



KAFEİN YAZILIM HİZMETLERİ TİCARET A.Ş.

"FİYAT TESPİT RAPORU" ANALİZİ

MAYIS 2018



İÇİNDEKİLER

I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER	3
II. ŞİRKET BİLGİLERİ	4
III. FİNANSAL BİLGİLER	6
IV. DEĞERLEME	8
V. GÖRÜŞ ve SONUÇ	11

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Ziraat Yatırım") tarafından Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin lider aracı kurum olduğu Kafein Yazılım Hizmetleri A.Ş. (kısaca "Kafein Yazılım" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Metro Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ziraat Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

I. Halka Arza İlişkin Bilgiler

Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	■ 11.000.000 TL
Halka Arz Miktarı ve Türü	■ 7.000.000 TL nominal (7.000.000 TL nominal Sermaye Artırımı)
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	■ 18.000.000 TL
Halka Arz Şekli	■ Sabit Fiyat ile Borsa'da Satış
Halka Arz Fiyatı	■ 4,45 TL
Halka Arz Büyüklüğü	■ 31.150.000 TL
Halka Arz Oranı	■ %38,89
Halka Arz Tarihi	■ 10-11 Mayıs 2018
Borsada İşlem Görme Tarihi (tahmini) / Pazarı	■ 16-17 Mayıs 2018 / Ana Pazar
Lider Aracı Kurum	■ Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Aracılık Yöntemi	■ Bakiyeyi Yüklenim
Fiyat İstikrarı	■ Fiyat istikrarına yönelik uygulama yapılmayacaktır.
Taahhütler	■ Şirket pay sahipleri payların borsada işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl süreyle elindeki payları satmayacağını taahhüt etmiştir.

II. Şirket Bilgileri

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler "Şirket'in Halka Arz İzahnamesi'nden ve Kafein Yazılım Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

- ✓ Kafein Yazılım Hizmetleri Ticaret A.Ş. (kısaca "Kafein Yazılım" ya da "Şirket") 2005 yılında kurulmuş olup, yazılım sektöründe faaliyet göstermektedir. Şirket, Türkiye sınırları içerisinde yazılım ve yazılım destek hizmetleri sunmaktadır.
- ✓ Şirket, Vodafone, Türk Telekom ve Turkcell gibi telekomünikasyon şirketlerine, ERGO, Allianz, BNP gibi sigorta şirketlerine ve THY, Migros gibi ISO 500 firmalarına hizmet sunmaktadır. Kafein Yazılım, 2016 yılında TOBB tarafından yapılan değerlendirmede en hızlı büyüyen 100 şirket içerisinde 50. sırada yer almıştır.
- ✓ Şirket ortaklık yapısının güncel ve halka arz sonrası görünümü aşağıda tabloda yer almaktadır:

Kafein Ortaklık Yapısı				
Ortak Unvanı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Sermaye		Sermaye	
	Tutarı (TL)	Payı	Tutarı (TL)	Payı
Ali Cem KALYONCU	4.482.466	40,75%	4.482.466	24,90%
Verusatürk GSYO A.Ş.	4.290.000	39,00%	4.290.000	23,83%
Mehmet Tevfik BAŞKAYA	2.227.534	20,25%	2.227.534	12,38%
Halka Arz	-	-	7.000.000	38,89%
Toplam	11.000.000	100,00%	18.000.000	100,00%

- ✓ Şirket'in genel merkezi İstanbul'dadır. 30.03.2018 itibarıyla Şirket'in toplam 451 çalışanı bulunmaktadır.

II.1. Faaliyet Alanları

- ✓ Şirket'in faaliyet gösterdiği alanlar 5 ana başlıkta değerlendirilmektedir:
 - Yönetilen Hizmetler
 - Anahtar Teslim Çözümler
 - Dış Kaynak Hizmeti
 - Teknoloji & Yazılım Geliştirme
 - Yazılım Ürün(Lisans) Satışı
- ✓ Şirket bütün faaliyet süreçlerini ISO 9001 kalite yönetim sistemine bağlı gerçekleştirmekte ve sunduğu bütün hizmetler bu süreçlere uygun olarak sağlanmaktadır.
- ✓ Telekomünikasyon sektörü ağırlıklı olmak kaydıyla sigorta, ulaştırma ve hizmetler sektörüne anahtar çözümler sunulmaktadır.

