

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 Kafein Yazılım Hizmetleri Ticaret 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.

Kafein Yazılım Halka Arz Bilgileri

Kafein Yazılım Hizmetleri Ticaret A.Ş.	
Borsa Kodu	KFEIN
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artışı
Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyatla Borsada Satış
Kote Olunacak Pazar	Ana Pazar
Talep Toplama Tarihleri	10-11 Mayıs 2018
Halka Arz Öncesi Sermaye	11.000.000 TL
Sermaye Artırımı	7.000.000 TL
Ortak Satışı	0 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	18.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	38,9%
Talep Toplama Fiyatı	4,45 TL
Halka Arz Büyüklüğü	31.150.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	48.950.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	80.100.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K Kaydırılmış	11,73
FD/FAVÖK Kaydırılmış	10,22
PD/DD 2017/12	2,57

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K Kaydırılmış	19,20
FD/FAVÖK Kaydırılmış	10,22
PD/DD 2017/12	1,60

Kafein Yazılım Hakkında

- Kafein Yazılım Hizmetleri Ticaret A.Ş. (Şirket) 2005 yılında kurulmuş olup yazılım sektöründe faaliyet göstermektedir. Şirket Vodafone, Türk Telekom, Turkcell, Ergo, BNP, THY, Migros gibi değişik sektörlerde faaliyet gösteren Türkiye'nin önde gelen firmalarına yazılım hizmeti sunmaktadır. Şirket 2016 yılında TOBB tarafından hazırlanan en hızlı büyüyen şirketler listesinde 50. olmuştur.
- Şirketin halka arz öncesi ve halka arz sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. Ödenmiş sermayesi 11 milyon TL olan şirketin 7 milyon TL nominal payının halka arz edilmesi sonrasında halka açıklık oranı %38,9 olacaktır.

Kafein Yazılım Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Edilen Paylar		Halka Arz Sonrası	
	Sermaye, TL	Oran	Sermaye, TL	Halka Arz Edilen Kısım İçindeki Pay	Sermaye, TL	Oran
Ali Cem Kalyoncu	4.482.466	40,7%	0	0,0%	4.482.466	24,9%
Verusaturk GSYO A.Ş.	4.290.000	39,0%	0	0,0%	4.290.000	23,8%
Mehmet Tevfik Başkaya	2.227.534	20,3%	0	0,0%	2.227.534	12,4%
Halka Açılacak Kısım			7.000.000	100,0%	7.000.000	38,9%
Toplam	11.000.000	100,0%	7.000.000	100,0%	18.000.000	100,0%

*Halka arz edilen paylar C grubu olup herhangi bir imtiyazı yoktur.

- Halka arzdan elde edilecek gelir yeni şirketler satın alınarak inorganik büyümede, ürünleşme çalışmalarında ve işletme sermayesi ihtiyacını gidermede kullanılacaktır.

Mali Tablolar

Kafein Yazılım Bilanço, TL	2015/12	2016/12	2017/12
Dönen Varlıklar	15.359.269	16.968.869	24.998.202
Nakit ve 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	0	0
Diğer Dönen Varlıklar	589.757	266.575	311.171
Duran Varlıklar	2.478.674	3.086.781	2.347.631
İştirakler	0	0	685.410
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	1.654.667	1.620.667	0
Maddi Duran Varlıklar	540.671	532.842	594.459
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.430	437.876	646.573
Diğer Duran Varlıklar	280.906	495.396	421.189
Toplam Varlıklar	17.837.943	20.055.650	27.345.833

Kafein Yazılım Bilanço, TL	2015/12	2016/12	2017/12
Kısa Vadeli Yükümlülükler	5.612.327	4.357.438	7.454.327
KV Finansal Yükümlülükler	1.319.733	73.921	7.506
Ticari Borçlar	2.635.369	1.338.794	2.127.816
Çal. Sağ. Fay. Kap. Bor.	533.731	1.175.159	886.581
Diğer Borçlar	386.148	898.024	1.294.655
Ertelenmiş Gelirler	449.015	323.024	2.359.152
Diğer Kısa Vadeli Yük.	288.331	548.516	778.617
Uzun Vadeli Yükümlülükler	860.069	492.344	874.584
UV Finansal Yük.	73.544	0	50.000
Diğer Borçlar	15.000	15.000	0
Diğer UV Yükümlülükler	771.525	477.344	824.584
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 Yıl Karları	149.183	3.074.048	2.683.689
Net Dönem Karı	3.075.403	3.754.149	4.802.218
Toplam Kaynaklar	17.837.943	20.055.650	27.345.833
Net Borç	-2.075.857	-5.033.649	-2.103.421

