

# SMARTİKS YAZILIM A.ř.

## Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

Mayıs 2019

İř YATIRIM



## **Önemli Not**

*İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'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 İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.*

## 1 Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

**Tablo 1** Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Halka Arz Tarihi	09-10 Mayıs 2019
Halka Arz Yöntemi	Borsada Satış – Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Satış
Mevcut Ödenmiş Sermaye	21.250.000 TL
Halka Arz Oranı	%43,30
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	7.500.000 (Sermaye Art.: 5.000.000, Ortak Satışı: 2.500.000)
Satmama Taahhüdü	1 yıl boyunca halka arz fiyatının altında satmama
Fiyat	2,42 TL
Halka Arz Büyüklüğü	12.450.000 TL

Kaynak: Metro Yatırım

Arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda verilmektedir:

**Tablo 2** Ortaklık Yapısı

Ortak	ARZ ÖNCESİ		ARZ SONRASI	
	Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
Kafein Yazılım Hizmetleri Tic. A.Ş.	10.837.500	51,00	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	12.450.000	43,30
<b>TOPLAM</b>	<b>21.250.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>28.750.000</b>	<b>100,0%</b>

Kaynak: Metro Yatırım

## 2 Şirket Hakkında Özet Bilgi

---

Smartiks (“Şirket”) 2006 yılında kurulmuş olup, yazılım sektöründe faaliyet göstermektedir. Smartiks kurumsal firmaların satış, pazarlama ve üretim gibi çeşitli faaliyetlerinin yönetilmesine yönelik yazılım geliştirmektedir.

İhraççı sadece kendi geliştirdiği projeler ve ürünler ile değil, 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. Ayrıca bu hizmetlere ek olarak müşterilerden gelen talepler doğrultusunda bu ürün/platformlar için kullanıcı eğitimleri, yazılım uygulama yöneticisi eğitimleri gibi eğitimlerde sağlanmaktadır. 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 kullanım alanı olarak aşağıdaki planlamayı sunmuştur:

- 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

### 3 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

İş Yatırım tarafından Metro Yatırım'ın hazırladığı 10 Nisan 2019 tarihli fiyat tespit raporu incelenmiştir. Bu çalışmaların sonuçları aşağıdaki gibidir:

#### 1. Piyasa Çarpanları Yöntemi

Oran analizinde baz alınan rasyolar aşağıdaki gibidir:

**Tablo 3** BİST Benzer Şirketler (09.04.2019)

Endeks ve Sektör Verileri	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K
BIST Ana Pazar	1,18	5,6	9,41
BIST Bilişim Sektörü	1,63	5,88	10,16
<b>Ortalama</b>	<b>1,40</b>	<b>5,74</b>	<b>9,78</b>

*Kaynak: Metro Yatırım Fiyat Tespit Raporu*

Piyasa çarpanları için kullanılan şirket verileri aşağıdaki gibidir:

**Tablo 4** Kullanılan Şirket Verileri

Şirket Verileri (TL)	Net Kar	Özkaynaklar	Satışlar	FAVÖK	Net Nakit
31.12.2018	6.068.718	27.610.410	23.779.843	14.100.698	(8.644.596)

Smartiks'in BİST Ana Pazar ve BİST Bilişim/Yazılım sektörü ortalama rasyolarına göre hesaplanan piyasa değerleri aşağıdaki gibidir.

**Tablo 5** Çarpan Analizi Sonuçları

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

Tüm rasyoların verdiği piyasa değerlerinin ortalaması eşit ağırlıkta (%33,3) alındığında Skartiks için Piyasa Değeri 56.798.369 TL, 1 adet payın değeri ise 2,67 TL olarak hesaplanmıştır.

#### 2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Kullanılan temel varsayımlar aşağıdaki gibidir:

- 1) Projeksiyon süresi 6 yıldır.
- 2) İNA analizi 6 yıllık bir süreyi baz almıştır.

