

RAPORUN TEMEL BİLGİLERİ	
RAPORUN TARİHİ	27.09.2021
RAPORUN TÜRÜ	ŞİRKET DEĞERLEME
	GENEL YATIRIM TAVSİYESİ
RAPORA KONU ŞİRKETİN ÜNVANI	KAFEİN YAZILIM
Pay kodu	KFEIN
İŞLEM GÖRDÜĞÜ PAZAR	ANA PAZAR
DAHİL OLDUĞU ENDEKSLER	BIST BİLİŞİM / BIST TEKNOLOJİ / BIST ANA / BIST TÜM-100 / BIST TÜM / BIST İSTANBUL
ŞİRKETİN SEKTÖRÜ	TEKNOLOJİ / BİLİŞİM
FAALİYET KONUSU	Yazılım Hizmetleri
KOTASYON / İŞLEM GÖRMeye BAŞLADIĞI TARİH	16.05.2018
ÖDENMİŞ / ÇIKARILMIŞ SERMAYE	19.750.000,00
YABANCI TAKAS ORANI %	2,95
FİİLİ DOLAŞIMDAKİ PAY ORANI %	74,99
PİYASA DEĞERİ	419.095.000,00
HALK AÇIK KISMIN PİYASA DEĞERİ	314.321.250,00
FİRMA DEĞERİ	425.181.926,00
CARİ DEĞER	21,26
SON 3 AYLIK FİYAT HAREKET BANDI	20,18 -29,80
HEDEF PAY DEĞERİ	28,16
TAVSİYE	AL

İçindekiler

Yönetici Özeti	3
Genel Bilgiler	4
Şirketin Faaliyet Konusu	
Şirket Hakkında Özet Bilgiler	
Ortaklık yapısı	
Sektör Kaynaklı Riskler	
Faaliyetlerden Kaynaklı Riskler	
Diğer Riskler	
Risk Yönetimi	
Şirketin işlem gördüğü Pazar hakkında bilgiler	9
Ana Pazar (N) Kotasyon Şartları	
Pazarda Uygulanacak İşlem Esasları	
Pazarları Belirleme Kriterleri	
2018-2019-2020 Yılları Dikey Analiz ile Gelir Tablosunun İncelenmesi	11
2018-2019-2020 Yılları Dikey Analiz ile Bilançonun İncelenmesi	14
2Ç20-2Ç21 Dönemleri İçin Şirket Rasyolarının Karşılaştırılması	17
Likidite Oranları	
Karlılık Oranları	
Finansal Yapı Oranları	
Faaliyet Oranları	
Şirketin değerlendirme oranlarının sektör ortalamaları ile karşılaştırılması	21
Değerleme	22
Piyasa Çarpanları	
Firma Değeri / Defter Değeri	
Firma Değeri / FAVÖK	
Firma Değeri / Net Satış	
Fiyat / Nakit Akışı	
Fiyat Kazanç	
PD / DD	
PD / Esas Faaliyet Karı	
PD / Net Satış	
BIST BİLİŞİM SEKTÖRÜ ÇARPANLARI	23
BIST TEKNOLOJİ SEKTÖRÜ ÇARPANLARI	25
İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi	27
Değerleme Sonucu	29
2021 yılı Gelişmeler	31
Yararlanılan Kaynaklar	34
Değerlemeyi Yapan Kurum ve Analistler Hakkında Bilgi	35

Yönetici Özeti

Ana pazarda işlem gören, Kafein Yazılım Hizmetleri Ticaret A.Ş. (Kafein; Şirket) 2005 yılında yazılım çözümleri geliştirmek amacı ile kurulmuştur.

Kafein; başta Telekom BSS (Business Support System) alanında olmak üzere, uygulama geliştirme, test / test otomasyon hizmetleri, proje yönetimi, anahtar teslim yazılım çözümleri, danışmanlık, yönetilen hizmetler (Managed Services), dış kaynak kullanımı hizmetleri yanı sıra veri analizi, veri madenciliği ve veri arşivleme hizmetlerini de sunmaktadır.

Türkiye'nin en büyük Telekom firmaları, sigorta şirketleri, bankalar, uluslararası perakende ve üretim firmaları hizmet sunduğumuz kuruluşlar arasında yer almaktadır.

