

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Smartiks Yazılım A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

#### Smartiks Yazılım Halka Arz Bilgileri

Smartiks Yazılım A.Ş.	
Borsa Kodu	SMART
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı & Mevcut Ortakların Pay Satışı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsada Satış
Kote Olunacak Pazar	Ana Pazar Pazar
Talep Toplama Tarihleri	9-10 Mayıs 2019
Halka Arz Öncesi Sermaye	21.250.000 TL
Sermaye Artırımı	7.500.000 TL
Ortak Satışı	4.950.000 TL
Ek Satış	0 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	28.750.000 TL
Halka Açıklık Oranı	43,3%
Talep Toplama Fiyatı	2,42 TL
Halka Arz Büyüklüğü	30.129.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	51.425.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	69.575.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2018	8,47
FD/FAVÖK 2018	4,26
PD/DD 2018/12	1,86

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2018	11,46
FD/FAVÖK 2018	4,26
PD/DD 2018/12	1,52

## Özet Bilgi

- Smartiks Bilgi Teknolojisi Hizmetleri Ltd. Şti. 2006 yılında kurulmuş ve kurumsal firmaların satış, pazarlama ve üretim gibi çeşitli günlük faaliyetlerinin yönetilmesine yönelik olarak yazılım teknolojilerinin kullanılmasına olanak sağlamak ve çözümler sunmaktadır.
- Microsoft ve Oracle gibi firmalarla yaptıkları iş ortaklıklarıyla çözüm sunmaktadır. Kurumsal müşterilerden gelen talepler doğrultusunda; geliştirilen ürün ve platformlar için kullanıcı eğitimi gibi olanaklar da sunmaktadır.
- Şirket faaliyetleri temel olarak; yazılım geliştirme ve danışmanlık hizmetleri başlıkları altında toplanmaktadır.
- Şirket, İstanbul'da; Yıldız Teknik Üniversitesi Teknopark'ta merkez ofisi olmak üzere, İstanbul Kozyatağı'nda Ar-Ge ofisi, Dubai ofislerinde faaliyetlerini yürütmektedir. Ayrıca, ABD'de bir de şubesi bulunmaktadır.
- 2018 yılsonu itibarıyla toplam müşteri sayısı 62 olan Smartiks Yazılım'ın tamamlanan 19 projesi bulunmaktadır ve yazılımlar için toplamda 28.517.847 TL tutarında yatırım harcaması yapmıştır.

## Ortaklık Yapısı

Smartiks Yazılım Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Edilen Paylar			Halka Arz Sonrası	
	Sermaye, TL	Oran	Sermaye, TL	Oran	Halka Arz Edilen Kısım İçindeki Pay	Sermaye, TL	Oran
Kafein Yazılım	10.837.500	51,0%	0	0,0%	0,0%	10.837.500	37,7%
Serkan Karahanoğlu	3.470.834	16,3%	1.650.000	7,8%	13,3%	1.820.834	6,3%
Alper Utkan Şanda	3.470.833	16,3%	1.650.000	7,8%	13,3%	1.820.833	6,3%
Nurettin Şendoğan	3.470.833	16,3%	1.650.000	7,8%	13,3%	1.820.833	6,3%
Sermaye Artırımı			7.500.000	35,3%	60,2%		0,0%
Halka Açık Kısım						12.450.000	43,3%
<b>Toplam</b>	<b>21.250.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>12.450.000</b>	<b>58,6%</b>	<b>100,0%</b>	<b>28.750.000</b>	<b>100,0%</b>