II.1.1. Yönetilen Hizmetler

- ✓ Bir firmanın Bilgi Teknolojileri(IT) biriminin belli bir kısmının, müşteri adına yönetilmesi ve bunun hizmet olarak sunulmasıdır. Analiz, test, yazılım geliştirme ve operasyon hizmetlerinin tamamı ya da bir kısmı yönetilen hizmetler içerisinde yer almaktadır. Personel tedariki, istihdamı ve yönetimi yönetilen hizmetler kapsamındadır.
- ✓ Şirket, müşteri tarafından talep edilen yazılım geliştirme, analiz, test ve operasyon hizmetlerini Servis Seviyesi Anlaşması (SLA) kapsamında oluşturulan bir ekip aracılığıyla sağlamaktadır. Taraflar arasında belirlenen temel performans göstergeleriyle (KPI) bu hizmetlerin kalitesi ölçülmektedir.
- ✓ Yönetilen hizmetler modelinde işlerin ve personelin maliyeti Kafein Yazılım'a aittir. Bu durum sadece yönetim maliyetini düşüren bir çözüm değil aynı zamanda performans ve verimliliği artıran bir rekabet unsurudur.
- ✓ Şirket bu modelde edindiği bilgi birikimi ve yetkinliği sebebiyle müşterilerinin önemli tedarikçileri arasında yer almaktadır. Dolayısıyla, bu alandaki çalışmaları ve kontratları uzun sürelidir.

II.1.2. Anahtar Teslim Çözümler

- ✓ Şirket, özel kurduğu proje ekipleri ile müşteri ihtiyaçlarına uygun anahtar teslim çözümler sunmaktadır. Anahtar teslimi çözümlerle; müşteri tarafından kapsamı belirlenen yazılım geliştirme ve entegrasyon talepleri, belli bir süre zarfında bitirilerek kullanıma sunulmaktadır. Şirket kendisinin ve iş ortaklarının geliştirdiği yazılımları telekomünikasyon, hizmet, sigorta ve ulaştırma sektöründeki müşterilere sunmaktadır.
- ✓ Proje yönetim süreci genel hatlarıyla aşağıdaki aşamalardan oluşmaktadır:
 - Müşteri ihtiyaçlarının belirlenmesi ve analizi - Kapsam Çalışması
 - Sistem analizi ve tasarım
 - Çözümün geliştirilmesi veya uyarlanması, entegrasyonu
 - Testler
 - Devreye alım
 - İşletme ve bakım süreçlerinin oluşturulması ve yürütülmesi
 - Proje kapanışı, öğrenilen dersler ve sürecin değerlendirilmesi
 - Gözetim süreci

II.1.3. Dış Kaynak Hizmeti

- ✓ Şirket müşteri ihtiyaçları doğrultusunda talep edilen bilgi ve deneyime uygun personel adaylarını kadrosuna katarak müşterilerinin hizmetlerine sunmaktadır. Hizmet verecek olan personel önerilen adaylar arasından müşteri tarafından seçilmektedir.
- ✓ Dış kaynak hizmeti ekibinin yönetim sorumluluğu, işlerin tamamlanması ve kalitesiyle ilgili riski de müşteriye aittir.

II.1.4. Teknoloji & Yazılım Geliştirme

- ✓ Şirket Ar-Ge faaliyetlerini müşteri ihtiyaçları ve teknolojik gelişmeler odaklı olarak sürdürmektedir. Türkiye'deki milli yazılım vizyonuna katkı sağlamak amacıyla TÜBİTAK ve KOSGEB gibi kurumların destek ve teşviklerini değerlendirmektedir.

- ✓ Geliştirilen tüm bu ürün ve teknolojilerle yurt içi pazarın ihtiyaçlarını karşılamakla yetinmeyip, ihraç edilme amacını taşımaktadır. Şirket için aşağıda yer alan 4 alan önem taşımaktadır.

