

KAFEİN YAZILIM HİZMETLERİ
TİCARET ANONİM ŞİRKETİ



FİYAT TESPİT RAPORU

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

26.04.2018

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Merkez Büyükdere Cad. Metro City A Blok
No:121 K:7 34330 Levent - İSTANBUL
Boğaziçi Kurumlar V.D.854.997/7
Tic. Sic. No 358936 www.metroyatirim.com.tr
info@metroyatirim.com.tr

1. YÖNETİCİ ÖZETİ

Bu raporun amacı, Kafein Yazılım Hizmetleri Ticaret A.Ş. ("Kafein", "Şirket", "İhraççı") ile Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Metro Yatırım") arasında imzalanmış olan halka arza aracılık ve yüklenim sözleşmesi kapsamında, Şirket değerini, rapor tarihi itibarıyla sağlanan bilgi, veri ve projeksiyonlar çerçevesinde, bilinen ve genel kabul görmüş değerlendirme yöntemlerini kullanarak belirlemektir. Değerleme çalışması; SPK' nun III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ' i dikkate alınarak hazırlanmıştır.

SPK' nun Seri: VIII No: 35 Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Değerleme Hizmeti Verecek Şirketlere ve Bu Şirketlerin Kurulca Listeye Alınmalarına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ hükümleri saklı kalmak üzere, Kurulun SPK' nun 17.07.2003 tarih ve 37/875 sayılı kararı çerçevesinde değerlendirme hizmeti verilmesi için gereken şartlar yerine getirilmiştir.

Kafein Yazılım Hizmetleri Ticaret A.Ş., 2005 yılında kurulmuş olup yazılım sektöründe faaliyet göstermektedir. Bugün için Türkiye sınırları içinde önde gelen yazılım ve yazılım destek hizmetleri şirketleri içinde olan Kafein Yazılım, bilgi düzeyi ve iş yapış prensipleri ile Telekomünikasyon (Vodafone, Türk Telekom, Turkcell) şirketlerine, Sigorta (ERGO, Allianz, BNP) şirketlerine ve THY, Migros gibi Türkiye de ilk 500 e giren firmalara hizmet sunmaktadır. Kafein 2016'da Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB) yapılan değerlendirmelerde en hızlı büyüyen 100 şirket arasında 50. sırada kendine yer bulmuştur

Şirketin faaliyet gösterdiği alanlar beş ana başlıkta toplanabilir:

1. Yönetilen Hizmetler
2. Anahtar Teslim Çözümler
3. Dış Kaynak Hizmeti
4. Teknoloji & Yazılım Geliştirme
5. Yazılım Ürün (Lisans) Satışı

1. Yönetilen Hizmetler

Bir firmanın IT bölümünün bir parçasının, müşteri adına yönetiminin üstlenilip, hizmet olarak sunumu anlamını taşır. Yazılım geliştirme (Development), analiz, test ve operasyon hizmetlerinin tamamı veya bir kısmı yönetilen hizmetler kapsamına girer. Yönetilen hizmet kavramı içinde eleman tedariki, istihdamı ve elemanların yönetimi gerçekleştirilir. Yönetilen hizmetler, sözleşme süresi boyunca müşterinin talep ettiği Yazılım geliştirme (Development), Analiz, Test ve operasyon hizmetlerinin; belirlenen Servis Seviyesi Anlaşması (SLA) çerçevesinde İhraççı tarafından oluşturulan ekip aracılığıyla sağlanmasıdır. Bu hizmetin kalitesi taraflar arasında belirlenen temel performans göstergelerinin (KPI) karşılanması ile ölçülür.

2. Anahtar Teslim Çözümler

İhraççı müşterilerinin ihtiyaçlarına uygun anahtar teslimi çözümler sunmaktadır. Bu çözümler özel olarak kurulan proje ekibi aracılığıyla yerine getirilmektedir. Anahtar teslimi çözümlerle; müşteri tarafından kapsamı netleşmiş uygulama yazılımı geliştirme ve entegrasyon talepleri, belirli bir süre içinde başlayıp bitirilerek kullanıma sunulur. Bu aktiviteler bu iş için kurulmuş bir ekiple belirli bir disiplin ve yöntemler dahilinde geliştirilmektedir. İhraççı bu projeler yoluyla kendisinin veya iş ortaklarının geliştirdiği yazılımları öncelikli olarak telekomünikasyon, hizmet, sigorta, ulaştırma sektörlerindeki müşterilere sunmaktadır.

3. Dış Kaynak Hizmeti

İhraççı müşterilerinin ihtiyaçları doğrultusunda talep edilen bilgi ve deneyime uygun adayları kadrosuna alarak müşterilerine sunmaktadır. Hizmetin sunulması sırasındaki personel önerilen adaylar arasından müşteri tarafından seçilmektedir. Bu hizmette İhraççı ekibinin yönetim sorumluluğu müşterisine ait olup, işlerin tamamlanması ve kalitesi ile ilgili riski de müşteri almaktadır.

4. Teknoloji & Yazılım Geliştirme

İhraççı müşteri ihtiyaçlarını ve teknolojik gelişimleri 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

İhraççı bir süredir 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 satışlarına da yönelmiştir. Her birisi alanında önde gelen firmalarla iş birliği kurarak Türkiye’de lisans satışlarına başlayan şirketimiz zaman içerisinde bu çalışmalarını Orta Asya, Orta Doğu ve Afrika coğrafyalarında sürdürmek istemektedir.

SPK’ nun III-62.1 Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği’i ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarına uygun şekilde hazırlanmıştır. Buna göre; Şirket değerlemelerinde üç temel yaklaşım uygulanır. Bu temel değerlendirme yaklaşımlarının her biri farklı, ayrıntılı uygulama yöntemlerini içerir. Değerleme yaklaşımlarının uygun ve değerlendirilen varlıklarının içeriği ile ilişkili olmasına dikkat edilmesi gerekir. Bu yöntemler;

- a) Pazar Yaklaşımı, (Piyasa Çarpanları)
- b) Gelir Yaklaşımı, (İndirgenmiş Nakit Akımları – İNA)
- c) Maliyet Yaklaşımı

olarak sıralanabilir.

Kafein’ in faaliyet gösterdiği sektör göz önüne alınarak yapılan değerlendirme çalışmasında “Pazar Yaklaşımı” ile “Gelir Yaklaşımı” yöntemleri kullanılmış olup Şirket için hesaplanan nihai sonuçta her iki yöntem neticesinde elde edilen değerler eşit olarak ağırlıklandırılmıştır.

Yöntemlerin verdiği sonuçlar aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri (TL)	Hisse Başına Değerler (TL)
1) Pazar Yaklaşımı Yöntemi	52.092.535	4,74
2) Gelir Yaklaşımı Yöntemi	70.300.108	6,39
Ortalama Şirket değeri (% 50 - % 50 ağırlık) =	61.196.321	5,56
İskonto % 20 =	12.239.264	
İskontolu Şirket Değeri =	48.957.057	

Sonuç olarak Kafein için yapılan değerleme 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 karşılık gelmektedir.

Şirket'in birim halka arz fiyatı, bulunan birim pay değerine **% 20** oranında **halka arz iskontosu** uygulanarak, **4,45 TL** olarak belirlenmiştir. Tespit edilen değer makul ve adil olduğu görüşündeyiz.

2. DEĞERLEME ÇALIŞMASI

a) Değerlemeye İlişkin Varsayım, Sınırlayıcı Şart, Özel ve Olağandışı Varsayımlar

Değerleme çalışması; SPK' nun Seri: VIII. No:45 Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ' i dikkate alınarak hazırlanmıştır.

