

Sai ARDYZ Araştırma Raporu

2026/1Ç

İntron sonrası ölçek artışı görünür; brüt marj ve nakit dönüşümü değerlendirme disiplini belirliyor

ARDYZ (ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş. pay kodu) 2026 yılının ilk çeyreğinde satış ölçeğini belirgin biçimde artırdı. Bu artış, 2025 sonunda tamamlanan İntron birleşmesinin kâr-zarar tablosunda görünür hale gelmesiyle birlikte okunmalıdır. Şirketin kurumsal yazılım, elektronik dönüşüm (e-dönüşüm), hukuk yazılımları, Elektronik Denetleme Sistemleri (EDS), sağlık teknolojileri, donanım ve altyapı çözümleri, sistem entegrasyonu, siber güvenlik, bulut, yapay zekâ ve yönetilen hizmetleri birlikte taşıyan hibrit yapısı nedeniyle ARDYZ saf Software as a Service (bulut tabanlı abonelik yazılım modeli, SaaS) gibi okunmamalıdır. Annual Recurring Revenue (yıllık tekrarlayan gelir, ARR) finansal tablolarla köprülenmiş şekilde açıklanmadığı için ana değerlendirme dili ARR üzerinden kurulmamaktadır.

Finansal karşılaştırmalar Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TFRS) ve Türkiye Muhasebe Standardı 29 - Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama (TMS 29) dahil finansal tablo zemininde ele alınmıştır. 2026/1Ç finansal raporunda tutarlar 31.03.2026 satın alma gücüyle sunulmaktadır. Bu nedenle büyüme, marj, son on iki ay (Trailing Twelve Months, TTM) ve nakit yorumları aynı ölçüm yüzeyinde okunmalıdır. Değerleme tarafında ana gösterge olarak firma değeri (FD) / TTM brüt kârın kullanılmasının daha yerinde olduğu düşünülmektedir. Yardımcı göstergeler ise geliştirme yatırımları sonrası düzeltilmiş faiz, vergi, amortisman ve itfa öncesi kâr (FAVÖK) ile serbest nakit akımı (Free Cash Flow, FCF) dönüşümüdür.

Tablo 1 | Kapak özeti ve ana değerlendirme göstergeleri

Gösterge	Değer	Yatırımcı açısından okuma
Piyasa değeri	19.014,2 mn TL	12.05.2026 piyasa verisi
Net borç	1.354,2 mn TL	Finansal borç - nakit / finansal yatırımlar
Firma değeri (FD)	20.368,4 mn TL	Piyasa değeri + net borç
2026/1Ç satış	2.164,1 mn TL	İntron sonrası satış ölçeği görünür hale geldi
2026/1Ç brüt kâr	909,0 mn TL	Satış artışına rağmen brüt marj %42,0'a geriledi
TTM satış	5.969,4 mn TL	2026/1Ç ile yıllıklandırılmış satış paydası genişledi
TTM brüt kâr	2.691,8 mn TL	Ana değerlendirme paydası
FD / TTM brüt kâr	7,6x	Ana gösterge
FD / düzeltilmiş FAVÖK	9,0x	Aktifleştirilen geliştirme maliyeti sonrası yardımcı gösterge
TTM yatırım sonrası FCF dönüşümü	-%48,2	Nakit kalitesi kontrolü

1. Kapak ve kısa yatırımcı başlığı

ARDYZ için 2026/1Ç ana yatırımcı başlığı şudur: İntron sonrası satış ölçeği belirginleşmiş, işletme nakdi ilk çeyrekte güçlenmiş ve ticari alacak stoku yıl sonuna göre gerilemiştir. Buna karşılık brüt marjın %42,0 seviyesine inmesi, satılan ticari mallar maliyetindeki sıçrama ve TTM bazda hâlâ negatif kalan yatırım sonrası FCF, değerlendirme dilinin satış büyümesinden çok brüt kâr ve nakit dönüşümü üzerinden kurulmasını gerektirmektedir.

2026/1Ç'de hasılat 2.164,1 milyon TL'ye (mn TL) yükseldi ve geçen yılın aynı dönemine göre %156,5 artmıştır. Brüt kâr 909,0 mn TL ile %76,4 büyümüştür; ancak brüt marj 2025/1Ç'deki %61,1 seviyesinden %42,0 seviyesine gerilemiştir. Bu ayrışma, satış büyümesinin güçlü olduğunu; fakat satıştan kalan brüt kâr kalitesinin aynı hızda artmadığını göstermektedir. Satış büyümesinin önemli bir bölümü donanım, altyapı, üçüncü taraf ürün veya tedarik karakterli kalemlerden geliyorsa, bu büyüme saf yazılım geliri gibi fiyatlanmamalıdır.

Kârlılık tarafında faaliyet kârı 630,1 mn TL'ye, dönem net kârı 307,5 mn TL'ye ve ana ortaklık payına düşen net kâr 321,9 mn TL'ye ulaşmıştır. Faaliyet kârına amortisman ve itfa giderleri eklendiğinde 2026/1Ç FAVÖK yaklaşık 868,7 mn TL seviyesindedir. Bu güçlü bir operasyonel kâr tabanına işaret eder; ancak aynı çeyrekte maddi olmayan duran varlıklara 262,2 mn TL brüt giriş yapılmıştır. Bunun 14,7 mn TL'si aktifleştirilen araştırma-geliştirme maliyeti, 247,5 mn TL'si haklar kalemidir. Bu nedenle FAVÖK görünümü, aktifleştirme ve haklar hareketiyle birlikte değerlendirilmelidir.

Nakit akışı önceki döneme göre daha olumlu bir çeyreklik sinyal vermektedir. 2026/1Ç'de işletme faaliyetlerinden nakit akışı 508,2 mn TL olmuştur. Maddi ve maddi olmayan duran varlık alımlarına ilişkin nakit çıkışı 262,6 mn TL seviyesinde kaldığı için geliştirme yatırımları sonrası FCF çeyreklik bazda yaklaşık 245,6 mn TL pozitif gerçekleşti. Bu gelişme 2025/12

dönemindeki zayıf nakit dönüşümü riskini tamamen ortadan kaldırmaz; ancak tahsilat ve işletme sermayesi tarafında ilk çeyrek için anlamlı bir iyileşme olduğunu gösterir.

TTM bazda disiplin korunmalıdır. 2026/1Ç itibarıyla karşılaştırılabilir seride TTM satışlar yaklaşık 5.969,4 mn TL, TTM brüt kâr 2.691,8 mn TL ve TTM brüt marj %45,1 seviyesindedir. 12.05.2026 piyasa verisiyle piyasa değeri 19.014,2 mn TL, net borç yaklaşık 1.354,2 mn TL, firma değeri ise yaklaşık 20.368,4 mn TL'dir. Bu tutar TTM brüt kâr bölündüğünde yaklaşık 7,6x FD / TTM brüt kâr çarpanı oluşmaktadır. Çarpanın 2025/12 dönemine göre daha düşük görünmesinin ana nedeni, TTM brüt kâr paydasının 2026/1Ç ile birlikte büyümesidir.

2. Ana yatırımcı özeti

ARDYZ'in 2026/1Ç finansalları önceki döneme göre daha dengeli; ancak iş modeli karması açısından daha dikkatli okunması gereken bir görünüm sunmaktadır. Olumlu tarafta satış ölçeği büyümüş, faaliyet kârı ve net kâr artmış, işletme nakdi güçlenmiş, ticari alacaklar yıl sonuna göre ciddi biçimde azalmış ve net borç gerilemiştir. Daha temkinli tarafta ise brüt marj aşağı gelmiş, satılan ticari mallar maliyeti satış maliyetinin ana unsuru haline gelmiş, stoklar ve peşin ödenmiş giderler büyümüş, finansman gideri ile net parasal pozisyon kaybı net kâr kalitesi üzerinde baskı oluşturmaya devam etmiştir.

Hasılat tarafında 2.164,1 mn TL'lik ilk çeyrek ölçeği ARDYZ'in İtron birleşmesi sonrasında daha büyük bir teknoloji grubu olarak okunmaya başladığını göstermektedir. Ancak bu büyümenin niteliği ayrıştırılmalıdır. 2026/1Ç hasılatının neredeyse tamamı yurt içi satışlardan gelmiştir; yurt dışı satışlar 30,6 bin TL ile çok sınırlıdır. Bu durum şirketin büyümesinin hâlâ Türkiye'deki kamu, kurumsal müşteri, proje, kanal ve tedarik akışlarına yüksek bağımlılık taşıdığını göstermektedir.

Maliyet kırılımı gelir kalitesi açısından en önemli sinyaldir. 2026/1Ç'de satılan ticari mallar maliyeti 1.177,5 mn TL'ye yükselmiş, satılan hizmet maliyeti ise 76,0 mn TL olmuştur. Geçen yılın aynı döneminde satılan ticari mallar maliyeti 86,7 mn TL, satılan hizmet maliyeti 241,6 mn TL seviyesindeydi. Bu değişim, satış karmasının daha fazla donanım, altyapı, üçüncü taraf ürün veya tedarik karakterli kalemlere kaydığını düşündürmektedir. Bu nedenle satış büyümesini saf yazılım büyümesi gibi okumak doğru görünmemektedir.

Kârlılık tarafında faaliyet kârı 630,1 mn TL ile kuvvetlidir; faaliyet marjı %29,1 seviyesindedir. Ancak 2025/1Ç'de faaliyet marjı %34,9 idi. Brüt marjdaki düşüşe rağmen faaliyet marjının hâlâ yüksek kalmasının nedeni, satış ölçeğinin genel yönetim giderlerini taşıması ve diğer faaliyet gelirlerinin de katkısıdır. Buna karşılık finansman giderleri 243,8 mn TL'ye, net parasal pozisyon kaybı 99,6 mn TL'ye ulaşmıştır. Faaliyet kârından vergi öncesi kâra geçişte bu iki kalem önemli bir törpü yaratmaktadır.

