



SMARTİKS YAZILIM A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORU ANALİZİ

Mayıs 2019

Önemli Not İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Ahlatcı Yatırım A.Ş. Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Metro Yatırım") aracılık ettiği Smartiks Yazılım A.Ş. ("Smartiks" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Metro Yatırım'ın hazırladığı fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ahlatcı Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Halka Arza İlişkin Bilgiler

Halka Arz Bilgileri	
Halka Arz Tarihi	9-10 Mayıs 2019
Halka Arz Büyüklüğü	30.129.000 TL
Halka Arz Oranı	43.3%
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	21.250.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	28.750.000 TL
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Borsa'da Satış
Halka Arz Miktarı	7.500.000 TL Sermaye Artırımı - 4.950.000 Ortak Satışı - 12.450.000 TL Toplam
Halka Arz Fiyatı	2,42 TL
Borsa'da İşlem Görme Tarihi / Pazarı	15 Mayıs 2019 (Tahmini) / Ana Pazar
Aracılık Yöntemi	Bakiyeyi Yüklenim
Taahhütler	Metro Yatırım, halka arz süresi sonunda satılmayan payları halka arz fiyatı üzerinden satın alma taahhüdü vermiştir.
Fiyat İstikrarı	Payların Borsa İstanbul A.Ş.'de ("BİAŞ"/"Borsa İstanbul") ilk işlem görmeye başladığı günden itibaren 30 gün süreyle fiyat istikrarı uygulanması planlanmaktadır. Bu işlem için ayrılan fon, paylarını halka arz eden ortakların halka arzdan elde edecekleri gelirin 1.237.500 TL'si ile sınırlandırılmıştır.

Şirket Bilgileri

Smartiks Yazılım A.Ş. (kısaca "Smartiks" veya "Şirket") 25 Ocak 2006 tarihinde yazılım geliştirme ve danışmanlık hizmetleri alanında faaliyet göstermek üzere "Smartiks Bilgi Teknolojisi Hizmetleri Limited Şirketi" unvanı ile İstanbul'da kurulmuştur. 30 Haziran 2008 tarihinde nev'i değiştirerek limited şirketten, anonim şirkete dönüştürülmüş, nihai olarak, 22 Haziran 2017 tarihinde ticaret unvanını "Smartiks Yazılım A.Ş." olarak değiştirmiştir.

Şirket faaliyetlerini, Yıldız Teknik Üniversitesi Teknopark Merkez Ofisi ("Genel Müdürlük"), Kozyatağı Ar-Ge Ofisi ve Dubai Ofisi'nde yürütmektedir. Şirket, 2018 yılı içinde Amerika Birleşik Devletleri'nde ("ABD") Smartiks Yazılım A.Ş. Amerika Şubesi adı altında faaliyet gösterecek yeni bir şube açmıştır.

Smartiks, firmaların satış, pazarlama ve üretim gibi çeşitli günlük faaliyetlerinin yönetilmesine yönelik yazılım ürün ve teknolojileri üretmek üzere kurulmuştur. İhraççı kendi geliştirdiği projeler ve ürünlerle birlikte Microsoft, Oracle gibi firmalar ile yaptığı iş ortaklıkları ile de hizmet sunmaktadır. İş ortaklarının sağladığı ürün/platformları üzerinde yazılım geliştirme, kurumsal ürün konumlandırma ve bu ürünlerin geliştirilmesi konularında da hizmetler sunmaktadır. Şirket kurumsal müşterilerin doğrudan talepleri veya satış pazarlama faaliyetleri sırasında kendisine iletilen müşteri ihtiyaçları üzerine yazılım teknolojileri ile projeler geliştirerek çözümler sunmaktadır. Şirket sermayesinde %5 ve fazlası pay sahibi olan gerçek ve tüzel kişiler aşağıda belirtilmiştir.

Not: Bu bölümdeki ifade, tablo ve grafikler için "Şirket'in Halka Arz İzahnamesi ve Smartiks Fiyat Tespit Raporu dikkate alınmıştır.

Ortaklık Yapısı

Ortak	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
Kafein Yazılım Hizmetleri A.Ş.	10.837.500	51	10.837.500	37,70
Serkan KARAHANOĞLU	3.470.834	16,33	1.820.834	6,33
Alper Utkan ŞANDA	3.470.833	16,33	1.820.834	6,33
Nurettin ŞENDOĞAN	3.470.833	16,33	1.820.834	6,33
Halka Açık	0	0,00	12.450.000	43,30

Kaynak: Metro Yatırım

Şirket'in kontrolü toplam sermayenin doğrudan %51 oranında pay sahipliği bulunan ve oy haklarının %50,42'sini elinde bulunduran Kafein Yazılım Hizmetleri A.Ş.'ye (kısaca "Kafein") aittir. Kafein, Mayıs 2018'de Şirket'in %51'ine tekabül eden toplam 9.435.000 TL nominal değerli payını toplam 25,4 milyon TL bedelle satın almıştır. Bu satın alım sonrasında Kafein'in Şirket'e 1.402.500 TL yeni sermaye koymasıyla Smartiks'in ödenmiş sermayesi 21.250.000 TL'ye yükseltilmiştir.