Kafein Yazılım Gelir Tablosu, TL	2015/12	2016/12	2017/12	16/15 Değ.	17/16 Değ.
Hasılat	32.154.404	36.918.822	47.202.321	14,8%	27,9%
Satışların Maliyeti (-)	-25.859.053	-29.530.051	-37.287.206	14,2%	26,3%
Brüt Kar	6.295.351	7.388.771	9.915.115	17,4%	34,2%
Brüt Kar Marjı	19,6%	20,0%	21,0%	0,4%	1,0%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-3.419.099	-4.427.576	-5.649.311	29,5%	27,6%
Pazarlama Giderleri (-)	0	-51.680	0		-100,0%
Esas Faaliyet Karı	2.876.252	2.909.515	4.265.804	1,2%	46,6%
Esas Faaliyet Kar Marjı	8,9%	7,9%	9,0%	-1,1%	1,2%
Amortisman	203.380	235.448	282.820	15,8%	20,1%
FAVÖK1	3.079.632	3.144.963	4.548.624	2,1%	44,6%
FAVÖK1 Marjı	9,6%	8,5%	9,6%	-1,1%	1,1%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	260.575	318.521	564.447	22,2%	77,2%
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-134.853	-396.476	-529.711	194,0%	33,6%
Faaliyet Kârı	3.001.974	2.831.560	4.300.540	-5,7%	51,9%
FAVÖK2	3.205.354	3.067.008	4.583.360	-4,3%	49,4%
FAVÖK2 Marjı	10,0%	8,3%	9,7%	-1,7%	1,4%
Yatırım Faaliyetlerinden gelirler	243.576	576.321	549.743	136,6%	-4,6%
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI	3.245.550	3.407.881	4.850.283	5,0%	42,3%
Finansman Gelirleri	340.703	588.437	370.484	72,7%	-37,0%
Finansman Giderleri (-)	-395.955	-202.593	-184.673	-48,8%	-8,8%
VERGİ ÖNCESİ KAR	3.190.298	3.793.725	5.036.094	18,9%	32,7%
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	-114.895	-39.606	-233.876	-65,5%	490,5%
Dönem Vergi Gideri/Geliri	-145.522	-154.767	-382.114		
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	30.627	115.161	148.238		
DÖNEM KARI	3.075.403	3.754.119	4.802.218	22,1%	27,9%

Değerleme

- Metro Yatırım, Kafein Yazılım'ın halka arz fiyatının tespitinde indirgenmiş Nakit Akımı (İNA) 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. Bu bağlamda İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

Piyasa Çarpanları Metodu

- Metro Yatırım tarafından Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK), FD/Ciro, Fiyat/Kazanç (F/K) ve Piyasa Değeri/Deferi (PD/DD) çarpanları ve 2017/12 finansal verileri kullanılmıştır. Kullanılan çarpanlar piyasada kabul edilmiş ve yaygın olarak kullanılan çarpanlardır.
- Çarpan analizinde yurtdışı benzer şirketler analizi yapılmamış olup Şirket'in işlem göreceği Ana Pazar'da işlem gören şirketlerin, BİST Bilişim Sektörü şirketlerinin ve BİST Yazılım Sektörü şirketlerinin çarpanları kullanılarak ortalama çarpan değerine ulaşılmıştır.
- Kullanılan çarpanlar arasından PD/DD ve FD/Ciro çarpanı 10'un üzerinde olan, F/K ve FD/FAVÖK çarpanı 40'in üzerinde olan şirketler elimine edilerek aşırı uçlar değer hesabından çıkarılmıştır. Bu uygulamayı makul bulmakla beraber üst sınırın bir miktar daha düşük tutulabileceği kanaatindeyiz.

BİST Ana Pazar Çarpanları

- Metro Yatırım tarafından mali sektör dışı şirketlerin çarpanları dikkate alınarak Ana Pazar için PD/DD 1,80x, FD/FAVÖK 12,07x, F/K 16,27x ve FD/Ciro 1,74x hesaplanmıştır.