Nakit akışı 2025/12 döneminde öne çıkan ana zayıf halkayı çeyreklik bazda iyileştirmiştir. 2026/1Ç'de işletme faaliyetlerinden 508,2 mn TL nakit girişi, maddi ve maddi olmayan duran varlık alımlarından 262,6 mn TL nakit çıkışı olmuştur. Çeyreklik geliştirme yatırımları sonrası FCF 245,6 mn TL pozitifdir. Bu sonuç olumlu olmakla birlikte tek çeyrekle sınırlı kalmamalıdır. TTM bazda aynı metrik hâlâ yaklaşık -1.298,2 mn TL seviyesinde negatiftir.

Bilanço tarafında en önemli iyileşme ticari alacaklardadır. Ticari alacaklar 2025 sonunda 3.170,8 mn TL iken 2026/1Ç sonunda 1.682,5 mn TL'ye gerilemiştir. Bu düşüş, ilk çeyrekte nakit akışındaki toparlanmanın ana nedenlerinden biridir. Buna karşılık stoklar 122,8 mn TL'den 420,4 mn TL'ye, peşin ödenmiş giderler 54,7 mn TL'den 644,1 mn TL'ye yükselmiştir. Yani alacak tahsilatı olumlu olsa da işletme sermayesinin başka kalemlerinde proje ve tedarik kaynaklı nakit ihtiyacı oluşmuştur.

İtron birleşmesi artık yalnız pro-forma bir beklenti değil, 2026 finansallarının içinde okunması gereken ana başlıktır. Şirket, 2026/1Ç faaliyet raporunda birleşme öncesi İtron tarafından imzalanan bir kamu kurumu sözleşmesine istinaden "bilşim malzemesi alımı" faturası düzenlediğini açıklamıştır. Ayrıca NVIDIA yapay zekâ donanımları üzerinde çalışacak yazılım çözümlerinin teminine yönelik ayrı bir sözleşme imzalanmıştır. Bu açıklamalar, ARDYZ'in 2026'da hem yazılım hem de donanım/altyapı bileşenleri içeren daha geniş bir satış motoruna sahip olduğunu göstermektedir.

3. Özet finansallar ve ana operasyonel göstergeler

2026/1Ç sonuçları, ARDYZ'in satış ölçeğinde yeni bir eşik oluşturduğunu göstermektedir. Net satışlar 2.164,1 mn TL, brüt kâr 909,0 mn TL, faaliyet kârı 630,1 mn TL, dönem net kârı 307,5 mn TL ve ana ortaklık payına düşen net kâr 321,9 mn TL olmuştur. Geçen yılın aynı dönemine göre satışlar %156,5, brüt kâr %76,4, faaliyet kârı %114,2, dönem net kârı %152,5 ve ana ortaklık net kârı %141,5 büyüdü. Bu rakamlar güçlü bir ilk çeyrek finansal ivmeye işaret eder.

Büyümenin niteliği tek başına satış artışıyla ölçülmemelidir. Satışların maliyeti 2026/1Ç'de 1.255,1 mn TL'ye yükselmiştir. Bu tutar geçen yılın aynı dönemindeki 328,2 mn TL'ye göre %282'nin üzerinde artış anlamına geliyor. Satış maliyetindeki artışın hasılat büyümesinden çok daha hızlı olması, brüt marjın %61,1'den %42,0'a gerilemesine neden olmuştur. Bu nedenle 2026/1Ç'nin ana okuması "yüksek satış büyümesi, daha düşük brüt marj" şeklindedir.

FAVÖK tarafında hesaplanan görünüm güçlüdür. Faaliyet kârı 630,1 mn TL, amortisman ve itfa gideri 238,7 mn TL olduğu için 2026/1Ç FAVÖK yaklaşık 868,7 mn TL seviyesindedir. FAVÖK marjı yaklaşık %40,1 olarak hesaplanmaktadır. Bu oran hâlâ yüksek bir teknoloji kârlılığına işaret eder; fakat 2025/1Ç'deki yaklaşık %58 seviyesindeki FAVÖK marjına göre belirgin gerilemiştir. Brüt marj ve FAVÖK marjındaki düşüş, İtron sonrası gelir karmasının daha düşük marjlı bileşenlerle genişlediğini düşündürmektedir.

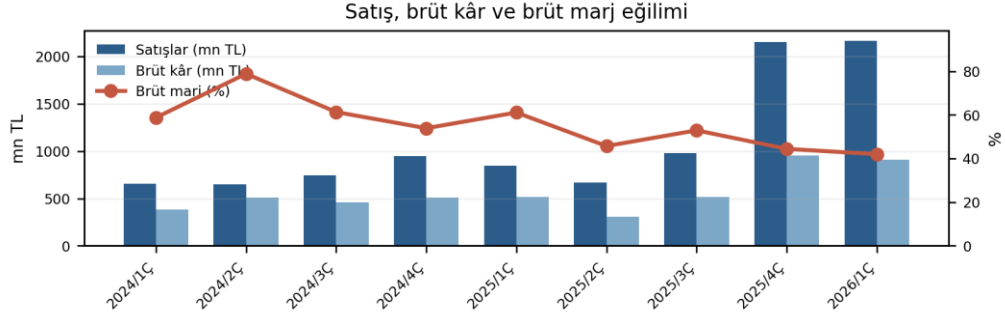
TTM bazda şirketin finansal ölçüğü belirgin biçimde büyümüştür. 2026/1Ç itibarıyla TTM satışlar yaklaşık 5.969,4 mn TL'ye, TTM brüt kâr 2.691,8 mn TL'ye yükselmiştir. TTM brüt marj %45,1 ile 2025/12 seviyesinin altındadır. TTM faaliyet kârı yaklaşık 1.738,3 mn TL, TTM hesaplanan FAVÖK yaklaşık 2.580,1 mn TL'dir. Bu sonuç, ARDYZ'in operasyonel kâr tabanının büyüdüğünü; ancak marj kalitesinin satış karması nedeniyle daha sıkı izlenmesi gerektiğini gösterir.

Operasyonel tarafta şirket 31 Mart 2026 itibarıyla 300 çalışan açıklamaktadır; 31 Aralık 2025'te bu sayı 304 idi. Çalışan sayısındaki sınırlı düşüşe rağmen satış ölçüğünün güçlü artması, 2026/1Ç'de büyümenin yalnız personel kapasitesi üzerinden değil; birleşme, proje teslimatı, tedarik, donanım/altyapı satışları ve kanal gücü üzerinden de geldiğini düşündürmektedir. Bu durum, gelir kalitesi ve marj ayrıştırmasını daha önemli hale getirir.

Tablo 2 | 2026/1Ç özet finansallar ve ana operasyonel göstergeler

Gösterge	2026/1Ç	2025/1Ç	Değişim	Yatırımcı açısından okuma
Satışlar	2.164,1	843,6	156,5%	Ölçek artışı güçlü; gelir karması kritik
Brüt kâr	909,0	515,4	76,4%	Satıştan yavaş büyüdü
Brüt marj	%42,0	%61,1	-19,1 puan	Donanım/tedarik ağırlığına işaret ediyor
Faaliyet kârı	630,1	294,2	114,2%	Operasyonel kârlılık tabanı güçlü
Faaliyet marjı	%29,1	%34,9	-5,8 puan	Marj baskısı sürüyor
Ana ortaklık net kârı	321,9	133,3	141,5%	Net kâr artışı güçlü; finansman gideri izlenmeli
Hesaplanan FAVÖK	868,7	507,0	71,3%	Amortisman yoğun yapı nedeniyle FCF ile okunmalı
Faaliyet nakdi	508,2	24,7	1.957,5%	Tahsilat kaynaklı iyileşme
Yatırım çıkışı	262,6	72,4	262,7%	Maddi/maddi olmayan yatırım devam ediyor
Yatırım sonrası FCF	245,6	-47,7	n.m.	Çeyreklik bazda pozitif sinyal
Ticari alacaklar	1.682,5	1.653,1	1,8%	Yıl sonuna göre belirgin çözülme var
Maddi olmayan duran varlıklar	5.686,0	4.102,8	38,6%	Aktif yoğunlaşması değerlendirilmeli
Net borç	1.354,2	836,8	61,8%	Kısa vadeli borç ve finansman maliyeti izlenmeli

Grafik 1 | Satış, brüt kâr ve brüt marj eğilimi



Not: Tutarlar mn TL; seri şirket finansalları ve piyasa veri dosyalarındaki TMS 29 bazlı değerlerden derlenmiştir.

4. Şirket profili, iş modeli ve gelir yapısı

ARDYZ'in yatırımcı açısından en doğru konumlandırması 2026/1Ç sonrasında da hibrit yazılım-teknoloji şirkettir. Şirket yalnız ürünleşmiş yazılım geliri üreten saf SaaS modeliyle değil; kurumsal yazılım, proje geliştirme, e-dönüşüm, hukuk yazılımları, EDS, sağlık teknolojileri, sistem entegrasyonu, donanım/altyapı çözümleri, yönetilen hizmetler ve danışmanlık bileşenlerini birlikte taşıyan bir modelle çalışmaktadır. İtron birleşmesi sonrası bu yapıya veri merkezi, sistem altyapısı, güvenlik çözümleri, yapay zekâ çözümleri, akıllı kapalı devre televizyon sistemi (Closed Circuit Television, CCTV), distribütörlük ve bayi ağı gibi daha altyapı ve tedarik karakterli unsurlar daha görünür biçimde eklenmiştir.

Şirketin tarihsel çekirdeğinde hukuk ve e-dönüşüm çözümleri önemli yer tutar. Ulusal Hukuk Ağı Projesi (UHAP), Otomatik Ceza Muhakemeleri Kanunu Avukat Atama Sistemi (OCAS), Adli Yardım Atama Sistemi (AYAS), Uzlaşma Atama Sistemi (UZAS), Baro Yönetim Sistemi (BAROTEK), İcra Takip Sistemi (İCRATEK), Karar ve İhtihat Akıllı Arama Motoru Yazılımı (KARARTEK), Büro Yönetim Sistemi (BÜROTEK), Elektronik Serbest Meslek Makbuzu Sistemi (MAKBUZTEK) ve Mesleki Dayanışma Sistemi (VEKİLTEK) gibi hukuk yazılımları; e-fatura, e-defter, e-makbuz, e-arşiv ve elektronik serbest meslek makbuzu uygulamaları; sağlıkta sterilizasyon takip ve enfeksiyon kontrol sistemleri; güvenlikte kamera, plaka tanıma, geçiş kontrol ve video analitik çözümleri şirketin ürün tabanını oluşturur.

