

# Kafein Yazılım Hizmetleri Ticaret A.Ş. ("Kafein" veya "Şirket") "Fiyat Tespit Raporu" Değerlendirme Raporu

Bu değerlendirme raporu Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2 fıkrası kapsamında Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. Kafein Yazılım Hizmetleri A.Ş.'nin halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. **Bu rapor yalnızca aracı kurumun fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup yatırımcılar, halka arza ilişkin sirküleri ve izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.**

## Halka Arz Yapısı:

İhraççı	Kafein Yazılım Hizmetleri Ticaret A.Ş. ("Kafein" veya "Şirket")
Konsorsiyum Lideri	Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Aracılık Yöntemi	Bakiyeyi Yüklenim
Talep Toplama Tarihleri - Yöntem	10-11 Mayıs 2018 / Borsa'da Satış - Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Sermaye	11,000,000 TL
Sermaye Artırımı	7,000,000 TL
Halka Arz Fiyatı (TL)	4.45
Lock -Up (Satmama Taahhüdü)	Ortaklar tarafından verilen 1 yıl satmama taahhüdü.
Fiyat İstikrarı	Planlanmamaktadır.

Kaynak: Kafein, Metro Yatırım

## Kafein Hakkında

Şirket, 2005 yılında kurulmuş olup yazılım sektöründe faaliyet göstermektedir. Bugün için Türkiye sınırları içinde önde gelen yazılım ve yazılım destek şirketleri içerisinde olan Kafein Yazılım, Türkiye'nin önde gelen telekomünikasyon şirketlerine (Vodafone, Türk Telekom, Turkcell), sigorta şirketlerine (Ergo Sigorta, Allianz Sigorta, BNP) ve Türk Hava Yolları, Migros gibi büyük ölçekli şirketlere hizmet sunmaktadır.

Şirket'in ana faaliyet alanları beş ana başlıkta toplanabilir;

### 1. Yönetilen Hizmetler

Sözleşme süresi boyunca müşterinin talep ettiği; yazılım geliştirme, analiz, test ve operasyon hizmetlerinin belirlenen bir servis seviyesi anlaşması çerçevesinde İhraççı

tarafından oluşturulan ekip aracılığıyla sağlanmasıdır. Bu hizmetin kalitesi taraflar arasında belirlenen performans göstergelerinin karşılanması ile ölçülür.

## 2. Anahtar Teslim Çözümler

Müşteri tarafından kapsamı netleşmiş uygulama yazılımı geliştirme ve entegrasyon talepleri, belirli bir süre içinde başlayıp bitirilerek kullanıma sunulur. İhraççı bu projeler yoluyla kendisinin veya iş ortaklarının geliştirdiği yazılımları öncelikli olarak telekomünikasyon, hizmet, sigorta, ulaştırma sektörlerindeki müşterilere sunmaktadır.

## 3. Dış Kaynak Hizmeti

Müşterilerin ihtiyaçları doğrultusunda talep edilen bilgi ve deneyime uygun adayları kadrosuna alarak müşterilerine sunmaktadır.

## 4. Teknoloji & Yazılım Geliştirme

İhraççı müşteri ihtiyaçları ve teknolojik gelişmeleri değerlendirerek teknoloji ve ürün geliştirme alanında Ar-Ge faaliyetlerini sürdürmektedir. Bu süreç içinde TÜBİTAK, KOSGEB gibi kurumların destek ve teşviklerini de değerlendirerek özellikle ülkemizdeki milli yazılım vizyonuna katkı sunmayı amaçlamaktadır.

## 5. Yazılım Ürün (Lisans) Satışı

Şirket Callidus Software Inc, Micro Focus, IBM Global Services, SAS Middle East FZ-LLC gibi uluslararası yazılım ve teknoloji firmalarının Türkiye’de iş ortağı olarak lisans satışlarını gerçekleştirmektedir. Zaman içerisinde bu iş kolundaki çalışmalarını Orta Asya, Orta Doğu ve Afrika’da da sürdürmek istemektedir.