- Nesnelerin interneti
- Büyük veri analizi
- Mobil uygulamalar
- Güvenlik

II.1.5. Yazılım Ürün(Lisans) Satışı

- ✓ Şirket, Callidus Software Inc., Micro Focus (Former HP Software), IBM Global Services, SAS Middle East FZ-LLC gibi uluslararası yazılım ve teknoloji firmalarının Türkiye'deki iş ortağı olarak lisans satışları da yapmaktadır.
- ✓ Şirketin, önümüzdeki dönemdeki hedefi bu çalışmalarını Orta Asya, Orta Doğu ve Afrika coğrafyalarına taşımaktır.

III. Finansal Bilgiler

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler "Şirket'in Halka Arz İzahnamesi'nden ve Kafein Yazılım Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

BİLANÇO	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
(TL)	(yıllık)	(yıllık)	(yıllık)
Dönen Varlıklar	15.359.269	16.968.869	24.998.202
- Nakit ve Nakit 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	-	-
- Peşin Ödenmiş Giderler	589.757	266.575	311.171
Duran Varlıklar	2.478.674	3.086.781	2.347.631
- İştirakler ve iş ortaklıkları yatırımları	-	-	685.410
- Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	1.654.667	1.620.667	-
- Maddi Duran Varlıklar	540.671	532.842	594.459
- Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.430	437.876	646.573
- Ertelenmiş Vergi Varlığı	99.057	192.675	338.420
- Peşin Ödenmiş Giderler	181.849	84.900	81.309
- Diğer Duran Varlıklar	-	217.821	1.460
Toplam Varlıklar	17.837.943	20.055.650	27.345.833
Kısa Vadeli Yükümlülükler	5.612.327	4.357.438	7.454.327
- Kısa Vadeli Borçlanmalar	1.319.733	73.921	7.506
- Ticari Borçlar	2.635.369	1.338.794	2.127.816
- Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	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
- Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	37.212	36.575	31.952
- Kısa Vadeli Karşılıklar	212.045	491.206	588.252
- Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	39.074	20.735	158.413

Uzun Vadeli Yükümlülükler	860.069	492.344	874.584
- Uzun Vadeli Borçlanmalar	73.444	-	50.000
- Diğer Borçlar	15.000	15.000	-
- Ertelenmiş Gelirler	327.505	-	19.168
- Uzun Vadeli Karşılıklar	444.120	477.344	805.416
Toplam Yükümlülükler	6.472.396	4.849.782	8.328.911
Özkaynaklar	11.365.547	15.205.868	19.016.922
- Ödenmiş Sermaye	8.100.000	8.100.000	11.000.000
- Kâr veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler veya giderler	(177.876)	(91.704)	(82.867)
- Kârdan ayrılan kısıtlanmış yedekler	218.837	369.375	613.882
- Geçmiş yıllar kâr/zararları	149.183	3.074.048	2.683.689
- Net dönem kârı	3.075.403	3.754.149	4.802.218
Toplam Özkaynaklar ve Yükümlülükler	17.837.943	20.055.650	27.345.833

GELİR TABLOSU	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
(TL)	(yıllık)	(yıllık)	(yıllık)
Hasılat	32.154.404	36.918.822	47.202.321
Satışların Maliyeti (-)	(25.859.053)	(29.530.051)	(37.287.206)
Brüt Kâr	6.295.351	7.388.771	9.915.115
- Genel yönetim giderleri(-)	(3.419.099)	(4.427.576)	(5.649.311)
- Pazarlama giderleri(-)	-	(51.680)	-
- Esas faaliyetlerden diğer gelirler	260.575	318.521	564.447
- Esas faaliyetlerden diğer giderler(-)	(134.853)	(396.476)	(529.711)
Esas faaliyet kârı	3.001.974	2.831.560	4.300.540
- Yatırım faaliyetlerden gelirler	243.576	576.321	549.743
Finansman gideri öncesi faaliyet kârı	3.245.550	3.407.881	4.850.283
- Finansman gelirleri	340.703	588.437	370.484
- Finansman giderleri(-)	(395.955)	(202.593)	(184.673)
Vergi Öncesi Kâr	3.190.298	3.793.725	5.036.094
Vergi Geliri/Gideri(-)	(114.895)	(39.606)	(233.876)
Dönem Vergi Gideri	(145.522)	(154.767)	(382.114)
Ertelenmiş Vergi Gideri	30.627	115.161	148.238
Dönem kârı	3.075.403	3.754.119	4.802.218