Bununla birlikte faaliyet raporundaki iş kolları yönetilen hizmetler, anahtar teslim sistem entegrasyon projeleri, teknolojik ürün satışı, yazılım geliştirme hizmetleri ve teknoloji/proje danışmanlığı olarak genişlemektedir. Yönetilen hizmetler ve yazılım geliştirme daha tekrarlanabilir ve hizmet sözleşmesine yakın gelir yapısı oluşturabilirken, anahtar teslim entegrasyon ve teknolojik ürün satışı daha yüksek hacimli fakat daha düşük brüt marjlı satışlar yaratabilir. 2026/1Ç'de satılan ticari mallar maliyetindeki sıçrama, bu karma yapının artık finansal tablolarında daha belirgin görüldüğünü göstermektedir.

Bağlı ortaklıklar ve ekosistem şirketin teknoloji alanını genişletmektedir. Açılımsoft ticari ve mobil uygulamalar, sanal gerçeklik (Virtual Reality, VR), yapay zekâ (Artificial Intelligence, AI) ve büyük veri; Dallmeier güvenlik ve kamera sistemleri; Argedor blokzincir (blockchain), metaverse, AI, Web3 ve oyun teknolojileri; Signum tesis yönetim sistemi; Oxivo insansız akıllı satış terminalleri ve gömülü ödeme teknolojileri alanlarında faaliyet göstermektedir. Bu çeşitlilik büyüme opsiyonu yaratır; ancak her iş kolunun brüt marjı, sermaye ihtiyacı ve nakit dönüşümü aynı değildir.

İş modelinin yatırımcı sonucu şudur: ARDYZ için satış büyümesi önemlidir, ancak satışların hangi bölümünün ürünleşmiş yazılım, hangi bölümünün proje/entegrasyon, hangi bölümünün donanım/altyapı, hangi bölümünün teknolojik ürün satışı ve hangi bölümünün yönetilen hizmetlerden geldiği daha önemlidir. Bu kırılım finansal tablolarla net şekilde ayrışmadığı için değerlendirme dilinin satış veya ARR üzerinden değil, brüt kâr ve yatırım sonrası nakit dönüşümü üzerinden kurulması daha dengeli görünmektedir.

5. Hasılat kalitesi, gelir kırılımı ve büyüme

ARDYZ'in 2026/1Ç hasılat büyümesi çok güçlüdür; ancak gelir kalitesi önceki döneme göre daha karışık okunmalıdır. Net satışlar 2.164,1 mn TL'ye yükselmiştir. 2025/1Ç hasılatı 843,6 mn TL idi. Bu büyüme oranı, şirketin 2026'da daha yüksek bir satış ölçeğine geçtiğini gösterir. Buna karşılık yurt dışı satışlar 30,6 bin TL ile ihmal edilebilir düzeydedir; hasılatın neredeyse tamamı yurt içi satışlardan gelmiştir. Bu yapı, uluslararası yazılım ölçeklenebilirliği yerine Türkiye merkezli kamu, kurumsal, proje ve kanal talebinin daha belirleyici olduğunu göstermektedir.

Satıştan iadeler 2026/1Ç'de 0,3 mn TL ile çok sınırlı kalmıştır. Bu açıdan 2025 yıl sonundaki yüksek satış iadesi görünümüne göre ilk çeyrekte daha temiz bir net hasılat yüzeyi vardır. Ancak net hasılat kalitesinin ana sınırı bu çeyrekte iadeler değil, maliyet karmasıdır. Satılan ticari mallar maliyeti 1.177,5 mn TL'ye yükselmiş ve toplam satış maliyetinin çok büyük bölümünü oluşturmuştur. Bu kalemin geçen yılın aynı dönemindeki 86,7 mn TL seviyesinden bu kadar hızlı artması, donanım, altyapı, üçüncü taraf ürün, veri merkezi veya tedarik karakterli satışların ağırlığının arttığını düşündürmektedir.

Satılan hizmet maliyeti 2026/1Ç'de 76,0 mn TL'ye gerilemiştir. 2025/1Ç'de bu kalem 241,6 mn TL seviyesindeydi. Bu değişim, şirketin gelir kompozisyonunda yalnız hizmet ve proje maliyeti değil, ticari mal veya teknoloji ürünü maliyeti tarafının öne çıktığını gösterir. Bu durum, İtron birleşmesi sonrası beklenen iş modeli genişlemesiyle uyumludur. İtron'un veri merkezi, sistem altyapısı, güvenlik, akıllı CCTV, distribütörlük ve bayi ağı gibi alanları yüksek satış hacmi üretebilir; ancak brüt marjı saf yazılım gelirine göre daha düşük tutabilir.

2026/1Ç faaliyet raporundaki iş ilişkisi açıklamaları bu yorumu destekler niteliktedir. Şirket, birleşme öncesi İtron tarafından imzalanan bir kamu kurumu sözleşmesine istinaden "bilşim malzemesi alımı" faturası düzenlediğini açıklamıştır. Ayrıca NVIDIA yapay zekâ donanımları üzerinde çalışacak yazılım çözümlerinin teminine yönelik bir sözleşme imzalanmıştır. Bu açıklamalar, ARDYZ'in yazılım anlatısını korurken 2026 satış motorunun donanım/altyapı ve tedarik bileşenleriyle birlikte büyüdüğünü göstermektedir.

Gelir kalitesi açısından alacaklar olumlu bir sinyal üretmiştir. Ticari alacaklar 2025/12'de 3.170,8 mn TL iken 2026/1Ç sonunda 1.682,5 mn TL'ye inmiştir. TTM satışlara oran yaklaşık %28 seviyesine gerilemiştir. Bu düşüş, 2025/12 döneminde öne çıkan tahsilat riski açısından olumlu bir gelişmedir. Ancak stokların ve peşin ödenmiş giderlerin yükselmesi, yeni satış ve tedarik akışlarının işletme sermayesi ihtiyacını başka kalemlere taşıdığını gösterir.

2026 başındaki açıklanan iş ilişkileri şirketin satış kanalının aktif olduğunu göstermeye devam etmektedir. Bununla birlikte bu tür açıklamalar satışa dönüşüm zamanı, brüt kâr katkısı, teslimat maliyeti ve tahsilat takvimi netleşmeden ARR, bakiye sipariş (backlog) veya kesin gelir görünürlüğü gibi okunmamalıdır. ARDYZ için iş ilişkisi akışı olumlu bir talep sinyali verir; değerlendirme paydasına doğrudan taşınabilmesi için brüt kâr ve nakit katkısıyla teyit edilmesi gerekir.

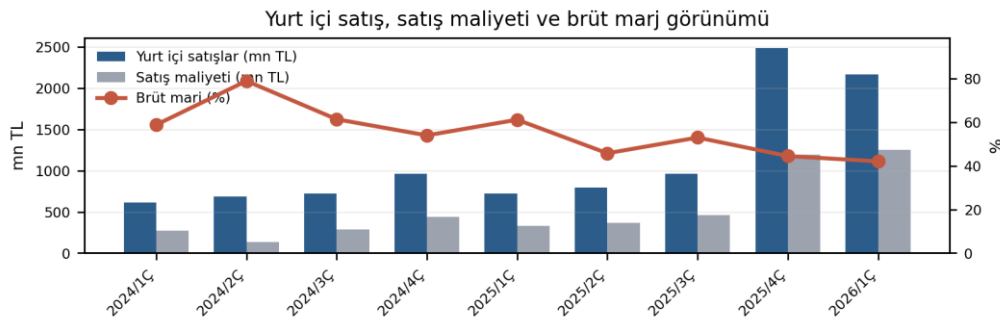
Tablo 3 | Hasılat kalitesi ve maliyet bileşenleri

Kalem	2026/1Ç	2025/1Ç	Değişim / oran	Yatırımcı açısından okuma
Yurt içi satışlar	2.164,3	842,5	156,9%	Gelirin ana kaynağı Türkiye pazarı
Yurt dışı satışlar	0,03	2,3	-98,7%	Uluslararası gelir payı sınırlı
Satıştan iadeler	-0,3	-1,9	Düşük tutar	Net hasılat üzerinde sınırlı etki
Satılan ticari mallar maliyeti	1.177,5	86,7	1.258,1%	Donanım/tedarik karakteri belirginleşti
Satılan hizmet maliyeti	76,0	241,6	-68,5%	Hizmet maliyetinden ticari mala kayış var
Ticari alacaklar	1.682,5	3.170,8*	-46,9% yıl sonuna göre	Nakit akışındaki iyileşmenin ana kaynağı
Ertelenmiş gelirler	209,1	284,2*	-26,4% yıl sonuna göre	Ön tahsilat/sözleşme yükümlülüğü izlenmeli

Tablo 4 | 2026/1Ç açıklanan seçilmiş iş ilişkileri

Tarih	İş türü / müşteri	Tutar	Karakter	Yatırımcı açısından okuma
03.01.2026	Yapay Zekâ Yazılım Sistemi projesi için donanım siparişi	81,7 mn TL	Yapay zekâ / donanım	Satış ölçeğine katkı var; brüt kâr katkısı izlenmeli
07.01.2026	Savunma sistemi altyapısında donanım tedarigi	80,0 mn TL	Donanım / altyapı	Hacim katkısı güçlü; marj kalitesi ayrıca izlenmeli
19.01.2026	TGS Veri Merkezi Modernizasyonu sunucu donanımı	39,2 mn TL	Veri merkezi	İntron sonrası altyapı satış motorunu destekliyor
24.01.2026	Veri depolama donanım tedarigi	15,6 mn TL	Donanım	Satış katkısı var; brüt kâr etkisi sınırlı olabilir
29.01 / 25.02.2026	Siber Güvenlik Yazılımı tedarigi	25,8 mn TL	Yazılım / güvenlik	Daha kaliteli gelir katkısı için izlenir
03.03.2026	İntron'dan devrolan sözleşme kapsamında bilişim malzemesi alımı	320,6 mn TL	Donanım / tedarik	İntron etkisi görünür; tahsilat ve brüt marj önemli
30.03.2026	NVIDIA yapay zekâ donanımları üzerinde çalışacak yazılım çözümleri	49,0 mn TL	Donanım + yazılım	Hibrit model sinyali; kâra dönüşüm belirleyici

