

Kafein Yazılım ve
Bilgisayar Sistemleri
Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Değerleme Raporu

SUNUŞ ve YÖNETİCİ ÖZETİ

Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi Yönetim Kurulu'na;

Bu rapor, Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi ("Verusaturk")'nin talebi üzerine, Kafein Yazılım ve Bilgisayar Sistemleri San. ve Tic. A.Ş. ("Şirket") "pazar değerinin" tespit edilmesi amacı ile tarafımızdan ("Değerleme Uzmanı") hazırlanmıştır. Değerleme çalışması sonucu belirlenmesi amaçlanan "pazar değeri", değerlemesi yapılan şirketin, uygun bir pazarlamanın ardından birbirinden bağımsız istekli bir alıcıyla istekli bir satıcı arasında herhangi bir zorlama olmaksızın ve tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyeceği şartlar altında, bilgili, basiretli ve iyi niyetli bir şekilde hareket ettikleri bir anlaşma çerçevesinde değerlendirme tarihinde el değiştirmesi gereken tahmini tutardır.

Pazar değerinin tespitinde, yasal yükümlülükler ve imtiyazlar gibi sınırlamalara tabi olmayan, şirketin yönetimi ve politikaları üzerinde kontrol gücü bulunan sahiplik paylarının, faaliyetlerini sürdürmekte olan işleyen bir teşebbüs olarak ifade ettikleri değer temel alınmıştır. Görüşümüze göre, bu kavram, değerlemeye konu şirketin en verimli ve en iyi kullanımını temsil etmektedir.

Çalışma sırasında Şirket'in 2012, 2013, 2014 ve 31.03.2015 tarihli Vergi Usul Kanununa uygun olarak hazırlanmış finansal tabloları ve Şirket üst yönetiminin bizimle paylaşmış olduğu finansal ve operasyonel bilgiler esas alınmış, çalışma kapsamında sunulan mali tablolar ve diğer finansal bilgiler tarafımızca ayrıca denetime tabii tutulmamıştır. Değerleme çalışmasında İNA (İndirgenmiş Nakit Akımları), Karşılaştırılabilir Şirket Değeri ve Net Aktif Değer yöntemleri kullanılmış, geleceğe yönelik finansal tahminler, Şirket yönetimi tarafından belirlenen hedefler ve stratejiler doğrultusunda oluşturulmuştur. Temin edilen tüm finansal ve diğer bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiştir. Geleceğe yönelik tahmini finansal tabloların ve bunların bağlı olduğu varsayımların uygulama ve gerçekleşme sorumluluğu tamamen Şirket'e aittir. Dolayısıyla, tarafımıza sunulan geçmiş ve gelecek döneme ait mali tablolar üzerinde herhangi bir fikir ya da teminat beyan etmemekteyiz.

Değerin tespiti ve raporlanması sürecinde, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan "Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (Seri:VIII, No:45)" hükümlerine uygun hareket edilmiştir.

Değerleme Uzmanı olarak,

- Raporda sunulan bulguların Değerleme Uzmanı'nın bilgisi çerçevesinde doğru olduğunu,
- Analizler ve sonuçların sadece belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olduğunu,
- Değerleme Uzmanı'nın, değerlendirme konusunu oluşturan şirketle herhangi bir ilgisinin olmadığını,
- Değerleme Uzmanı'nın ücretinin, raporun herhangi bir bölümüne bağlı olmadığını,
- Değerlemenin ahlaki kural ve performans standartlarına göre gerçekleştirildiğini,
- Değerleme Uzmanı'nın mesleki eğitim şartlarına haiz olduğunu,
- Değerleme Uzmanı'nın, değerlendirme yapılan şirketin türü ve faaliyetleri konusunda daha önceden deneyimi olduğunu,
- Raporda belirtilenlerin haricinde hiç kimsenin bu raporun hazırlanmasında mesleki bir yardımda bulunmadığını,

beyan ederiz.

Görüşümüze göre, raporumuzda açıklanan varsayımlar ve kısıtlayıcı koşullar altında, değerlemeye konu Şirket'in 31.12.2014 tarihi itibarıyla pazar değeri **22.810.893 TL**'dir.

08.05.2015

Gürel Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş. adına

**GYM**
G Ü R E L İ
YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK VE
BAĞIMSIZ DENETİM HİZM. A.Ş.

Dr. Hakkı Dede

Sorumlu Ortak Baş Denetçi

İÇİNDEKİLER

Raporun Kapsamı

<i>Değerlemenin Amacı</i>	3
<i>Değerlemenin Kapsamı</i>	3
<i>Değer Standardı ve Tanımı</i>	3
<i>Değerleme Tarihi</i>	4
<i>Kısıtlayıcı Koşullar</i>	4

Şirket Profili

<i>Genel Bilgiler</i>	6
<i>Ortaklık Yapısı</i>	6
<i>Finansal Tablolar</i>	6

Makra Görünüm

<i>Ekonomik Görünüm</i>	8
<i>Sektörel Görünüm</i>	10

Değerleme Yaklaşımı

12

Değerleme Analizleri

<i>Pazar Yaklaşımı</i>	14
<i>Varlık Yaklaşımı</i>	16
<i>Gelir Yaklaşımı</i>	17

Sonuç

25

Baker Tilly Güreli Hakkında

26

RAPORUN KAPSAMI

Değerlemenin Amacı

Bu rapor, Verusaturk'ün talebi ve 16.04.2015 tarihli sözleşmeye istinaden, Kafein Yazılım ve Bilgisayar Sistemleri San. ve Tic. A.Ş.'nin ("Şirket" veya "Kafein") "**pazar değeri**"ni tespit etmek üzere düzenlenmiştir. Raporun amacı, Verusaturk'in Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde düzenlemek ile zorunlu olduğu Uluslararası Finansal Raporlama Standartları'na uygun finansal tablolarda iştirak etmiş olduğu tüzel kişilerin rayiç değerlerinin tespit edilmesi ve finansal tablolarına bu değerler ile yansıtılmasıdır.

Değerlemenin Kapsamı

Değerin tespiti ve raporlanması sürecinde, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan "**Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (Seri:VIII, No:45)**" hükümlerine uygun hareket edilmiştir. Çalışmamız, genel kabul görmüş denetleme ilke, esas ve standartlarına göre yapılmış bir denetimi veya inceleme çalışmasını içermemektedir.

Değerleme süreci, Şirket yönetimi tarafından sağlanan mali, idari ve ticari bilgilerin analizi, Şirket'in mevcut operasyonel performansının ve gelecek ile ilgili beklentilerinin Şirket yönetimi ile tartışılması ve değerlendirilmesiyle sınırlıdır. Şirket tarafından hazırlanan projeksiyonlara ilişkin varsayımlar, Şirket yönetiminin sorumluluğu altındadır. Genel olarak, Şirket'in hissedarlarının sorumluluk içerisinde hareket ettiği, Şirket yönetiminin ise konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.

Değer Standardı ve Tanımı

Raporun dayandığı değer standardı olan "**pazar değeri**", değerlemesi yapılan şirketin, uygun bir pazarlamanın ardından birbirinden bağımsız istekli bir alıcıyla istekli bir satıcı arasında herhangi bir zorlama olmaksızın ve tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyeceği şartlar altında, bilgili, basiretli ve iyi niyetli bir şekilde hareket ettikleri bir anlaşma çerçevesinde değerlendirilmesidir.

"**Pazar değeri**"nin belirlenmesinde, yasal yükümlülükler ve imtiyazlar gibi sınırlamalara tabi olmayan, Şirket'in yönetimi ve politikaları üzerinde kontrol gücü bulunan sahiplik paylarının, faaliyetlerini sürdürmekte olan işleyen bir teşebbüs olarak ifade ettikleri değer temel alınmıştır. Görüşümüze göre, bu kavram, değerlemeye konu şirketin en verimli ve en iyi kullanımını temsil etmektedir.

Diğer taraftan, bir varlığın fiyatının, işlem anındaki piyasa koşullarının ve

tarafımızdan hesaba katılmayan diğer etkenlerin ayrı ayrı veya birlikte dikkate alınmasıyla belirleneceği de açıktır. Dolayısıyla, bu raporun sonuçları, pay alım veya satımında, halka arzda ve/veya azınlık paylarının satışında oluşabilecek değerlere göre önemli farklılıklar gösterebilir.

Değerleme Tarihi

Değerleme tarihi, 31.03.2015 olarak belirlenmiştir. Bu tarihin seçilmesindeki temel gerekçe, bu tarihte, ara mali dönem sonu olması nedeniyle, değerlendirme sürecinde yararlanılan çeşitli tipte bilgilerin kolaylıkla ulaşılabilir olmasıdır.