IV. Değerleme

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler "Şirket'in Halka Arz İzahnamesi"nden ve "Kafein Fiyat Tespit Raporu"ndan alınmıştır.

Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Metro Yatırım") tarafından Nisan 2018'de hazırlanmış ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayınlanmış olan "Kafein Fiyat Tespit Raporu"nda ("Rapor") Çarpan Analizi ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yöntemleri kullanılmış olup, bu analizler kabul görmüş değerleme yöntemleridir.

Aşağıda, Rapor'da incelenen yöntemler ve bulunan değerlere ilişkin özet bilgi ve tablolar yer almaktadır.

IV.1. ÇARPAN ANALİZİ

Metro Yatırım tarafından hazırlanan "Kafein Fiyat Tespit Raporu"nda yer alan Çarpan Analizi'nde Borsa İstanbul'da bilişim ve yazılım sektörlerinde işlem gören benzer şirketlerin çarpanları ile Kafein'in işlem göreceği pazar olan Ana Pazar'da yer alan şirketlerin çarpanları kullanılmıştır.

Rapor'da 31.12.2017 tarihinde sonra eren 12 aylık döneme ait finansal veriler kullanılarak Çarpan Analizi yapılmış ve analizde Piyasa Değeri/Defter Değeri, Firma Değeri/Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr (FD/FAVÖK), Fiyat/Kazanç (F/K) ve Firma Değeri/Satışlar olmak üzere 4 çarpan kullanılmıştır. Yapılan analizde 31.12.2017 finansal raporlarında yer alan 4.802.218 TL seviyesindeki net kârdan 629.333 TL düzeyindeki sabit kıymet satış geliri düşülerek bulunan 4.172.885 TL'lik düzeltilmiş net kâr kullanılmıştır. Buna göre değerlemede esas alınan finansal veriler aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

(TL)	31.12.2017
Düzeltilmiş Net Kâr	4.172.885
Özkaynaklar	19.016.922
Satışlar	47.202.321
Net Nakit	2.103.421

Rapor'da seçilen şirketlere dair çarpanlar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Şirket	PD/DD	FD/FAVÖK	FİYAT/KAZANÇ	FD/SATIŞLAR
BİST Bilişim Sektörü				
ALCTL*	1,31	3,68	10,84	0,38
ANELT	0,56	(41,18)	-	787,62
ARENA	0,58	6,70	76,10	0,12
ARMDA	0,94	7,81	12,13	0,19
DESPC	1,24	9,09	8,41	0,35
DGATE*	2,92	7,55	8,97	0,18
ESCOM	0,51	(65,79)	30,88	28,48

İNDES*	2,20	1,77	1,50	0,12
KAREL	2,05	6,62	13,56	1,39
KRONT*	5,06	19,09	23,63	7,07
NETAS*	1,20	6,96	14,12	0,81
PKART	1,46	8,43	15,78	0,48
Ortalama	1,05	7,73	16,15	0,51
BİST Yazılım Sektörü				
FONET	1,83	12,77	18,10	3,13
LINK	2,95	11,78	16,57	5,40
LOGO*	5,70	13,22	23,38	4,69
Ortalama	2,39	12,28	17,34	4,27
Ana Pazar				
137 adet şirket				
Ortalama	1,80	12,07	16,27	1,74

*Çarpan değerleri ortalamalara dâhil edilmemiştir.

Rapor'da, Ana Pazar şirketleri içinden mali sektör şirketlerinin elenerek 137 adet Ana Pazar şirketinin çarpanlarının analize dâhil edildiği ifade edilmiştir.