Bu çalışma, Şirket tarafından sağlanan bilgiler kullanılarak hazırlanmış, Şirket'in mevcut yapısı ile geleceğe ilişkin kurumsal ve sektörel beklentiler değerlendirilmiş ve bu süreçte Türkiye ekonomisinin gösterdiği ve ileride göstereceği tahmin edilen performans da dikkate alınmıştır.

Kafein için değerleme ve fiyat tespit çalışması 2015, 2016 ve 2017 yılsonu dönemlere ait Özel Bağımsız Denetimden geçmiş olan finansal tablolara dayanılarak hazırlanmıştır. Ayrıca Şirket yönetimi tarafından sağlanan satış yöntemi, ihale süreçleri, tahsilat ve ödeme koşulları gibi bazı bilgiler veri alınmış ve bu verilerin Şirket faaliyetlerini doğru olarak yansıttığı kabul edilmiştir.

Değerleme raporunun oluşturulmasında aşağıda sayılan varsayımlar kullanılmıştır.

- i. Şirket'in, faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyen (olağandışı mali kriz, doğal afetler, olağandışı siyasi ve yasal değişiklikler, öngörülemez hukuki gelişmeler vs gibi) alışlagelen dışında bir engel olmadan işletmenin sürdürülebilirliği esasına göre öngörülebilir gelecekte faaliyet göstermeye devam edeceği,
- ii. Şirket'in yönetim ve personel kadrosunda işletmenin sürekliliğini, bilgi ve tecrübe birikimini etkileyecek, alışlagelen personel dönüşümü dışında olumsuz önemli bir değişimin olmayacağı,
- iii. Türk ve dünya ekonomisinde yakın gelecekteki gerçekleştirmelerin bu rapordaki varsayımlar bölümündeki ekonomik verilerden ciddi sapma göstermeyeceği,

Bu varsayımların Şirket değerlemesini doğrudan etkileyen sonuçları vardır. Değerlemede ayrıca olağanüstü herhangi özel bir varsayımda bulunulmamıştır.

Şirket değerlemesi, değeri etkileyebilecek ilgili tüm faktörlerin dikkate alınması ile hesaplanır. Bu faktörler genellikle şunları içerir:

- İşletmenin geçmişi
- Ekonomik yapı ve işletmenin içinde bulunduğu sektörün genel görüntüsü
- İşletmenin mali yapısı ve defter değeri
- İşletmenin kar yaratma kapasitesi

- İşletmenin, sabit ve dönen varlıklarının yapısı ve değerleri
- Aynı ya da benzer sektörlerdeki halka açık şirketlerin piyasa değerleri

Bu rapor, Şirket değerini belirlemede etkisi olan bu faktörlerin hepsini dikkate alarak hazırlanmıştır. Ancak, değerlendirme ile ilgili olarak aşağıda belirtilen sınırlayıcı koşulları da bünyesinde taşımaktadır:

- ✓ Değerlemesi yapılan aktifler için bir hukuki çalışma yürütülmemiştir. Değerleme çalışmasında, değerlemeye konu aktiflerin değer düşüklüğüne uğramamış veya değer kaybı olmaksızın satılabilir durumda olduğu ve aktifler üzerinde herhangi bir kısıtlayıcı hak olmadığı kabul edilmiştir.
- ✓ Bu raporda kullanılan tüm bilgiler Şirket yönetimi tarafından sağlanmış doğru olduğu kabul edilen bilgilerdir.
- ✓ Rapora konu olan değerlendirme çalışması bilinen değerlendirme yöntemleri kullanılarak uzmanlık bilgisi ile hazırlanmıştır. Ancak, piyasa koşullarında meydana gelebilecek önemli değişimlerin Şirket değerini etkileyerek, yukarı veya aşağı yönde değiştirebileceği bilinmelidir.
- ✓ Değerleme çalışması sırasında, Şirket'in faaliyetini yürütmesinde belirleyici olan tüm yasal koşullara uygun olduğu kabul edilmiş ve bu husus ayrıca incelenmemiştir.

b) Sınırlayıcı koşullar

Hazırlanan bu rapor, Kafein tarafından, Metro Yatırım' a verilen ve kamuya açık bilgiler kullanılarak hazırlanmıştır. Bu bilgilerin güvenilir olup olmadığı veya değerlendirme görüşünün güvenilirliğini olumsuz yönde etkileyip etkileyemeyeceği hususu dikkate alınarak, sunulan bilgilerin inandırıcılığı veya güvenilirliği teyit edilmiştir. Yapılan analizler ve bulunan sonuçlar değerlendirme raporunda belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olmak üzere doğrudur.

Metro Yatırım, Şirket tarafından sağlanan projeksiyonları temel almış olup, Şirket ve ilgili personelden elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını varsaymaktadır.

Bu rapor'da varılmış olan sonuçlar, ekonomik koşullar, piyasa koşulları ve hazırlanmış olduğu tarih itibari ile geçerli olan fiyat ve bilanço dönemi gibi koşullar esas alınarak belirlenmiştir. Şirket tarafından Metro Yatırım'a sunulan herhangi bir bilginin eksik veya yanlış olması halinde bu durum rapordaki değerlemeleri ve tavsiyeleri maddi olarak etkileyebilecek nitelikte olabilir. Rapor, mevcut uygulama, ekonomik, piyasa ve diğer koşullar esas alınarak ve işbu tarih itibarı ile bize verilen bilgiler ışığında hazırlanmış olsa dahi, sonra meydana gelebilecek olan gelişmelerin bu rapor üzerinde maddi etkileri olabilecektir.

3. ŞİRKET PROFİL ÖZETİ:

Faaliyet Konusu:

Kafein Yazılım Hizmetleri Ticaret A.Ş., 2005 yılında kurulmuş olup yazılım sektöründe faaliyet göstermektedir. Bugün için Türkiye sınırları içinde önde gelen yazılım ve yazılım destek hizmetleri şirketleri içinde olan Kafein Yazılım, bilgi düzeyi ve iş yapış prensipleri ile

Telekomünikasyon (Vodafone, Türk Telekom, Turkcell) şirketlerine, Sigorta (ERGO, Allianz, BNP) şirketlerine ve THY, Migros gibi Türkiye de ilk 500 e giren firmalara hizmet sunmaktadır. Kafein 2016'da Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB) yapılan değerlendirmelerde en hızlı büyüyen 100 şirket arasında 50. sırada kendine yer bulmuştur.

Faaliyet gösterdiği alanlar beş ana başlıkta toplanabilir:

- 1. Yönetilen Hizmetler**
- 2. Anahtar Teslim Çözümler**
- 3. Dış Kaynak Hizmeti**
- 4. Teknoloji & Yazılım Geliştirme**
- 5. Yazılım Ürün (Lisans) Satışı**

İhraççı tüm faaliyet süreçlerini ISO 9001 kalite yönetim sistemi çerçevesinde gerçekleştirmekte olup; sunulan hizmetler bu süreçlere uygun olarak sağlanmaktadır. Ağırlıklı olarak telekomünikasyon sektöründe olmak üzere sigorta, ulaştırma ve hizmetler sektörüne anahtar teslim çözümler sunulmaktadır.

1. Yönetilen Hizmetler

Bir firmanın IT bölümünün bir parçasının, müşteri adına yönetiminin üstlenilip, hizmet olarak sunumu anlamını taşır. Yazılım geliştirme (Development), analiz, test ve operasyon hizmetlerinin tamamı veya bir kısmı yönetilen hizmetler kapsamına girer. Yönetilen hizmet kavramı içinde eleman tedariki, istihdamı ve elemanların yönetimi gerçekleştirilir.