Kısıtlayıcı Koşullar

Raporumuz aşağıda belirtilen olası ve kısıtlayıcı koşullara dayanmaktadır:

- ⇒ Raporunda aksi belirtilmediği takdirde, Şirket'in ve varlıklarının hiç bir hukuki sorumluluk taşımadığı varsayılmıştır. Bu kapsamda, değerlendirme çalışması her türlü ipotek, rehin sözleşmesi, icra davası gibi yükümlülüklerden bağımsız ve tümüyle pazarlanabilir sahiplik payları temel alınarak gerçekleştirilmiştir. Raporunda belirtilen değerlendirme tarihinden sonra doğan hukuki işlemlerden dolayı Güreli Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş. tarafından sorumluluk kabul edilmeyecektir.
- ⇒ Raporunda kullanılan veriler Şirket yönetimi, kamu kurumları (TCMB, TÜİK, DPT, BİAŞ vb), medya kuruluşları ve değerlendirme uzmanlarıca güvenilir olduğu kabul edilen diğer kaynaklardan sağlanmaktadır. Yapılan analizler, tüm verilerin doğru olduğu kabulüne dayanarak gerçekleştirilmiştir. Tarafımıza sunulan verilerin raporda belirtilen nihai değeri ve analiz sonuçlarını etkileyebilecek nitelikte eksik ve/veya yanlış olması durumunda Güreli Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş. sorumluluk kabul etmeyecektir.
- ⇒ Rapor, talep eden müşterinin münhasır kullanımı için ve sözleşme dahilinde düzenlenmiştir. Müşteri raporu kamu kurum ve kuruluşları ile mahkemelere sunabilir. Raporun teslimi ile müşteri, raporda yer verilen bilgilerin yasal talepler haricinde gizli tutulacağını taahhüt eder. Rapor, Güreli Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş.'nin bilgisi ve onayı olmadan üçüncü şahıslara dağıtım amacıyla kısmen veya tamamen çoğaltılamaz veya kopya edilemez.
- ⇒ Rapora dayanak oluşturan bilgi, belge ve dokümanlar arasından gerekli görülenler raporun ekinde sunulmaktadır. Bu ekler, raporun ayrılmaz bir

parçasını oluşturmakta olup raporun veya eklerinin bağımsız olarak kullanılması sonucu üçüncü tarafların uğrayacağı zararlardan Güreli Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş. sorumluluk kabul etmeyecektir.

- ⇒ Güreli Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş.'nin yasal temsilcileri, sorumlu ortakları, yönetici ve çalışanları veya bu raporu imzalamış ya da raporla ilgili diğer kişilerin, daha önceden bir anlaşma yapılmadığı sürece, bu raporla ilgili olarak bir mahkeme veya herhangi bir dava takibinde ek danışmanlık vermeleri veya şahitlik yapmaları istenemez.

ŞİRKET PROFİLİ

Genel Bilgiler

Kafein, 2005 yılında yazılım sektöründe faaliyet göstermek üzere kurulmuştur. Başta telekom "BSS" alanında olmak üzere, uygulama geliştirme, test / test otomasyon hizmetleri, proje yönetimi, anahtar teslim yazılım çözümleri, danışmanlık, dış kaynak kullanımı hizmetleri yanı sıra veri analizi, veri madenciliği ve veri arşivleme hizmetlerini de sunmaktadır. Kafein 2014 yılında bünyesine kattığı Innoctopus şirket ile Mobil uygulamalar ve WEB çözümleri alanında da yetkinlik kazanmış olup; bu alanda yurt içi ve yurt dışı firmalara hizmet sunmaktadır. Türkiye nin en büyük Telekom firmaları, sigorta şirketleri, bankalar, uluslararası perakende ve üretim firmaları hizmet sunduğu firmalar arasında yer almaktadır. Şirket, mobil ödeme sistemleri, e-ticaret, telekomünikasyon ve mobil uygulamalar endüstrilerinde yatırımlar yapmış Verusaturk ile de stratejik ortaklık yapmıştır.

Ortaklık Yapısı

Şirket'in 31.03.2015 tarihi itibarıyla sermayesi 6.000.000 TL olup ortaklık yapısı aşağıda gösterilmiştir:

Pay Sahibi	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı
Verusaturk GSYO A.Ş.	2.370.000	39,500%
A. Cem Kalyoncu	2.370.000	39,500%
Mehmet Tevfik Başkaya	1.192.500	19,875%
Barış Kavaklı	67.500	1,125%
Toplam	6.000.000	100,000%

Finansal Tablolar

Şirket' in 2012, 2013, 2014 ve Mart 2015 tarihlerine dair Vergi Usul Kanunu uyarınca hazırlanmış özet mali tabloları aşağıda gösterilmiştir:

Kafein Yazılım ve Bilgisayar Sistemleri San. ve Tic. A.Ş.—Gelir Tablosu	2012	2013	2014	2015/03
Net Satışlar	9.230.279	17.224.608	28.869.034	7.407.408
Satışların Maliyeti (-)	-7.204.506	-13.878.861	-24.099.421	-6.094.710
Brüt Kar	2.025.773	3.345.747	4.769.613	1.312.698
Faaliyet Giderleri (-)	-1.245.106	-1.815.089	-3.052.035	-792.653
Faaliyet Karı	780.667	1.530.658	1.717.579	520.045
Olağan Gelir ve Giderler (+/-)	19.447	-32.388	-28.258	17.332
Finansman Giderleri (-)	-5.945	-83.445	-241.467	-68.213
Olağan Kar	794.170	1.414.825	1.447.853	469.165
Olağandışı Gelir ve Giderler	242.689	1.262.160	445.208	-16.316
Dönem Karı	1.036.859	2.676.985	1.893.061	452.848
Dönem Karı Vergi ve Yasal Yükümlülük Karşılıkları (-)	-214.311	-391.601	-155.395	-116.667
DÖNEM NET KARI	822.548	2.285.384	1.737.666	336.181

ŞİRKET PROFİLİ

Kafein Yazılım ve Bilgisayar Sistemleri San. ve Tic. A.Ş.—Bilanço	2012	2013	2014	2015/03
DÖNEN VARLIKLAR	2.858.483	5.096.726	8.509.692	11.246.815
Hazır Değerler	547.848	17.677	45.927	253.274
Menkul Kıymetler	-	1.924	750.000	4.200.000
Ticari Alacaklar	2.000.655	5.065.209	7.683.315	3.338.460
Diğer Alacaklar	3.084	1.847	7.041	10.844
Stoklar	208.070	-	3.045	2.301
Gelecek Aylara Ait Gider ve Gelir Tahakkukları	-	-	-	3.357.621
Diğer Dönen Varlıklar	98.827	10.070	20.363	84.314
DURAN VARLIKLAR	1.152.539	2.129.476	3.075.512	2.534.466
Maddi Duran Varlıklar	1.078.493	1.328.456	312.217	303.430
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	16.769	49.641	1.748.982	1.746.163
Gelecek Yıllara Ait Gider ve Gelir Tahakkukları	57.278	751.380	1.014.313	484.874
AKTİFLER	4.011.022	7.226.202	11.585.204	13.781.282
KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	1.530.989	2.716.715	3.467.937	2.597.580
Mali Borçlar	350.000	1.032.577	927.080	885.910
Ticari Borçlar	735.956	1.053.862	1.445.309	963.969
Diğer Borçlar	29.896	38.902	169.026	90.081
Alınan Avanslar	9.581	-	20.000	-
Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler	342.539	592.856	809.117	453.491
Borç ve Gider Karşılıkları	-	-1.714	52.414	169.081
Gelecek Aylara Ait Gelirler ve Gider Tahakkukları	63.017	233	44.990	35.047
UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	800.000	561.209	2.451.610	1.581.864
Mali Borçlar	800.000	561.209	2.399.110	1.566.864
Ticari Borçlar	-	-	15.000	15.000
Gelecek Yıllara Ait Gelir ve Gider Karşılıkları	-	-	37.500	-
ÖZKAYNAKLAR	1.680.033	3.948.278	5.665.657	9.601.838
Ödenmiş Sermaye	250.000	250.000	250.000	6.000.000
Sermaye Yedekleri	-	-	-	2.100.000
Kar Yedekleri	321.409	304.269	283.983	370.866
Geçmiş Yıllar Karları	392.269	1.214.817	3.500.201	900.984
Geçmiş Yıllar Zararları (-)	-106.193	-106.193	-106.193	-106.193
Dönem Net Karı	822.548	2.285.384	1.737.666	336.181
PASİFLER	4.011.022	7.226.202	11.585.204	13.781.282

