmet gelirleri, kurulum-entegrasyon gelirleri ve diğer gelirler olarak 4'e ayrılmıştır.
- **Faaliyet Giderleri:** Şirket'in faaliyet giderleri pazarlama ve satış ile genel yönetim giderleri olarak ikiye ayrılarak tahmin edilmiştir.
- Pazarlama ve satış altında sınıflanan personel giderlerinin ilgili dönem ortalama personel sayısına oranlanması ile personel başına ortalama maliyet hesaplanmıştır. Geçmiş gerçekleşen personel başına ortalama maliyetler USD enflasyon beklentisi ile ileriye dönük olarak büyütülmüştür. Şirket'in pazarlama ve satış altında sınıflanan personel sayısı ise Şirket'in büyüme trendine paralel olarak 2022-2031 yılları arasında her sene ortalama 3 kişi eklenecek şekilde tahmin edilmiştir. Personel gideri hariç satış pazarlama giderlerinin en önemli kalemleri satış ve prim giderleri, danışmanlık giderleri, reklam ve pazarlama giderleri, seyahat ve konaklama giderleri, konferans ve eğitim giderleri ve diğer giderlerdir. Bu gider kalemlerinin tahmininde hasılatı oranları baz alınmıştır.
- Genel yönetim altında sınıflanan personel giderlerinin ilgili dönem ortalama personel sayısına oranlanması ile personel başına ortalama maliyet hesaplanmıştır. Geçmiş gerçekleşen personel başına birim maliyetler USD enflasyon beklentisi ile ileriye dönük olarak büyütülmüştür. Şirket'in genel yönetim giderleri altında sınıflanan personel sayısı ise her sene ortalama 1 kişi eklenecek şekilde tahmin edilmiştir. Personel gideri hariç genel yönetim giderlerinin en önemli kalemleri kira giderleri, danışmanlık giderleri, ofis giderleri, sigorta giderleri, yazılım destek giderleri, şüpheli alacak giderleri, vergi ve harçlar, seyahat ve konaklama giderleri, konferans ve eğitim, temsil giderleri ve diğer giderlerdir. Kira giderleri geçmişte gerçekleşen rakamlar üzerinden USD enflasyon beklentisi göz önünde bulundurularak modellenmiştir.
- **İşletme Sermayesi:** Net işletme sermayesi hesaplaması için Şirket'in 2018, 2019, 2020 ve 2021 dokuz aylık ticari alacakları, ticari borçları, nakit ve finansal borçları hariç diğer dönen varlık ve diğer dönen borç bakiyeleri karşılaştırmıştır. 2021 yılında Ticari Alacak Devir süresinin 70 gün, sonraki yılda 62 gün, 2023 ve sonrasında ise sabit 57 gün olması beklenmektedir. Bu rakam geçmiş 3 yılın ortalamasına yakınsamaktadır. Ticari Borç Devir süresinin 2021 9 ay gerçekleşen rakama yakınsaması beklenmektedir. Bu varsayımla 2022 yılından itibaren 43 gün olarak sabit tutulmuştur.



- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlandırma Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
  - **Risksiz Getiri Oranı:** 15 Ocak 2031 Eurobond faiz oranının son 3 aylık ortalaması olan %7,4 risksiz getiri oranı olarak kabul edilmiş olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
  - **Piyasa risk primi:** %5,0 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
  - **Beta:** 0,97 olarak kabul edilmiş olup makuldür.
  - **Özsermaye Maliyeti :** %12,3 olarak hesaplanmıştır.
  - **Borçlanma Maliyeti:** Şirket'in vergi öncesi borçlanma maliyeti %8,4 olarak alınmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
  - **Borç Oranı:** Şirket'in finansal borçlarının, finansal borç ve özkaynak toplamına oranı olarak %19,1 kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- AOSM %11,4 olarak hesaplanmıştır.
- **Uç Değer Büyüme Oranı:** %2,3 olarak varsayılmıştır.
- Sonuçta İNA'dan şirket için, 125.058 bin dolar olarak hesaplanan firma değerinden 122 bin dolar tutarındaki net borç çıkarılarak 124.936 bin dolar piyasa değeri hesaplanmıştır.