- 3) Sermaye maliyeti hesaplanırken, risksiz faiz oranı %20,26, piyasa risk primi %6,00 ve Beta 1,00 kabul edilmiştir. %26,26 sermaye maliyeti ve %23,77 borçluluk oranı ile AOSM %24,85 olarak hesaplanmıştır.
- 4) Ciro Büyüme Oranı 2019-20 için %25, 2020-21 için %20, 2023-24 için %15 kabul edilmiştir.
- 5) Terminal Büyüme Oranı %5 kabul edilmiştir.

**Tablo 6** İNA Yöntemi - Sonuç

Uç Dönem Ser. Nakit Akım.	İnd. Devam Eden Şirket Değeri	Firma Değeri	Net Borç	Tah. Gerçeğe Uyg. Değ.	Tahmini Birim Pay Değeri
150.189.515	39.648.886	72.934.371	8.644.596	64.289.775	3,03

### 3. Sonuç

Metro Yatırım tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında;

- Piyasa Çarpanları Yöntemi
- İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

sonucunda Piyasa Değeri hesaplaması yapılmış ve bu yöntemler sonucu elde edilen değerlerin ortalaması alınarak Piyasa Değeri bulunmuştur.

**Tablo 7** Metro Yatırım Fiyat Tespit Raporu Değerleme Sonucu

mn TL	Piyasa Değeri (TL)
Piyasa Çarpanları Yöntemi	56.798.369
İNA Yöntemi	64.289.775
<b>Ortalama Piyasa Değeri</b>	<b>60.544.072</b>

*Kaynak: Metro Yatırım Fiyat Tespit Raporu*

Bu piyasa değeri doğrultusunda birim hisse fiyatı **2,85 TL** olarak hesaplanmış olup, halka arz iskontosu (**%15**) sonrası fiyat **2,42 TL** olarak belirlenmiştir.

## 4 Görüş

### 1. Piyasa Çarpanları Yöntemi

- Çarpanların ortalamasının hesaplanmasında medyan kullanılması makuldür.
- PD/DD çarpanı yazılım şirketleri için çok uygun bir yöntem olmadığı düşünülmekte olup, Smartiks için kullanılmaması daha uygundur.
- BİST Ana-Pazar ortalamasına mali sektör şirketlerinin dâhil edilmemesi doğru bir yaklaşımdır. Bununla beraber, bu grupta yer alan şirketlerin pek çoğu, Smartiks'ten çok farklı iş modellerine ve finansal büyüklüklere sahip olduğu için, BİST Ana-Pazar ortalama çarpanının Smartiks değer hesaplamasında kullanılmamasının daha uygun olduğunu düşünüyoruz.
- Bilişim/Yazılım sektörü çarpanlarını kullanmak doğru bir yaklaşımdır. Bununla beraber, bu sektör grubunda yer alan şirketlerin faaliyetleri incelendiğinde büyük çoğunluğunun donanım ve teknolojik malzeme dağıtım/toptan satış odaklı şirketler olduğu görülmektedir. Smartiks bir yazılım şirketi olduğu için, bu şirketler arasında Smartiks ile karşılaştırılabilir olan şirketlerin Logo Yazılım, Kafein Yazılım, Link Bilgisayar ve Fonet olduğu görülmektedir. Çarpan analizinde bu şirketlerin kullanılmasının daha uygun olduğu düşünülmektedir.
- İş Yatırım tarafından Logo Yazılım, Kafein Yazılım, Link Bilgisayar ve Fonet'in çarpanları incelenmiştir. Link Bilgisayar ve Fonet'in 2019 ve 2020 verileri mevcut olmadığı görülmüştür. Bulunan şirket çarpanlarına aşağıda yer verilmiştir.

**Tablo 8** Logo, Kafein, Link ve Fonet Çarpanları

	Piyasa Değeri (mn TL)	2018		2019T		2020T	
		F/K	FD/FAVÖK	F/K	FD/FAVÖK	F/K	FD/FAVÖK
Logo	914,5	14,6x	9,6x	11,2x	7,4x	8,0x	5,9x
Kafein	133,7	8,1x	6,6x	6,4x	4,3x	5,1x	3,5x
Fonet	105,3	8,6x	6,4x	-	-	-	-
Link	68,6	9,8x	9,7x	-	-	-	-

Kaynak: Bloomberg, 08/05/2019

- Bu çarpanlar kullanılarak hesaplanan şirket değeri Fiyat Tespit Raporunda belirtilen INA ve çarpan değerlerini desteklemektedir.
- Yurtdışındaki benzer şirketlerin incelenerek, özellikle de gelişmekte olan pazarlardaki benzer şirketlerin çarpanlarının da değerlemede hesaba katılması faydalı olabilirdi.

