

Kafein Yazılım Hizmetleri Tic. A.ř.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

Mayıs 2018

İçindekiler

1	Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler.....	4
2	Şirket Hakkında Özet Bilgi	5
3	Finansal Durum.....	6
4	Değerleme Hakkında Özet Bilgi	7
5	Görüş	8

Önemli Not:

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Metro Yatırım") Kafein Yazılım Hizmetleri Ticaret A.Ş. ("Kafein", "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında hazırladığı fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili ihraççı bilgi dokümanı ve sermaye piyasası aracı notu incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1 Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Tablo 1 Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arz Öncesi Sermaye	11.000.000
Sermaye Artırımı	7.000.000
Ortak Satışı (Nominal)	-
Halka Açıklık Oranı	%38,9
Ek Satış	-
Aracı Kurum	Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Halka Arz Satış Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış
Halka Arz Tarihi	10-11 Mayıs
Halka Arz Fiyatı	4,45 TL

Kaynak: İzahname

Satışa hazır bekletilen paylar: Halka arz edilmesi öngörülen 7.000.000 TL nominal değerli payların %25'ine tekabül eden 1.750.000 TL nominal değerli C grubu hamiline yazılı payların, ortakların yeni pay alma hakkı tamamen kısıtlanmak suretiyle sermaye artırımı yöntemiyle borsada satılabilir hale getirilmesine karar verilmiştir.

Arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda verilmektedir:

Tablo 2 Ortaklık Yapısı

Ortaklık Yapısı	Arz Öncesi Yapı		Arz Sonrası Yapı (Satışa Hazır Paylar Hariç)		Arz Sonrası Yapı (Satışa Hazır Dahil)	
	Nominal Değer (TL)	Sermaye Payı	Nominal Değer (TL)	Sermaye Payı	Nominal Değer (TL)	Sermaye Payı
Ortaklar	11.000.000	100,0%	11.000.000	61,1%	11.000.000	55,7%
Ali Cem Kalyoncu	4.482.466	40,7%	4.482.466	24,9%	4.482.466	22,7%
Verusaturk GSYO A.Ş.	4.290.000	39,0%	4.290.000	23,8%	4.290.000	21,7%
Mehmet Tevfik Başkaya	2.227.534	20,3%	2.227.534	12,4%	2.227.534	11,3%
Halka Arz	-	0,0%	7.000.000	38,9%	8.750.000	44,3%
Sermaye Artırımı	-	0,0%	7.000.000	38,9%	7.000.000	35,4%
Satışa Hazır Paylar	-	0,0%	-	0,0%	1.750.000	8,9%
Toplam	11.000.000	100,0%	18.000.000	100,0%	19.750.000	100,0%

Kaynak: Metro Yatırım Fiyat Tespit Raporu

2 Şirket Hakkında Özet Bilgi

Kafein Yazılım Hizmetleri Ticaret A.Ş. 2005 yılında kurulmuş olup yazılım sektöründe faaliyet göstermektedir. Vodafone, Turkcell ve Türk Telekom gibi telekomünikasyon sektörünün önemli oyuncularının yanı sıra THY, Migros gibi önemli şirketlere teknoloji hizmetleri sunmaktadır. Kafein, 2016 yılında Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği'nin (TOBB) tarafından yapılan değerlendirmelerde en hızlı büyüyen 100 şirket içinde 50. sırada yer almıştır.

Şirketin ana faaliyet alanları aşağıdaki gibidir:

- 1. Yönetilen Hizmetler**
 - 2. Anahtar Teslim Hizmetler**
 - 3. Dış Kaynak Hizmetleri**
 - 4. Teknoloji ve Yazılım Geliştirme**
 - 5. Yazılım Ürün (Lisans) Satışı**
-
- 1. Yönetilen Hizmetler:** Müşterilerine sözleşme süresince IT departmanı özelinde, müşterinin talebi doğrultusunda yazılım geliştirme, analiz, test ve operasyon hizmetlerinin belirlenen servis seviyesi anlaşması çerçevesinde özel oluşturulan ekiplerce sağlanması hizmetidir.
 - 2. Anahtar Teslim Hizmetler:** Uygulama yazılımı geliştirme ve entegrasyonu kapsayan projeler ile telekomünikasyon, hizmet, sigorta ve ulaştırma sektörlerinde faaliyet gösteren müşterilerine hizmet sağlanmaktadır.
 - 3. Dış Kaynak Hizmetleri:** Şirket, müşteri ihtiyaçları doğrultusunda bilgi ve deneyimi uygun personel ekipleri oluşturarak müşterilerinin yönetim sorumluluğu altında hizmet vermek üzere tahsis etmektedir.
 - 4. Teknoloji ve Yazılım Geliştirme:** TÜBİTAK, KOSGEB gibi kurumların destek ve teşvikleri de değerlendirilerek müşterileri ihtiyaçları doğrultusunda sürdürülen Ar-Ge faaliyetlerini kapsamaktadır.
 - 5. Yazılım Ürün (Lisans) Satışı:** Callidus Software Inc, Micro Focus (former HP Software), IBM Global Services, SAS Middle East, FZ-LLC gibi uluslararası yazılım ve teknoloji firmalarının Türkiye'de iş ortağı olarak lisans satışları gerçekleştirilmektedir.

3 Finansal Durum

Tablo 4 Kafein Bilanço

Bilanço (TL)	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
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
Stoklar	372.970	-	-
Peşin Ödenmiş Giderler	589.757	266.575	311.171
Dönen varlıklar	15.359.269	16.968.869	24.998.202
İştirakler ve iş ortaklıkları yatırımları	-	-	685.410
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 varlığı	99.057	192.675	338.420
Peşin Ödenmiş Giderler	181.849	84.900	81.309
Diğer Duran Varlıklar	-	217.821	1.460
Duran varlıklar	2.478.674	3.086.781	2.347.631
Toplam varlıklar	17.837.943	20.055.650	27.345.833
Kısa vadeli borçlanmalar	1.319.733	73.921	7.506
Ticari borçlar	2.635.369	1.338.794	2.127.816
Ertelenmiş gelirler	449.015	323.024	2.359.152
Diğer borçlar	386.148	898.024	1.294.655
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	533.731	1.175.159	886.581
Çal. sağ. faydalar kapsamında kısa vadeli borçlar	212.045	491.206	588.252
Cari dönem vergi borçları	39.074	20.735	158.413
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	37.212	36.575	31.952
Kısa vadeli yükümlülükler	5.612.327	4.357.438	7.454.327
Uzun vadeli borçlanmalar	73.444	-	50.000
Diğer borçlar	15.000	15.000	-
Ertelenmiş gelirler	327.505	-	19.168
Çal. sağ. faydalar kapsamında uzun vadeli borçlar	444.120	477.344	805.416
Uzun vadeli yükümlülükler	860.069	492.344	874.584
Ödenmiş sermaye	8.100.000	8.100.000	11.000.000
Yeniden değerlendirme ve ölçüm kazançları	(177.876)	(91.704)	(82.867)
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	218.837	369.375	613.882
Geçmiş yıllar karları / (zararları)	149.183	3.074.048	2.683.689
Net dönem karı / (zararı)	3.075.403	3.754.149	4.802.218
Özkaynaklar	11.365.547	15.205.868	19.016.922
Toplam kaynaklar	17.837.943	20.055.650	27.345.833

Kaynak: Bağımsız Denetçi Raporu

Tablo 5 Kafein Gelir Tablosu

Gelir tablosu (mn TL)	2015	2016	2017
Hasılat	32.154.404	36.918.822	47.202.321
Satışların maliyeti	(25.859.053)	(29.530.051)	(37.287.206)
Brüt kar / (zarar)	6.295.351	7.388.771	9.915.115
Genel yönetim giderleri	(3.419.099)	(4.427.576)	(5.649.311)
Pazarlama ve satış giderleri	-	(51.680)	-
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	260.575	318.521	564.447
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	(134.853)	(396.476)	(529.711)
Faaliyet karı / (zararı)	3.001.974	2.831.560	4.300.540
Yatırım faaliyetlerinden gelir, giderler (net)	243.576	576.321	549.743
Finansal gelir, giderler (net)	(55.252)	385.874	185.811
Vergi öncesi kar	3.190.298	3.793.755	5.036.094
Dönem vergi gideri	(145.522)	(154.767)	(382.114)
Ertelenmiş vergi gideri	30.627	115.161	148.238
Net dönem karı / (zararı)	3.075.403	3.754.149	4.802.218