Yönetilen hizmetler sözleşme süresi boyunca müşterinin talep ettiği Yazılım geliştirme (Development), Analiz, Test ve operasyon hizmetlerinin belirlenen Servis Seviyesi Anlaşması (SLA) çerçevesinde İhraççı tarafından oluşturulan ekip aracılığıyla sağlanmasıdır. Bu hizmetin kalitesi taraflar arasında belirlenen temel performans göstergelerinin (KPI) karşılanması ile ölçülür.

Bu çalışma modeli işlerin ve personelin yönetim maliyetini İhraççı'ya bırakmaktadır. Bu nedenle yalnızca yönetim maliyetini düşüren bir çözüm olarak değil, aynı zamanda performansı ve verimliliği de artıran bir rekabet unsuru olarak da görülmektedir.

İhraççı yönetilen hizmetler modeliyle edindiği bilgi ve yetkinlikler nedeniyle müşterilerinin anahtar tedarikçilerinden birisi konumundadır. Bu sebeple çalışmaları ve kontratları uzun süreli olmaktadır.

2. Anahtar Teslim Çözümler

İhraççı müşterilerinin ihtiyaçlarına uygun anahtar teslimi çözümler sunmaktadır. Bu çözümler özel olarak kurulan proje ekibi aracılığı yerine getirilmektedir. Anahtar teslimi çözümlerle; müşteri tarafından kapsamı netleşmiş uygulama yazılımı geliştirme ve entegrasyon talepleri, belirli bir süre içinde başlayıp bitirilerek kullanıma sunulur. Bu aktiviteler bu iş için kurulmuş bir ekiple belirli bir disiplin ve yöntemler dahilinde geliştirilmektedir. İhraççı bu projeler yoluyla kendisinin veya iş ortaklarının geliştirdiği yazılımları öncelikli olarak telekomünikasyon, hizmet, sigorta, ulaştırma sektörlerindeki müşterilere sunmaktadır.

İhraççı bu süreç içinde endüstri standartları olarak kabul edilmiş proje yönetimi metodolojilerini uygulamaktadır. Bu metodolojiler projenin karmaşıklığı ve büyüklüğü, müşteri profili ve yapısı, proje ekibi gibi parametreler göz önüne alınarak belirlenmektedir. Yine proje yöneticileri proje boyunca değişik proje yönetim araçlarını kullanmaktadırlar.

Proje yönetim süreci genel hatlarıyla aşağıdaki aşamalardan oluşmaktadır:

- Müşteri ihtiyaçlarının belirlenmesi ve analizi – Kapsam Çalışması
- Sistem analizi ve tasarım
- Çözümün geliştirilmesi veya uyarlanması, entegrasyonu
- Testler
- Devreye alım
- İşletme ve bakım süreçlerinin oluşturulması ve yürütülmesi
- Proje kapanışı, öğrenilen dersler ve sürecin değerlendirilmesi
- Gözetim süreci

3. Dış Kaynak Hizmeti

İhraççı müşterilerinin ihtiyaçları doğrultusunda talep edilen bilgi ve deneyime uygun adayları kadrosuna alarak müşterilerine sunmaktadır. Hizmetin sunulması sırasındaki personel önerilen adaylar arasından müşteri tarafından seçilmektedir. Bu hizmette İhraççı ekibinin yönetim sorumluluğu müşterisine ait olup, işlerin tamamlanması ve kalitesi ile ilgili riski de müşteri almaktadır.

4. Teknoloji & Yazılım Geliştirme

İhraççı müşteri ihtiyaçlarını ve teknolojik gelişimleri 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.

Geliştirilen ürün ve teknolojiler sadece iç pazarın ihtiyaçlarını karşılamakla kalmayıp ihraç edilme amacını da taşımaktadır. Aşağıdaki 4 alan İhraççı için önem arz etmektedir.

- Nesnelerin interneti
- Büyük veri analizi
- Mobil Uygulamalar
- Güvenlik

5. Yazılım Ürün (Lisans) Satışı

Kafein İhraççı bir süredir 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 satışlarına da yönelmiştir. Her birisi alanında önde gelen firmalarla iş birliği kurarak Türkiye’de lisans satışlarına başlayan şirketimiz zaman içerisinde bu çalışmalarını Orta Asya, Orta Doğu ve Afrika coğrafyalarında sürdürmek istemektedir

Şirketin Ortaklık Yapısı

Şirketin paylarından %5 ve fazlasına sahip olan gerçek ve tüzel kişiler aşağıda belirtilmiştir. Şirkette dolaylı pay sahipliği bulunmamaktadır.

Doğrudan Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi				
Ortağın; Ticaret Unvanı/ Adı Soyadı	Sermaye Payı			
	19/04/2018 Tarihli Olağanüstü Genel Kurul İtibarıyla		Son Durum İtibarıyla (25.04.2018)	
	(TL)	(%)	(TL)	(%)
Ali Cem KALYONCU	4.482.466	40,75	4.482.466	40,75
Verusaturk GSYO A.Ş.	4.290.000	39,00	4.290.000	39,00
Mehmet Tevfik BAŞKAYA	2.227.534	20,25	2.227.534	20,25
TOPLAM	11.000.000	100,00	11.000.000	100,00

Dolaylı Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi				
Ortağın; Ticaret Unvanı/ Adı Soyadı	Sermaye Payı			
	19/04/2018 Tarihli Olağanüstü Genel Kurul İtibarıyla		Son Durum İtibarıyla (25.04.2018)	
	(TL)	(%)	(TL)	(%)
Ali Cem KALYONCU	4.482.466	40,75	4.482.466	40,75
Mehmet Tevfik BAŞKAYA	2.227.534	20,25	2.227.534	20,25
Mustafa ÜNAL	1.377.385	12,52	1.377.385	12,52
Reha ÇIRAK	599.061	5,45	599.061	5,45
Diğer	2.313.554	21,03	2.313.554	21,03
TOPLAM	11.000.000	100,00	11.000.000	100,00

Halka Açılma İhtiyacını Doğuran Nedenler

Yazılım sektörü son yıllarda dünyada ve ülkemizde potansiyelini hızla artıran sektörlerin başında gelmektedir. Telekomünikasyondan sağlığa, tarımdan savunma sanayine, otomotivden tekstile, makine sektöründen elektrik-elektronik sektörüne birçok alanda sosyal ve ekonomik hayatı doğrudan veya dolaylı etkileyen yazılım ürün ve hizmetleri sektörünün önemi her geçen gün artmaktadır.

IT ve yazılım sektörü 2016 yılında dünyada %7 büyürken 2017 yılında büyüme beklentisi %9 olmuştur. ¹¹ Öte yandan Türkiye’de IT sektörü TL bazında bir önceki yıla oranla yüzde 14,4 büyümeyle 94,3 milyar TL büyüklüğe ulaşmıştır. Türkiye Bilim Sanayicileri Derneği (TÜBİSAD)’ın “Bilgi ve İletişim Teknoloji Sektörü 2016 Yılı Pazar Verileri Araştırma sonuçları” na göre 2017 yılında da sektörde Türk Lirası bazında çift haneli büyüme beklenmektedir.

¹¹ *(Dünya Gazetesi 27 Kasım 2016, https://www.dunya.com/sektorler/ikmib-14-proje-yodallendirdi-haberi-339564?ref=page_infinite)

Hızlı bir Gelişme potansiyeli içinde bulunan sektörde bu potansiyele ulaşmak için güçlü bir sermaye ve sürdürülebilir bir Ar - Ge ve yeni ürün ihtiyacı söz konusu olmaktadır. Bu durum temelde sektörün önündeki iki önemli sorundan kaynaklanmaktadır.