Kafein Yazılım Hizmetleri Ticaret A.Ş. yazılım hizmetleri alanında faaliyet göstermektedir.

Faaliyet gösterdiği alanlar beş ana başlıkta toplanabilir:

1. Yönetilen Hizmetler
 2. Anahtar Teslim Çözümler
 3. Dış Kaynak Hizmeti
 4. Teknoloji & Yazılım Geliştirme
 5. Yazılım Ürün (Lisans) Satışı
 6. İnovatif Ürünler ve Çözümler
- Bağlı Ortaklıklar & İştirakler Hakkında Bilgiler

Smartiks Yazılım A.Ş. (%6,43)
Intranet Yazılım A.Ş. (%51)
Karmasis Bilişim Çözümleri Ticaret A.Ş. (%51)
Papillon Savunma Teknoloji ve Ticaret A.Ş. (%11)

Şirket 21/08/2021 açıklamasında ; Yurtdışında büyüme doğrultusunda Kafein Yazılım'ın %51 bağlı ortaklığı Karmasis Bilişim tarafından, Siber Güvenlik konusunda faaliyet gösterecek ve "Azerbaycan, Bakü'de kurulacak olan 10 bin dolar kuruluş sermayeli "Karmasis Azerbaycan MMC" şirketine %20 oranında iştirak edilerek kurucu ortak olunmasına karar verildiğini belirtmiştir.

satış tahminleri yaparken 2021 yılı için %13,5 2022 ve sonrası için %14 %15 büyümesi varsayılmıştır. Şirketin satış büyümesinin Ebitda değerinde bu doğrultuda büyümesine yardımcı olacaktır. Çarpan analizinde ; Şirketin dahil olduğu BIST TEKNOLOJİ ve BIST BİLİŞİM sektörü hisselerinin verilerinden yararlanılmış; Nihai değere ulaşmak içinse ; Firma Değeri / Defter Değeri, Firma Değeri / FAVÖK, Fiyat / Kazanç, PD / DD oranları baz alınmıştır. İNA modelinde ise Kfem için Firmaya Serbest Nakit akış yöntemiyle İndirgenmiş Nakit Akışı modeliyle değer tespiti yapılırken, CFI (Corporate Finance Institute) Modeli kullanılmıştır.

Bist Teknoloji ve Bist Bilişim sektörü verilerinin ortalamasına göre fiyatlar sırasıyla 29,05 TL ve 31,12 TL olurken, İNA modelinde 26,29 TL seviyesi bulunmuş, Bist Teknoloji ve Bist Bilişim Sektörü ağırlıklandırması %25'ser yapılırken, İNA modeli %50 verilerek, ortalama fiyat beklentimiz 28,16 TL seviyesi olarak çıkmıştır.

Genel Bilgiler

Şirketin Faaliyet Konusu

Şirketin faaliyet konusu ; Yazılım Geliştirme'dir.

Faaliyet gösterdiği alanlar beş ana başlıkta toplanabilir:

1. Yönetilen Hizmetler
2. Anahtar Teslim Çözümler
3. Dış Kaynak Hizmeti
4. Teknoloji & Yazılım Geliştirme
5. Yazılım Ürün (Lisans) Satışı
6. İnovatif Ürünler ve Çözümler

Şirket Hakkında Özet Bilgiler

Kafein Yazılım Hizmetleri Ticaret A.Ş. (Kafein; Şirket) 2005 yılında yazılım çözümleri geliştirmek amacı ile kurulmuştur.

Kafein; başta Telekom BSS (Business Support System) alanında olmak üzere, uygulama geliştirme, test / test otomasyon hizmetleri, proje yönetimi, anahtar teslim yazılım çözümleri, danışmanlık, yönetilen hizmetler (Managed Services), dış kaynak kullanımı hizmetleri yanı sıra veri analizi, veri madenciliği ve veri arşivleme hizmetlerini de sunmaktadır.

Ağırlıklı olarak telekomünikasyon sektöründe olmak üzere sigorta, ulaştırma, bankacılık ve hizmetler sektörüne anahtar teslim çözümler sunulmaktadır.