Kafein Yazılım Hizmetleri A.Ş. 2005 yılında kurulmuş ve yazılım sektöründe faaliyet göstermektedir. Bugün itibarıyla Türkiye'nin önde gelen yazılım ve yazılım destek hizmeti firmaları içinde yer alan Kafein, telekomünikasyon (Vodafone, Türk Telekom, Turkcell) firmalarına, sigorta (ERGO, Allianz, BNP) firmalarına ve THY, Migros gibi Türkiye'de ilk 500'e giren firmalara hizmet sunmaktadır.

Şirket faaliyetlerini, Yıldız Teknik Üniversitesi Teknopark Merkez Ofisi, Kozyatağı Ar-Ge Ofisi ve Dubai Ofislerinde yürütmektedir. Şirket ayrıca 26 Mart 2018'de ABD, California/ Santa Clara'da bir şube açmıştır.

Şirket, halka arz gelirinin kullanımına yönelik planlarını aşağıdaki gibi açıklamıştır.

- 1 - %50 Finansal borçların kapatılarak mali yapının güçlü ve esnek hale getirilmesi
- 2 - %30 Ar-Ge ve yazılım geliştirme çalışmalarının finansmanı
- 3 - %20 İşletme sermayesinin ve satış pazarlama ağının güçlendirilmesi

Faaliyet Alanları

- İş analitikleri alanı, müşterilerin faaliyetleri sırasında bilgi sistemlerinde oluşan verilerle, finansal performanslarını iyileştirmelerine yardımcı olmak üzere hazırlanan raporlama, görselleştirme, performans izleme ve analiz etme yazılımlarını kapsamaktadır.
- Müşteri deneyimi alanı, müşterilerin firmalara verdikleri değeri yaratan tecrübelerin tamamını kapsamakta olan, çağrı merkezi yazılımları, satış/teklif yönetim yazılımları, bayi yönetim yazılımları, tesis yönetim yazılımları gibi firmanın müşterileri ile etkileşim halinde bulunduğu alanlarda kullanılan tüm yazılım ürünleridir. Smartiks'in faaliyetleri sadece kendi geliştirdiği projeler ve ürünleri ile sınırlı olmayıp, Microsoft, Oracle gibi firmalar ile de iş ortaklıkları yapmaktadır. Smartiks faaliyetlerini; "Yazılım Geliştirme" ve "Danışmanlık Hizmetleri" temel başlıkları altında gruplandırmaktadır.

Yazılım Geliştirme Faaliyetleri

Şirket'in yazılım geliştirme faaliyetleri ileride ürün üretimi düşüncesi ile başlanan ve yürütülen faaliyetlerden oluşmaktadır. Bu faaliyetin kaynağı müşteri deneyimlerinden olabildiği gibi tamamen Şirket'in kendi içinden doğan fikirler sonucunda da olabilmektedir. Önceden bir müşteriye hazırlanmış olan bir proje ürün kapsamında değerlendirilmemektedir. Ancak ortaya çıkacak yazılımın sektörel bir probleme çözüm sunması ve birden fazla firmaya uygulanabilir olması göz önünde bulundurularak, "bir yazılım ürünü" olup olamayacağına karar verilmektedir.

Yazılım geliştirme projesinin/ürününün teşvik ve desteklerden yararlanabilmesi için, sunduğu yeni yöntem, problemin çözümüne ilişkin yenilik veya uluslararası bir ürünün yerli muadili olabilme gibi nitelikleri sağlaması gerekmektedir. İlgili merciler tarafından kabul edilen uygulamalar ve bu uygulamaların Ar-Ge niteliği taşıyan bölümleri, kanunlar ile sağlanan çeşitli teşviklerden de yararlanılması suretiyle geliştirilmeye başlanmaktadır. Ürüne dönüşüm potansiyeli az olan veya net bir Ar-Ge değeri taşımayan uygulamalar üretim merkezi fark etmeksizin teşviklerden yararlanamamakta ve aktifleştirilememektedir.

Şirket'in TEKNOPARK şubeleri ve Ar-Ge merkezinde geliştirdiği yazılımlar ile TÜBİTAK TEYDEP yazılım projeleri yatırım olarak ele alınmaktadır. Smartiks, yazılım geliştirme yatırımlarına ilk olarak GEBZE teknoloji bölgesinde başlamış daha sonra TEKNOPARK bünyesinde ilk şubesini oluşturmuştur. Kozyatağı Ofisi için Bilim ve Sanayi Bakanlığı'na yaptığı başvuru kabul edilmiş ve Kozyatağı Şubesinin bir kısmı Ar-Ge Merkezi olarak kullanılmaya başlanmıştır.