BİST Bilişim Sektörü Çarpanları

- Yukarıda bahsedilen eliminasyon sonrası Bilişim sektöründe faaliyet gösteren halka açık şirketler için PD/DD 1,05x, FD/FAVÖK 7,73x, F/K 16,15x ve FD/Ciro 0,51x hesaplanmıştır.

BİST Yazılım Sektörü Çarpanları

- Yukarıda bahsedilen eliminasyon sonrası yazılım sektöründe faaliyet gösteren halka açık şirketler için PD/DD 2,39x, FD/FAVÖK 12,28x, F/K 17,34x ve FD/Ciro 4,27x hesaplanmıştır.

25.04.2018 İtibariyle Metro Yatırım Tarafından Hesaplanan Çarpanlar				
Pazar/Sektör	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K	FD/Ciro
Ana Pazar	1,80	12,07	16,27	1,74
Bilişim Sektörü	1,05	7,73	16,15	0,51
Yazılım Sektörü	2,39	12,28	17,34	4,27*
Ortalama	1,75	10,69	16,59	1,13

*Uç Değer kabul edilerek ortalamaya dahil edilmemiştir.

Değerlemede Dikkate Alınan Şirket Finansalları					
31.12.2017	Net Kar	Özkaynak	FAVÖK	Net Borç	Ciro
TL	4.172.885	19.016.922	4.584.624	-2.103.421	47.202.321

Metro Yatırım Tarafından Hesaplanan Çarpan Değerleri				
Pazar/Sektör	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K	FD/Ciro
TL	33.216.224	51.128.334	69.214.253	55.206.032
Ortalama Çarpan Değeri				52.191.211
Ortalama Pay Başı Değer				4,74

- Çarpan analizi sonucunda Şirket için 52,2 milyon TL halka arz öncesi piyasa değeri ve 4,74 TL pay başı değer hesaplanmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımı

Şirket için 2018 yılından itibaren 7 yıllık projeksiyon kullanılmıştır. Şirketin faaliyet gösterdiği sektörün 2023 yılına kadar kurumlar vergisi istinası olması nedeniyle 2024 ve 2025 yıllarında teşvikin ortadan kalkacağı ve vergi ödeneceği varsayılmış ve uç değer bu varsayımlar altında hesaplanmıştır.

Risksiz Getiri Oranı: Gösterge tahvilin 1 yıllık ortalaması dikkate alınarak %12,57 kullanılmıştır. Son dönemde tahvil faizlerinde yaşanan artışın göz önünde bulundurularak ve daha muhafazakar kalınması adına ortalama ve cari orandan yüksek olanın kullanılabilceğini düşünüyoruz. Bu bağlamda cari oranın %15,70 olduğu düşünüldüğünde (25 Nisan'da %14,27) %12,57 oranının düşük kaldığını düşünüyoruz.

Sermaye Piyasası Risk Primi: %6 olarak değerlemeye dahil edilen risk priminin makul olduğunu düşünüyoruz.

Beta: İlk kez halka açılan şirketin betası bulunmadığından piyasada genel uygulama betanın 1 kabul edilmesidir. Metro Yatırım'ın da bu yaklaşımı benimsemiş olmasını makul karşılıyoruz.

Uç Değer Büyüme Oranı: %3 kabul edilen oranın makul olduğunu düşünüyoruz.

Borçlanma Maliyeti: %16 olarak kabul edilen rakamın son dönem piyasa koşullarını yansıtmadığını ve düşük kaldığını düşünmekle beraber şirketin finansal borcunun çok düşük olması nedeniyle AOSM'ye etkisinin yok denecek kadar az olmasından dolayı %16 olarak kullanılmasını anlaşılır buluyoruz.

Yukarıda özetlenen varsayımlar dahilinde şirket için %18,56 AOSM hesaplanmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	
Risksiz Getiri Oranı	12,57%
Piyasa Risk Primi	6,00%
Beta	1
Sermaye Maliyeti	18,57%
Borçlanma Maliyeti	16,00%
Kurumlar Vergisi	3,00%
Vergi Sonrası Kurumlar Vergisi	15,52%
Borçluluk Oranı	0,21%
AOSM	18,56%

Satış Tahminleri: Metro Yatırım şirketin son 2 yılda yakaladığı yüksek büyüme trendini önümüzdeki yıllarda da devam ettireceğini, büyümenin kaynağının da müşteri sayısı ve sözleşme büyüklerindeki artış olacağını ifade etmiştir. Cironun bileşenleri (müşteri sayısı ve sözleşme büyüklükleri) geçmiş yıllar ve projeksiyon yılları için gösterilmediği için ciro artışının hangi parametreden kaynaklandığı net olarak anlaşılamamaktadır. Ayrıca yıllar itibarıyla yeni alınan sözleşmeler, yenilenen sözleşmeler ve devam eden sözleşmelere ait veriler paylaşılmış olsaydı şirketin önümüzdeki dönem için hedeflediği ciro rakamlarına ulaşmak için imzalaması gereken sözleşme adedi ve büyüklüğü daha net görülebilirdi.