- 1. Yönetilen Hizmetler:** Bir firmanın IT bölümünün bir parçasının, müşteri adına yönetiminin üstlenilip, hizmet olarak sunumu anlamını taşır. Yazılım geliştirme (Development), analiz, test ve operasyon hizmetlerinin tamamı veya bir kısmı yönetilen hizmetler kapsamına girer.
- 2. Anahtar Teslim Çözümler** Anahtar teslimi çözümlerle; müşteri tarafından kapsamlı netleşmiş uygulama yazılımı geliştirme ve entegrasyon talepleri, belirli bir süre içinde başlayıp bitirilerek kullanıma sunulur
- 3. Dış Kaynak Hizmeti** Kafein müşterilerinin ihtiyaçları doğrultusunda talep edilen bilgi ve deneyime uygun adayları kadrosuna alarak müşterilerine sunmaktadır.
- 4. Teknoloji ve Yazılım Geliştirme** Kafein müşteri ihtiyaçlarını ve teknolojik gelişimleri değerlendirerek teknoloji ve ürün geliştirme alanında Ar-Ge faaliyetlerini sürdürmektedir. Bu süreç içinde TÜBİTAK, KOSGEB gibi kurumların destek ve teşviklerini de değerlendirmektedir.

5. Yazılım Ürün (Lisans) Satışı Kafein bir süredir çeşitli uluslararası yazılım ve teknoloji firmalarının Türkiye’de iş ortağı olarak lisans satışlarına da yönelmiştir

6. İnovatif Ürünler ve Çözümler

ROBOTİK SÜREÇ OTOMASYONU

KİŞİSEL VERİLERİ KORUMA KAPSAMINDA UÇTAN UCA ÇÖZÜM

SİBER GÜVENLİK

AKILLI DUYGU ANALİZİ

SİGORTA YÖNETİM SİSTEMİ

K-BI

K-ÖDÜL

K-CALL,

PARKİNSON HASTALIĞININ TEDAVİ VE TAKİP SÜRECİNE YARDIMCI

AKILLI PLATFORM

FORAMIND

Sermaye ve Ortaklık yapısı

30.06.2021 tarihi itibarıyla Kafein’in çıkarılmış sermayesinin ortaklar arasındaki dağılımı aşağıdaki gibidir

Ortaklar	A Grubu	B Grubu	C Grubu	Toplam Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı (%)	Oy Hakkı Oranı (%)
Ali Cem Kalyoncu	183.333	183.333	4.571.716	4.938.382	25,00	40,48
Halka Açık			14.811.618	14.811.618	75,00	59,52
TOPLAM	183.333	183.333	19.383.334	19.750.000	100,00	100,00

Bağlı Ortaklıklar

Smartiks Yazılım A.Ş. (%6,43)

Intranet Yazılım A.Ş. (%51)

Karmasis Bilişim Çözümleri Ticaret A.Ş. (%51)

Papilon Savunma Teknoloji ve Ticaret A.Ş. (%11)

Sektör Kaynaklı Riskler

Kafein'in uyması gereken yasal mevzuat ve bu çerçevede uyması gereken sınırlamalar bulunmaktadır. Kafein yazılım sektöründe faaliyet göstermektedir. Devletin sektöre tanıdığı bazı imtiyaz ve ayrıcalıklar bulunmaktadır. Zaman içinde bu imtiyaz ve ayrıcalıklar yürürlükten kalkabilir veya Kafein'e sağlanan imtiyaz ve ayrıcalıklar azalabilir veya tamamen ortadan kalkabilir.

Kafein'in faaliyetleri ekonomik istikrarsızlıklardan olumsuz etkilenebilir: Dünyada ve ülkemizde siyasi ve/veya ekonomik istikrarsızlıklar yaşanabilir. Kafein ve içinde yer aldığı sektör bu durumdan olumsuz yönde etkilenebilir ve faaliyetleri yavaşlayabilir.

Faaliyetlerden Kaynaklı Riskler

Kafein satış hasılatını ağırlıklı olarak bir sektörden sağlamaktadır. Kafein elektronik haberleşme sektörü firmalarına 10 seneden uzun süredir satış yapsa da satışlarının sektörel yoğunlaşma riski bulunmaktadır. Elektronik haberleşme sektöründe yaşanan gelişmeler Kafein'i olumsuz yönde etkileyebilir.