Bunlardan ilki yazılım sektöründe yoğun rekabetin olmasıdır. Sektöre giriş entelektüel sermaye dışında başlıca önemli bir kaynak gerektirmemekte, başlangıç aşamasında az miktarda işletme sermayesine ihtiyaç duyulmaktadır. Bu nedenlerden dolayı sektör çok fazla yeni işletmeye; sektör oyuncularını da yoğun rekabete maruz kalmaktadır. Bu rekabet ortamında faaliyetleri sürdürmek de devamlı yatırım ile mümkün olabilmektedir.

İkinci husus ise yazılım sektörünün küresel rekabete açık bir sektör durumunda olmasıdır. Sektörün özelliğinden dolayı dünya üzerindeki bütün sektör oyuncularını farklı ülkelere sadece kullanılan dili değiştirerek satış yapabilmektedir. Bu nedenle de Küresel piyasalarla rekabet edecek belli ölçüde ihracat gerçekleştirecek (ürünleşme) bir yapının kurulması da yeni fon ihtiyacını gerekli kılmaktadır.

Yazılım sektöründe kalıcı olmak ve sürekli büyüme sağlamakta aşağıdaki faktörlere yatırım yapmak önemli rol oynamaktadır.

- Ar-Ge Yatırımı ve İnovasyon
- Daha yüksek kurumsal yönetim standartları
- Artırılmış teşvikler
- İhracat
- Satın alma, birleşme ve ortaklıklar
- Düşürülmüş vergiler, görülmektedir.

Bu faktörlerin her birini gerçekleştirmek önemli bir mali kaynağa sahip olmayı da beraberinde getirmektedir. Şirketimizde hızla büyüyen bu küresel yapıdaki sektörde kalıcı olmak, sektördeki payını arttırmak amacıyla da bahsi geçen faktörlere yatırım yapma arzusunda. Bu nedenle ilk olarak bir girişim sermayesi desteği alınmış bundan sağlanan katkı ve desteği takiben de halka açılma Şirket gündemine alınmıştır.

Halka Açılma Sonucunda Elde Edilecek Fonların, Planlanan Kullanım Alanları:

- 1. Şirket satın alınması:** Halka arzdan elde edilecek net gelirin yaklaşık %60'ı sektörde faaliyet gösteren gelişme potansiyeli yüksek bir veya birden fazla firmanın satın alınmasında kullanılacak olup bu satın almada dikkat edilecek kriterler olarak; firmanın yazılım ya da hizmet ihracatı yapabilme kapasitesine sahip olması, yeni teknolojilere ve metodolojilere hâkim olması, farklı müşteri potansiyeline sahip olması, aranmaktadır. Halka arz sonrası dönemde değişen genel şartlara ve istenilen özelliklere sahip firma veya firmaların satın alma koşullarına bağlı olarak, şirket satın alınması için ayrılan kaynağın artırılarak halka arz gelirinin yaklaşık %70'ine kadar yükseltilmesi (diğer kullanım alanları için ayrılan kaynağın bir bölümünün aktarılması suretiyle) mümkündür. Bu çerçevede halka arz gelirinin önemli bölümü şirketin inorganik büyümesinde kullanılması planlanmaktadır.
- 2. Ürünleşme:** Şirket'in içinde bulunduğu sektörün hem yurt içi hem de yurt dışında rekabete açık olması sebebiyle başarılı bir sürdürülebilir büyümenin sağlanması ve sektör payının artırılması için devamlı olarak yeni ürünlerin piyasaya sunulması, geliştirilmesi, ilgili Ar-Ge çalışmalarının yapılması gerekmektedir. Bu çalışmalar nitelikli işgücü ihtiyacı ve maliyetli uzun bir süreci içerir. Bu nedenle halka arzdan elde

edilecek net gelirin yaklaşık %15' inin ürünleşme çalışmaları için kullanılması planlanmaktadır.

- 3. İşletme Sermayesi İhtiyacı:** Şirketin sürekli genişlemekte olan kadrosu, sektör içindeki pazar payını artırma planları ve sürekli değişim/gelişim içindeki teknolojiler; pazara uyumluluk için organizasyonel değişim, eğitim ve sertifikasyon ihtiyaçlarını yaratmaktadır. Kafein Yazılım açısından diğer önemli bir faktör, daha uzun soluklu ve maliyetli projelere girebilme imkânıdır. Bu ise yatırım döngülerinin daha uzun döneme yayılmasına ve karşılığında projelerinin daha uzun süreli ve karlı olmalarına olanak sağlamaktadır. Hedef aynı zamanda Telekomünikasyon sektörüne eğitim ve insan yatırımı ile sunulan hizmet kapsamını uluslararası platforma taşıyabilmektir. Bütün bu faaliyetler özellikle nitelikli iş gücü gereksinimi ve bundan dolayı da yeni bir işletme sermaye ihtiyacının doğmasına neden olacaktır. Bu kapsamda halka arzdan elde edilecek net gelirin yaklaşık %25'i işletme sermayesinde kullanılacaktır.

FİNANSAL TABLOLAR

KAFEİN YAZILIM HİZMETLERİ TİCARET A.Ş. ÖZEL BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ 31 ARALIK 2017, 31 ARALIK 2016 VE 31 ARALIK 2015 TARİHLİ FİNANSAL DURUM TABLOLARI (BİLANÇO)

(Tüm tutarlar TL olarak gösterilmiştir.)

FİNANSAL DURUM TABLOSU (TL)	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş		
	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
DÖNEN VARLIKLAR	15.359.269	16.968.869	24.998.202
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	372.970	-	-
Peşin Ödenmiş Giderler	589.757	266.575	311.171
DURAN VARLIKLAR	2.478.674	3.086.781	2.347.631
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 Varlıkları	99.057	192.675	338.420
Peşin Ödenmiş Giderler	181.849	84.900	81.309
Diğer Duran Varlıklar	-	217.821	1.460
TOPLAM VARLIKLAR	17.837.943	20.055.650	27.345.833
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	5.612.327	4.357.438	7.454.327
Kısa Vadeli Borçlanmalar	1.319.733	73.921	7.506
Ticari Borçlar	2.635.369	1.338.794	2.127.816
- İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	-	3.020	-
- İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	2.635.369	1.335.774	2.127.816
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	533.731	1.175.159	886.581

Diğer Borçlar	386.148	898.024	1.294.655
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	-	-	-
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	386.148	898.024	1.294.655
Ertelenmiş Gelirler	449.015	323.024	2.359.152
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 Vadeli Yükümlülükler	39.074	20.735	158.413
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	860.069	492.344	874.584
Uzun Vadeli Borçlanmalar	73.544	-	50.000
Diğer Borçlar	15.000	15.000	-
Ertelenmiş Gelirler	327.505	-	19.168
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	444.120	477.344	805.416
ÖZKAYNAKLAR	11.365.547	15.205.868	19.016.922
Ödenmiş Sermaye	8.100.000	8.100.000	11.000.000
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	218.837	369.375	613.882
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	149.183	3.074.048	2.683.689
Dönem Net Karı/Zararı	3.075.403	3.754.149	4.802.218
TOPLAM KAYNAKLAR	17.837.943	20.055.650	27.345.833

KAFEİN YAZILIM HİZMETLERİ TİCARET A.Ş. ÖZEL BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ 1 OCAK 2017-31 ARALIK 2017, 1 OCAK 2016-31 ARALIK 2016 VE 1 OCAK 2015-31 ARALIK 2015 DÖNEMLERİNE AİT KAR VEYA ZARAR VE DİĞER KAPSAMLI GELİR TABLOSU

(Tüm tutarlar TL olarak gösterilmiştir)