## Ortaklık Yapısı

### Kafein Yazılım Hizmetleri Ticaret A.Ş.

Pay Sahibi	Sermaye Miktarı (TL)	Pay Oranı
Ali Cem Kalyoncu	4,482,466	40.75%
Verusaturk GSYO A.Ş.	4,290,000	39.00%
Mehmet Tevfik Başkaya	2,227,534	20.25%
<b>Toplam</b>	<b>11,000,000</b>	<b>100.00%</b>

Kaynak: Kafein, Metro Yatırım

## Önemli Hususlar

### Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yeri

Halka arzdan elde edilecek net gelirin yaklaşık %60'ı sektörde faaliyet gösteren gelişme potansiyeli yüksek bir veya birden fazla firmanın satın alınmasında kullanılacaktır. Halka arz sonrası dönemde değişen genel şartlara ve istenilen özelliklere sahip firma veya firmaların satın alam koşullarına bağlı olarak, şirket satın alınması için ayrılan kaynağın arttırılarak halka arz gelirinin yaklaşık %70'ine kadar yükseltilmesi mümkündür. Halka arzdan elde edilecek net gelirin yaklaşık %15'i ise yeni ürünlerin geliştirilmesi ve Ar-Ge çalışmaları için kullanılmak istenmektedir. Halka arzdan elde edilecek net gelirin yaklaşık %25'inin ise işletme sermayesi ihtiyaçları için kullanılması planlanmaktadır.

## Finansal Tablolar

### Bilanço

TL	2015	2016	2017
<b>VARLIKLAR</b>			
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>15,359,269</b>	<b>16,968,869</b>	<b>24,998,202</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	3,469,134	5,107,570	2,160,927
Ticari Alacaklar	10,904,489	11,587,110	22,521,179
Diğer Alacaklar	22,919	7,614	4,925
-İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	20,634	5,329	2,640
-İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	2,285	2,285	2,285
Stoklar	372,97	-	-
Peşin Ödenmiş Giderler	589,757	266,575	311,171
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>2,478,674</b>	<b>3,086,781</b>	<b>2,347,631</b>
İştirakler ve İş Ortaklıkları Yatırımları	-	-	685,41
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	1,654,667	1,620,667	-
Maddi Duran Varlıklar	540,671	532,842	594,459
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2,430	437,876	646,573
Ertelenmiş Vergi Varlıkları	99,057	192,675	338,420
Peşin Ödenmiş Giderler	181,849	84,900	81,309
Diğer Duran Varlıklar	-	217,821	1,460
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>17,837,943</b>	<b>20,055,650</b>	<b>27,345,833</b>
<b>KAYNAKLAR</b>			
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>5,612,327</b>	<b>4,357,438</b>	<b>7,454,327</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	1,319,733	73,921	7,506
Ticari Borçlar	2,635,369	1,338,794	2,127,816
-İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	-	-	-
-İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	386,148	898,024	1,294,655
Ertelenmiş Gelirler	449,015	323,024	2,539,152
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Yükümlülükler	212,045	491,206	588,252
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Borçlar	37,212	36,575	31,952
Diğer Kısa Vaddeli Yükümlülükler	39,074	20,735	158,413
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>860,069</b>	<b>492,344</b>	<b>874,584</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	73,444	-	50,000
Diğer Borçlar	15.000	15,000	-
Ertelenmiş Gelirler	327,505	-	19,168
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	444120.000	477,344	805,416
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>11,365,547</b>	<b>15,205,868</b>	<b>19,016,922</b>
Ödenmiş Sermaye	8,100,000	8,100,000	11,000,000
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	218,837	369,375	613,882
Geçmiş Yıllar Karı/Zararı (-)	149,183	3,074,048	2,683,689
Net Dönem Karı/Zararı (-)	3,075,403	3,754,149	4,802,218
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>17,837,943</b>	<b>20,055,650</b>	<b>27,345,833</b>

Kaynak: Kafein, Metro Yatırım

## Gelir Tablosu

TL	2015	2016	2017
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER</b>			
Hasılat	32,154,404	36,918,822	47,202,321
Satışların Maliyeti	-25,859,053	-29,530,051	-37,287,206
<b>Brüt Kar/Zarar</b>	<b>6,295,351</b>	<b>7,388,771</b>	<b>9,915,115</b>
Genel Yönetim Giderleri	-3,419,099	-4,427,576	-5,649,311
Pazarlama Giderleri	-	-51,680	-
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	260,575	318,521	564,447
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-134,853	-396,476	-529,711
<b>ESAS FAALİYET KARI/ZARARI (-)</b>	<b>3,001,974</b>	<b>2,831,560</b>	<b>4,300,540</b>
Finansman Gelirleri	340,703	588,437	370,484
Finansman Giderleri	-395,955	-202,593	-184,673
<b>VERGİ ÖNCESİ KARI/ZARARI</b>	<b>3,190,298</b>	<b>3,793,755</b>	<b>5,036,094</b>
<b>Vergi Gelir / Gideri</b>	<b>-372,424</b>	<b>-1,513,217</b>	<b>46,179</b>
Dönem Vergi Gideri	-145,522	-154,767	-382,114
Ertelenmiş Vergi Gideri	30,627	115,161	148,238
<b>Dönem Karı / Zararı</b>	<b>3,075,403</b>	<b>3,754,149</b>	<b>4,802,218</b>