#### Halka Arz Değeri

Değerleme Sonucu (Bin Usd)	Ağırlık	Değer
İNA	50%	124.936
Çarpan Analizi	50%	139.155
Yurtdışı ve Yurtiçi Benzer Şirket Çarpan Analizi	25%	146.785
Covid-19 Etkisinden Ayrıştırılmış Potansiyel Yıl Analizi	25%	131.524
<b>Ağırlıklandırılmış Değer</b>	<b>100,0%</b>	<b>132.045</b>
<b>10.02.2022 Usd/TL kuru</b>		<b>13,5444</b>
<b>Ağırlıklandırılmış Değer (Bin TL)</b>		<b>1.788.474</b>

Değerleme Sonucu (Bin TL)	Taban	Tavan
Hitit Piyasa Değeri		1.788.474
Ödenmiş Sermaye		100.000
<b>Pay Başı Değer</b>		<b>17,88</b>
	<b>Taban</b>	<b>Tavan</b>
Halka Arz İskontosu	35,7%	30,1%
<b>Halka Arz Fiyatı</b>	<b>11,50</b>	<b>12,50</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA ve Çarpan Analizi eşit ağırlıklandırılmış olup %35,7 ve %30,1 halka arz iskontoaları uygulanarak pay başına taban 11,50 ve tavan 12,50 TL halka arz fiyatı tespit edilmiştir. Uygulanan %35,7 ve %30,1'lik iskontoaların makul olduğunu, değerde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.

## Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Hitit'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. Hitit özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- Ünlü Menkul tarafından Hitit halka arz fiyatının yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin Şirket Değeri/FAVÖK (ŞD/FAVÖK) ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanlarının medyanı kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- 1. Grup yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler çarpan analizinde şirketlerin Covid-19'dan etkilenmiş olması sebebiyle 2022 yılları tahmini ŞD/FAVÖK ve F/K çarpanları ile şirketin 2022T FAVÖK rakamı kullanılarak çarpan değerine ulaşılmış olup 2021/09 yıllıklandırılmış verilerine göre hesaplanan çarpan ve FAVÖK rakamı kullanılarak çarpan değeri hesaplamasının yapılmasının daha doğru olacağı kanaatindeyiz.
- 2. Grup çarpan değeri hesaplamasında, global havacılık yazılım şirket çarpan değerleri eşit ağırlıklandırılırken, Türk yazılım şirketleri çarpan değerinde, 2021 SOA F/K medyanından çıkan sonucun muhafazakar tarafta kalmak açısından hesaplamaya dahil edilmemiş olması makuldür.
- Hitit Bilgisayar'ın değerlemesi dolar bazlı yapıldığı için Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin de cari piyasa ve firma değerlerinin değerlendirilmesinde dolar/TL kuruna, FAVÖK ve net karlarının da son 1 yıllık ortalama dolar/TL kuruna bölünerek çarpan hesaplanması gerektiği kanaatindeyiz. Bu şekilde yapılan hesaplamalar sonucunda yurtiçi şirketlerin SOA FD/FAVÖK çarpanı 8,89x hesaplanmakta olup değerlemede kullanılan TL bazlı FD/FAVÖK çarpan seviyesinin altındadır. +
- Risksiz getiri oranı olarak 15 Ocak 2031 Eurobond faiz oranının son 3 aylık ortalaması olan %7,4 kabul edilmiş olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken Çarpan Analizi ve İNA'dan hesaplanan piyasa değerlerinin ortalaması alınmış olması tarafımızca makul bulunmaktadır.
- Uygulanan %30,1 ve %35,7'lik iskontoların makul olduğunu, değerinde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.
- Sonuç olarak Hitit'in halka arz fiyatının tespit edilmesinde sırasıyla %35,7 ve %30,1 halka arz iskontoları uygulanarak pay başına taban 11,50 ve tavan 12,50 TL halka arz fiyat aralığının makul olduğunu düşünmekle beraber halka arz çarpanlarının yurtiçindeki yazılım şirketlerinin üzerinde yer aldığını belirtmek isteriz.

Halka Arz Çarpanları	Dolar	TL
F/K 2021Ç3 - Taban	27,73	46,74
F/K 2021Ç3- Tavan	30,14	50,81
FD/FAVÖK2* 2021Ç3 - Taban	16,38	29,71
FD/FAVÖK2* 2021Ç3- Tavan	17,78	32,29
PD/DD 2021Ç3 - Taban	4,37	6,66
PD/DD 2021Ç3 - Tavan	4,75	7,24

Halka Arz Sonrası Çarpanlar -Tavan Fiyat		
F/K 2021Ç3	38,43	64,78
FD/FAVÖK2* 2021Ç3	17,78	32,29
PD/DD 2021Ç3	2,63	3,09

\*Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir/Gider Dahil Edilerek Hesaplanan FAVÖK Rakamına Göre