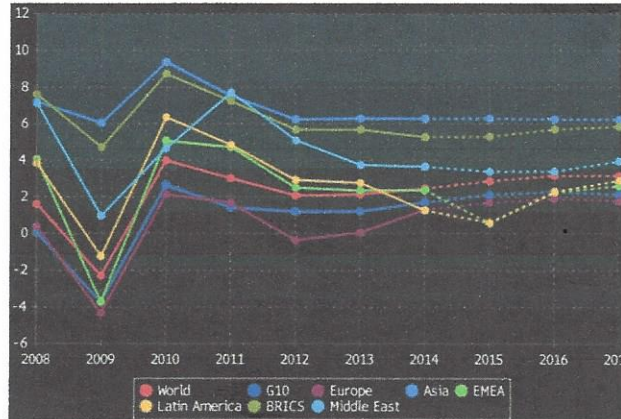
MAKRO GÖRÜNÜM

Ekonomik Görünüm

Bölgesel bazda gerilemeler öngörülmekle birlikte küresel ekonominin önümüzdeki iki yıllık süreçte son 3 yıllık performansının üzerinde büyüme göstermesi beklenmektedir. Bloomberg verilerine göre; büyümenin 2015 yılında %2,86 oranında ve 2016 yılında ise %3,16 oranında olacağı tahmin edilmektedir. 2017 yılında ise büyüme hızının yavaşlayacağı ve %3,14 seviyesinde kalacağı beklenmektedir. Büyümenin en büyük itici gücünün, durağanlık noktasına erişmiş görünümüne rağmen Asya ülkelerinde ve BRICS bölgesindeki gelişmeler olacağı beklenmektedir. Avrupa'nın durgunluktan sıyrılmaya başlaması ve siyasi karmaşa, petrol fiyatları vb. nedenlerle yavaşlayan Orta Doğu bölgesi büyüme oranları da global büyümeye katkı sağlayacaktır. Latin Amerika bölgesinde ise, 2015 yılında büyüme oranlarında düşüş beklenmektedir.

Indicator	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1) World (YoY%)	1.61	-2.29	3.99	3.02	2.07	2.14	2.45	2.86	3.16	3.14
Regions										
2) G10 (YoY%)	0.06	-3.71	2.64	1.42	1.19	1.21	1.70	2.10	2.27	2.12
3) Europe (YoY%)	0.39	-4.31	2.13	1.68	-0.37	0.05	1.30	1.69	1.89	1.78
4) Asia (YoY%)	7.21	6.05	9.38	7.53	6.24	6.29	6.28	6.29	6.24	6.22
5) EMEA (YoY%)	4.06	-3.71	5.08	4.72	2.50	2.34	2.37	0.56	2.23	2.59
6) Latin America (YoY%)	3.84	-1.24	6.36	4.84	2.92	2.76	1.26	0.59	2.28	2.88
7) BRICS (YoY%)	7.62	4.72	8.73	7.24	5.68	5.68	5.28	5.30	5.70	5.84
8) Middle East (YoY%)	7.13	0.96	4.66	7.71	5.11	3.74	3.66	3.38	3.38	3.94

Global ve Bölgesel Büyüme Oranları
Kaynak: Bloomberg

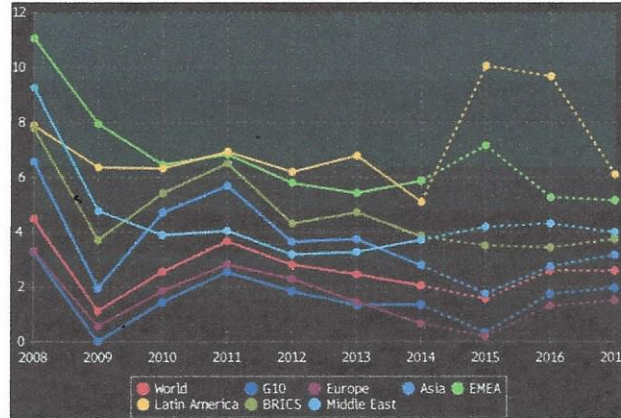


Tüketici fiyatlarına bakıldığında, gerek global gerekse bölgesel olarak ciddi dalgalanmalar öngörülmektedir. Özellikle Avrupa bölgesinde, resesyona tehlikesini işaret edecek şekilde düşüşün devam ettiği görülmektedir. Öte

yandan, orta vadeli beklentiler olumlu yönde gözükmektedir. Asya bölgesinde, büyüme beklentilerine paralel şekilde tüketici fiyatlarında artış olacağı öngörülmektedir. Latin Amerika'da ise, hızlı bir artışın ardından toparlanmaya gidileceği beklentisi hakimdir.

Indicator	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1) World (YoY%)	4.49	1.13	2.55	3.66	2.81	2.46	2.04	1.57	2.59	2.58
Regions										
2) G10 (YoY%)	3.28	0.00	1.44	2.54	1.84	1.34	1.35	0.33	1.74	1.96
3) Europe (YoY%)	3.32	0.56	1.85	2.81	2.29	1.46	0.66	0.20	1.30	1.51
4) Asia (YoY%)	6.57	1.95	4.71	5.68	3.64	3.74	2.79	1.75	2.74	3.16
5) EMEA (YoY%)	11.07	7.94	6.45	6.83	5.79	5.42	5.87	7.15	5.27	5.15
6) Latin America (YoY%)	7.88	6.36	6.32	6.92	6.19	6.78	5.10	10.07	9.68	6.10
7) BRICS (YoY%)	7.77	3.72	5.42	6.50	4.31	4.72	3.84	3.51	3.43	3.74
8) Middle East (YoY%)	9.26	4.78	3.89	4.04	3.18	3.27	3.71	4.19	4.31	3.99

Global ve Bölgesel Tüketici Fiyatları
Kaynak: Bloomberg



Türkiye ekonomisine gelindiğinde, büyüme beklentisinin artarak devam ettiği görülmektedir. 2014 yılında, kurlardaki ani artışın da etkisiyle %2,90 seviyesinde gerçekleşen reel büyümenin 2015 yılında %3,35 oranında, 2016 yılında %3,80 oranında ve 2017 yılında ise %4,00 oranında olacağı öngörülmektedir. Büyümenin gerek enflasyon oranına, gerekse işsizlik oranına iyileşme olarak yansıtacağı da tahmin edilmektedir. Enflasyon oranlarının 2015-2017 döneminde sırasıyla %6,70, %6,50 ve %6,30 olarak gerçekleşeceği, işsizlik oranlarının ise %10,40 seviyelerinden %9,70 seviyelerine gerileyeceği beklenmektedir. Beklentiler dikkate alındığında, büyümenin işsizlik oranlarına olumlu etkisinin sınırlı olacağı görülmektedir. Bu durum, büyümenin yapısal olmaktan ziyade parasal olacağı anlamına geleceği gibi, artan nüfusun etkisi olarak da değerlendirilebilir.

Country/Region/World	Contributor	Contributor Composite	Economic Forecasts							
Turkey	Private	Official	Yearly							
	Actual / Forecasts									
Country	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Economic Activity										
1) Real GDP (YoY%)	0.70	-4.80	9.20	8.80	2.10	4.20	2.90	3.35	3.80	4.00
2) CPI (YoY%)	10.43	6.28	8.58	6.45	8.94	7.49	8.85	6.70	6.50	6.30
3) Unemployment (%)	10.03	13.04	11.15	9.16	8.43	9.05	9.96	10.40	9.70	-
External Balance										
4) Curr. Acct. (% of GDP)	-5.38	-1.95	-6.24	-9.66	-6.13	-7.96	-5.78	-4.80	-5.20	-4.35
Fiscal Balance										
5) Budget (% of GDP)	-1.80	-5.48	-3.71	-1.42	-2.09	-1.21	-1.28	-1.65	-1.55	-2.60
Interest Rates										
6) Central Bank Rate (%)	-	-	6.50	5.75	5.50	4.50	8.25	7.15	-	-
7) 3-Month Rate (%)	16.99	7.01	7.46	11.30	5.79	9.12	9.79	8.84	-	-
8) 2-Year Note (%)	17.10	9.30	7.25	10.45	6.02	9.94	7.86	7.49	-	-
9) 10-Year Note (%)	-	-	8.40	9.72	6.55	-	-	8.03	-	-
Exchange Rates										
10) USDTRY	1.54	1.50	1.54	1.89	1.78	2.15	2.34	2.72	2.74	2.65

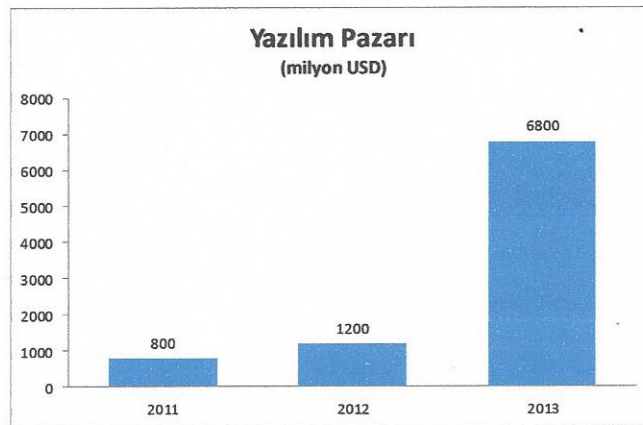
Türkiye Ekonomik Göstergeler
Kaynak: Bloomberg