Kaynak: Garanti Yatırım

4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Metro Yatırım tarafından değerlendirme çalışmasında Kafein paylarının birim fiyat tespiti için aşağıdaki değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır:

Tablo 6 Değerleme

Değerleme	Piyasa Değeri	Pay Değeri
Pazar Yaklaşımı Yöntemi	52.092.535	4,74
Gelir Yaklaşımı Yöntemi	70.300.108	6,39
Ortalama Şirket Değeri (%50 - %50 ağırlık)	61.196.321	5,56
İskonto: %20	12.239.264	1,11
İskontolu Şirket Değeri	48.957.057	4,45

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 7 Çarpanlar

Çarpanlar	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K	FD/Satışlar
BIST Ana Pazar Çarpanları ile	1,80x	12,07x	16,27x	1,74x
BIST Bilişim Sektörü Çarpanları ile	1,05x	7,73x	16,15x	0,51x
BIST Yazılım Sektörü Çarpanları ile	2,39x	12,28x	17,34x	4,27x
Ortalama	1,75x	10,69x	16,59x	2,17x

Tablo 7 Pazar Yaklaşımı Yöntemi

Piyasa Yaklaşımı	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K	FD/Satışlar
BIST Ana Pazar Çarpanları ile	34.250.477	56.989.121	67.885.701	84.423.501
BIST Bilişim Sektörü Çarpanları ile	19.940.601	37.284.266	67.400.439	25.987.795
BIST Yazılım Sektörü Çarpanları ile	45.450.444	57.955.462	72.336.961	203.421.320
Ortalama şirket değeri	33.213.840	50.742.949	69.207.700	55.205.648
Nihai Şirket değeri	52.092.534			

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Halka arz talep toplama fiyatı toplam %20 iskonto ile **4,45 TL** olarak belirlenmiştir.

5 Görüş

İş Yatırım tarafından Metro Yatırım'ın hazırladığı değerleme çalışması incelenmiştir. Bu kapsamda:

1. Fiyat Tespit Raporu'nda sunulan Şirket bilançosu, bağımsız denetim raporunda sunulan finansallar ile matematiksel hata, eksik satır ve yazım hataları dolayısıyla uyumsuzluk göstermektedir.
2. Yapılan değerleme çalışmasında:
 - a. Piyasa yaklaşımı ile değerlemede BIST Ana Pazar çarpanlarının sektörel çarpanlar ile eşit ağırlıkta kullanılması benzer şirket tanımı ile uyumlu olmadığından, bu çarpanların hesaplamalara dahil edilmemesi gerektiği düşünülmektedir.
 - b. Benzer şirket seçiminde BIST bilişim sektörü ve BIST Yazılım sektörü içerisinde uçdeğer gösteren şirketlerin çarpanlarının elenmesi doğru uygulama olmakla birlikte faaliyet konusu Kafein Yazılım ile farklılık gösteren şirketlerin hesaplamaya dahil edildiği görülmüştür.
 - c. İNA yönteminde kullanılan projeksiyon döneminde yıllara sair satış büyüme varsayımları ve işletme sermayesi değişimlerinin Şirket'in geçmiş yıl performansları ile uyumluluğun tartışmaya açık olduğu düşünülmektedir.

SONUÇ OLARAK;

Söz konusu arz için, benzer yazılım şirketlerinin çarpanları dikkate alındığında (İNA yönteminde kullanılan varsayımlara ilişkin çekincelerimiz haricinde) dikkate alındığında, uygulanan iskonto ile ortaya çıkan arz fiyatının makul olduğu görüşündeyiz. Ayrıca, yatırımcıların halka arz boyutunu dikkate alarak halka arz sonrası likiditenin düşük olabileceğini göz önünde bulundurmalarında fayda bulunmaktadır.