GELİR TABLOSU (TL)	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş		
	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
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 Giderleri (-)	-	-51.680	-
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	260.575	318.521	564.447
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-134.853	-396.476	-529.711
Esas Faaliyet Karı/Zararı	3.001.974	2.831.560	4.300.540
Yatırım Faaliyetlerinden Diğer Gelirler	243.576	576.321	549.743
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	3.245.550	3.407.881	4.850.283
Finansman Gelirleri	340.703	588.437	370.484
Finansman Giderleri (-)	-395.955	-202.593	-184.673
Vergi Öncesi Kar	3.190.298	3.793.755	5.036.094
Vergi Geliri/ Gideri (-)	-114.895	-39.606	-233.876
Dönem Vergi Gideri	-145.522	-154.767	-382.114
Ertelenmiş Vergi Gideri	30.627	115.161	148.238
Dönem Karı / Zararı	3.075.403	3.754.149	4.802.218

Diğer Kapsamlı Gelir	-	-	
TOPLAM KAPSAMLI GELİR	3.075.403	3.754.149	4.802.218
Pay Başına Kazanç	0,38	0,46	0,44

3.KULLANILAN DEĞERLEME YÖNTEMLERİ:

SPK' nun III-62.1 Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği' ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarına uygun şekilde hazırlanmıştır. Buna göre; Şirket değerlemelerinde üç temel yaklaşım uygulanır. Bu temel değerlendirme yaklaşımlarının her biri farklı, ayrıntılı uygulama yöntemlerini içerir. Değerleme yaklaşımlarının uygun ve değerlendirilen varlıkların içeriği ile ilişkili olmasına dikkat edilmesi gerekir. Bu yöntemler;

- a) Pazar Yaklaşımı, (Piyasa Çarpanları)
- b) Gelir Yaklaşımı, (İndirgenmiş Nakit Akımları İNA)
- c) Maliyet Yaklaşımı

olarak sıralanır.

Pazar yaklaşımı varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımı ifade eder.

Gelir yaklaşımı, gösterge niteliğindeki değer, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlar. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir.

Maliyet yaklaşımı, bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir. Maliyet yaklaşımı Uluslararası Değerleme Standartları 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 70.2. veya 70.3. nolu maddelerinde yer verilen kriterleri nadiren sağlamaları nedeniyle normalde işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde, uygulanamamaktadır.

Buna göre Kafein' in faaliyet gösterdiği sektör göz önüne alındığında; Kafein için yapılan değerlendirme çalışmasında “**Pazar Yaklaşımı**” ile “**Gelir Yaklaşımı**” yöntemleri kullanılmış olup Şirket için hesaplanan nihai sonuçta her iki yöntem neticesinde elde edilen değerler eşit olarak ağırlıklandırılmıştır.

3.1.“PAZAR YAKLAŞIMI” YÖNTEMİ İLE PİYASA DEĞERİ TESPİTİ

“Pazar Yaklaşımı” yöntemi ile yapılan piyasa değeri hesaplanmasında

- 1) “Piyasa Değeri / Defter Değeri” (PD/DD)
- 2) “Firma Değeri / Satışlar” (FD/Satışlar)
- 3) “Fiyat / Kazanç” (F/K)
- 4) “Firma Değeri / FAVÖK” (FD/FAVÖK)

oranlarına yer verilmiştir.

Değerleme çalışmasında PD/DD ve FD/Satışlar için 10’ un, F/K ve FD/Favök için 40’ ın üzeri ve negatif sonuç veren rasyolar aşırı uç kabul edilmiş ve ortalamalara dahil edilmemiştir.

Şirket’in ana faaliyet konusu bilgisayar yazılımıdır. Şirket için piyasa çarpanları yöntemiyle yapılan değerlemede baz alınan rasyolarda;

- i. BİST-Ana Pazar,
- ii. BİST-Bilişim,
- iii. BİST-Yazılım,

sektörlerinde yer alan halka açık ortaklıkların 25.04.2018 tarihi itibarıyla hesaplanan oranları kullanılmıştır.

Pazar Yaklaşımı Yönteminde; BIST-Bilişim ve Yazılım Sektörleri, Şirketin faaliyet konusu ile doğrudan yakınlık gösterdiği için, BIST- Ana Pazar, Şirketin halka arz sonrasında işlem göreceği Pazar olması nedeniyle değerleme çalışmasına dahil edilmiştir. BİST 100 ve Yıldız Pazarda işlem gören Şirketler ise büyüklük olarak Kafein’ den çok farklı ölçeğe sahip oldukları için pazar yaklaşımına dahil edilmemişlerdir.

i) BİST-Ana Pazar

Değerlemede baz alınan BİST Ana Pazar şirketlerinin 25.04.2018 tarihi itibarıyla ortalama rasyoları aşağıdaki gibidir. Kafein’ in faaliyet alanı gereği, mali sektör şirketleri hariç tutulmuş ve 137 adet Ana Pazar şirketi baz alınarak hesaplanmıştır.

Şirketler*	Pd/Dd	Fd/Favök	Fiyat/Kazanç	Fd/Satışlar
Ortalama	1,80	12,07	16,27	1,74

Kaynak: Finnet

ii) BİST-Bilişim Sektörü

Değerlemede baz alınan BİST Bilişim Sektörü şirketlerinin 25.04.2018 tarihi itibarıyla rasyoları aşağıdaki gibidir.

Şirketler	Pd/Dd	Fd/Favök	Fiyat/Kazanç	Fd/Satışlar
ALCTE	1,31	3,68	10,81	0,38
ANELT	0,56	(41,18)		787,62
ARENA	0,58	6,70	76,10	0,12
ARMDA	0,94	7,81	12,13	0,19
DESPC	1,24	9,09	8,41	0,35

DGATE	2,92	7,55	8,97	0,18
ESCOM	0,51	(65,79)	30,88	28,48
İNDES	2,20	4,77	4,50	0,12
KAREL	2,05	6,62	13,56	1,39
KRONT	5,06	19,09	23,63	7,07
NETAS	4,20	6,96	11,12	0,81
PKART	1,46	8,43	15,78	0,48
ORTALAMA	1,05	7,73	16,15	0,51

Kaynak: Finnet

ii) BİST-Yazılım Sektörü

Değerlemede baz alınan BİST Yazılım Sektörü şirketlerinin 25.04.2018 tarihi itibariyle rasyoları aşağıdaki gibidir.

Şirketler	Pd/Dd	Fd/Favök	Fiyat/Kazanç	Fd/Satışlar
FONET	1,83	12,77	18,10	3,13
LINK	2,95	11,78	16,57	5,40
LOGO	5,70	13,22	23,38	4,69
ORTALAMA	2,39	12,28	17,34	4,27

Kaynak: Finnet

iv) Sonuç

Oran analizinde baz alınan rasyolar aşağıdaki tabloda toplu olarak gösterilmiştir.

25/04/2018 İtibariyle Değerleme Oranları				
Pazar ve Sektör Verileri	Pd/Dd	Fd/Favök	F/K	Fd/Satışlar
Bist Ana Pazar	1,80	12,07	16,27	1,74
Bist Bilişim Sektörü	1,05	7,73	16,15	0,51
Bist Yazılım Sektörü	2,39	12,28	17,34	4,27
Ortalama*	1,75	10,69	16,59	2,17

*Ortalama hesaplanırken, Sektör ve Pazarlar eşit ağırlıklandırılmıştır.

Piyasa Çarpanları için kullanılan Şirket verileri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Şirket Verileri (TL)	Net Kar	Özkaynaklar	Satışlar	FAVÖK	Net Nakit
31.12.2017	4.172.885*	19.016.922	47.202.321	4.548.624	2.103.421

*629.333 TL sabit kıymet satış geliri düşürülmüştür.