Grafik 2 | Yurt içi satış, satış maliyeti ve brüt marj görünümü



6. Brüt marj, faaliyet giderleri ve ölçeklenebilirlik

ARDYZ'in ölçeklenebilirlik görüntüsü 2026/1Ç'de ikiye ayrılmaktadır. Şirket satış ölçeğini büyütmüş ve faaliyet kârını artırmıştır; ancak brüt marj belirgin şekilde gerilediği için satış büyümesi aynı kalitede kâra dönüşmemiştir. Brüt kâr 909,0 mn TL'ye yükselmiş olsa da brüt marj %42,0 seviyesindedir. Bu oran 2025/1Ç'de %61,1, 2025/12 TTM bazda ise yaklaşık %49,4 seviyesindeydi. Bu nedenle 2026/1Ç, şirketin brüt kâr tabanını büyütürken marj profilini daha temkinli hale getirmiştir.

Brüt marj baskısının ana nedeni satış maliyetindeki kompozisyon değişimidir. Satışların maliyeti 1.255,1 mn TL'ye yükselirken bunun 1.177,5 mn TL'si satılan ticari mallar maliyetinden oluşmuştur. Hizmet maliyetinin görece düşük kalması, bu çeyrekte proje/hizmet yükünden çok ticari mal veya teknoloji ürünü satışlarının belirleyici olduğunu düşündürmektedir. Bu tür satışlar ciroyu hızlı büyütebilir; fakat yüksek brüt marjlı ürünleşmiş yazılım gelirleriyle aynı değerlendirme kalitesini taşımaz.

Faaliyet giderleri tarafında genel yönetim giderleri 270,8 mn TL olmuştur. Bu tutarın içinde 238,6 mn TL amortisman ve itfa payı bulunmaktadır. Bu nedenle genel yönetim giderleri nominal olarak yüksek görünse de, nakit çıkışı yaratmayan amortisman ve itfa kalemlerinin ağırlığı dikkate alınmalıdır. Gelir tablosunda giderleşen Ar-Ge 31,7 mn TL, pazarlama giderleri ise 0,1 mn TL ile sınırlıdır. Bu görünüm, şirketin operasyonel gider tabanından çok satış maliyeti ve maddi olmayan varlık amortismanı üzerinden okunması gerektiğini gösterir.

Faaliyet kârı 630,1 mn TL'ye yükselmiş ve faaliyet marjı %29,1 olmuştur. Brüt marj %42,0 iken faaliyet marjının %29,1 seviyesinde kalabilmesi olumlu bir operasyonel kaldıraç sinyalidir. Ancak faaliyet kârının içeriğinde esas faaliyetlerden diğer gelirler 154,8 mn TL, diğer giderler ise 131,1 mn TL'dir. Diğer gelirlerde 111,6 mn TL reeskont faiz geliri ve 10,6 mn TL teşvik geliri bulunurken, diğer giderlerde 106,6 mn TL reeskont faiz gideri yer almaktadır. Bu kalemler faaliyet marjının dönemsel oynaklığını artırabilir. Bu nedenle faaliyet marjı tek başına değil, brüt kâr kalitesi, amortisman, aktifleştirme ve nakit akışıyla birlikte değerlendirilmelidir.

Yatırımcı açısından sonuç şudur: ARDYZ'de ölçek büyümesi belirgindir; ancak ölçeklenebilirlik kalitesi gelir karmasına bağlıdır. Yüksek brüt marjlı ürünleşmiş yazılım, e-dönüşüm ve gömülü süreç yazılımları büyürse faaliyet kaldıraç daha güçlü savunulabilir. Donanım, altyapı, sistem entegrasyonu, kamu tedariki ve ticari mal satışları büyümeyi taşırsa satış hacmi artabilir; fakat brüt marj ve nakit dönüşümü değerlendirme üzerinde daha sınırlayıcı hale gelir.

7. Aktifleştirme, Ar-Ge ve kârlılık kalitesi

ARDYZ'de kârlılık kalitesinin en kritik filtrelerinden biri maddi olmayan duran varlık hareketleridir. 2026/1Ç sonunda net maddi olmayan duran varlıklar 5.686,0 mn TL'dir. Bu tutar toplam aktiflerin yaklaşık %65'ine denk gelmektedir. Maddi olmayan duran varlıklar içinde şerefiye, diğer haklar, aktifleştirilen geliştirme maliyetleri ve diğer maddi olmayan varlıklar yer almaktadır. Bu büyüklük, şirketin ürün, hak ve geliştirme varlıklarına yüksek yatırım yaptığını gösterirken, kârlılık analizinde aktifleştirme davranışının merkezde tutulmasını gerektirir.

2026/1Ç'de maddi olmayan duran varlıklara toplam 262,2 mn TL brüt giriş yapılmıştır. Bunun 247,5 mn TL'si haklar, 14,7 mn TL'si aktifleştirilen araştırma-geliştirme maliyeti kaleminde. Aynı dönemde maddi olmayan duran varlık amortismanı 236,8 mn TL olmuştur. Net maddi olmayan duran varlık değeri 2025/12'deki 5.660,6 mn TL'den 5.686,0 mn TL'ye sınırlı artmıştır. Bu hareket, çeyreklik bazda yeni girişlerin büyük ölçüde amortismanla dengelendiğini; ancak bilanço içindeki maddi olmayan duran varlık ağırlığının hâlâ çok yüksek olduğunu göstermektedir.

FAVÖK 2026/1Ç'de yaklaşık 868,7 mn TL'dir. Gelir tablosunda giderleşen Ar-Ge zaten faaliyet kârını azaltmıştır; bu nedenle düzeltilmiş FAVÖK hesabında tekrar düşülmemelidir. Ancak bilançoya aktifleştirilen 14,7 mn TL araştırma-geliştirme girişi düşüldüğünde çeyreklik geliştirme yatırımları sonrası düzeltilmiş FAVÖK yaklaşık 854,1 mn TL'ye iner. Bu fark bu çeyrekte sınırlıdır; fakat şirketin TTM ve yıllık analizinde aktifleştirilen geliştirme maliyetlerinin etkisi hâlâ önemlidir.

Haklar kalemi ayrıca izlenmelidir. 2026/1Ç'de haklar kalemine 247,5 mn TL giriş yapılmıştır. TTM bazda haklar girişi yaklaşık 2,1 milyar TL seviyesindedir. Bu kalemin tamamını otomatik olarak FAVÖK'ten düşmek, niteliği tam ayrışmadığı için aşırı cezalandırıcı olabilir. Ancak haklar girişi yazılım/fikri mülkiyet (Intellectual Property, IP) edinimi, proje gereği lisans, üçüncü taraf hak kullanımı veya başka bir kullanım hakkı niteliği taşıyorsa, kârlılık kalitesi ve nakit dönüşümü açısından önemli bir izleme başlığıdır.

TTM bazda FAVÖK yaklaşık 2.580,1 mn TL'dir. Aktifleştirilen araştırma-geliştirme maliyetleri için yapılan temkinli düzeltme sonrası TTM düzeltilmiş FAVÖK yaklaşık 2,27 milyar TL seviyesinde hesaplanmaktadır. Bu tutar hâlâ güçlü bir kârlılık tabanı sunar; ancak FAVÖK'ün şirketin yatırım sonrası nakit üretimini bire bir temsil etmediğini hatırlatır. Bu nedenle FD / geliştirme yatırımları sonrası düzeltilmiş FAVÖK, FD / TTM brüt kârın yanında yardımcı gösterge olarak korunmalıdır.

8. Nakit akışı, sözleşme kalemleri ve geliştirme yatırımları sonrası FCF

2026/1Ç nakit akışı, 2025/12 dönemindeki ana zayıflık alanında olumlu bir çeyreklik sinyal üretmiştir. İşletme faaliyetlerinden nakit akışı 508,2 mn TL olmuştur. Aynı dönemde maddi ve maddi olmayan duran varlık alımlarından kaynaklanan nakit çıkışı 262,6 mn TL seviyesindedir. Bu nedenle geliştirme yatırımları sonrası FCF yaklaşık 245,6 mn TL pozitifdir. Brüt kâra göre çeyreklik FCF dönüşümü yaklaşık %27 seviyesindedir.

Faaliyet nakdindeki iyileşmenin ana nedeni ticari alacaklardaki çözülmüştür. Nakit akış tablosunda ticari alacaklardaki azalış 1.494,5 mn TL pozitif nakit etkisi yaratmıştır. Bu, 2025/12 döneminde öne çıkan alacak ve tahsilat riskinin ilk çeyrekte kısmen düzeldiğini gösterir. Ancak bu iyileşme tek başına kalıcı nakit dönüşümü hükmü için yeterli değildir; çünkü stoklardaki artış 297,6 mn TL, peşin ödenmiş giderlerdeki artış 589,3 mn TL ve diğer borçlardaki azalış 401,6 mn TL negatif nakit etkisi yaratmıştır.

Ertelenmiş gelirler de ilk çeyrekte azalmıştır. Kısa ve uzun vadeli ertelenmiş gelirler 2025/12'de toplam 284,2 mn TL iken 2026/1Ç sonunda 209,1 mn TL'ye gerilemiştir. Bu düşüş, önceki dönem avans veya sözleşme yükümlülüklerinin satışa dönüşmüş olabileceğini düşündürür; ancak ileri dönem görünürlüğünün güçlendiği anlamına gelmez. ARDYZ için ertelenmiş gelirler hâlâ abonelik veya ARR görünürlüğü göstergesi olarak tek başına yeterli değildir.