- Şirketin katıldığı ihalelerin ve yüklendiği projelerin teklif aşaması ve projelerin gerçekleştirme süreleri öngörülen süreleri aşabilir. Kafein, ağırlıklı olarak ihalelerin kazanılması veya müşterilerine proje teklifleri vermek suretiyle satış hasılatı elde etmektedir. Kafein'in elinde olmayan nedenlerle teklif aşamasında süreçlerin uzaması veya projelerin hedeflenen süreden daha uzun zamanda gerçekleştirilmesi halinde şirketin projeden elde etmeyi planladığı karlılık olumsuz yönde etkilenebilir

- İhale ve proje hazırlık ve uygulama süreçlerinde aksaklıklar meydana gelebilir: Kafein'in katıldığı ve katılacağı ihalelere hazırlık, fiyat ve şartname değerlendirme süreçlerinde yapılabilecek maddi hatalar taahhüt edilen işlerin zamanında tamamlanamamasına ve/veya projeden elde edilecek karlılığın azalmasına sebep olabilir.

- Şirket merkezinin konumundan kaynaklı riskler oluşabilir: Kafein'in merkezi ve AR-GE ofisleri Yıldız Teknik Üniversitesi Teknopark 'da (Esenler) bulunmaktadır. Yetkili otoriteler tarafından Teknoparkın taşınması veya yönetmeliğinin değişmesine karar verilmesi halinde Kafein'in faaliyetleri etkilenebilir.

- Şirket'in geliştirdiği yazılım ve iş destek sistemlerinin çalışmasında aksaklıklar meydana gelebilir. Kafein'in geliştirdiği yazılımlar ve iş destek sistemlerinin çalışmasında aksaklıklar meydana gelebilir. Bu aksaklıkların düzeltilmesinde şirket personeli uzun süreler çalışmak zorunda kalabilir.

Diğer Riskler

Şirket faaliyetlerinden dolayı yukarıda açıklananlar dışında çeşitli finansal risklere maruz kalabilmektedir.

Bu riskler; kredi riski, likidite riski ve faiz oranı riskidir.

Kredi Riski: Karşı tarafın anlaşma gereklerinden doğan yükümlülüklerini yerine getirememesidir. Şirket'in cari dönem itibariyle kısa vadeli ilişkili olmayan taraflardan diğer alacakları 75.087 TL ve kısa vadeli ilişkili olmayan taraflardan ticari alacakları 43.089.701 TL seviyesindedir.

Likidite Riski: Şirket'in net fonlama yükümlülüklerini yerine getirememe ihtimalini ifade eden bu risk, piyasalarda meydana gelen bozulmalar ve/veya kredi puanının düşürülmesi gibi fon kaynaklarının azalması sonucunu doğuran olaylardan meydana gelmektedir. Şirket'in cari dönem itibariyle kısa vadeli yükümlülükleri 72.442.268 TL, uzun vadeli yükümlülükleri 14.754.906 TL olmak üzere toplam 87.197.174 TL yükümlülüğü bulunmaktadır.

Kur Riski: Şirket'in, döviz kurlarında meydana gelen değişimlerden etkilenmesidir. Cari dönem itibariyle toplam 13.645.467 TL karşılığı 766.230 USD, 523.725 Euro, 159.489 CHF, 199 GBP, 12.450 diğer döviz cinsinden net yabancı para varlığı olduğundan ciddi anlamda bir kur riski söz konusu değildir.

Faiz Oranı Riski: Piyasa faiz oranlarındaki değişimlerin finansal araçların fiyatlarında dalgalanmalara yol açması, faiz oranı riskiyle karşılaşılması anlamına gelmektedir. Faiz oranı riskine duyarlılık, büyük ölçüde aktif ve pasif hesapların vadelerinin uyumsuzluğuyla ilgilidir. Şirket bu riski faiz oranına duyarlı olan varlık ve yükümlülüklerini dengelemek suretiyle oluşan doğal tedbir ile yönetmektedir. Şirket'te cari dönem itibariyle faiz riskine konu 11.777.971 TL tutarında nakit ve nakit benzerleri bulunmaktadır.

Risk Yönetimi

Risk Yönetimi Şirketin sektörel yoğunlaşma riski mevcuttur. Bunun dışında Şirketin risk yönetimi programı genel olarak mali piyasalardaki belirsizliğin, Şirket finansal performansı üzerindeki potansiyel olumsuz etkilerinin minimize edilmesi üzerine odaklanmaktadır.