## Mali Tablolar

Smartiks Yazılım Gelir Tablosu	2016/12	2017/12	2018/12
<b>TL</b>			
<b>Hasılat</b>	<b>16.288.656</b>	<b>21.383.489</b>	<b>23.779.843</b>
Satışların Maliyeti (-)	-5.322.944	-6.337.037	-5.460.842
<b>Brüt Kar</b>	<b>10.965.712</b>	<b>15.046.452</b>	<b>18.319.001</b>
<b>Brüt Kar Marjı</b>	<b>67,3%</b>	<b>70,4%</b>	<b>77,0%</b>
Genel Yönetim Giderleri (-)	-1.358.552	-1.631.485	-1.713.050
Pazarlama Giderleri (-)	-158.855	-377.178	-657.910
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-3.522.071	-5.905.541	-6.465.522
Esas Faaliyet Karı	5.926.234	7.132.248	9.482.519
<i>Esas Faaliyet Kar Marjı</i>	<i>36,4%</i>	<i>33,4%</i>	<i>39,9%</i>
Amortisman	5.366.235	3.524.455	4.893.805
<b>FAVÖK1</b>	<b>11.292.469</b>	<b>10.656.703</b>	<b>14.376.324</b>
<b>FAVÖK1 Marjı</b>	<b>69,3%</b>	<b>49,8%</b>	<b>60,5%</b>
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	595.854	729.575	2.623.286
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-476.838	-862.506	-3.371.342
<b>Faaliyet Kârı</b>	<b>6.045.250</b>	<b>6.999.317</b>	<b>8.734.463</b>
<b>FAVÖK2</b>	<b>11.411.485</b>	<b>10.523.772</b>	<b>13.628.268</b>
<b>FAVÖK2 Marjı</b>	<b>70,1%</b>	<b>49,2%</b>	<b>57,3%</b>
Yatırım Faaliyetlerinden gelirler	19.269	27.266	
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-12.926	-5.177	
Değer Düşüklüğü			-85.866
<b>FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI</b>	<b>6.051.593</b>	<b>7.021.406</b>	<b>8.648.597</b>
Finansman Gelirleri	231.311	220.906	312.508
Finansman Giderleri (-)	-711.100	-1.014.280	-2.140.151
<b>VERGİ ÖNCESİ KAR</b>	<b>5.553.804</b>	<b>6.228.032</b>	<b>6.820.954</b>
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	-731.000	-755.494	-752.236
Dönem Vergi Gideri/Geliri	-486.891	-555.717	-511.331
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	-244.109	-199.777	-240.905
<b>DÖNEM KARI</b>	<b>4.822.804</b>	<b>5.472.538</b>	<b>6.068.718</b>

Smartiks Yazılım Bilanço	2016/12	2017/12	2018/12
<b>VARLIKLAR</b>			
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>9.115.463</b>	<b>8.848.672</b>	<b>14.516.942</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	2.812.588	1.410.062	1.739.834
Ticari Alacaklar	3.735.784	6.004.172	10.379.474
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	1.611.942	972.110	1.742.631
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	2.123.842	5.032.062	8.636.843
Diğer Alacaklar	298.307	255.655	424.687
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar		143.819	374.553
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	298.307	111.836	50.134
Stoklar	734.000	1.943	1.180.932
Peşin Ödenmiş Giderler	1.534.784	1.176.840	783.339
Diğer Dönen Varlıklar			8.676
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>15.283.976</b>	<b>21.761.429</b>	<b>29.171.284</b>
Maddi Duran Varlıklar	647.310	454.015	637.800
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	13.844.855	20.989.458	28.533.484
Peşin Ödenmiş Giderler	390.728	147.284	
Ertelenmiş Vergi Varlığı	401.083	170.672	
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>24.399.439</b>	<b>30.610.101</b>	<b>43.688.226</b>