Sektörel Görünüm

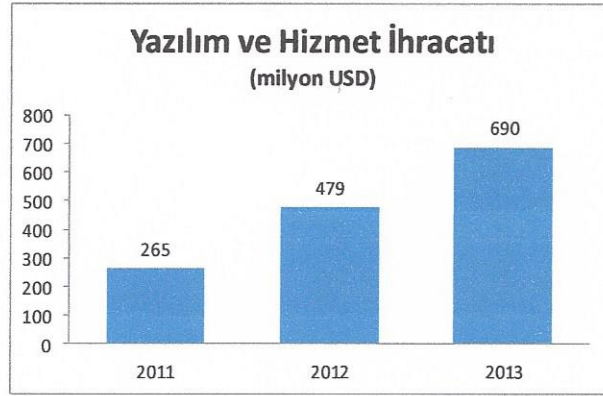
Yazılım Endüstri Raporu
Kaynak: Yazılım Sanayicileri Derneği

Türkiye'de toplam 2.300 yazılım şirketi faaliyet göstermektedir. 37 Teknoloji Geliştirme Bölgesi ve bu bölgelerde toplam 1.060 yazılım şirketi bulunmaktadır. Türkiye'de yazılım yapan firmaların %46'sı İstanbul'da, %20'si ise Ankara'da faaliyet göstermektedir. Ankara'da güvenlik ve savunma yazılımları ile kamu sektörüne yönelik yazılım geliştirme hizmetleri sunan firmalar çoğunlukta, İstanbul'da sistem yazılımları, mobil yazılımlar ve uygulama yazılımları üreten firmaların ağırlıkta, İzmir'de ise daha çok uygulama yazılımı ağırlıktadır.

Bilim Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı Girişimci Bilgi Sistemi verilerine göre 2011 yılında yazılım pazarının büyüklüğü 800 milyon USD, 2012 yılında 1.2 milyar USD, 2013 yılında ise 6.8 milyar USD'dir.



Yazılım ve hizmet ihracatı 2011 yılında 265 milyon USD, 2012 yılında 479 milyon USD ve 2013 yılında 690 milyon USD'dir. Türkiye'de 100 civarında şirket 50 ülkeye ve 12 serbest bölgeye yazılım ihracatı gerçekleştirmektedir. Almanya ve ABD, ihracat liderliği taşıyan ülkelerdir.



Devlet ve vakıf fonları ile üretim ve otomasyon firmaları yazılım sektörünün yarısını oluşturmaktadır. Telekomünikasyon, elektrik-elektronik üretimi, finans, sigortacılık ve muhasebe firmalarının sektörteki payı yükselişte olmakla birlikte tekstil, eğitim, savunma, sağlık ve turizm ise sektördeki payı gelişen alanlardır. Hızlı büyüyen bilişim firmalarına bakacak olursak; ilk 500 firma arasında 2012 yılında 29'u Türk firması, 2013 yılında 30'u Türk firması iken 2014 yılında ise 36'sı Türk firması yer almaktadır.

DEĞERLEME YAKLAŞIMI

Temel Yaklaşımlar

Şirket değerlemesinde temel olarak 3 yaklaşım kullanılmaktadır. Bu yaklaşımlar şunlardır:

1. Pazar Yaklaşımı
2. Varlık Yaklaşımı
3. Gelir Yaklaşımı

Her bir yaklaşım içerisinde, farklı değerlendirme yöntemleri ile şirket değeri tespit edilebilmektedir. Kullanılan bu değerlendirme yöntemlerinin her biri şirket değerini belirlemek üzere kendine özgü hesaplama prosedürleri içerebilmektedir.

Pazar Yaklaşımı

Pazar yaklaşımı, değerlendirme konusu şirketi, piyasada satılmış benzer nitelikteki şirketlerle, şirket mülkiyet haklarıyla ve menkul kıymetlerle karşılaştırmaktadır. Pazar yaklaşımında kullanılan veri kaynakları arasında en sık kullanılan üçü, benzer nitelikteki şirketlerin mülkiyet haklarının alınıp satıldığı halka açık pay senedi piyasaları, şirketlerin blok satışının yapıldığı piyasalar ve değerlendirme konusu şirketin mülkiyetine yönelik daha önceden gerçekleştirilmiş işlemlerdir.

Pazar yaklaşımında, benzer nitelikteki şirketlerle yapılan karşılaştırmaların makul bir esas olmalıdır. Bu benzer nitelikteki şirketler, değerlendirme konusu şirket ile aynı sektörde veya aynı ekonomik değişkenlere bağlı olan bir sektörde olmalıdır. Bu karşılaştırma anlamlı bir şekilde gerçekleştirilmeli ve yanıltıcı olmamalıdır.

Varlık Yaklaşımı

Şirket değerlemelerinde varlık yaklaşımı, farklı varlık tipleri için kullanılan maliyet yaklaşımı ile benzer niteliklere sahiptir. Varlık yaklaşımının temeli, ikame prensibine dayalıdır, yani bir varlığın değeri, o varlığı oluşturan parçaların tamamının yenilenmesi maliyetinden daha fazla olmayacaktır.

Varlık yaklaşımının uygulanmasında maliyet esaslı bilanço yerine, maddi olan ve olmayan tüm varlıklar ve borçlar pazar değeri veya uygun olan bir başka cari değer üzerinden hesaplanmış bir bilanço kullanılmaktadır. Burada vergilerin de gözönüne alınması gerekebilir. Eğer pazar veya tasfiye değerleri uygulanırsa satış maliyetleri ile diğer giderlerin de dikkate alınması gerekmektedir.

Gelir Yaklaşımı

Gelir yaklaşımı, bir şirketin, şirket mülkiyeti hakkının veya menkul kıymetin değerini, gelecekteki kazançların bugünkü değerini hesaplayarak takdir eder. En sık başvurulan iki gelir yaklaşımı yöntemi, doğrudan gelir indirgeme ve indirgenmiş nakit akışları analizi (ve/veya temettü) yöntemidir. İndirgeme oranı, kullanılan gelir tanımı için uygun olmalıdır.

Gelirin doğrudan indirgenmesinde bir, temsili gelir seviyesi, geliri değere dönüştürmek amacıyla bir indirgeme oranına bölünür veya bir gelir çarpanıyla çarpılır. Teoride gelir, bir çok farklı gelir ve nakit akışı tanımı şeklinde olabilir. Uygulamada ise ölçülen gelir genelde ya vergi öncesi gelirdir ya da vergi sonrası gelirdir.

İndirgenmiş nakit akışları analizi (ve/veya temettü) yönteminde nakit akışları, gelecekteki her bir dönem için ayrı ayrı tahmin edilir. Bu nakit akımları daha sonra şimdiki değer teknikleri kullanılarak bir iskonto oranının uygulanmasıyla değere dönüştürülür. Bir çok nakit akışı tanımı kullanılabilir. Uygulamada genellikle, Şirkete sağlanan net nakit akışları veya gerçekleşen temettüler (özellikle azınlık konumundaki hissedarların durumunda) kullanılmaktadır.

DEĞERLEME ANALİZLERİ

Pazar Yaklaşımı

Karşılaştırılabilir Şirket Değeri Yöntemi

Karşılaştırılabilir şirket değeri yönteminde, değerlemeye konu olan şirket ile benzer faaliyet yapısında olan şirketler gruplandırılarak, bu şirketlerin verileri üzerinden piyasa çarpanları hesaplanır. Bulunan piyasa çarpanlarının değer tespiti yapılan şirketin finansal performansına göre düzeltilmesi ile şirket değeri bulunmaktadır.

Değerleme çalışmasında "pazar yaklaşımı" kapsamında karşılaştırılabilir firma değeri yöntemi, "varlık yaklaşımı" kapsamında net aktif değeri yöntemi ve "gelir yaklaşımı" kapsamında indirgenmiş nakit akışları analizi yöntemi kullanılmıştır.

Değerleme çalışmamızda, karşılaştırılabilir şirketlerin tespit edilmesinde, Kafein ile aynı faaliyet konusuna sahip şirketler araştırılmış, Türkiye'de halka açık herhangi 2 şirket tespit edilmiş; buna ilave olarak da Bloomberg'de Amerika Birleşik Devletleri'nde hisseleri halka açık şirketler tespit edilmiş, bu şirketleri 31.03.2015 itibari ile finansal bilgileri temin edilerek değerlemede kullanılmıştır.