Kafein' in BİST Ana Pazar, BİST Bilişim Sektörü ve BİST Yazılım Sektörü' nün 25.04.2018 tarihli rasyoları ile hesaplanan piyasa değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Merkez Ofisi: Cad. Metro City A Blok Kat: 11 Kat: K.17 34330 Levent - Beşiktaş / İstanbul
Etiler Ofisi: Büyükdere Caddesi No: 854 Kat: 11 Kat: K.11 34398 Beşiktaş / İstanbul
Tic. Sic. No: 358936 www.metroyatirim.com.tr
info@metroyatirim.com.tr

Karşılaştırılan Pazar ve Sektörler	Piyasa Değerleri (TL)			
	Pd/Dd	Fd/Favök*	F/K	Fd/Satışlar*
Bist Ana Pazar	34.250.477	56.989.121	67.885.701	84.423.501
Bist Bilişim Sektörü	19.940.601	37.284.266	67.400.439	25.987.795
Bist Yazılım Sektörü	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 (%33-%33-%33 Ağırlık)	52.092.535			
Birim Pay Değeri	4,74			

*Piyasa değeri hesaplanırken Şirketin net borçluluk durumu hesaplamaaya dahil edilmiştir.

**Aşırı uç olarak değerlendirilmiş ve değerlemeye dahil edilmemiştir.

*** Ortalama hesaplanırken, Sektör ve Sektörler eşit ağırlıklandırılmıştır.

Oran Analizi yöntemiyle, Kafein için tüm rasyolarının verdiği değerlemelerin eşit ağırlıklı ortalamasına göre 52.092.535 TL' lik piyasa değerine ve 4.74 TL birim pay değerine ulaşılmıştır.

3.2. " GELİR YAKLAŞIMI" YÖNTEMİ İLE PİYASA DEĞERİ TESPİTİ

Gelir yaklaşımının çok sayıda uygulama yolunun bulunmasına karşın, gelir yaklaşımı kapsamındaki yöntemler fiilen gelecekteki nakit tutarların bugünkü değere indirgenmesine dayanmaktadır.

İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) Yöntemi;

Uluslararası alanda kabul görmüş ve şirketlerin orta-uzun vadeli değerlerini yansıtan İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi' ne göre firma değeri veya şirket paylarının değeri, Şirket'in faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratması muhtemel nakit akımlarının bugüne indirgenmiş değeri olarak kabul edilir.

Nakit akımları projeksiyonları, genellikle 5 ila 10 yıllık zaman dilimi için yapılmakta ve projeksiyon döneminin son senesindeki nakit akımı baz alınarak nihai değer (uç değer) hesaplanmaktadır. Kafein faaliyetlerini Arge Merkezi olarak kullandığı Yıldız Teknik Üniversitesi Davutpaşa Kampüsü Teknoparkı üzerinden gerçekleştirmektedir. Teknoloji Geliştirme Bölgeleri Kanunu uyarınca, Bölgede faaliyet gösteren gelir ve kurumlar vergisi mükelleflerinin, münhasıran bu Bölgedeki yazılım, tasarım ve Ar-Ge faaliyetlerinden elde ettikleri kazançları 31/12/2023 tarihine kadar gelir ve kurumlar vergisinden müstesnadır. Ayrıca, Bölgede çalışan; Ar-Ge, tasarım ve destek personelinin bu görevleri ile ilgili ücretleri 31/12/2023 tarihine kadar her türlü vergiden müstesnadır. Bu vergi teşvikinin süresi daha önce uzatılmıştır ve 31/12/2023 tarihinin de uzatılma beklentisi vardır. Ancak değerlemede muhafazakar davranmak adına bu teşvikin 31/12/2023 tarihinde sona ereceği varsayımıyla, teşvik sonrasındaki dönemi de değerlemeye dahil etmek adına çalışmada 7 yıllık projeksiyon kullanılması uygun bulunmuştur. Öte yandan 6. ve 7. yıllarda (2023 ve 2024) Şirket için ekstra bir büyüme beklentisi öngörülmemiş ve terminal değer olan % 3' lük büyüme oranı kullanılmıştır.

Bu yöntemle göre; şirketin gelecekte elde edeceği tahmin edilen nakit akımlarının, bugünkü değerine indirgenmesi sonucunda şirketin gerçek değerine ulaşılmaktadır. Esas faaliyet karından, vergi, işletme sermayesi değişimi ve nakit akım tablosunda yer verilen yatırım

faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akışları da düşürölüp, amortisman eklenmek suretiyle ilgili yıla ait serbest nakit akımı hesaplanmaktadır. İlgili projeksiyon döneminde gerçekleşeceği varsayılan serbest nakit akımları da ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti (AOSM) ile bugüne indirgenip nihai olarak da net finansal borç düşölerek Şirket değeri tespit edilir.

Şirket'in "**İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi**"ne göre yapılan değeriemesinde kullanılan temel varsayımlar aşağıda sıralanmıştır:

- 1) Projeksiyonlar Türk Lirası üzerinden yapılmıştır. Aksi belirtilmedikçe tüm parasal büyüklükler TL cinsindendir.
- 2) İndirgenmiş Nakit Akımı analizi gelecek beş yıllık dönem esas alınarak hesaplanmıştır.
- 3) 2018-2024 yıllarını kapsayan analize konu olan dönemde Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesaplamasında kullanılan terimler ve hesaplanmaları aşağıda gösterilmiştir.

Risksiz Faiz Oranı (R_F): Risksiz faiz oranı olarak gerek vade ve işlem hacmi açısından değeriendirilebilecek çeşitli alternatifler bulunmaktadır. Piyasada şu an aktif tahvil olarak kabul edilen TRT131119T19 kodlu 13.11.2019 itfa tarihli hazine kağıdının son 1 yıllık ortalaması % 12,57 seviyesindedir. Risksiz faiz oranı olarak hesaplamalarda bu oranın kullanılması uygun görölmüştür.

Piyasa Ortalama Getiri Beklentisi (R_M) : Piyasanın Getiri Beklentisini göstermektedir. BIST-100 endeksi, BİST' in genel trendini göstermesi açısından en yakından izlenen endekslerin başında gelmektedir. BİST- 100 endeksinin 2007-2017 yılları arasında son 10 yıl, 9 yıl, 8 yıl, 7 yıl, 6 yıl ve 5 yıl şeklinde hesaplanan yıllık bileşik getiri oranı % 7,58 ile % 17,57 aralığındadır.

Piyasa Risk Primi (R_P) : Piyasa ortalama getiri beklentisi ile risksiz faiz oranı arasındaki farktır. Formölasyonu R_M-R_F olarak ifade edilir. Buna göre son 10 yılın maksimum bileşik getirisinin gerçekleşmesi temel alınsa bile;

$R_P = R_M - R_F = 17,57 - 12,57 = 5,00$ rakamına ulaşmaktadır.

Öte yandan New York Üniversitesi profesörlerinden Aswath Damodaran tarafından hazırlanan çalışmaya göre Kredi Notu Aaa olan ölkeler için ölkeler risk primi % 5,69 seviyesindedir. Türkiye' nin kredi notu bu seviyede olmasa da, yukarıda bahsedilen Risksiz Faiz Oranı (R_F), ölkeler riskini de içermekte ve AOSM hesabını hali hazırda etkilemektedir. http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

Uygulamada ise; Ölkemizde son 3 yılda gerçekleşen halka arzlarda risk primi % 5 - 6,5 bandı aralığında kullanılmaktadır. BİST' deki genel eğilim, Şirketin düşük borçluluk yapısı ve Aswath Damodaran' ın çalışmaları göz önünde bulundurulduğunda piyasa risk primi olarak % 6 oranının kullanması uygun görölmüştür.