Yapılan çarpan analizinde FD/FAVÖK ve FD/Satışlar çarpanlarına göre bulunan piyasa değerinde net nakit pozisyonunun dâhil edildiği, diğer taraftan BİST Yazılım Sektörü çarpanlarına göre bulunan değer ise çok yüksek olması nedeniyle değerlemeye dâhil edilmediği belirtilmiştir.

Ayrıca yapılan analizde PD/DD ve FD/Satışlar için 10'un, F/K ve FD/FAVÖK için de 40'ın üzeri ve negatif sonuç veren rasyoların aşırı uç kabul edilerek değerlemeye dâhil edilmediğine dikkat çekilmiştir.

Rapor'da çarpan analizi yöntemiyle, baz alınan tüm rasyolara eşit ağırlık verilerek ulaşılan değerlemelerin eşit ağırlıklı ortalamasına göre 52.092.535 TL'lik piyasa değerine ve 4,74 TL birim pay değerine ulaşıldığı ifade edilmiştir.

IV.2. İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI ANALİZİ (İNA)

Kafein, faaliyetlerini Ar-Ge merkezi olarak kullandığı Yıldız Teknik Üniversitesi Davutpaşa Kampüsü Teknoparkı üzerinden gerçekleştirmektedir. Teknoloji Geliştirme Bölgeleri Kanunu uyarınca Şirket yazılım, tasarım ve Ar-Ge faaliyetlerinden elde ettiği gelirlerinden ötürü 31.12.2023 tarihine kadar Gelir ve Kurumlar Vergisi'nden muaftır. Ayrıca Şirket'in Ar-Ge, tasarım ve destek personelinin bu görevleri ile ilgili ücretleri de 31.12.2023 tarihine kadar her türlü vergiden muaftır. Rapor'da 7 yıllık projeksiyon kullanıldığı ve bu kapsamda hem muafiyet döneminin hem de muafiyet sonrası dönemin değerlemeye dâhil edildiği ifade edilmiştir.

Değerlemede son iki yıllık dönem olan 2023 ve 2024 yılları için terminal büyüme oranı olarak %3'lik büyüme oranı kullanılmıştır.

Metro Yatırım tarafından yapılan analizde kullanılan önemli varsayımlar hakkında özet bilgi aşağıda yer almaktadır:

- Projeksiyonlar TL cinsinden yapılmıştır.
- Risksiz faiz oranı olarak, piyasadaki en aktif Hazine Bonosu'nun son 1 yıllık ortalaması olan %12,57 kullanılmıştır.
- Piyasa risk primi olarak %6 kullanılmıştır.
- Beta katsayısı olarak ilk halka arzlarda kullanılan genel katsayı olan 1 kullanılmıştır.
- Terminal büyüme oranı olarak %3 kullanılmıştır.
- Vergi sonrası borçlanma maliyeti olarak %16 olan borçlanma maliyetinden %3 vergi düşülerek bulunan %15,52 kullanılmıştır.
- Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti olarak %21 borçluluk oranı ile %18,56 kullanılmıştır.
- 2018 yılında %30, 2020 yılında %25, 2021-2022 yılları arasında %20 ciro artışı öngörülmüştür.