Yatırım nakit çıkışı 2026/1Ç'de 262,6 mn TL ile yönetilebilir düzeydedir; ancak TTM bazda hâlâ yüksektir. Son on iki ayda işletme faaliyetlerinden nakit akışı yaklaşık 1.144,7 mn TL, maddi ve maddi olmayan duran varlık alımları yaklaşık 2.442,9 mn TL'dir. Bu nedenle TTM geliştirme yatırımları sonrası FCF yaklaşık -1.298,2 mn TL seviyesindedir. Bu tutar TTM brüt kâra göre yaklaşık -%48 FCF dönüşümü anlamına gelir. 2025/12 dönemindeki yaklaşık -%69 dönüşüme göre iyileşme vardır; fakat değerlendirme açısından nakit kalitesi hâlâ tam olarak teyit edilmemiştir.

Finansman nakit akışı 2026/1Ç'de negatif olmuştur. Şirket borçluluğunu azaltmış ve net borç yıl sonuna göre gerilemiştir. Bu durum bilanço açısından olumlu; ancak kullanılabilir nakit seviyesi sınırlıdır. Nakit ve nakit benzerleri 201,3 mn TL'den 90,5 mn TL'ye düşmüştür. Bu nedenle kısa vadeli finansal borçlar ve tedarik/proje avanslarıyla birlikte likidite yönetimi izlenmeye devam etmelidir.

Yatırımcı açısından sonuç nettir: ARDYZ'in 2026/1Ç çeyreklik nakit dönüşümü 2025/12 dönemine göre daha iyi görünmektedir. Ancak TTM bazda geliştirme yatırımları sonrası FCF hâlâ negatiftir. Değerleme çarpanının daha güçlü savunulabilmesi için alacak tahsilatının sürdürülebilir olması, stok ve peşin ödenmiş giderlerin nakit baskısına dönüşmemesi, haklar ve geliştirme yatırımlarının satış ve brüt kâr katkısının görünür hale gelmesi gerekir.

Tablo 5 | Nakit akışı ve geliştirme yatırımları sonrası FCF köprüsü

Gösterge	2026/1Ç	2025/1Ç	2026/1Ç TTM	Yatırımcı açısından okuma
Faaliyet nakdi	508,2	24,7	1.144,7	2026/1Ç'de tahsilat desteği güçlü
Maddi + maddi olmayan yatırım çıkışı	262,6	72,4	2.442,9	Yatırım yoğunluğu devam ediyor
Yatırım sonrası FCF	245,6	-47,7	-1.298,2	Çeyrek pozitif; TTM hâlâ negatif
Brüt kâr	909,0	515,4	2.691,8	Ana değerlendirme paydası
FCF / brüt kâr	%27,0	-%9,3	-%48,2	Nakit dönüşümü ana kontrol alanı
Ticari alacak nakit etkisi	1.494,5	-288,1	-32,5	Çeyreklik nakit iyileşmesinin ana kaynağı
Stok + peşin gider nakit etkisi	-887,0	-131,9	-900,4	Tedarik/proje işletme sermayesi baskısı sürüyor

Grafik 3 | Faaliyet nakdi, yatırım nakit çıkışı ve geliştirme yatırımları sonrası FCF



9. Bilanço, net borç ve finansal dayanıklılık

ARDYZ'in bilançosu 2026/1Ç sonunda özkaynak açısından daha güçlü, alacak stoku açısından daha iyi; ancak likidite ve aktif yoğunlaşması açısından hâlâ dikkatle okunması gereken bir yapıdadır. Toplam aktifler 8.686,7 mn TL'ye gerilemiş, toplam özkaynaklar 5.923,7 mn TL'ye yükselmiştir. Toplam borçlar / özkaynaklar oranı faaliyet raporunda %46,6 olarak sunulmakta ve 2025/12'deki %66,9 seviyesinden belirgin şekilde düşmektedir. Bu, bilanço kaldıraç görünümünde iyileşmeye işaret eder.

Aktif tarafında iki büyük kaleme öne çıkmaktadır. Birincisi 5.686,0 mn TL maddi olmayan duran varlık, ikincisi 1.682,5 mn TL ticari alacaktır. Maddi olmayan duran varlıklar aktiflerin yaklaşık %65'ini oluşturur. Bu oran yüksek olduğu için şirketin gelecekteki değer yaratımı, bu varlıkların satış, brüt kâr ve nakit akışına dönüşme kapasitesine bağlıdır. Ticari alacakların yıl sonuna göre düşmesi olumlu; fakat alacak stoku hâlâ toplam aktiflerin yaklaşık %19'u seviyesindedir.

Dönen varlıklar içinde kompozisyon değişmiştir. Nakit ve nakit benzerleri 90,5 mn TL'ye düşerken stoklar 420,4 mn TL'ye, peşin ödenmiş giderler 644,1 mn TL'ye yükselmiştir. Bu yapı, tedarik ve proje akışının işletme sermayesinde farklı kalemlere yayıldığını gösterir. Stok ve peşin ödenmiş giderler satışa ve tahsilata hızlı dönerse operasyonu destekler; aksi durumda likiditeyi sınırlayabilir.

Borç tarafında kısa vadeli yükümlülükler 3.467,0 mn TL'den 2.490,8 mn TL'ye düşmüştür. Ticari borçlar 973,8 mn TL'den 569,0 mn TL'ye gerilemiştir. Kısa vadeli finansal borçlar toplamı, kısa vadeli borçlanmalar ve uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları dahil, 1.438,1 mn TL seviyesindedir. Uzun vadeli finansal borç 6,8 mn TL ile çok sınırlıdır. Bu nedenle borç yapısı hâlâ ağırlıklı kısa vadeli.

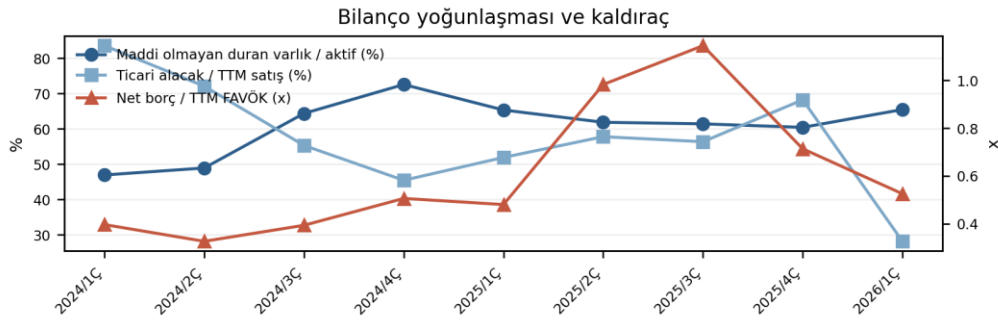
Net borç yaklaşık 1.354,2 mn TL seviyesindedir. Bu tutar TTM FAVÖK'e göre yaklaşık 0,5x, geliştirme yatırımları sonrası düzeltilmiş FAVÖK'e göre yaklaşık 0,6x seviyesindedir. Kaldıraç oranı aşırı yüksek değildir; ancak nakit bakiyesi düşük, finansman giderleri yüksek ve borçların vade yapısı kısa olduğu için finansman maliyeti net kâr kalitesi açısından izlenmelidir. 2026/1Ç'de finansman giderleri 243,8 mn TL'ye ulaşmış, bu tutar faaliyet kârının net kâra dönüşümünü sınırlamıştır.

Finansal dayanıklılığın yatırımcı açısından sonucu şudur: ARDYZ'in özkaynak tabanı güçlüdür ve net borç/FAVÖK seviyesi yönetilebilir görünmektedir. Ancak bilanço kalitesi için asıl kritik başlıklar kullanılabilir nakit, kısa vadeli finansal borç, maddi olmayan duran varlık yoğunluğu, peşin ödenmiş giderler, stoklar ve alacak tahsilatının devamlılığıdır.

Tablo 6 | Bilanço kalitesi ve finansal dayanıklılık

Gösterge	2026/1Ç	2025/12	Değişim	Yatırımcı açısından okuma
Toplam aktifler	8.686,7	9.370,1	-%7,3	Aktif ölçeği yıl sonuna göre hafif geriledi
Özkaynaklar	5.923,7	5.615,5	%5,5	Özkaynak tabanı güçlü
Ticari alacaklar	1.682,5	3.170,8	-%47,0	Tahsilat kalitesi açısından olumlu
Stoklar	420,4	122,8	%242,4	Tedarik/proje hazırlığı işletme sermayesi bağlar
Peşin ödenmiş giderler	644,1	54,7	%1.077,8	Gelecek teslimatlar ve tedarik akışı için izlenmeli
Maddi olmayan duran varlıklar	5.686,0	5.660,6	%0,4	Aktiflerin ana kalemi; gelir katkısı izlenmeli
Net borç	1.354,2	1.582,7	-%14,4	Borçluluk azaldı; finansman gideri hâlâ yüksek
Cari oran	1,16	1,04	+0,12	Kısa vadeli likiditede sınırlı iyileşme

Grafik 4 | Bilanço yoğunlaşması ve kaldıraç



10. Ürün, müşteri, kanal ve ekosistem

ARDYZ'in ürün ve ekosistem genişliği şirketin yatırım hikâyesinin güçlü taraflarından biridir. Şirket hukuk yazılımları, e-dönüşüm, sağlık teknolojileri, tesis yönetimi, güvenlik ve gözetim, EDS, finansal teknolojiler, yapay zekâ, veri analitiği, Nesnelerin İnterneti (Internet of Things, IoT), artırılmış gerçeklik ve sanal gerçeklik (Augmented Reality / Virtual Reality, AR/VR), sistem entegrasyonu ve altyapı çözümleri gibi geniş bir alanda faaliyet göstermektedir. Bu çeşitlilik tek ürün riskini azaltır; ancak gelir karmaşasını daha karmaşık hale getirir.