Brüt Kar Marjı: Son 3 yılda artan bir ivmeyle %19,58'den %21,01'e yükselen marjdaki trendin korunarak 2024 yılında %24'e yükseleceği öngörülmüş olmasına rağmen marjdaki iyileşmenin temel sebepleri yatırımcıya açıklanmamıştır.

Faaliyet Giderleri: Projeksiyon döneminde faaliyet giderlerinin ciroya oranının son 3 yıldaki ortalama oran olarak korunacağı varsayılmış olup tarafımızda makul görülmektedir.

Yatırım Harcamaları: 2018 yılında 293 bin TL olarak öngörülen yatırım harcamaları sonraki yıllarda %3-4 bandında artırılmıştır. Yatırım harcamalarının gerekçesi raporda ifade edilmemiştir.

İşletme Sermayesi: 2018 yılında işletme sermayesinden şirket kasasına 4,4 milyon TL nakit gireceği öngörülmesine rağmen detay bilgisi verilmemiştir. Sonraki yıllarda ise artan ciro hacmiyle beraber nakit çıkışı öngörülmüştür.

Sonuç olarak %3 büyüme oranı ve yukarıdaki varsayımlar kullanılarak İNA metoduyla şirket için halka arz öncesi 68,2 milyon TL firma değeri ve 70,3 milyon TL piyasa değeri ve 6,39 TL pay başı değer hesaplanmıştır.

Halka Arz Fiyatı

- Çarpan ve İNA metotlarından hesaplanan değerler eşit ağırlıklandırılarak 5,57 TL iskonto öncesi pay başı değer tespit edilmiş ve %20 halka arz iskontosu uygulanarak 4,45 TL halka arz fiyatına ulaşılmıştır.

Değerleme Yöntemi	Pay Başı Değer
Çarpan	4,74
İNA	6,39
Ortalama Pay Başı Değer	5,57
Halka Arz İskontosu	20%
Halka Arz Fiyatı, TL	4,45

Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yatırımcıya daha detaylı bilgiler sunulabileceğini düşünüyoruz.
- Kafein Yazılım'ın fiyat tespitinde sadece çarpan metodu yerine İndirgenmiş Nakit Akımları metodunun da kullanılmasını olumlu karşıyoruz.

- Çarpan metodunda Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK), FD/Ciro, PD/DD ve F/K çarpanları kullanılmıştır. Kullanılan çarpanlar piyasada kabul edilmiş ve yaygın olarak kullanılan çarpanlar olup metodolojiyi makul bulmaktayız. Ana Pazar, bilişim sektörü ve yazılım sektörü şirketleri çarpanlarının ayrı ayrı gösterilmesi ve kullanılmasını makul bulmaktayız. Değerleme çarpanlarını tespit ederken yapılan üst değer eliminasyonunu makul bulmakla beraber üst sınırın daha düşük tutulabileceğini düşünüyoruz.
- İndirgenmiş nakit akımları metodunda kullanılan %12,57 risksiz getiri oranı varsayımının muhafazakar olmadığını, mevcut piyasa koşullarını yansıtmadığını ve daha yüksek bir oran kullanılması gerektiğini düşünüyoruz. 2018 ve sonrasında ciro ve brüt kar marjındaki artışların kaynak ve gerekçelerinin daha net gösterilmesi gerektiğini düşünüyoruz.
- Halka arz öncesi değer hesaplanırken çarpan ve İNA'dan hesaplanan değere eşit ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Talep toplama fiyatının belirlenmesinde halka arz öncesi değere uygulanan %20 iskonto oranının son dönem piyasa koşullarında meydana gelen bozulma ve özellikle İNA'dan hesaplanan değerdeki yukarı yönlü riskleri elimine edebilecek büyüklükte olmadığını düşünmekteyiz.