Ana Pazar (N) Kotasyon Şartları

Ana Pazar fiili dolaşım oranına göre piyasa değeri 300.000.000 TL – 75.000.000 TL arasında olan payların kota alındığı pazarı ifade etmektedir

Ana Pazar	
Halka arz edilen payların piyasa değeri	Asgari 75.000.000 TL
Bağımsız denetimden geçmiş yıllık finansal tablolarında dönem karı olması	Son 2 yıl
Halka arz edilen payların nominal değerinin sermayeye asgari oranı	%20
Bağımsız denetimden geçmiş en son finansal tablolardaki Öz sermaye/Sermaye oranı	1'den büyük

Kaynak: Borsa İstanbul

Ana Pazarda Uygulanacak İşlem Esasları

İşlem Esasları	Ana Pazar
İşlem Yöntemi	Sürekli İşlem
Açığa Satış ve Kredili İşlem	VAR
Brüt Takas	YOK
Öz kaynak Oranı	%75
Açık Takas Pozisyonu/Öz kaynak oranı	%50
Fiyat Marjı	%15
Açığa Satış Yukarı Adım Kuralı	VAR
Devre Kesici Tetikleme Oranı	%7,5
Devre Kesici Sonrası Emir Toplama Süresi	15 Dakika
Devre Kesici Sonrası Eşleştirme Süresi	2 Dakika
Tek Fiyat Emir Toplama Süresi Boyunca Bilgi Yayının Kısıtlanması	YOK
Açılış Seansında Son 5 Dakikada Emir İptal, Emir Kötüleştirme ve Miktar Azaltım	YOK
Açılış Seansından Piyasa ve Piyasadan Limiter Emri	YOK

Kaynak : Borsa İstanbul

Pazarları Belirleme Kriterleri

Pazarlarda İşlem Görme Kriterleri	Ana Pazar
Piyasa Değeri	> 60 Milyon TL
Fiili Dolaşımdaki Payların Piyasa Değeri(FDPD)	> 30 Milyon TL
Fiili Dolaşım Oranı (FDO)	> %10
Yerli Bireysel Yatırımcı Sayısı	> 500
İmtiyaz	İmtiyaz varsa FDO < %90
Likidite	< 7,5
(*)	Temettü > %10 ve FDPD > 30 Milyon TL

Pay piyasaları yönergesini okumak için

<https://www.borsaistanbul.com/files/borsa-istanbul-as-pay-piyasasi-yonergesi.pdf>

2018-2019-2020 Yılları Dikey Analiz ile Gelir Tablosunun İncelenmesi

- 2018 yılında satışlardan elde edilen gelirin %68,66'sı satılan malın maliyetine giderken bu oran 2019 yılında %65,03'e düşmüştür. Söz konusu oran 2020 yılında son üç yılın en yüksek seviyesine ulaşarak %71,66 olmuştur.
- 2018 yılında şirketin elde ettiği hasılatın ortalama %31,34'ü brüt kar olarak kalırken bu oran 2019 yılında %34,97'ye yükselmiştir. 2020 yılında satışlardan elde edilen gelirin %28,34'ü şirkete brüt kar olarak kalmıştır.
- Son üç yılda faaliyet giderlerinin toplam satış hasılatı içindeki payının düzenli olarak arttığı görülmektedir. 2018 yılında elde edilen hasılatın %12,71'i faaliyet giderleri için kullanılırken söz konusu oran 2019 yılında %17,72 ve 2020 yılında ise %19,40 olmuştur. Bu artışta özellikle araştırma ve geliştirme giderlerindeki artışın çok büyük etkisi olmuştur. 2018 yılında şirket elde ettiği satış hasılatının %3,68'ini araştırma ve geliştirme giderleri için harcarken söz konusu oran 2020 yılında %8,08'e yükselmiştir.
- Hem satılan malın maliyetinin hem de faaliyet giderlerinin satış hasılatına oranının artması şirketin elde ettiği net esas faaliyet karının satışlar içindeki payının düşmesine neden olmuştur. 2018 yılında şirketin satışlardan elde ettiği gelirin %18,62'si net esas faaliyet karı olarak şirkete kalırken bu oran 2019 yılında %17,25'e ve 2020 yılında ise %8,94'e gerilemiştir.
- Yatırım faaliyetlerden elde edilen gelirlerin toplam satışlar içindeki payı 2018 ve 2019 yıllarında ihmal edilebilir seviyelerde iken 2020 yılında hasılatın %8,73'ü kadar yatırım faaliyetlerinden gelir elde edilmiştir. Bu durumda şirketin finansal yatırımlarında oluşan değerlendirme farkı etkili olmuştur.