Beta Katsayısı B: Beta katsayısı, pazardaki değışkenliğin hisse fiyatındaki değışkenliğe oranıdır. Bir hisse senedinin beklenen getirisi, bu hisse senedinin Beta katsayısı ile doğrudan ilgilidir.

Eğer Beta=0 ise; beklenen getiri risksiz faiz oranına eşittir.

Eğer Beta>1 ise; beklenen getiri daha çok riskli

Eğer Beta<1 ise; beklenen getiri daha az riskli olacaktır.

Bilişim ve Yazılım Sektör Şirketlerinin (yıldız pazar şirketleri hariç) Beta değerleri ortalaması 0,69 olarak hesaplanmaktadır (Kaynak: Matriks).

Borsa İstanbul’ da yapılan ilk halka arzlarda halka arz edilen şirket için Beta değeri genel olarak 1 alınmaktadır. Değerlemede muhafazakar davranarak Kafein için de Beta katsayısı ‘‘1’’ olarak hesaplanmaya dahil edilmiştir.

Terminal Büyüme: Şirket’in 2022 yılından sonrasına ilişkin terminal (nihai) büyüme oranı %3 olarak alınmıştır.

Borçlanma Faizi: Şirket’in son üç yıllık dönemlerine ait borçlanma tutarları ve Şirket’in kredi kullanım oranları göz önüne alındığında, son üç yıllık dönemdeki ödenen maksimum faiz oranı olan %16 oranı Şirket’in borçlanma faiz oranı olarak kullanılmıştır.

Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti: Şirket faaliyetlerini Arge Merkezi olarak kullandığı Yıldız Teknik Üniversitesi Davutpaşa Kampüsü Teknoparkı üzerinden gerçekleştirmektedir. Teknoloji Geliştirme Bölgeleri Kanunu uyarınca, Bölgede faaliyet gösteren gelir ve kurumlar vergisi mükelleflerinin, münhasıran bu Bölgedeki yazılım, tasarım ve Ar-Ge faaliyetlerinden elde ettikleri kazançları 31/12/2023 tarihine kadar gelir ve kurumlar vergisinden müstesnadır. Ayrıca, Bölgede çalışan; Ar-Ge, tasarım ve destek personelinin bu görevleri ile ilgili ücretleri 31/12/2023 tarihine kadar her türlü vergiden müstesnadır. İndirim ve istisna kapsamına girmeyen gelirler için 2018-2023 dönemi için % 3 vergi oranı kullanılmıştır. Buna göre bu dönemde Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır. Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti = Borçlanma Faizi * (1-%3) = %16*0,97= %15,52 olarak hesaplanmıştır. 31/12/2023 tarihinde sona erecek vergi teşvikinin süresi daha önce uzatılmıştır ve 31/12/2023 tarihinin de uzatılma beklentisi vardır. Öte yandan teşviklerin 31/12/2023 tarihinde sona ermesi durumunda bu durum AOSM’ yi aşağı çekecek bir etki yapacak bu da Şirket değerini yukarı çekecek bir etki oluşturacaktır. Ancak değerlemede muhafazakar davranmak adına AOSM’ nin projeksiyondaki 2024 yılı ve sonrasına ait dönemde de aynı şekilde % 15,52 olarak kullanılması uygun görülmüştür.

Sermaye Maliyeti (R_E): Piyasa risk priminin beta katsayısı ile çarpılması sonucu elde edilen rakamın risksiz faiz oranına eklenmesi ile hesaplanmakta olup;

$R_E = R_F + B * R_P$ yani $R_E = 12,57 + 1 * 6,00 = 18,57$ olarak hesaplanmıştır.

İskonto Oranları	
Risksiz Faiz Oranı	12,57 %
Piyasa Risk Primi	6,00 %
Beta	1,00
Sermaye Maliyeti	18,57 %
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	15,52 %
Borçluluk Oranı*	0,21 %
AOSM**	18,56 %

*Borçluluk oranı, Şirket’in kısa ve uzun vadeli finansal borçlarının, toplam aktüflere bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır. 31.12.2017 bilançosuna göre aşağıdaki tablo oluşturulabilir.

Kısa vadeli borçlanmalar	7.506
Uzun vadeli finansal borçlanmalar	50.000
Toplam Aktifler	27.345.833
Borçluluk Oranı	% 0,21

****AOSM (Ağırlıklı Sermaye Maliyeti) :** İskonto oranı olarak da adlandırılan bu veriye aşağıdaki şekilde ulaşılabilir;

$$\text{AOSM} = \text{Sermaye Maliyeti} * (1 - \text{Borçluluk Oranı}) + \text{Vergi Sonr. Borç. Mal.} * \text{Borçluluk Oranı}$$

$$\text{AOSM} = 18,57 * (1 - 0,21) + 15,52 * 0,21 = 18,56$$

Böylelikle AOSM oranı %18,56 olarak hesaplanmıştır.

Şirket'in mevcut faaliyetlerine dayanan satış gelirleri projeksiyonlarında, toplam satışların makro ekonomik ve sektörel beklentileri yansıtacak şekilde artacağı tahmin edilmiştir. Öte yandan halka arzdan sağlanacak gelir ve bu gelirin sağlayacağı fayda ihtiyatlık açısından değerlemeye dahil edilmemiştir. Yöntemin doğası gereği, finansal gelir-gider kalemleri dikkate alınmamış, değerlendirme Favök karı üzerinden yapılmıştır.

Şirket'in indirgenmiş nakit akımları analizine göre değerlemesinin yapılabilmesi için ileriye dönük serbest nakit akımları hesaplanmış ve daha sonra söz konusu serbest nakit akımları ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üzerinden iskonto edilerek (*Serbest Nakit Akımları*İskonto Oranı*) bugünkü değerine indirilmiştir. Projeksiyon dönemi 2018-2022 yılları arasında beş yıllık dönemi kapsamaktadır. Serbest nakit akımlarının toplamından finansal borçlar düşülüp nakit benzeri hazır değerler eklenerek Şirket'in nihai değerine ulaşılmaktadır.

31.12.2017 itibariyle Şirket'in net finansal borçluluk durumu aşağıdaki gibidir.

Kısa vadeli borçlanmalar (TL)	7.506
Uzun vadeli finansal borçlanmalar (TL)	50.000
Nakit Benzerleri (TL)	2.160.927
Net Finansal Borç (TL)	2.103.421

Serbest nakit akımları hesaplanırken öncelikle 2018-2024 yılları için faiz ve vergi öncesi kâr tahminleri yapılmıştır. Bu kâr rakamından vergiler düşüldükten sonra Şirket'in yatırım yapmak için elinde kalan nakit kaynak rakamı bulunmuştur. Bu rakamdan net yatırım harcamalarının ve işletme sermayesi gereksiniminin düşülmesiyle serbest nakit akımlarına ulaşılmıştır.