Değerleme Hakkında Özet Bilgiler

Bu raporda Smartiks Bilgi Teknolojisi Hizmetleri Limited Şirketi'nin Metro Yatırım tarafından hazırlanmış 10 Nisan 2019 tarihli fiyat tespit raporu incelemesi yapılmıştır. Metro Yatırım fiyat tespit çalışmasında Piyasa Çarpanları ve İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemlerini kullanmıştır.

- Piyasa Çarpanları Yöntemi

Bu yönteme göre aşağıdaki tablo oluşturulmuştur;

Endeks ve/veya Sektör Adı	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K
BİST Ana Pazar	1,18	5,6	9,41
BİST Bilişim Sektörü	1,63	5,88	10,16
Ortalama	1,4	5,74	9,78

Piyasa çarpanları yönteminin uygulanması aşamasında değerlendirmeye alınan şirket verileri ise aşağıdaki gibidir. Değerlendirmede 31.12.2018 tarihindeki veriler dikkate alınmıştır.

Tarih	Özkaynaklar	Net Kar	Satış Gelirleri	FAVÖK	Net Nakit
31.12.2018	27.610.410	6.068.718	23.779.698	14.100.698	- 8.644.596

Buna göre BİST Ana Pazar ve BİST Bilişim/Yazılım sektörü ortalama rasyolarına göre hesaplanmış piyasa değerleri aşağıdaki tablodaki gibidir.

Ortalama Şirket Değeri	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K
	38.723.600	72.304.273	59.367.233

Buna göre piyasa değerlerinin eşit ağırlıkta alınması ile Smartiks için piyasa değeri 56.798.369 TL ve 1 adet hissenin değeri ise 2.67 TL olarak hesaplanmıştır.

- İndirgenmiş Nakit Akım Yöntemleri

Fiyat tespiti yapan Metro Yatırım'ın İNA analizinde kabul ettiği varsayımlar şu şekildedir;

- Projeksiyon süresi 6 yıl olarak baz alınmıştır
- İndirgenmiş Nakit Akım Analizi 6 yıllık süreyi kapsamaktadır.
- Sermaye maliyeti hesaplanması aşamasında risksiz faiz oranı olarak 20.26%, piyasa risk primi 6.00%, Beta ise 1 olarak varsayılmıştır. Bu şekilde sermaye maliyeti 26.26%, borçluluk oranı 23.77% ve sonuç olarak Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti 24.85% olarak hesaplanmıştır.
- Satışların büyüme oranı 2019-20 için 25%, 2020-2021 yılları için 20%, 2023-2024 yılları için 15% varsayılmıştır.
- Uç büyüme oranı ise 5% olarak kabul edilmiştir.

İNA YÖNTEMİNE GÖRE SONUÇLAR	
Uç Dönem Serbest Nakit Akımları	150.189.515
İndirgenmiş Devam Eden Şirket Değeri	39.648.886
Firma Değeri	72.934.371
Net Borç	8.644.596
Tahmini Gerçeğe Uygun Değer	64.289.775
Tahmini Birim Hisse Değeri	3,03

Sonuç

Metro Yatırım'ın yaptığı değerlendirme çalışmasına göre kullanmış olduğu Piyasa Çarpanları ve İndirgenmiş Nakit Akım Analizi yöntemlerine göre piyasa değeri hesaplaması sonucunda aşağıdaki tabloya göre sonuçlar şu şekilde gerçekleşmiştir.

Analiz Yöntemi	Piyasa Değeri (TL)
Piyasa Çarpanları Yöntemi	56.798.369
İNA Yöntemi	64.289.775

Kaynak: Metro Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Bu sonuçlara göre birim hisse fiyatı 2,85 TL olarak hesaplanmış ve %15 olan halka arz iskontosu sonrası fiyat 2,42 TL olarak belirlenmiştir.