Hukuk ve e-dönüşüm ürünleri, regülasyon ve iş akışı içine gömülü olmaları nedeniyle potansiyel olarak daha yapışkan gelir yaratabilir. E-fatura, e-defter, e-makbuz, e-arşiv ve elektronik serbest meslek makbuzu gibi çözümler müşterinin operasyonel sürecine gömülür. Bu alanlar ürünleşmiş yazılım ve hizmet gelirleri açısından daha yüksek kalite potansiyeli taşır. Ancak finansal tablolarda bu gelirlerin toplam satış içindeki payı net ayrılmadığı için değerlendirme çarpanı bu alanların varsayımsal kalitesi üzerine kurulmamalıdır.

EDS, güvenlik, kamera, plaka tanıma, biyometrik tanımlama, video analitik ve akıllı çevre güvenliği çözümleri daha proje ve donanım/entegrasyon karakteri taşıyabilir. Bu alanlarda satış hacmi büyük olabilir; fakat brüt marj, teslimat maliyeti, garanti, tedarik, tahsilat ve kamu bütçe döngüsü daha belirleyici hale gelir. İntron'un veri merkezi, altyapı, distribütörlük ve bayi ağı katkısı bu alanların 2026'da daha önemli hale gelebileceğini düşündürmektedir.

Kanal tarafında kamu kurumları, savunma sanayi, büyük ölçekli kurumsal müşteriler, Devlet Malzeme Ofisi kataloğu, tedarik kanalları ve bayi ağı önemlidir. Bu kanal yapısı ölçek yaratabilir; ancak yatırımcı açısından müşteri yoğunlaşması, ihale takvimi, bütçe döngüsü, tahsilat ve teslimat riski izlenmelidir. Şirketin müşteri yoğunlaşması, abonelik yenileme oranları, müşteri kaybı oranı (churn) veya Net Revenue Retention (net gelir tutma oranı, NRR) gibi müşteri tutma metrikleri finansal tablolarla köprülenmediği için müşteri kalitesi temkinli okunmalıdır.

2026/1Ç döneminde açıklanan kamu kurumu ve NVIDIA ilişkili sözleşmeler, ürün ve kanal genişliğinin satışa dönüştürüldüğünü göstermektedir. Buna rağmen bu akışın brüt kâr kalitesi, tahsilat yapısı ve teslimat maliyetleri izlenmelidir. ARDYZ için güçlü ürün-ekosistem anlatısı, ancak brüt kâr büyümesi, alacak tahsilatı ve yatırım sonrası FCF ile teyit edildiğinde değerlendirme açısından daha sağlam bir dayanak oluşturur.

11. Son çeyrek görünümü ve İntron birleşmesi etkisi

2026/1Ç ARDYZ için İntron birleşmesinin kâr-zarar tablosunda daha net görüldüğü ilk dönemdir. 2025/12 döneminde İntron'un etkisi stratejik ve pro-forma düzeyde ele alınmıştı; çünkü birleşme 30 Aralık 2025 itibarıyla gerçekleşmişti. 2026/1Ç sonuçları ise bu etkinin satış, maliyet ve marj tarafında görünür hale geldiğini göstermektedir.

Çeyreklik satışlar 2025/4Ç'ye göre neredeyse yatay kalmış, ancak 2025/1Ç'ye göre çok güçlü artmıştır. 2026/1Ç satışları 2.164,1 mn TL, 2025/4Ç satışları aynı TMS 29 serisinde yaklaşık 2.153,0 mn TL seviyesindedir. Buna karşılık brüt kâr 2025/4Ç'deki yaklaşık 956,7 mn TL'den 2026/1Ç'de 909,0 mn TL'ye gerilemiştir. Yani son çeyrekte satış seviyesi korunurken brüt kâr ve brüt marj aşağı gelmiştir. Bu, satış karmasının değiştiğini düşündüren güçlü bir işarettir.

İntron birleşmesi satış ölçeğini artırırken, değerlendirme dili açısından FD / satıştan çok FD / brüt kârın tercih edilmesini güçlendirmektedir. İntron'un veri merkezi çözümleri, sistem altyapısı, güvenlik çözümleri, yapay zekâ çözümleri, akıllı CCTV, distribütörlük, bayi ağı, kamu kurumları, savunma sanayi ve büyük kurumsal müşteri erişimi ARDYZ'e ölçek kazandırabilir. Ancak bu alanların bazıları daha düşük brüt marjlı ve işletme sermayesi yoğun işler olabilir.

2026/1Ç'de satılan ticari mallar maliyetinin 1.177,5 mn TL'ye yükselmesi bu riski görünür hale getirmiştir. Şirketin teknoloji ve yazılım hikâyesi sürmektedir; ancak satış karması artık daha fazla donanım/altyapı ve tedarik karakteri taşıyorsa, yatırımcı için en önemli soru satış büyümesinin brüt kâr, FAVÖK ve nakit dönüşümüne nasıl yansıdığıdır. Bu nedenle 2026/1Ç sonrasında brüt marjın %40 civarında mı kalacağı, yoksa ürün/yazılım katkısıyla yeniden yükseleceği kritik olacaktır.

Çeyreklik nakit akışı bu dönemin olumlu sürprizidir. Ticari alacaklardaki çözülme ve faaliyet nakdindeki toparlanma, 2025/12 dönemindeki nakit kalitesi riskini azaltmıştır. Ancak stoklar ve peşin ödenmiş giderlerdeki artış, İntron sonrası daha büyük tedarik ve proje akışının işletme sermayesi ihtiyacını devam ettirdiğini göstermektedir. Bu nedenle son çeyrek görünümü "ciro ve nakitte iyileşme, marjda baskı" şeklinde özetlenebilir.

12. Riskler ve izlenecek başlıklar

ARDYZ'de ilk risk gelir karmasının yeterince ayrışmamasıdır. Şirket yazılım, proje, sistem entegrasyonu, donanım/altyapı, teknolojik ürün satışı ve yönetilen hizmetleri birlikte taşımaktadır. Ancak abonelik, lisans, bakım, proje, donanım ve hizmet gelirleri finansal tabloda yatırımcı açısından yeterince ayrışmamaktadır. Bu sınırlama nedeniyle FD / ARR veya FD / satış gibi metriklerin ana değerlendirme dili yapılması uygun görünmemektedir.

İkinci risk brüt marj yönüdür. 2026/1Ç'de brüt marj %42,0 seviyesine gerilemiştir. Satılan ticari mallar maliyetindeki büyük artış, İntron sonrası daha düşük marjlı donanım/altyapı veya tedarik karakterli satışların ağırlık kazanabileceğini göstermektedir. Brüt marj %40 civarında kalırsa brüt kâr büyümesi satış büyümesinin gerisinde kalabilir. Brüt marj yeniden %50 bandına yaklaşırsa değerlendirme paydası daha güçlü savunulabilir.

Üçüncü risk aktifleştirme ve maddi olmayan duran varlık yoğunluğudur. 2026/1Ç sonunda maddi olmayan duran varlıklar 5.686,0 mn TL'dir ve aktiflerin en büyük kalemidir. Haklar ve aktifleştirilen geliştirme maliyetleri gelecekte gelir ve brüt kâr üretirse bu varlıklar değer yaratır; ancak beklenen katkı oluşmazsa itfa, değer düşüklüğü ve kârlılık baskısı yaratabilir.

Dördüncü risk nakit dönüşümünün sürdürülebilirliğidir. 2026/1Ç'de geliştirme yatırımları sonrası FCF pozitif dönüştür; fakat TTM bazda hâlâ negatiftir. Bu nedenle tek çeyreklik nakit iyileşmesi kalıcı sonuç gibi okunmamalıdır. Ticari alacak tahsilatı, stok ve peşin ödenmiş giderlerin seyri, maddi olmayan yatırım seviyesi ve işletme nakdi her çeyrek izlenmelidir.

Beşinci risk bilanço ve finansman maliyetidir. Net borç/FAVÖK seviyesi yönetilebilir görünse de borç yapısı kısa vadeli ve finansman giderleri yüksektir. 2026/1Ç'de finansman giderleri 243,8 mn TL'ye yükselmiştir. Faiz giderleri ve net parasal pozisyon kaybı faaliyet kârının net kâra dönüşümünü sınırlamaktadır. Faaliyet raporunda tanımlanmış bir risk yönetimi modeli bulunmadığı, riskin yönetim kararları ve uygulamalarıyla yönetildiği belirtilmektedir; bu nedenle faiz ve likidite riski yatırımcı tarafından ayrıca izlenmelidir.

Altıncı risk kamu, proje ve müşteri yoğunlaşmasıdır. ARDYZ'in faaliyet alanlarında kamu kurumları, savunma, EDS, güvenlik, altyapı ve büyük kurumsal müşteriler önemli yer tutmaktadır. Bu alanlar büyük ölçekli gelir fırsatı yaratabilir; ancak ihale, bütçe, kabul, teslimat ve tahsilat riskleri doğurabilir. Müşteri yoğunlaşması ve sözleşme süreleri daha detaylı açıklanmadıkça gelir görünümü temkinli okunmalıdır.

Yedinci risk İntron entegrasyonudur. İntron satış ölçeği, kanal gücü ve kurumsal müşteri erişimi sağlayabilir; ancak düşük brüt marjlı altyapı, tedarik ve distribütörlük karakterinin ağırlık kazanması halinde ARDYZ'in değerlendirme dili daha fazla brüt kâr ve nakit dönüşümü firtresine ihtiyaç duyar. Entegrasyonun finansal etkisi 2026'nın devam eden çeyreklerinde daha net görülecektir.