### 2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

- 2017 ve 2018 yıllarındaki ciro büyümesi sırasıyla %31 ve %11 olup, projeksiyon dönemindeki büyüme oranları 2020'ye kadar %25, 2021-22'de %20 ve 2022 sonrası %15 olarak belirlenmiştir. 2019 yılı sonrası tahmin edilen büyüme oranları

geçmiş yıllardaki büyüme oranlarıyla karşılaştırıldığı zaman agresif bir oranda büyütüldüğü görülmektedir. Fiyat Tespit Raporunda bu büyümenin kaynağı olarak Şirket'in son dönemde küçük tutarlı projelerden, daha büyük tutarlı projelere yoğunlaşması olduğu ifade edilmektedir.

- Maliyetlerin ve operasyonel giderlerin hesaplanmasında personel maliyetleri hesap projeksiyonları tam olarak anlaşılmamıştır. Personel sayısının varsayımı olmadığı için faaliyet giderleri ve maliyet üzerine yorum yapılamamıştır.
- AOSM hesaplanırken;
  - Risksiz faiz oranı olarak %20,26 kullanılmıştır. Gösterge faiz oranı dikkate alındığında (%19,79) bu oranın makul olduğu görülmektedir.
  - Risk priminin,) ülkemizde gerçekleşen halka arzlar baz alınarak, muhafazakar bir yaklaşımla %6 alındığı ifade edilmiştir. Bu yaklaşım makuldür.
  - Beta katsayısı, "ilk halka arzlarda bu katsayının genelde 1 kabul edildiği" varsayımı ile 1 kabul edilmiştir. Böyle bir varsayım yapmak yerine, Smartiks ile en çok benzeyen Logo Yazılım, Kafein Yazılım, Link Bilgisayar ve Fonet'in kaldıraçsız beta katsayılarından faydalanmak daha doğru bir yaklaşım olabilir. Bu hesaplama kapsamında Fonet betası alınmamıştır ve çıkan ortalama kaldıraçsız beta şirket verileri ile kaldıraçlı hale getirilmiştir.

**Tablo 9** Beta Hesaplaması

	Beta	Borç/Özkaynak	Kaldıraçsız Beta
Logo	0,95	76,8%	0,60
Kafein	1,06	32,2%	0,85
Link	0,91	13,4%	0,82
Fonet	0,42	38,6%	-
Ortalama	<b>0,97</b>		<b>0,75</b>

*Kaynak: Bloomberg, 06/05/2019 ve 08/05/2019*

- Ortalama kaldıraçsız beta sonucu kullanılarak Şirket'in kaldıraçlı betası **1,1** olarak bulunmuştur. Beta varsayımı 1,1 kullanıldığı zaman AOSM yaklaşık %0,5 artmaktadır.

### 3. Sonuç

Sonuç olarak;

Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında kapsamlı bir şekilde bilgilendirme yapılmıştır. Değerleme için kullanılan yöntemler ayrıntılı ve net bir şekilde açıklanmıştır. Projeksiyonlar için kullanılan varsayımlar genel olarak iyi açıklanmış olup, bir tek bir yazılım şirketi için önemli bir maliyet kalemi olan personel giderlerinin projeksiyon varsayımları belirtilmemiştir.



Çarpan analizi yönteminde yukarıda açıklandığı üzere Logo Yazılım, Link ve Kafein'in FAVÖK ve F/K çarpanları baz alınarak hesaplanan fiyat belirlenen halka arz fiyatının üzerinde çıkması sebebiyle 2,42 TL'lik halka arz fiyatının makul olduğu düşünülmektedir.