Görüş

a) Piyasa Çarpanları Yöntemi

- Çarpan yönteminde baz alınan şirketlerin çarpan değerlerinin medyanın kullanılmış olması bazı şirketlerin çok yüksek değerlerinin bulunması nedeniyle uygun olduğunu düşünüyoruz
- Yazılım/Bilişim sektörü şirketleri için PD/DD oranının çok uygun bir yöntem olmadığını düşünmekle birlikte Smartiks için de bu oranın kullanılmamasının uygun olmadığını düşünüyoruz.
- Piyasa çarpanı yönteminde kullanılan BİST Ana-Pazar ortalama çarpan değerinin bu sektörde Smartiks'ten çok farklı alanlarda faaliyet gösteren birçok şirket bulunması nedeniyle karşılaştırma yapılırken sağlıklı bir sonuca ulaşılmasına engel oluşturacağı düşüncesiyle kullanılmamasının daha uygun olacağı görüşündeyiz.
- Smartiks'in faaliyet gösterdiği alan olan Bilişim/Yazılım sektöründe BİST'te faaliyet gösteren Bilişim/Yazılım sektörü şirketlerinin çarpan değerlerinin kullanılmış olması doğru bir yaklaşımdır. Smartiks'in faaliyet gösterdiği alanı detaylı incelediğimizde ağırlıklı yazılım tarafı daha ağır basan bir şirket olmasından kaynaklı olarak daha rasyonel bir karşılaştırma yapılabilmesi adına Kafein Yazılım, Logo Yazılım, Fonet, Kron Telekomünikasyon ve Link Bilgisayar şirketlerinin karşılaştırmada kullanılmasının daha uygun olacağı görüşündeyiz. Buna göre Fiyat Tespit Raporunda belirtilen şirket değeri sektör çarpanları ve İNA değerlerine göre belirlenen şirket değerini karşılamaktadır.
- Yapılan değerlemede yurtdışındaki benzer şirketlerin çarpan değerleri kullanılmamıştır.

b) İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

- Metro Yatırım tarafından yapılan projeksiyona göre Smartiks'in satış gelirlerindeki artış 2017 için %31, 2018 yılı için %11 olup, projeksiyon dönemindeki büyüme oranları 2020 yılına kadar %25, 2021-2022 yılları arasında %20 ve 2022 yılı sonrası için %15 olarak varsayılmıştır. 2019 yılı sonrası tahmin edilen büyüme oranları geçmiş yıllardaki büyüme oranlarıyla karşılaştırıldığı zaman hızlı şekilde artmasına rağmen bu artışın nedeni olarak Şirket'in son dönemde küçük tutarlı projelerden daha büyük tutarlı projelere yoğunlaşmaya yöneldiği belirtilmektedir.
- Şirket'in 2019-2024 yılları arasında brüt kar marjının 75%-82% aralığında olduğunu görüyoruz. Bu değerlerin biraz yüksek olduğunu düşünüyoruz.
- Maliyetlerin ve operasyonel giderlerin hesaplanmasında yazılım şirketleri için önem arz eden personel maliyetlerine ait hesap projeksiyonları muğlak görünmektedir. Personel sayısının gelişimine ait tahmin eksikliği nedeniyle faaliyet giderleri ve maliyetlerdeki tahminlerin tutarlılığı konusu tam olarak netleştirilememiştir.
- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasında Risksiz Faiz Oranı 20,26% olarak kullanılmış ve bu oranın makul olduğu kabul edilmiştir.
- Beta katsayısı Şirket'in ilk halka arzında genel kabul olan "1" olarak belirlenmiştir. Sektördeki benzer şirketlerin son bir yıllık Beta'sının "1" altında olması nedeniyle kabul edilen oran makul görünmektedir.
- Son yıllarda gerçekleştirilen halka arzlarında risk primi 5%-6% aralığında kabul edilmektedir. Bu açıdan bu değer de makul olduğunu düşünüyoruz.

Sonuç

Metro Yatırım tarafından Smartiks için hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında verilen detaylı ve açıklayıcı bilgilerin anlaşılır ve yeterli olduğunu, değerlendirme metodolojisinin ayrıntılı ve net biçimde açıklandığını düşünmekteyiz.

Yukarıda da bahsettiğimiz gibi şirket değerlemesinde Piyasa Çarpanları ve İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemleri kullanılmıştır.

Değerleme çalışmasında benzer Şirket ve Ana Pazar şirketleri çarpanlarının ortalamasının hesaplamasında medyan değerlerin kullanılmış olması olumlu olmakla birlikte, benzer Şirket analizinde Borsa İstanbul'da işlem gören yazılım odaklı şirketlerin çarpanlarına daha fazla ağırlık verilmesinin daha uygun olacağı değerlendirilmektedir.

İndirgenmiş Nakit Akım analizinde satış gelirlerindeki büyüme oranlarının 2019-2020 arasındaki hızlı artışı ve brüt kar marjının da gelecek yıllar itibarıyla oldukça yüksek olduğunu düşünmekle birlikte bu görünümün büyük tutarlı projelere yönlenecek olmasıyla karşılanabileceğinin belirtilmesi nedeniyle bir miktar çekinceyle değerlendiriyoruz.

Sonuç olarak Rapor'da tespit edilen Şirket değeri ve sonrasında ulaşılan birim fiyat ile söz konusu iskonto oranının makul olduğunu düşünüyoruz.