Emsal olarak belirlenen şirketlerin finansal ve operasyonel verilerine dayanarak şirket değerinin belirlenmesinde toplam (i) defter değerleri, (ii) FAVÖK, ve (iii) satış gelirleri parametreleri kullanılmıştır. Değerlemede baz alınan çarpanlar, hesaplamalarda kullanılan verilerin uç değerlerinin olumsuz etkilerini elimine etmek amacıyla karşılaştırılabilir şirket çarpanlarının geometrik ortalamaları alınarak belirlenmiştir. Çarpanlar yoluyla hesaplanan şirket değerleri, varlık ve faaliyet bazlı çarpanların etkisini sağlıklı bir biçimde yansıtmak amacıyla ağırlıklandırılmıştır.

Diğer taraftan, tüm şartların eşit olduğu durumlarda, likidite düzeyinin düşüklüğüne bağlı olarak ortaya çıkan pazarlanabilme yetersizliği, özellikle halka açık olmayan şirketlerin, kolayca alınıp satılabilen halka açık şirketlerin hisse senetlerine yapılan yatırımlardan daha düşük değerlenmesine sebep olabilmektedir.

Bu nedenle, Kafein'in pazar değerinin karşılaştırılabilir şirket değeri yöntemine göre belirlenmesinde, %15 oranında likidite iskontosu uygulanmıştır. İskonto oranının seçilmesinde, Şirket'in kaldıraç oranı, faaliyet konusu, finansal yapısı ve aktif büyüklüğü vb. kriterler gözönüne alınmıştır.

Şirket Adı	Şirket Kodu	Şirket Değeri	ŞD/DD	FAVÖK	PD/FAVÖK	Satışlar	ŞD/Sat
AMDOCS LTD	DOX US Equity	7.186.929.920 USD	2,1	181.230.000 USD	39,7	906.286.976 USD	7,9
KRON TELEKOMUNIKASYON HİZMET ^{1,2}	KRONT TI Equity	22.000.841 TL	1,6	1.522.353 TL	14,5	2.789.004 TL	7,9
IGATE CORP	IGTE US Equity	3.972.731.648 USD	7,0	65.473.000 USD	60,7	322.041.984 USD	12,3
CACI INTERNATIONAL INC -CL A	CACI US Equity	3.218.649.344 USD	2,3	77.295.000 USD	41,6	814.726.016 USD	4,0
LUXOFT HOLDING INC	LXFT US Equity	1.659.445.640 USD	8,1	17.722.000 USD	93,6	112.302.000 USD	14,8
VIRTUSA CORP	VRTU US Equity	1.040.735.712 USD	2,6	14.871.000 USD	70,0	112.274.000 USD	9,3
CIBER INC	CBR US Equity	326.710.736 USD	1,0	7.293.000 USD	44,8	202.004.992 USD	1,6
COMPUTER TASK GROUP INC	CTG US Equity	96.190.448 USD	0,9	2.810.000 USD	34,2	97.477.000 USD	1,0
NCI INC-A	NCIT US Equity	160.644.480 USD	1,7	6.507.000 USD	24,7	80.968.000 USD	2,0
LINK BILGISAYAR SİSTEMLERİ ^{1,2}	LINK TI Equity	11.607.948 TL	1,0	-280.292 TL	-41,4	1.260.974 TL	9,2
Geometrik Ortalama			2,09		41,43		5,11

Kaynak: Bloomberg

¹ Link Bilgisayar ve Kron Telekomunikasyon şirketlerinin FAVÖK ve Satışlar bilgileri Kamu Aydınlatma Platformu'ndan temin edilmiştir.² Şirketinin "Şirket Değeri" Bloomberg'den USD olarak temin edilmiş; Kamu Aydınlatma Platformu'ndan alınan bilgilerin TL olmasından ötürü çarpanların doğru hesaplanması adına bu değer 31.03.2015 tarihi ile TL'ye çevrilmiştir.

FAVÖK = Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar

ŞD = Şirket Değeri

DD = Defter Değeri

Kafein'in karşılaştırılabilir şirket değeri yöntemine göre hesaplanan pazar değeri 31.03.2015 tarihi itibarıyla **23.108.542 TL** olarak hesaplanmaktadır.

Değerleme Yöntemi	Çarpan	Gösterge (TL)	Emsal Değer (TL)	Ağırlık	Düzeltilmiş Değer
Şirket Değeri/Defter Değeri	2,09	9.601.838	20.048.647	33,33%	6.682.882
Şirket Değeri/FAVÖK	41,43	570.878	23.648.881	33,33%	7.882.960
Şirket Değeri/Satışlar	5,11	7.407.408	37.862.030	33,33%	12.620.677
Emsal Değeri				100,00%	27.186.520
Likidite İskontosu				15%	-4.077.978
Emsal Değeri (TL)					23.108.542

DEĞERLEME ANALİZLERİ

Varlık Yaklaşımı

Net Aktif Değeri Yöntemi

Net aktif değeri, sermaye ve dağıtılmamış karların toplamıdır. Başka bir ifade ile bilançodaki varlıklardan borçların düşülmesi ile kalan tutardır. Bilançonun muhasebe defterlerine dayanması nedeniyle bu isim verilmiştir. İki nedenden ötürü şirketin piyasa değerini tam anlamıyla ifade etmemektedir. Birincisi, gerek varlık, gerekse borçların bilgi kalitesi ancak ülkede kullanılan muhasebe standartlarının kalitesi kadar anlamlıdır.

İkincisi şirketin bilançoda yer almayan, yönetim kadrosunun bilgi ve tecrübesi, müşteri yapısı, sektöründe yarattığı olumlu imaj gibi değerleri, kısaca şirket peştemaliesini kapsamamasıdır. Bununla birlikte, bilançolara ulaşılabilirlik kolaylığı nedeniyle, net aktif değeri (defter değeri veya özkaynak değeri) uygulamada sıkça sözü edilen bir kavramdır. Şirket'in net aktif değeri aşağıdaki gibidir:

Kafein Finansal Tablolar (TL)	31.03.2015 (VUK)
Dönen Varlıklar	11.246.815
Duran Varlıklar	2.534.466
Aktifler	13.781.282
Yükümlülükler	4.179.443
Özsermaye	9.601.838
Pasifler	13.781.282

Şirket'in 31.03.2015 tarihi itibarıyla ödenmiş sermayesi 6.000.000 TL olup, 2.100.000 TL sermaye yedekleri, 370.866 TL kar yedekleri, 900.984 TL geçmiş yıl karları ve (106.193) TL geçmiş yıl zararları bulunmaktadır.

Dolayısıyla, Kafein'in, 31.03.2015 tarihi itibarıyla düzeltilmiş net aktif değeri **9.601.838 TL** olarak hesaplanmaktadır.

DEĞERLEME ANALİZLERİ

Gelir Yaklaşımı

İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi

İndirgenmiş nakit akışları ("İNA") analizi yönteminde yaygın olarak, faaliyetlerden sağlanan nakit akışları temel alınmaktadır. Faaliyetlerden sağlanan nakit akışlarına, şirketin satış hasılatından satılan malların maliyeti ile yönetim ve satış giderleri düşülerek ulaşılabilmektedir. Burada ele alınan nakit akışı, Şirket'in sermaye sağlayıcılarının tamamını (hem borç verenleri hem de ortakları) ilgilendiren nakit akışı olduğundan, iskonto (indirgeme) oranı olarak da Şirket'in ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin kullanılması gerekmektedir.

Faaliyetlerden sağlanan nakit akışları Şirket'in bir bütün olarak değerini ifade edeceğinden, bu değerden Şirket'in tüm borçlarının değeri düşülerek Şirket'in ortaklarına ait olan özsermayenin (veya onu temsil eden pay senetlerinin) değerine ulaşmak mümkündür. Bu yöntem, işleyiş mekanizmasından da anlaşılacağı gibi, sermaye yapıları birbirinden farklı Şirket'in değer karşılaştırmasında çok kullanışlı bir model olarak ortaya çıkmaktadır.

Kafein'in İNA yöntemine göre değeri tespit edilirken kullanılan varsayımlar ve hesaplamalar aşağıdaki gibidir:

İskonto Oranı

Çalışmamızda iskonto oranı olarak, Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM) kapsamında %13,15 seviyesinde hesaplanan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) kullanılmıştır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanmasında

$$k_e = r_f + (r_p \times \beta)$$

formülünden hareketle %13,91 olarak hesaplanan öz sermaye maliyeti temel alınmıştır. Formülde risksiz getiri oranı olarak, Şirket'in merkezinin ve faaliyetinin Türkiye'de olması ve projeksiyon çalışmalarının TL para birimi üzerinden yapılması nedeniyle, Türkiye'nin ortalama risksiz getiri oranı (%8,44) kullanılmıştır.