	2015	2016	2017
Net Satışlar	32.154.404	36.918.822	47.202.321
<i>Satışlardaki Büyüme(%)</i>		14,82	27,85
Satışların Maliyeti (-)	(25.859.053)	(29.530.051)	(37.287.206)
<i>Maliyetlerin Satışlara Oranı (%)</i>	-80,42	-79,99	-78,99
Brüt Kar	6.295.351	7.388.771	9.915.115
<i>Brüt Kar Marjı %</i>	19,58	20,01	21,01
Faaliyet Giderleri (-)	(3.419.099)	(4.479.256)	(5.649.311)
<i>Faaliyet Giderlerinin Satışlara Oranı (%)</i>	-10,6	-12,1	-12,0
Esas Faaliyet Karı	2.876.252	2.909.515	4.265.804

Satışlardaki Büyüme: Aşağıdaki tabloda da görüleceği üzere; 2016 yılında 2015 yılına göre net satış hasılatı % 14,82 artarak 36,9 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Ciro artış ivmesi 2017 yılında hızlanmış ve net satışlar 2016 yılına göre % 27,85 oranında artarak 47,2 milyon TL seviyesine çıkmıştır. Hasılat artışının kaynağı müşteri sayısı ve/veya sözleşme büyüklüklerindeki artışlardan kaynaklanmaktadır. Satışlardaki artış trendinin önümüzdeki yıllarda da devam etmesi öngörülmektedir. Gerek mevcut gerçekleştirmeler gerekse Şirketin gelecek projeksiyonları göz önüne alınarak, Şirket için 2017 yılında % 45, 2018 yılında % 30, 2020 yılında %25 ve 2021-2022 yılları arasında yıllık % 20 oranında ciro artışı gerçekleştireceği tahmini değerlemede kullanılmıştır. 2023 ve 2024 yılları ise 2023 yılı sonunda sona ermesi muhtemel vergi teşviklerinin değerlemeye etkisini göstermek amacıyla değerlendirme çalışmasına dahil edilmiş ve bu yıllarda Şirket için ekstra bir büyüme beklentisi öngörülmemekle, terminal değer olan % 3' lük büyüme oranı kullanılmıştır.

Maliyetler: Maliyetlerin satışlara oranı 2015 yılında % 80,42, 2016 yılında % 79,99 ve 2017 yılında % 78,99 seviyesindedir. Dolayısıyla brüt kar marjlarında düzenli bir artış görülmektedir. Son 3 yılda % 19,58' den kademeli olarak % 21,01 seviyesine yükselen brüt kar marjının, daha düşük bir ivmeyle de olsa düzelmeye devam edeceği ve 2024 yılında % 23,9 seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmüştür.

Faaliyet Giderleri: Faaliyet giderlerinin Satışlara oranı, 2015 yılında % 10,6, 2016 yılında % 12,1 ve 2017 yılında % 12 seviyesindedir. Projeksiyon döneminde faaliyet giderlerinin satışlara oranının önceki üç yılın ortalaması seviyesinde gerçekleşeceği varsayılmıştır.

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Merkez: Levent Cad. Metro City A Blok Kat: 17
No: 17/2 K: 17 34330 Levent - İSTANBUL
Bölgesel Kurumlar V.D. 854 000 311 111
Tic. Sic. No 358936 www.metroyatirim.com.tr
info@metroyatirim.com.tr

İndirgenmiş Nakit Akımı:

Kafein - Değerleme TL	2018 T	2019 T	2020 T	2021 T	2022 T	2023 T	2024 T
Net Satışlar	68.443.365	88.976.375	111.220.469	133.464.563	160.157.475	164.962.199	169.911.065
Satışların Maliyeti	-53.525.979	-68.939.469	-85.698.950	-102.505.789	-122.266.478	-125.947.203	-129.328.838
Brüt Kar	14.917.386	20.036.906	25.521.519	30.958.774	37.890.997	39.014.996	40.582.227
Faaliyet Giderleri	-7.924.461	-10.582.000	-13.138.646	-15.697.358	-18.934.693	-19.463.969	-20.039.899
Esas Faaliyet Karı (E)	6.992.926	9.454.906	12.382.873	15.261.416	18.956.304	19.551.027	20.542.328
Vergi (V)	209.788	283.647	371.486	457.842	568.689	586.531	4.108.466
Yatırım Harcamaları (Y)	282.820	293.190	304.506	316.823	330.201	344.703	360.397
Δ Çalışma Sermayesi (Ç)	-4.367.141	4.873.529	5.273.386	5.268.559	6.363.803	1.132.868	1.208.588
Amortisman (A)	293.190	304.506	316.823	330.201	344.703	360.397	377.356
Serbest Nakit Akışı (E+V+Y+Ç+A)	11.160.649	4.309.045	6.750.318	9.548.392	12.038.314	17.847.323	15.242.233
İndirgeme Oranı (AOSM) (%)	18,56%	18,56%	18,56%	18,56%	18,56%	18,56%	18,56%
İndirgenmiş Nakit Akımları	9.413.491	3.065.516	4.050.494	4.832.537	5.138.920	6.425.997	4.628.895
İndirgenmiş Nakit Akımları							
Toplamı 2018-2024 dönemi toplam (1)	37.555.849						

Terminal Büyüme Oranı	3,0%
Uç Dönem Serbest Nakit Akımları	$15.242.233 * (1 + 3\%) / (3\% - 18,56\%) = 100.895.530$
İndirgenmiş Devam Eden Şirket Değeri (2)	$100.895.530 / (1 + 18,56\%)^3 = 30.640.837$
Firma Değeri (1)+(2)	68.196.687
Net Nakit (+)	2.103.421
Tahmini Gerçeğe Uygun Değer	70.300.108
Tahmini Birim Pay Değeri	6,39

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Mekke Sok. No: 10 Kat: 10. Metro City Binası
106.171 K. 10 Kat: 10.330 Levent - Beşiktaş / İstanbul
Bilgiye Kurumlar V.D. 654 00 00 00
Tic. Sic. No: 359936 www.metroyatirim.com.tr
info@metroyatirim.com.tr

4.SONUÇ

Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri (TL)	Hisse Başına Değerler (TL)
1) Piyasa Çarpanları Yöntemi	52.092.535	4,74
2) İNA Yöntemi	70.300.108	6,39
Ortalama Şirket değeri (Piyasa Çarpanları ve İNA % 50-50 Ağırlık)	61.196.321	5,56
İskonto % 20	12.239.264	
İskontolu Şirket Değeri	48.957.057	4,45

Kafein için yapılan değerleme 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.


METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Mecidiyeköy - Katip Çelebi Cad. Metro Çukurova BİSK
Kat: 7 34330 Levent - İSTANBUL
Boğaziçi Kurumlar V.D 854 000 0000
Tic. Sic. No 358935 www.metroyatirim.com.tr
info@metroyatirim.com.tr

KAFEİN HALKA ARZ ÖZETİ	
Çıkarılmış Sermaye	11.000.000 TL
Halka Arz Edilecek Toplam Nominal Tutar	7.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	18.000.000 TL
Halka Açılacak Oran	38,89 %
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı
Halka Arz İskontosu	20 %
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontolu)	4,45
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontosuz)	5,56
Şirket Değeri (İskontolu)	48.957.057
Şirket Değeri (İskontosuz)	61.196.321

	Bist Ana Pazar*	Bilişim Sektörü*	Yazılım Sektörü*	Kafein Arz Öncesi	Kafein Arz Sonrası
F/K	16,27	16,15	17,34	11,73	19,20
PD/DD	1,80	1,05	2,39	2,57	1,68
Fd/Favök	12,07	7,73	12,28	10,30	10,82
Fd/Satışlar	1,74	0,51	4,27	0,99	1,04

*25/04/2018 itibariyle Finnet sistemi üzerinden alınmış bu oranlarda katsayılar hesaplanırken PD/DD ve Fd/Satışlar için 10' un, F/K ve Fd/Favök için 40' ın üzeri ve negatif sonuç veren rasyoları aşırı uç kabul edilmiş ve ortalamaya dahil edilmemiştir.

Kullanılan varsayımların ve indirgeme oranlarının değişmesi / değiştirilmesi, farklı değerlendirme yöntemleri uygulanması veya farklı tarihlerdeki finansal veriler ile piyasa çarpanlarının kullanılması durumunda Şirket için buradaki değerlerden daha farklı değerlere ulaşılması mümkün olabilir.

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Merkur Binyüce Cad. Metro City B Blok
No:1 Kat: 17 34330 Levent - Beşiktaş / İstanbul
Tic. Sic. No: 358936 www.metroyatirim.com.tr
info@metroyatirim.com.tr