Şirket Değerlemesi

- Özellikle kur farkı geliri kaynaklı olarak şirketin finansal gelirlerinin toplam satış hasılatına oranı son üç yılda düzenli olarak artmıştır. 2018 yılında finansal gelirlerin toplam satış hasılatına oranı %1,58 iken bu oran 2019 yılında %2,98'e ve 2020 yılında da %5,22'ye ulaşmıştır.
- Şirketin net esas faaliyet kar marjının düşmesine rağmen son üç yılda net karın toplam satış gelirlerine oranı düzenli olarak yükselmiştir. Bu durumun gerçekleşmesinde artan finansal gelirlerin ve 2020 yılında oluşan yatırım faaliyetlerinden gelirin etkisi olmuştur. 2018 yılında toplam hasılatın %16,98'i şirkete net kar olarak kalırken bu oran 2019 yılında %18,07'ye ve 2020 yılında da %19,42'ye yükselmiştir.

Dikey Analiz	2018/12(%)	2019/12(%)	2020/12(%)
Brüt Satışlar	101,88	101,98	100,52
Yurtiçi Satışlar	95,57	93,74	93,53
Yurtdışı Satışlar	5,83	7,03	5,84
Diğer Satışlar	0,48	1,21	1,15
Satışlardan İndirimler (-)	1,88	1,98	0,52
Satışdan İadeler (-)	1,88	1,98	0,52
Satış İskontoları (-)			
Hasılat	100,00	100,00	100,00
Satışların Maliyeti	68,66	65,03	71,66
TİCARİ FAALİYETLERDEN BRÜT KAR (ZARAR)	31,34	34,97	28,34
BRÜT KAR (ZARAR)	31,34	34,97	28,34
FAALİYET GİDERLERİ (-)	12,71	17,72	19,40
Genel Yönetim Giderleri	8,62	10,26	11,10
Pazarlama Giderleri	0,42	0,36	0,21
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	3,68	7,10	8,08
NET ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	18,62	17,25	8,94
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	3,01	2,64	2,79
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	3,13	1,74	2,59
ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)	18,50	18,15	9,14
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0,07	0,04	8,73
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından (Zararlarından) Paylar		-0,05	
FİNANSMAN GELİRİ (GİDERİ) ÖNCESİ FAALİYET KARI (ZARARI)	18,57	18,13	17,87
Finansman Gelirleri	1,58	2,98	5,22
Finansman Giderleri	2,11	2,68	2,05
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI (ZARARI)	18,03	18,43	21,04
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri	1,06	0,36	1,62
Dönem Vergi (Gideri) Geliri	0,81	0,82	1,29
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	0,25	-0,46	0,34
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI (ZARARI)	16,98	18,07	19,42
DÖNEM KARI (ZARARI)	16,98	18,07	19,42
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	3,04	4,18	1,69
Ana Ortaklık Payları	13,93	13,89	17,73