Pazar risk primi olarak, Türkiye için Bloomberg tarafından hesaplanan pazar risk primi %5,89 alınmıştır.

r_f = risksiz getiri oranı
 r_p = pazar risk primi
 k_e = özsermaye maliyeti
 β = pazar korelasyonu (beta)

Beta

Halka açık şirketlerin betasının hesaplanmasında ilgili pay hisse senetlerinin getirisi ile endeks getirisi arasında regresyon çalıştırılmakta ve regresyon analizi sonucunda çıkan doğru çözümlenmesinin eğimi beta değerini vermektedir. Bu değer şirketin sistematik riskini (piyasa riski) yansıtmaktadır.

Halka açık olmayan şirketlerin betalarının hesaplanmasında ise, halka açık benzer firmaların özkaynak betalarından faydalanılmakta; beta katsayısı hesaplanırken Şirket'in faaliyet gösterdiği sektörde Şirket ile benzerlik gösteren Varlık yaklaşımı modelinde de kullanılmış olan emsal halka açık şirketlerin beta katsayıları esas alınarak Şirket'in beta katsayısı hesaplanmıştır.

Emsal olarak kullanılan şirketlerin kaldıraçlı betaları aşağıdaki gibi olup, kaldıraçlı betaların aritmetik ortalaması alınmış; daha sonra da her bir emsal firmanın finansal kaldıraç oranlarının aritmetik ortalaması kullanılarak ortalama kaldıraçsız beta hesaplanmıştır. Buna göre değerlendirilmede kullanılan beta oranları aşağıdaki gibidir:

Şirket Unvanı	Şirket Kodu	Borç / Özkaynak	Beta
AMDOCS LTD	DOX US Equity	0%	0,77
KRON TELEKOMUNIKASYON HIZMET	KRONT TI Equity	28%	0,76
IGATE CORP	IGTE US Equity	117%	1,02
CACI INTERNATIONAL INC -CLA	CACI US Equity	87%	0,82
LUXOFT HOLDING INC	LXFT US Equity	9%	1,10
VIRTUSA CORP	VRTU US Equity	0%	1,28
CIBER INC	CBR US Equity	6%	1,09
COMPUTER TASK GROUP INC	CTG US Equity	0%	1,33
NCI INC-A	NCIT US Equity	28%	0,92
LINK BILGISAYAR SISTEMLERİ	LINK TI Equity	0%	0,35
Aritmetik Ortalama		27,62%	0,94
Kaldıraçsız Beta			0,77

Kaynak: Bloomberg

B_U = Kaldıraçsız Beta
 B_L = Kaldıraçlı Beta (Aritmetik Ortalama)
 T_c = Kurumlar Vergisi Oranı
 D/E = Finansal Borçlar / Özkaynak

Kaldıraçsız beta formülünün hesaplanması için aşağıdaki formül kullanılmıştır:

$$B_U = B_L / [1 + (1 - T_c) \times (D/E)]$$

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinde kullanılan betanın hesaplanması için Şirket'in kaldıraç oranı tespit edilmiş (Toplam Finansal Borçlar / Özkaynak 31.03.2015 itibari ile %25,54) ve Şirket'e özel kaldıraçlı beta hesaplanmıştır. Buna göre Şirket'in düzeltilmiş betası **0,93**'dür.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti;

$$k_w = (D/L_t \times k_d) + (E/L_t \times k_e)$$

k_e = özsermaye maliyeti
 k_d = borçlanma maliyeti (vergi sonrası)
 k_w = ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti
 D = finansal yükümlülükler
 E = özsermaye
 L_t = toplam yükümlülükler (pasif)

formülü kullanılarak borç maliyeti ve özsermaye maliyetinin, Şirket'in finansmanında borcun ve özsermayenin aldığı pay dikkate alınarak ağırlıklandırılmasıyla hesaplanmıştır. Bu varsayımlar altında Şirket'in projeksiyon dönemindeki ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine ilişkin hesaplama parametreleri aşağıda özetlenmiştir:

İskonto Oranı	
Risksiz Getiri Oranı	8,440%
Pazar Risk Primi	5,886%
Beta	0,93
Sermaye Maliyeti	13,91%
Toplam Pasif İçerisinde Borcun Oranı	17,80%
Borçlanma Maliyeti	12,00%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	9,60%
AOSM	13,15%

<HELP> for explanation.
#<Go> to see historical data, 90<Go> Save as Default Region

95) Output to Excel Country Risk Premium

Date: 03/31/15 Region: Custom 9) Edit Regions

Date	Country	Curr	Div Yld	Grwth Rate	Div Pay Ratio	Mkt Return	RF Rate	Premium
1)	Turkey (CRP TR)	TRY	3.176%	13.397%	32.165%	14.326%	8.440%	5.886%

Data is updated daily. Click on a row to see historical data

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2015 Bloomberg Finance L.P.
SN 476459 EEST GMT+3:00 H212-384-0 13-May-2015 17:27:37

Türkiye Risksiz Getiri Oranı (10 yıllık Devlet Tahvil Faiz Getirisi) ve Risk Primi
Kaynak: Bloomberg

Enflasyon Oranı

Çalışmamızda, Türkiye için Bloomberg tarafından öngörülen enflasyon oranları dikkate alınmıştır. Enflasyon oranının 2015 yılı için %6,7 seviyesinde, 2016 yılı için %6,5 seviyesinde ve 2017 yılı için %6,3 seviyesinde olacağı tahmin edilmektedir. 2017 yılı enflasyon oranı beklentisinin projeksiyon döneminin sonuna kadar sabit kalacağı varsayılmıştır.

Satış Gelirleri

2015 ve sonrası gerçekleşmesi planlanan satışlar hesaplanırken önceki yıllarda elde edilen satışlar temel alınmış buna ilave olarak müşteri bazında yıllar itibari ile elde edilmesi muhtemel gelirler tespit edilmeye çalışılmıştır.

Şirket'in 2012, 2013 ve 2014 yılları satışları aşağıdaki gibi olup, artış oranları belirtilmiştir. Buna göre son üç yıldaki ortalama ciro artış oranı %77 olarak gerçekleşmiştir.

GERÇEKLEŞEN SATIŞLAR (TL)	2012	2013	Artış Oranı	2014	Artış Oranı
Toplam Satışlar	9.230.279	17.224.608	%87	28.869.034	%68

Şirket Yönetiminin yapmış projeksiyon çalışmasında 2015 yılında satışların bir önceki yıla göre %14 oranında artacağı, sırası ile 2016, 2017, 2018 ve 2019 yıllarındaki artışlarında %24, %20, %16 ve %14 seviyelerinde gerçekleşmesi öngörülmüştür. Son üç yıllık ortalama artış oranının %18 olduğu gerçekliğinde yıllar itibari ile tahmin edilen satış gelirleri ve artış oranları makul gözükmemektedir. Buna ilave olarak 31.03.2015 rapor tarihi itibari aşağıda detayı verilmiş firmalar ile yapılan sözleşmeler neticesinde, Şirket 2015 yılı için hedeflemiş olduğu ciro hedefini yakalamış bulunmaktadır.

Müşteri Adı	Başlangıç Tarihi	Bitiş Tarihi	Proje Adı	Sözleşme Tutar (TL)
ERGO	1.Oca.15	31.Ara.15	Insyst Yazılım Geliştirme ve Analiz	720.000
THY	1.Oca.15	31.Ara.15	THY Teknik Destek	2.150.000
AVEA	1.Oca.15	31.Ara.15	Proje Geliştirme	11.000.000
Vodafone	1.Oca.15	31.Ara.15	Proje Geliştirme	3.700.000
Philip Morris	1.Oca.15	31.Ara.15	Finance- HR System Improvements	240.000
Atos Bilişim	1.Oca.15	30.Nis.15	MSP Projesi	320.000
D-Smart	1.Oca.15	31.Ara.15	Anka CRM & Billing & Invoicing & Migration	1.200.000
Aktifbank	1.Oca.15	31.Ara.15	Proje Geliştirme	1.600.000
Allianz Sigorta	1.Oca.15	31.Ara.15	Proje Geliştirme	760.000
Migros Ticaret	1.Oca.15	31.Ara.15	Yazılım Geliştirme	820.000
Turkcell	1.Oca.15	31.Ara.15	Proje Geliştirme	200.000
IBM Global	1.Oca.15	31.Ara.15	Proje Geliştirme	7.000.000
Diğer	1.Oca.15	31.Ara.15	Proje Geliştirme	3.290.000
				33.000.000

Buna göre Şirket'in TL cinsinden tahmini ciroları aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

TAHMİNİ SATIŞLAR (TL)	2015	2016	2017	2018	2019
Toplam Satışlar	33.000.000	41.000.000	49.000.000	57.000.000	65.000.000

Satış Maliyetleri

Şirket'in satış maliyetleri, tek bir başlık altında tahmin edilmiştir. Son 4 yıllık maliyet kalemlerinin satış gelirlerine oranı ortalaması dikkate alınarak, gider öngörülleri yapılmıştır. Buna göre 2012, 2013 ve 2014 yıllarında satışların maliyetinin satışlara oranı aşağıdaki gibi gerçekleşmiştir:

	2012	2013	2014
Toplam Satışlar (TL)	9.230.279	17.224.608	28.869.034
Satışların Maliyeti (TL)	-7.204.506	-13.878.861	-24.099.421
Brüt Kar (TL)	2.025.773	3.345.747	4.769.613
Brüt Kar Marjı Oranı	%21,95	%19,42	%16,52
Ortalama Satışların Maliyeti / Satışlar	%19.298		

Şirket, yapmış olduğu projeksiyonlarda 2015-2019 yılları arasında brüt kar marjı oranının %15 seviyesinde olacağını hedeflemiş ve bu oran son 3 yılın ortalamasından daha düşük planlanmıştır. Buna göre yıllar itibari ile gerçekleşmesi öngörülen satışların maliyetleri aşağıdaki gibidir:

	2015	2016	2017	2018	2019
Toplam Satışlar (TL)	33.000.000	41.000.000	49.000.000	57.000.000	65.000.000
Satışların Maliyeti (TL)	-27.900.000	-34.700.000	-41.500.000	-48.200.000	-55.000.000
Brüt Kar (TL)	5.100.000	6.300.000	7.500.000	8.800.000	10.000.000
Brüt Kar Marjı Oranı	%15,45	%15,37	%15,31	%15,44	%15,38

Faaliyet Giderleri

Şirket'in faaliyet giderleri, satış ve pazarlama giderleri ile genel yönetim giderleri olmak üzere 2 başlık altında gösterilmiştir. Her bir gider grubu altındaki harcamalar tahmin kolaylığı sağlamak amacıyla yeniden sınıflandırılmıştır. Sınıflandırmalar, harcamaların sabit veya değişken yapıda olmasına dikkat edilerek gerçekleştirilmiştir. Ayrıca tek seferlik ve/veya yenilenmeyen harcamaların ayrıştırılmasına gayret edilmiştir. Sabit yapıda giderler enflasyon oranında artırılarak, değişken yapıda giderler ise satış gelirlerine oranı üzerinden tahmin edilmiştir. Tek seferlik ve yenilenmeyen harcamalar ise projeksiyonlara dahil edilmemişlerdir.

Şirket, 31.03.2015 itibari ile toplam 201 personel istihdam etmektedir. Bu personelin çok büyük bölümü yazılımcı ve programcı olmasından ötürü, bu maliyetler yukarıda bahsedilmiş olan satışların maliyeti kaleminde değerlendirilmiştir. Genel yönetim gideri kapsamına giren personeller için Şirket'in katlanmış olduğu maliyetlerin 2012, 2013 ve 2014 yılları için satışlara oranının ağırlıklı ortalaması %4,50 olarak gerçekleşmiş; 2015 ve daha sonraki yıllar için bu oran kullanılarak işçi ücret ve giderleri hesaplanmıştır. Bu ücretlerin içine SGK işveren payı ve işveren işsizlik sigorta payları da dahil edilmiştir.

Ulaşım yol giderleri, çeşitli ofis giderleri, dışarıdan alınan hizmet giderleri, oto giderleri, tanıtım temsil ağırlama giderleri ve diğer giderlerin hesaplanmasında 31.03.2015 verilerinin kullanılması yerine bir önceki yılın verileri kullanılmış zira bu gider kalemlerinin her üçer aylık dönemlerde aynı olmayacağı düşünülmüş; bu nedenle bir önceki yıl baz alınarak enflasyon oranında arttırılmıştır.

Yıldız Teknik Üniversitesi Davutpaşa giderleri ve yurtiçi danışmanlık giderlerinin hesaplanması 31.03.2015 tarihli maliyetler baz alınmış, bu giderlerin yıllık maliyetleri dört ile çarpılarak hesaplanmış ve daha sonraki yıllarda o yıla ait tahmini enflasyon oranı ile arttırılmıştır.

Amortisman giderleri ile alakalı Şirket'in aktifinde kayıtlı maddi duran varlıklar ve maddi olmayan duran varlıkların listesi temin edilmiş, projeksiyona konu olan her yıla isabet eden amortisman giderleri hesaplanmıştır.

TAHMİNİ GENEL YÖNETİM GİDERLERİ (TL)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
İşçi Ücretler ve Giderleri	510.760	839.487	1.141.960	1.486.569	1.846.949	2.207.330	2.567.710	2.928.091
Eğitim Giderleri	2.506	2.145	7.483	-	-	-	-	-
Ulaşım Yol Giderleri	47.818	85.666	75.634	80.702	85.947	91.362	97.118	103.236
Çeşitli Ofis Giderleri	110.497	82.228	124.881	133.248	141.909	150.849	160.353	170.455
Yurtiçi Danışmanlık Giderleri	161.713	168.288	154.991	89.067	94.856	100.832	107.185	113.937
Dışarıdan Alınan Hizmet Giderleri	34.557	65.889	99.525	106.193	113.095	120.220	127.794	135.845
Oto Giderleri	159.789	164.949	99.502	106.169	113.070	120.193	127.766	135.815
Tanıtım Temsil Ağırlama Giderleri	48.407	74.099	76.738	81.880	87.202	92.695	98.535	104.743
Diğer Çeşitli Giderler	50.576	62.005	64.462	68.781	73.252	77.867	82.773	87.987
Amortisman Giderleri	118.461	161.641	229.199	203.333	203.333	203.333	203.333	203.333
YTÜ Davutpaşa Giderleri	-	108.690	977.660	743.005	791.301	841.153	894.145	950.476
	1.245.082	1.815.089	3.052.035	3.098.947	3.550.915	4.005.835	4.466.712	4.933.919

Kurumlar Vergisi

Şirket, yapmış olduğu satışların bir bölümünü Teknopark üzerinden teşvikli olarak gerçekleştirmekte ve bu satışlar üzerinden kurumlar vergisi hesaplanmamaktadır. Buna karşılık Şirket'in Teknopark dışından da elde ettiği kurumlar vergisine tabi gelirleri bulunmaktadır. İhtiyatlılık ilkesi gereği, projeksiyon çalışmasındaki faaliyet karlarının tamamının kurumlar vergisine tabi olacağı öngörülmüş ve üzerinden %20 oranında Kurumlar Vergisi gideri hesaplanmıştır.

Çalışma Sermayesi

Projeksiyon döneminde çalışma sermayesindeki değişimlerin yarattığı nakit akışlarının belirlenmesinde, 2014 yılı oranlarından hareketle, 2015 yılında alacak tahsil, borç ödeme ve stok elde tutma sürelerinin 2014 yılı ile aynı olacağı öngörülmüştür.

Verusaturk, 2015 yılının başında Şirket'in içine sermaye koymuş, bu tutar ile işletme sermayesindeki ihtiyaçların giderilmesi öngörülmüş, ayrıca Şirket'in operasyonel anlamda daha verimli çalışması için çalışmalara başlanmıştır. Bu çalışmaların neticesinde alacak tahsil süresini 2016 yılından başlayarak düşürmeyi hedeflemiş ve sırası ile 2016, 2017, 2018 ve 2019 yıllarında bu süreyi 81 günden 55 güne indirmeyi hedeflemiştir. Buna ilave olarak borç ödeme süresini de 19 günden 30 güne çekmeyi hedeflemektedir. Bu plan doğrultusunda hedeflenmiş olan bu günler çalışma sermayesinin hesaplanmasında kullanılmıştır.

ÇALIŞMA SERMAYESİ (TL)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Operasyon							
Gelirler	17.224.608	28.869.034	33.000.000	41.000.000	49.000.000	57.000.000	65.000.000
Giderler	13.878.861	24.099.421	27.900.000	34.700.000	41.500.000	48.200.000	55.000.000
D.B. Cari Hesaplar							
Ticari Alacaklar	2.000.655	5.065.209	7.683.315	7.286.376	7.863.014	8.054.795	8.589.041
Ticari Borçlar	735.956	1.053.862	1.460.309	1.455.333	2.376.712	3.410.959	3.961.644
Stoklar	208.070	0	3.045	1.763	2.192	2.622	3.045
D.S. Cari Hesaplar							
Ticari Alacaklar	5.065.209	7.683.315	7.286.376	7.863.014	8.054.795	8.589.041	9.794.521
Ticari Borçlar	1.053.862	1.460.309	1.455.333	2.376.712	3.410.959	3.961.644	4.520.548
Stoklar	0	3.045	1.763	2.192	2.622	3.045	3.475
Cari Oranlar							
Alacak Tahsil Süresi	75	81	81	70	60	55	55
Borç Ödeme Süresi	24	19	19	25	30	30	30
Stok Elde Tutma Süresi	3	0	0	0	0	0	0
Nakit Değişimi							
Ticari Alacaklar	-3.064.554	-2.618.107	396.939	-576.638	-191.781	-534.247	-1.205.479
Ticari Borçlar	317.905	406.447	-4.976	921.379	1.034.247	550.685	558.904
Stoklar	208.070	-3.045	1.283	-430	-430	-423	-430
Çalışma Sermayesi Değişimi	-2.538.579	-2.214.705	393.246	344.312	842.036	16.015	-647.005

Projeksiyon Nakit Akışları

Kafein'in projeksiyon dönemindeki tahmini nakit akımları aşağıda gösterilmiştir. Serbest nakit akışlarının yanısıra, Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli kapsamında, Şirket'in faaliyetlerinin teorik olarak sonsuza dek süreceği varsayımıyla, limit değer hesaplaması yapılmıştır. Limit değer, projeksiyon dönemi sonrası dönemde Şirket'in yaratacağı nakit akışlarını ifade etmektedir.