Tablo 7 | İzlenecek başlıklar, finansal etki ve değerlendirme etkisi

İzlenecek başlık	Neden önemli?	Finansal etki	Değerleme etkisi
Gelir karması	Yazılım, proje, entegrasyon, donanım ve hizmet gelirleri net ayrışmıyor	Brüt marj ve tahsilat oynaklığı	FD / satış yerine FD / brüt kâr yaklaşımını destekler
Brüt marj yönü	2026/1Ç brüt marjı %42,0	Brüt kâr büyümesi satıştan yavaş kalabilir	Ana çarpan ancak marj istikrarıyla güçlenir
Aktifleştirme ve haklar	Maddi olmayan duran varlıklar 5.686,0 mn TL	FAVÖK görünümü nakit üretiminden ayrışabilir	Düzeltilmiş FAVÖK ve FCF filtresi gerekir
Nakit dönüşümü	Çeyrek pozitif FCF; TTM FCF hâlâ negatif	İşletme sermayesi ve yatırım yoğunluğu	Çarpan temkinli okunmalı
Finansman maliyeti	2026/1Ç finansman gideri 243,8 mn TL	Net kâr kalitesi baskılanır	Borç azaltımı olumlu katalizör olabilir
Kamu/proje yoğunluğu	Büyük sözleşme potansiyeli ve tahsilat zamanlaması	Gelir ve nakit akışı dalgalanabilir	Çarpan görünürlüğü sözleşme/tahsilat kalitesine bağlı
İntron entegrasyonu	Altyapı, güvenlik, Akıllı CCTV ve distribütörlük ağı	Satış ölçeği artarken brüt marj düşebilir	2026 TFRS konsolidasyonu belirleyici olacak

13. Değerleme

ARDYZ için değerlendirme mimarisinin bir ana gösterge ve iki yardımcı metrikle kurulmasının daha yerinde olduğu düşünülmektedir. Ana gösterge FD / TTM brüt kârdır. Yardımcı metrikler ise FD / geliştirme yatırımları sonrası düzeltilmiş FAVÖK ve geliştirme yatırımları sonrası FCF dönüşümüdür. Bu yaklaşım 2026/1Ç sonrası değişmemektedir; aksine İntron sonrası satış karmasının daha fazla donanım/altyapı karakteri göstermesi, brüt kârı satıştan daha doğru bir değerlendirme paydası haline getirmektedir.

Ana gösterge olarak FD / TTM brüt kârın seçilmesi, ARDYZ'in gelir yapısı nedeniyle daha dengeli bir değerlendirme tabanı sunar. Satışlar yazılım, proje, sistem entegrasyonu, donanım/altyapı ve yönetilen hizmetleri birlikte içermektedir. Bu nedenle FD / satış, farklı brüt marj kalitesine sahip gelirleri aynı düzeyde fiyatlar ve yanıtıcı olabilir. Brüt kâr ise satıştan doğrudan maliyetler düşüldükten sonra kalan tabanı gösterir. İntron sonrası satış ölçeği büyürken brüt marjın gerilemesi, bu ayrımı daha önemli hale getirmiştir.

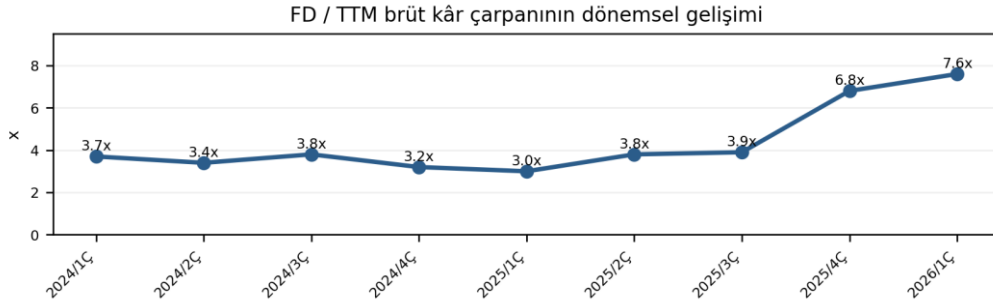
12.05.2026 piyasa verisiyle ARDYZ'in piyasa değeri yaklaşık 19.014,2 mn TL, net borcu yaklaşık 1.354,2 mn TL ve firma değeri yaklaşık 20.368,4 mn TL'dir. 2026/1Ç itibarıyla TTM brüt kâr 2.691,8 mn TL'dir. Buna göre FD / TTM brüt kâr yaklaşık 7,6x seviyesindedir. 2025/12 döneminde aynı yaklaşım güncel piyasa verisiyle yaklaşık 9,5x seviyesindeydi. Yeni çeyrekte çarpanın gerilemesinin ana nedeni, TTM brüt kâr paydasının büyümesidir.

Ana değerlendirme göstergesinin dönemsel gelişimi 2024/1Ç'den başlatılmalıdır. Bu gösterim 2024 boyunca düşük çarpan tabanını, 2025 sonunda piyasa değerindeki yükselişi ve 2026/1Ç sonrası TTM brüt kâr paydasındaki genişlemeyi aynı eksenle gösterir. Dönemsel seri şu şekilde okunacaktır: 2024/1Ç-2024/4Ç döneminde FD / TTM brüt kâr yaklaşık 3,7x, 3,4x, 3,8x ve 3,2x seviyelerindeydi. 2025/1Ç-2025/4Ç bilanço sonrası seride yaklaşık 3,0x, 3,8x, 3,9x ve 6,8x seviyeleri görülmektedir. 2026/1Ç açıklanma ve güncel piyasa veri noktası yaklaşık 7,5x-7,6x bandına işaret etmektedir. Bu seri, ARDYZ'in yalnız hisse fiyatı hareketiyle değil, brüt kâr paydasının büyümesiyle de yeniden fiyatlandığını göstermek açısından önemlidir.

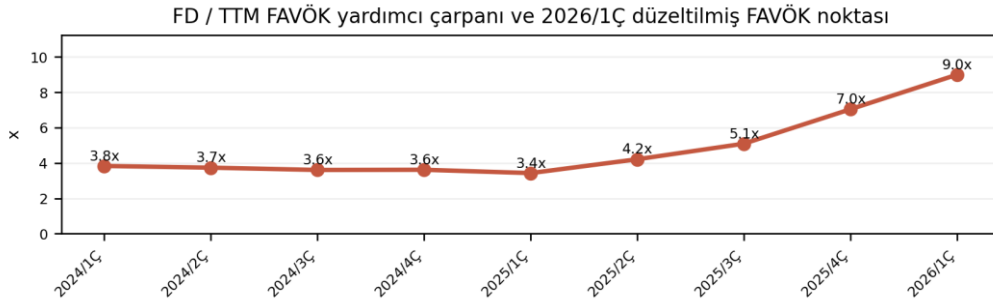
Tablo 8 | Ana değerlendirme göstergesi gelişimi: 2024/1Ç-2026/1Ç FD / TTM brüt kâr

Dönem	FD / TTM brüt kâr	Okuma notu
2024/1Ç	3,7x	Bilanço dönemi düşük çarpan tabanı
2024/2Ç	3,4x	2024 içinde yatay/düşük değerlendirme zemini
2024/3Ç	3,8x	Piyasa değerinde sınırlı toparlanma
2024/4Ç	3,2x	Yıl sonu brüt kâr paydası güçlü kaldı
2025/1Ç	3,0x	2025 başında düşük çarpan tabanı
2025/2Ç	3,8x	Piyasa değerinde toparlanma
2025/3Ç	3,9x	Bilanço öncesi yatay seyir
2025/4Ç bilanço sonrası	6,8x	Yıl sonu finansalları sonrası yükseliş
2026/1Ç güncel	7,6x	TTM brüt kâr paydası büyüse de piyasa değeri yüksek kaldı

Grafik 5 | FD / TTM brüt kâr çarpanının dönemsel gelişimi



Grafik 6 | FD / TTM FAVÖK yardımcı çarpanı ve 2026/1Ç düzeltilmiş FAVÖK noktası



Not: Seri FAVÖK temelli yardımcı gösterge olarak okunmalı; 2026/1Ç noktası metindeki geliştirme yatırımı düzeltilmesiyle gösterilmiştir.

İlk yardımcı metrik FD / geliştirme yatırımları sonrası düzeltilmiş FAVÖK'tür. 2026/1Ç TTM faaliyet kârı yaklaşık 1.738,3 m TL, amortisman ve itfa gideri yaklaşık 841,8 m TL olduğu için TTM FAVÖK yaklaşık 2.580,1 m TL'dir. Aktifleştirilen araştırma-geliştirme maliyetleri için yapılan temkinli düzeltme sonrası TTM düzeltilmiş FAVÖK yaklaşık 2.263 m TL seviyesindedir. Firma değeri bu tutara bölüldüğünde FD / geliştirme yatırımları sonrası düzeltilmiş FAVÖK yaklaşık 9,0x olur. Bu metrik, FAVÖK'ün aktifleştirme sonrası hâlâ güçlü olduğunu; fakat nakit dönüşümüyle birlikte okunması gerektiğini gösterir.

İkinci yardımcı metrik geliştirme yatırımları sonrası FCF dönüşümüdür. 2026/1Ç çeyreğinde işletme faaliyetlerinden nakit akışı 508,2 m TL, maddi ve maddi olmayan duran varlık yatırım çıkışı 262,6 m TL olduğu için çeyreklik geliştirme yatırımları sonrası FCF yaklaşık 245,6 m TL pozitifdir. Buna karşılık TTM bazda işletme faaliyetlerinden nakit akışı 1.144,7 m TL, maddi ve maddi olmayan duran varlık yatırım çıkışı 2.442,9 m TL'dir. Bu nedenle TTM geliştirme yatırımları sonrası FCF yaklaşık -1.298,2 m TL ve brüt kâra göre FCF dönüşümü yaklaşık -%48 seviyesindedir. Bu sonuç, 2025/12'ye göre iyileşmiş olsa da hâlâ değerlendirme için ana kontrol alanıdır.

Bu üçlü dışındaki rasyoların ana değerlendirme göstergesi yapılmaması daha dengeli görünmektedir. FD / satış, şirketin hibrit yapısı nedeniyle satış kalitesini fazla düzleştirir. FD / FAVÖK, aktifleştirilen geliştirme maliyetleri, haklar ve yüksek maddi olmayan duran varlık yatırımları nedeniyle tek başına fazla iyimser olabilir. Fiyat / kazanç oranı (F/K), finansman gideri, net parasal pozisyon, ertelenmiş vergi ve azınlık payı etkileri nedeniyle ana çıpa olmamalıdır. FD / ARR ise ARR, aylık tekrarlayan gelir (Monthly Recurring Revenue, MRR), müşteri kaybı oranı ve NRR finansal tablo köprüsü açıklanmadığı için kapalı kalmalıdır.