Kaynak: Kafein, Metro Yatırım

## Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Görüşlerimiz

## Kullanılan Değerleme Yöntemleri

Metro Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket'in faaliyet gösterdiği sektör göz önüne alınarak; Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında "Pazar Yaklaşımı" ve "Gelir Yaklaşımı" yöntemleri kullanılmış olup Şirket için hesaplanan nihai sonuçta her iki yöntem neticesinde elde edilen değerler eşit olarak ağırlıklandırılmıştır.

**1) "Pazar Yaklaşımı" Yöntemi İle Piyasa Değeri Tespiti**

Pazar Yaklaşımı yöntemi ile yapılan piyasa değeri hesaplamasında;

- Piyasa Değeri/Defter Değeri ("PD/DD")
- Firma Değeri/Satışlar ("FD/Satışlar")
- Fiyat/Kazanç ("F/K")
- Firma Değeri/FAVÖK ("FD/FAVÖK")

oranlarına yer verilmiştir.

Pazar Yaklaşımı Yönteminde; BİST-Bilişim ve Yazılım Sektörleri, Şirketin faaliyet konusu ile doğrudan yakınlık gösterdiği için, BİST-Ana Pazar, Şirketin halka arz sonrasında işlem göreceği Pazar olması nedeniyle değerlendirilmesine dahil edilmiştir.

Oran Analizi yöntemiyle, Kafein için tüm rasyoların verdiği değerlemelerin eşit ağırlıklı ortalamasına göre 52,092,535 TL’lik piyasa değerine ve 4.74 TL birim pay değerine ulaşılmıştır.

Karşılaştırılan Pazar ve Sektörler	Piyasa Değerleri (TL)			
	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K	FD/Satışlar
BİST Ana Pazar	34,250,477	56,989,121	67,885,701	84,423,501
BİST Bilişim Sektörü	19,940,601	37,284,266	67,400,439	25,987,320
BİST Yazılım Sektörü	45,450,444	57,955,462	72,336,961	203,421,320
<b>Ortalama Şirket Değeri</b>	<b>33,213,840</b>	<b>50,742,949</b>	<b>69,207,700</b>	<b>55,205,648</b>
<b>Nihai Şirket Değeri (%33-%33-%33 Ağırlık)</b>	<b>52,092,535</b>			
<b>Birim Pay Değeri</b>	<b>4.74</b>			

Kaynak: Kafein Fiyat Tespit Raporu

## **2) “Gelir Yaklaşımı” Yöntemi İle Piyasa Değeri Tespiti**

Gelir yaklaşımı kapsamındaki yöntemler fiilen gelecekteki nakit tutarlarının bugünkü değere indirgenmesine dayanmaktadır.

Şirket’in İndirgenmiş Nakit Akımları’na (“İNA”) göre yapılan değerlemesinde kullanılan temel varsayımlar aşağıda sıralanmıştır:

- Projeksiyonlar Türk Lirası üzerinden yapılmıştır. Aksi belirtilmedikçe tüm parasal büyüklükler TL cinsindedir.
- İndirgenmiş Nakit Akımı analizi gelecek beş yıllık dönem esas alınarak hesaplanmıştır.
- 2018-2024 yıllarını kapsayan analize konu olan dönemde Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (“AOSM”) hesaplaması şu şekildedir:

İskonto Oranları	
Risksiz Faiz Oranı	12.57%
Piyasa Risk Primi	6.00%
Beta	1
Sermaye Maliyeti	18.57%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	15.52%
Borçluluk Oranı	0.21%
<b>AOSM</b>	<b>18.56%</b>

Kaynak: Kafein Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımları çalışmasına göre hesaplanan firma değeri ve birim pay değeri şu şekildedir:

İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı 2018-2024 dönemi toplamı (TL)	37,555,849
Terminal Büyüme Oranı	3%
Uç Dönem Serbest Nakit Akımları (TL)	100,895,530
İndirgenmiş Devam Eden Şirket Değeri (TL)	30,640,837
Firma Değeri (TL)	68,196,687
Net Nakit (TL)	2,103,421
<b>Tahmini Gerçeğe Uygun Değer (TL)</b>	<b>70,300,108</b>
<b>Tahmini Birim Pay Değeri (TL)</b>	<b>6.39</b>

Kaynak: Kafein Fiyat Tespit Raporu

### 3) Sonuç

Şirket için yapılan değerlendirme çalışmaları neticesinde 2 yöntem eşit olarak ağırlıklandırılmış ve ortalama Şirket değeri 61,196,321 TL olarak hesaplanmıştır. Şirket'in mevcut çıkarılmış sermayesi olan 11,000,000 TL'ye göre birim pay değeri 5.56 TL'ye denk gelmektedir.

Şirket'in birim halka arz fiyatı, bulunan birim pay değerine %20 oranında halka arz iskontosu uygulanarak 4.45 TL olarak belirlenmiştir.

Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri (TL)	Pay Başına Değer (TL)
Piyasa Çarpanları Yöntemi	52,092,535	4.74
İNA Yöntemi	70,300,108	6.39
<b>Ortalama Şirket Değeri (Piyasa Çarpanları ve İNA %50-50 Ağırlık)</b>	<b>61,196,321</b>	<b>5.56</b>
İskonto (%20)	12,239,264	
<b>İskontolu Şirket Değeri</b>	<b>48,957,057</b>	<b>4.45</b>

Kaynak: Kafein Fiyat Tespit Raporu

**Genel Değerlendirme**

- ✓ Raporla Şirket hakkında verilen bilgi, açıklama ve mali tablolar yeterlidir.
- ✓ Değerleme çalışmasında PD/DD ve FD/Satışlar için 10'un, F/K ve FD/FAVÖK'ün 40'in üzeri ve negatif sonuç veren rasyoların aşırı uç değer kabul edilmesini ve ortalamalara dahil edilmemesini olumlu buluyoruz. Ayrıca, BİST yazılım Sektörü FD/Satışlar çarpanına göre elde edilen Şirket piyasa değerinin aşırı uç kabul edilerek değerlemeye dahil edilmemesini makul bulmaktayız.
- ✓ Pazar Yaklaşımı Yönteminde, BİST-Bilişim ve Yazılım Sektörleri ile işlem göreceği Pazar olan BİST-Ana Pazar değerlerinin kullanılmasını, BİST-100 ve BİST-Yıldız Pazar değerlerinin kullanılmamasını makul bulmaktayız.
- ✓ Pazar Yaklaşımı Yönteminde, yurtiçi benzer şirketlerin yanı sıra yurtdışı benzer şirketlerin de değerlendirme çalışmasına dahil edilebileceğini düşünmekteyiz.
- ✓ Şirket'in 31/12/2023 tarihine kadar sahip olduğu gelir ve kurumlar vergisi muafiyet teşviğinin uzatılma beklentisi olmasına rağmen değerlendirme çalışmasına dahil edilmemesini doğru bulmaktayız.
- ✓ AOSM hesaplamasında kullanılan hesaplamaları makul bulmaktayız.
- ✓ İNA'da Şirket'in satışları için 2018 yılında %45, 2019 yılında %30 büyüme oranları beklentisinin, 2016 ve 2017 yılı satışlarda gerçekleşen büyüme ortalamasına bakıldığında bir miktar daha düşük gerçekleşebileceğini düşünmekteyiz.
- ✓ İNA'da faaliyet giderlerinin satışlara oranının son üç yılın ortalaması alınması yerine büyüme hacmi beklentisine paralel olarak kullanılmasının daha makul olacağını düşünmekteyiz.
- ✓ Uygulanan halka arz iskontosunun makul olduğunu düşünmekteyiz.



## Sonuç

Piyasa Çarpanları ve İNA Yöntemine göre hesaplanan iskonto uygulanmış 48,957,057 TL Şirket değeri ve 4.45 TL pay başına değeri, yukarıda belirttiğimiz çekinceler dışında, makul bulmaktayız.

`Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.`