İNA Analizi (TL)	2015	2016	2017	2018	2019
Net Satışlar	33.000.000	41.000.000	49.000.000	57.000.000	65.000.000
Satışların Maliyeti (-)	-27.900.000	-34.700.000	-41.500.000	-48.200.000	-55.000.000
Brüt Kar	5.100.000	6.300.000	7.500.000	8.800.000	10.000.000
Faaliyet Giderleri (-)	-3.098.947	-3.550.915	-4.005.835	-4.466.712	-4.933.919
Net Faaliyet Karı	2.001.053	2.749.085	3.494.165	4.333.288	5.066.081
Vergi (-)	-400.211	-549.817	-698.833	-866.658	-1.013.216
Amortisman Giderleri (+)	203.333	203.333	203.333	203.333	203.333
Çalışma Sermayesi (+/-)	393.246	344.312	842.036	16.015	-647.005
Sermaye Harcamaları (-)	0	0	0	0	0
Serbest Nakit Akışları	2.197.421	2.746.913	3.840.701	3.685.979	3.609.193
İskonto Oranı	1,13	1,28	1,45	1,64	1,85
İndirgenmiş Nakit Akışları	1.942.097	2.145.655	2.651.448	2.248.966	1.946.246

İndirgenmiş Nakit Akışları Bugünkü Değeri	10.934.412
2019 Sonrası Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri	16.182.859
Şirketin Pazar Değeri	27.117.271
Net Borç veya Nakit (+/-)	2.000.501
Nakit ve Nakit Benzerleri	253.274
Menkul Kıymetler	4.200.000
Kısa Vadeli Borçlanmalar	-885.910
Uzun Vadeli Borçlanmalar	-1.566.864
Şirket Özsermayesinin Pazar Değeri	29.117.772

Limit değerinin hesaplanmasında, %1 oranında uzun vadeli büyüme öngörülmüş olup, aşağıdaki formülden faydalanılmıştır. Elde edilen sonuçlara Şirket'in bilançosunda yer alan nakit tutarı eklenmiş, ilişkili taraflardan alacak ve/veya ilişkili taraflara borç tutarları dahil edilmiş ve faiz yükü taşıyan finansal borçları düşülmüştür.

$$V_t = [CF_n \times (1 + g_t) / (k_w - g_t)] / f_n$$

Kafein'in indirgenmiş nakit akışları analizi yöntemine göre hesaplanan pazar değeri 31.03.2015 tarihi itibarıyla **29.117.772 TL** olarak hesaplanmaktadır.

- V_t = limit değer
 CF_n = son yıldaki serbest nakit akışı
 g_t = uzun vadeli büyüme oranı
 k_w = ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti
 f_n = son yıldaki iskonto faktörü

SONUÇ

Çalışmalarımız sonucunda ulaşılan ve 31.03.2015 tarihi itibarıyla 3 farklı yöntemle göre hesaplanan şirket değerleri aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Kafein Yazılım (TL)	Şirket Değeri	Ağırlık	Düzeltilmiş Değer
Gelir Yaklaşımı (İNA Değeri)	29.117.770	%40	11.647.108
Pazar Yaklaşımı (Emsal Değeri)	23.108.542	%40	9.243.417
Varlık Yaklaşımı (Özvarlık Değeri)	9.601.838	%20	1.920.368
Özsermaye Pazar Değeri (TL)		100%	22.810.893

Değerleme çalışmalarında en verimli ve en iyi kullanım esasını temel alındığından, nihai değer belirlenmesinde yaygın uygulama, kullanılan değerlendirme yöntemleri arasında, değerlemeye konu Şirket'in faaliyet yapısına en uygun olan yöntemin seçilmesi veya elde edilen sonuçların, güvenilirlik düzeyi dikkate alınarak ağırlıklandırılması yönündedir.

Görüşümüze göre, gelir yaklaşımı Şirket'in faaliyetlerinden elde edeceği nakit akımlarının bugünkü değerini gösterdiğinden; pazar yaklaşımı ise Kafein'in iştiğal konusuna benzerlik gösteren şirketlerin faaliyet sonuçları yansıyan olmasından dolayı, bu değerlendirme yöntemlerinden elde edilen sonuçların eşit oranda (%40) ağırlıklandırılması; ayrıca Şirket'in operasyonları gerçekleştirmek için aktif değerlere ihtiyaç duymamasından dolayı, varlık yaklaşımı ile tespit edilen değer ağırlıklandırmasının %20 olarak uygulanması uygun bulunmuştur. Yapılan değerlendirme çalışmasının sonucunda Kafein Yazılım ve Bilgisayar Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin pazar değeri **22.810.893 TL**'dir.

BAKER TILLY GÜRELİ HAKKINDA

YMM Tasdik Hizmetleri
Bağımsız Dış Denetim Hizmetleri
Vergi Danışmanlığı Hizmetleri
Bilgi Sistemleri Denetim Hizmetleri
Hukuk Danışmanlığı Hizmetleri
İK Danışmanlığı Hizmetleri
Kurumsal Finansman Hizmetleri

BAKER TILLY GÜRELİ, Baker Tilly International ağına bağımsız bir üyesidir. Baker Tilly International, Dünya çapında ilk 8 büyük denetim ve danışmanlık firması arasındadır. 154 ortak firma ile 133 ülkede, 693 ofisle hizmet vermektedir. 2014 yılı global cirosu 3.6 milyar Amerikan Doları'dır. Dünya çapında yaklaşık 27.000 profesyonel çalışanı bulunmaktadır.

Gürelî Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş. 1984 yılında İstanbul'da kurulmuş olup, buradaki merkez ofisi dışında İzmir, Antalya, Bursa, Gaziantep, Trakya, Ankara ve Batı Karadeniz ofisleri ile hizmet vermektedir.

Türkiye'de bankalar ve diğer mali kurumların, sigorta şirketlerinin, enerji piyasasında faaliyet gösteren firmaların ve halka açık anonim şirketlerin denetimleri, yerel mevzuatı düzenleyici kurumlar olan Sermaye Piyasası Kurulu, BDDK, EPDK ve Sigorta Murakebe Kurulu tarafından düzenlenmektedir. Firmamızın sözkonusu kurumlardan alınan denetim yetki belgelerine ek olarak 3568 sayılı YMM kanunu uyarınca vergi denetimi yapma yetkisi de bulunmaktadır.

Merkez Ofis

Spine Tower Büyükdere
Cad. Kat: 25 ve 26 PK.34398
Maslak - İSTANBUL

+90 212 285 01 50
gym@gureli.com.tr

Ankara Ofis

ASO Kule Atatürk Bulvarı
No: 193 PK.06680
Kavaklıdere - ANKARA

+90 312 466 84 20
gymankara@gureli.com.tr

Antalya Ofis

Çağlayan Mah. Barınaklar
Bulvarı No: 48 K: 2 PK.07160
ANTALYA

+90 242 324 30 14
gymantalya@gureli.com.tr

Bursa Ofis

Odunlu Mah. Akademi Cad.
Zeno İş Mrk. No:31 D Blk. K:7
BURSA

+90 224 451 27 10
gymbursa@gureli.com.tr

İzmir Ofis

1379 Sok. No: 19
D: 8 PK.35220
Alsancak - İZMİR

+90 232 463 88 63
gymizmir@gureli.com.tr

Trakya Ofis

Atatürk Bulvarı
No: 44 D: 9-10 PK.59100
TEKİRDAĞ

+90 282 261 25 30
gymtrakya@gureli.com.tr

Batı Karadeniz Ofis

Karaçayır Mah. Hoca Ahmet
Yesevi Sok. 3K İş Mrk. No:2/2
BOLU

+90 374 215 63 73
gymbolu@gureli.com.tr

Gaziantep Ofis

İncilipınar Mah. Nişantaşı Sk.
F&H İş Mrk. K:5 No:6
Şehitkamil - GAZİANTEP

+90 342 215 10 70
gymgaziantep@gureli.com.tr