Smartiks Yazılım Bilanço	2016/12	2017/12	2018/12
<b>KAYNAKLAR</b>			
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>9.409.798</b>	<b>9.919.949</b>	<b>13.025.421</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	1.968.238	3.627.857	6.704.633
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısım	1.607.504	1.256.364	1.648.670
Diğer Finansal Yükümlülükler	41.693	228.198	187.929
Ticari Borçlar	2.459.226	1.100.324	2.051.667
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	617.773		
İlişkili Olmayan Taraflar Ticari Borçlar	1.841.453	1.100.324	2.051.667
Çalışanlara Sağlanan Faydalara Kaps. Borçlar	1.804.131	1.673.914	1.215.717
Diğer Borçlar	805.874	192.244	377.708
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	25.440	19.234	
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	780.434	173.010	377.708
Devlet Teşvik Yardımları	54.092	124.518	67.322
Ertelenmiş Gelirler	277.578	1.095.324	175.473
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü		229.511	136.830
Kısa Vadeli Karşılıklar	391.462	391.695	459.472
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karş.	309.491	294.724	435.472
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	81.971	96.971	24.000
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>1.173.611</b>	<b>1.833.055</b>	<b>3.052.395</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	400.459	914.367	1.843.198
Diğer Borçlar	23.942		
Devlet Teşvik Yardımları	162.277	318.454	419.393
Uzun Vadeli Karşılıklar	586.933	600.234	738.019
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü			51.785
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>13.828.892</b>	<b>18.857.097</b>	<b>27.610.410</b>
<b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>	<b>13.828.892</b>	<b>18.857.097</b>	<b>27.610.410</b>
Ödenmiş Sermaye	7.500.000	10.000.000	21.250.000
Paylara İlişkin Primler (İskontolar)	1.472.000	1.472.000	
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	102.327	277.659	212.254
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	213.554	416.513	653.888
Geçmiş Yıllar Karı / Zararı (-)	-281.793	1.218.387	-574.450
Net Dönem Karı / Zararı (-)	4.822.804	5.472.538	6.068.718
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>24.412.301</b>	<b>30.610.101</b>	<b>43.688.226</b>

## Değerleme

- Metro Yatırım, Smartiks Yazılım'ın halka arz fiyatının tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımı ve Çarpan metodunu kullanmıştır.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Smartiks Yazılım Özelinde yönetimin beklentilerini yansıması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu karşılamaktayız.

## Piyasa Çarpanları Metodu

- Metro Yatırım tarafından Smartiks Yazılım'ın halka arz fiyatının belirlenmesinde Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD), Fiyat / Kazanç (F/K) ve Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanları ile Smartiks'e ait 2018/12 mali verileri kullanılmıştır. Kullanılan çarpanlar piyasada kabul edilmiş ve yaygın olarak kullanılan çarpanlardır.
- Çarpan analizinde Borsa İstanbul Ana Pazar'da işlem gören şirketlerin 9 Nisan 2019 tarihli çarpanlarının medyanı ve ayrıca Bilişim sektöründe yer alan Borsa İstanbul şirketlerinin 9 Nisan 2019 tarihli çarpanlarının medyanı kullanılmıştır.

## Borsa İstanbul Ana Pazar'da işlem gören şirketler

- Şmartiks'in hedef pazarı olan Ana Pazar'da işlem gören mali sektör ve bilişim sektörü dışı şirketlerin çarpanlarının medyanı kullanılmıştır. Bilişim sektörü şirketlerinin çarpanı ayrıca hesaplanmıştır.

BİST Ana Pazar Çarpanları	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K
Medyan	1,18	5,6	9,41

## Bilişim Sektörü Şirketleri

- BİST'te işlem gören bilişim sektörü şirketleri faaliyet alanı olarak çeşitlilik arz etmektedir. Sadece donanım distribütörlüğü yapan şirketler olduğu gibi sadece yazılım işiyle uğraşan şirketler de bulunmaktadır. Metro Yatırım bütün bilişim şirketlerinin çarpanlarını hesaplamış ve her bir çarpanın medyanını kullanarak değer hesabı yapmıştır. Donanım şirketlerinin çarpanlarının teorik olarak dahil edilmemesi gerekirken bu şirketlerin çarpanlarının sektör medyanından çok ayrışmaması değerlendirilmede kullanılmalarını anlaşılır kılmaktadır.

Bilişim Sektörü Çarpanları	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K
Medyan	1,63	5,88	10,16

Ortalama Çarpanlar	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K
Ana Pazar	1,18	5,60	9,41
Bilişim Sektörü	1,63	5,88	10,16
Ortalama	1,41	5,74	9,79

Şirket Verileri	Net Kar	Özkaynaklar	Satışlar	FAVÖK	Net Borç
31.12.2018	6.068.718	27.610.410	23.779.843	14.100.698	8.644.596

Smartiks Çarpan Değeri	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K
Ana Pazar	32.580.284	70.318.646	57.076.293
Bilişim Sektörü	44.866.916	74.289.901	61.658.175
Ortalama	38.723.600	72.304.274	59.367.234
Nihai Şirket Değeri	56.798.369		
Pay Başı Değer	2,67		

### İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti: Metro Yatırım İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlandırma Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
- Risksiz Getiri Oranı: %20,26 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
- Sermaye piyasası risk primi: %6 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
- Beta: 1 kabul edilmiş olup tarafımızca makuldür.
- Özsermaye Maliyeti : %26,26 kabul hesaplanmıştır.
- Borçlanma Maliyeti: Şirketin borçlarından hesaplanarak %23,16 kabul edilmiştir.
- Borçluluk oranı %23,77 kabul edilerek AOSM %24,85 hesaplanmıştır.
- **Ciro Büyümesi:** 2018 sonrasında şirketin mevcut sözleşmeleri ve alması muhtemel sözleşmeler dikkate alınarak Smartiks için ciro tahminleri yapılmıştır. Ciro artışlarının gerekçeleri makul şekilde açıklanmıştır.
- **Brüt Kar Marjı:** Şirketin 2019 ve sonrasındaki yıllar için varsayılan brüt kar marjı 2018 marjına yakın seyretmektedir.
- **Faaliyet Giderleri:** Faaliyet giderlerinin ciroya oranı %40 seviyesinde kabul edilmiştir.
- **Yatırım Harcamaları:** Şirket halka arz gelirinin %20'sini yatırım harcamaları için kullanacağını beyan etmiştir. İNA'da 2017-2021 arası öngörülen tutarın yaklaşık halka arz gelirinin %20'sine denk geldiği görülmektedir.
- **İşletme Sermayesi:** Ticari alacak tahsilat süresi ve borç ödeme vadeleri eş anlı olarak 2019 yılından itibaren kademeli azaltılmıştır. Sebepleri tam olarak açıklanmamış olsa da birbirini nötralize eden bu durum makul görülmektedir.
- **Uç Değer Büyüme Oranı:** %5 varsayılmış olup tarafımızca uygun görülmektedir. %5 oranı muhafazakâr bir seviye olmasa da uzun vadeli enflasyon beklentileri ile uyumludur.
- **Sonuçta İNA'dan şirket için 72,9 milyon TL firma değeri hesaplanmış ve 8,6 milyon TL net borç düşülerek 64,3 milyon TL piyasa değerine ulaşılmıştır.**

## Halka Arz Değeri

Halka Arz Değeri, TL	Toplam	Pay Başı Değer
Piyasa Çarpanları	56.798.369	2,67
İNA	64.289.775	3,03
Ortalama	60.544.072	2,85
Halka Arz İskontosu	15,0%	15,0%
Halka Arz Değeri	51.462.461	2,42

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken çarpan ve İNA'dan hesaplanan piyasa değerlerinin ortalaması alınmış ve %15 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 2,42 TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Uygulanan %15'lik iskontonun makul olduğunu düşünmekle beraber son dönemde artan piyasa volatilitesi sebebiyle daha yüksek bir iskonto uygulanmasının daha uygun olduğunu düşünmekteyiz.

## Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Smartiks Yazılım'ın fiyat tespitinde çarpan metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Smartiks özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- Smartiks Yazılım'ın halka arz fiyatının belirlenmesinde Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK), Fiyat/Kazanç ile PD/DD çarpanları ve 2018/12 mali verileri kullanılmıştır. Kullanılan çarpanlar piyasada kabul edilmiş ve yaygın olarak kullanılan çarpanlardır.
- Borsa İstanbul'da işlem gören bilişim sektörü şirketleri ve Ana Pazar'da işlem gören şirketlerin çarpanlarının kullanılmasını makul buluyoruz.
- Talep toplama fiyatının belirlenmesinde çarpan ve İNA değerlerine %50 ağırlık verilerek hesaplanan piyasa değerine uygulanan %15 iskonto oranının makul olduğunu düşünmekle beraber son dönemde artan piyasa volatilitesi sebebiyle oluşabilecek yukarı yönlü fiyat risklerini egale edebilmek adına daha yüksek bir iskonto uygulanmasının daha uygun olduğunu düşünmekteyiz.
- Sonuç olarak Smartiks Yazılım A.Ş. halka arz fiyatının makul olduğunu düşünmekteyiz.