Kafein - İNA (Bin TL)	2018 T	2019 T	2020 T	2021 T	2022 T	2023 T	2024 T
Net Satışlar	68.443	88.976	111.220	133.465	160.157	164.962	169.911
Satışların Maliyeti (-)	-53.526	-68.939	-85.699	-102.506	-122.266	-125.947	-129.329
Brüt Kar	14.917	20.037	25.522	30.959	37.891	39.015	40.582
Faaliyet Giderleri (-)	-7.924	-10.582	-13.139	-15.697	-18.935	-19.464	-20.040
Esas Faaliyet Karı (E)	6.993	9.455	12.383	15.261	18.956	19.551	20.542
Vergi (V)	210	284	371	458	569	587	4.108
Yatırım Harcamaları (Y)	283	293	305	317	330	345	360
Çalışma Sermayesi (Ç)	-4.367	4.874	5.273	5.269	6.364	1.133	1.209
Amortisman (A)	293	305	317	330	345	360	377
Serbest Nakit Akışı (E+V+Y+Ç+A)	11.161	4.309	6.750	9.548	12.038	17.847	15.242
İndirgeme Oranı (AOSM) (%)	18,53%	18,56%	18,56%	18,56%	18,56%	18,56%	18,56%
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımı	9.413	3.066	4.050	4.833	5.139	6.426	4.629
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımı Toplamı 2018-2024 dönemi toplam (1)	37.556						
Terminal Büyüme Oranı		3,00%					
Üç Dönem Serbest Nakit Akımları		100.896					
İndirgenmiş Devam Eden Şirket Değeri (2)		30.641					
Firma Değeri (1)+(2)		68.197					
Net Nakit (2)		2.103					
Tahmini Gerçeğe Uygun Değer		70.300					
Tahmini Birim Pay Değeri		6,39 TL					

Rapor'da İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne göre yapılan hesaplamada 70.300.108 TL'lik piyasa değerine ve 6,39 TL birim pay değerine ulaşıldığı ifade edilmiştir.

Kafein için yapılan değerlendirme analizi sonucunda Çarpan Analizi ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne eşit olarak ağırlık verilmiş ve halka arz iskontosu öncesi 61.196.321 TL'lik şirket değeri ve 5,56 TL birim pay değerine ulaşılmıştır.

	Piyasa Değeri (TL)	Birim Pay Değeri (TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri (TL)
Piyasa Çarpanları Yöntemi	52.092.535	4,74	50%	26.046.268
İNA Yöntemi	70.300.108	6,39	50%	35.150.054
Ortalama Şirket Değeri				61.196.321
İskonto %20				12.239.264
İskontolu Şirket Değeri				48.957.057
Halka Arz Birim Pay Değeri				4,45

Rapor'da Şirket'in birim pay arz fiyatı olan 4,45 TL'nin bu değere göre %20 iskontolu olduğu belirtilmiştir.

V. Görüş

Metro Yatırım tarafından Kafein için hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında verilen bilgilerin anlaşılır ve yeterli olduğunu, değerlendirme metodolojisinin ayrıntılı ve net biçimde açıklandığını düşünmekteyiz.

Söz konusu Fiyat Tespit Raporu'nda kabul görmüş değerlendirme yöntemleri olan İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Çarpan Analizi yöntemleri kullanılarak fiyat tespiti yapılmıştır.

Çarpan analizinde PD/DD ve FD/Satışlar için 10'un, F/K ve FD/FAVÖK için de 40'ın üzeri ve negatif sonuç veren rasyoların aşırı uç kabul edilerek değerlemeye dâhil edilmemesini olumlu bulmakla birlikte, çarpanların ortalamasının aritmetik ortalama olarak değil de medyan olarak analize dâhil edilmesinin daha yararlı olacağını değerlendiriyoruz.

Değerleme çalışmasında kullanılan İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi geleceğe yönelik tahminler içerdiğinden ve yorumlanması açısından Şirket yetkilileri ile bir araya gelmesi gerektiğinden tarafımızca analiz edilememiş ve dolayısıyla Fiyat Tespit Raporu'nda yapılan çalışma da test edilememiştir. Ek olarak satış tahminlerine ilişkin varsayımların daha detaylı olarak verilmesinin yararlı olacağı değerlendirilmektedir.

Nihai olarak, Rapor'da tespit edilen Şirket değeri ve sonrasında ulaşılan fiyat aralığı ile söz konusu iskonto oranlarının makul olduğunu düşünüyoruz.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, haber veya öneriler nedeniyle ortaya çıkacak ticari kazanç veya kayıplardan Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Rapor sayfalarında yayınlanan hiçbir yazı, görüş, resim, analiz ve diğer sunumlar izin alınmadan yazılı veya görsel basın organlarında yayımlanamaz.