Yurtdışı benzer şirketler bire bir çarpan aktarımı için değil, değerlendirme dilini kalibre etmek için kullanılmalıdır. ARDYZ'in gelir yapısı saf SaaS şirketlerinden daha karma olduğu için yalnız abonelik yazılım şirketleriyle kıyaslanması yanıltıcıdır. Daha uygun karşılaştırma kümeleri hibrit yazılım-teknoloji, sistem entegrasyonu, siber güvenlik/altyapı, veri merkezi çözümleri, kamu ve kurumsal teknoloji tedarikçileri ile ürünleşmiş yazılım bileşeni taşıyan teknoloji hizmet şirketleridir. Bu nedenle ARDYZ için satış çarpanı değil, brüt kâr ve nakit dönüşümü odaklı yaklaşım korunmalıdır.

Mayıs 2026 itibarıyla kamuya açık yazılım ve SaaS çarpanları da bu ayrımı desteklemektedir. PublicSaaSCompanies.com verisinde 145 public SaaS şirketi için yıllıklandırılmış son çeyrek gelire göre medyan gelir çarpanı yaklaşık 2,6x, ortalama çarpan yaklaşık 4,5x seviyesindedir. Multiples.vc segment kırımlarında Design & Engineering Software yaklaşık 4,8x, Enterprise Resource Planning (kurumsal kaynak planlaması, ERP) yaklaşık 3,0x, Business Intelligence (iş zekâsı, BI) & Analytics yaklaşık 2,5x, Cybersecurity yaklaşık 3,3x, Data Infrastructure (veri altyapısı) yaklaşık 6,7x ve Public Sector & Non-Profit Software yaklaşık 2,3x FD / Next Twelve Months (önümüzdeki on iki ay, NTM) satış çarpanıyla izlenmektedir. Bu geniş dağılım, "tek yazılım çarpanı" yaklaşımının riskli olduğunu göstermektedir.

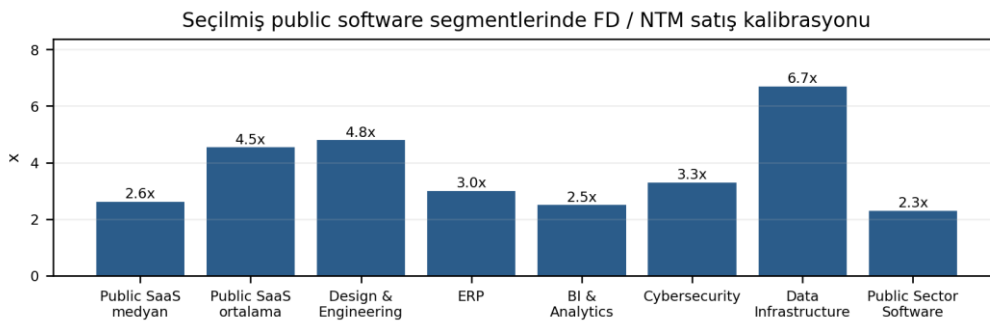
ARDYZ için peer set dili bu nedenle dört küme ayrılmalıdır. İlk küme Salesforce, Adobe, Intuit ve ServiceNow gibi yüksek tekrarlayan gelirli genel SaaS ve kurumsal yazılım şirketleridir; bu küme ARDYZ'e doğrudan çarpan vermez, yalnız ürünleşme ve gelir görünürlüğü çıpası sağlar. İkinci küme Autodesk, Bentley Systems, Tyler Technologies, PTC ve Trimble gibi dikey yazılım, mühendislik yazılımı ve donanım-yazılım hibriti şirketlerdir; bu küme ürün gömülülüğü açısından daha yakın, ancak ARDYZ'in proje/tedarik bileşenleri nedeniyle yine sınırlıdır. Üçüncü küme Palo Alto Networks, CrowdStrike, Zscaler ve Datadog gibi siber güvenlik, veri ve gözlemlenebilirlik şirketleridir; bu şirketlerde yüksek çarpanlar ARR, müşteri tutma ve

nakit görünürlüğüyle desteklediği için ARDYZ'e doğrudan taşınmalıdır. Dördüncü küme Accenture, EPAM, Globant, Cognizant ve benzeri IT services (bilgi teknolojileri hizmetleri) / sistem entegrasyonu şirketleridir; ARDYZ'in entegrasyon, altyapı ve yönetilen hizmet tarafı için değerlendirme dili daha çok FAVÖK, faaliyet kârı ve FCF filtresine yakındır.

Tablo 9 | Yurtdışı benzer iş modeli kümeleri ve değerlendirme dili

Küme	Örnek şirketler	Ana değerlendirme dili	ARDYZ açısından okuma
Genel SaaS / kurumsal yazılım	Salesforce, Adobe, Intuit, ServiceNow	FD / satış, FD / ARR, FD / FCF	Doğrudan çarpan değil; ürünleşme ve gelir görünürlüğü çapısı
Dikey yazılım ve mühendislik yazılımı	Autodesk, Bentley Systems, Tyler Technologies, PTC, Trimble	FD / satış, FD / FAVÖK, FD / FCF	Dikey gömülülük açısından daha yakın; proje/tedarik payı sınırlayıcı
Siber güvenlik / veri altyapısı	Palo Alto, CrowdStrike, Zscaler, Datadog	FD / satış, FD / ARR, FD / FCF	Yüksek çarpanlar ARR, NRR ve nakit görünürlüğüyle desteklenir
IT services / sistem entegrasyonu	Accenture, EPAM, Globant, Cognizant	FD / FAVÖK, FD / FCF	ARDYZ'in entegrasyon, altyapı ve yönetilen hizmet tarafına daha yakın
Donanım-yazılım hibriti / altyapı	Cisco, HPE, Dell Technologies	FD / FAVÖK, FD / brüt kâr, F/K	İntron sonrası düşük marjlı tedarik karakterini okumak için yardımcı

Grafik 7 | Seçilmiş public software segmentlerinde FD / NTM satış kalibrasyonu



Not: Yurtdışı çarpanlar doğrudan ARDYZ'e taşınmamalı; yalnız iş modeli ve değerlendirme dili kalibrasyonu için kullanılmalıdır.

İntron birleşmesi değerlendirme yaklaşımını değiştirmez; tersine güçlendirir. İntron'un veri merkezi, altyapı, güvenlik, akıllı CCTV, distribütörlük ve bayi ağı karakteri ARDYZ'in 2026 satış ölçeğini artırabilir. Ancak bu katkının daha düşük brüt marjlı bileşenler üzerinden gelmesi halinde FD / satış daha yanıltıcı olur. FD / TTM brüt kâr ise düşük marjlı satış büyümesini otomatik olarak süzer ve yatırımcıyı brüt kâr kalitesine odaklar.

ARDYZ'in mevcut değerlendirme görünümü bu nedenle daha dengeli fakat hâlâ koşulludur. Yaklaşık 7,6x FD / TTM brüt kâr, 2026/1Ç sonrası büyüyen brüt kâr tabanını dikkate alır. Yaklaşık 9,0x FD / geliştirme yatırımları sonrası düzeltilmiş FAVÖK, aktifleştirme sonrası kârlılığın hâlâ anlamlı olduğunu gösterir. Ancak TTM bazda yaklaşık -%48 geliştirme yatırımları sonrası FCF dönüşümü, değerlendirme dilini temkinli tutar. Şirket alacak tahsilatındaki iyileşmeyi sürdürür, stok ve peşin ödenmiş giderleri satışa ve nakde çevirir, maddi olmayan duran varlık yatırımlarının gelir katkısını görünür kılar ve İntron sonrası brüt marjı kontrol altında tutarsa brüt kâr çarpanı daha güçlü savunulabilir. Aksi durumda brüt kâr tabanı büyüse bile nakit dönüşümü ve iş modeli karması nedeniyle piyasa çarpanına temkinli yaklaşılması gerektiği düşünülmektedir.

Tablo 10 | Değerleme üçlü metriği

Metrik	Hesap	Sonuç	Rol	Yorum
FD / TTM brüt kâr	20.368,4 / 2.691,8	7,6x	Ana gösterge	Hibrit gelir karmasında satış yerine brüt kârı fiyatlar
FD / geliştirme yatırımları sonrası düzeltilmiş FAVÖK	20.368,4 / 2.263,0	9,0x	Yardımcı gösterge	Aktifleştirilen geliştirme maliyeti sonrası kârlılığı test eder
TTM geliştirme yatırımları sonrası FCF dönüşümü	-1.298,2 / 2.691,8	-%48,2	Nakit kalitesi kontrolü	Çeyreklik iyileşmeye rağmen TTM nakit dönüşümü negatif

Kaynaklar

- ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.ř. 2026/1Ç konsolide finansal tabloları ve 2026/1Ç faaliyet raporu.
- ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.ř. 2025 yıl sonu konsolide finansal tabloları ve 2025 yıl sonu faaliyet raporu.
- ARD Grup Bilişim Teknolojileri A.ř. 2024 yıl sonu finansal tabloları ve faaliyet raporu; 2025 ara dönem finansal ve faaliyet raporları.
- Piyasa verisi, 12.05.2026.
- Yazılım şirketi değerleme rehberi ve Türkiye yazılım/bilişim araştırma raporu yazım çerçevesi.
- PublicSaaSCompanies.com, SaaS Multiples Benchmarking, 12.05.2026.
- Multiples.vc, Public Software Valuation Multiples, Mayıs 2026.
- Aventis Advisors, Rule of 40 in SaaS: 2026 Data, Benchmarks and Valuation Impact, Mayıs 2026.
- Clouded Judgement, Public Software Valuation Commentary, 08.05.2026.