2018-2019-2020 Yılları Dikey Analiz ile Bilançonun İncelenmesi

- Son üç yılda şirketin dönen varlıklarının toplam varlıklar içerisindeki payının düzenli olarak azaldığı görülmektedir. 2018 yılında toplam varlıkların %52,57'si dönen varlıklardan oluşurken bu oran 2019 yılında %47,10'a, 2020 yılında ise %30,72'ye gerilemiştir. Söz konusu düşüş şirketin son üç yılda özellikle maddi olmayan duran varlıklarında görülen artıştan ve yapılan uzun vadeli finansal yatırımlardan kaynaklandığı görülmektedir.
- Şirketin nakit varlıklarının toplam varlıklar içindeki payı 2018 yılında %8,02 iken bu oran 2019 yılında %17,06'ya yükselmiştir. 2020 yılı sonu itibariyle ise toplam varlıkların %8,58'i nakit ve nakit benzeri varlıklardan oluşmuştur.
- Ticari alacakların toplam varlıklar içindeki payı son üç yılda düzenli olarak azalmıştır. 2018 yılında ticari alacaklar toplam varlıkların %33,75'ini oluştururken bu oran 2019 yılında %21,50'ye, 2020 yılında ise %15,68'e gerilemiştir.
- Şirketin artan yatırımları ile duran varlıkların toplam varlıklar içerisindeki payı son üç yılda düzenli olarak artmıştır. 2018 yılında toplam varlıkların %47,43'ü duran varlıklardan oluşurken bu oran 2019 yılında %52,90'a, 2020 yılında ise %69,28'e yükselmiştir.
- Duran varlıkların toplam varlıklar içerisindeki payının artmasına finansal yatırımların ve maddi olmayan duran varlıklara yapılan yatırımların etkisi olmuştur. Şirketin Papillon Savunma Güvenlik Sistemleri Bilişim Mühendislik Hizmetleri İthalat İhracat Sanayi ve Ticaret A.Ş. (PAPIL) şirketi için yapmış olduğu hisse alımı nedeniyle 2020 yılında finansal yatırımların toplam varlıklar içindeki payı %26,30 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket Değerlemesi

- 2018 yılında şirketin kısa vadeli borçlarının toplam varlıklara oranı %19,94 iken bu oran 2019 yılında %11,53'e gerilemiştir. Bu durumda şirketin kısa vadeli finansal borçlarının azalmasının etkisi olmuştur. 2020 yılında ise kısa vadeli yükümlülüklerin toplam varlıklara oranı son üç yılın en yüksek seviyesi olarak %25,26'ya yükselmiştir. Bu yükseliş PAPIL hisselerinde yapılan alımdan dolayı oluşan borçtan kaynaklanmıştır.
- Şirketin uzun vadeli borçlarının toplam varlıklar içerisindeki payının genel olarak düşük seviyelerde kaldığı görülmektedir. 2018 yılında uzun vadeli yükümlülüklerin toplam varlıklara oranı %4,43 seviyesinde iken bu oran 2019 yılında %5,91'e yükselmiştir. 2020 yılında ise %4,81 seviyesine gerilemiştir.
- Ana ortaklığa ait özkaynakların toplam varlıklara oranı borçlanma yoluyla yapılan finansal yatırımların da etkisiyle son üç yılda düzenli olarak azalmıştır. 2018 yılında ana ortaklığa ait özkaynakların toplam varlıklara oranı %63,38 iken bu oran 2019 yılında %56,52, 2020 yılında da %49,32 olarak gerçekleşmiştir.

Dikey Analiz	2018/12(%)	2019/12(%)	2020/12(%)
Dönen Varlıklar	52,57	47,10	30,72
Nakit ve Nakit Benzerleri	8,02	17,06	8,58
Finansal Yatırımlar			0,68
Ticari Alacaklar	33,75	21,50	15,68
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	1,58	2,01	0,02
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	32,17	19,48	15,66
Diğer Alacaklar	0,41	0,46	0,18
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	0,34	0,28	0,16
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	0,07	0,18	0,02
Devam Eden İnşaat, Taahhüt veya Hizmet Sözleşmelerinden Alac	8,00	6,04	3,77
Mal ve Hizmet Satışlarından Doğan Sözleşme Varlıkları	8,00	6,04	3,77
Stoklar	1,07	0,69	0,12
Peşin Ödenmiş Giderler	1,31	1,31	1,62
İlişkili Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	0,19	0,46	0,12
İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	1,11	85,00	1,49
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar		0,01	0,01
Diğer Dönen Varlıklar	0,01	0,05	0,09
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Dönen Varlıklar	0,01	0,05	0,09
Duran Varlıklar	47,43	52,90	69,28
Finansal Yatırımlar			26,30
İştirakler, İş Ortaklıkları ve Bağlı Ortaklıklardaki Yatırımlar	0,69		
Diğer Alacaklar		0,02	0,02
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar		0,02	0,02
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar		0,00	
Maddi Duran Varlıklar	1,34	1,30	1,63
Taahhütler	0,27	0,17	0,59
Mobilya ve Demirbaşlar	0,99	0,90	0,97
Özel Maliyetler	0,08	0,23	0,07
Kullanım Hakkı Varlıkları		3,48	1,20
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	44,34	46,88	39,65
Şerefiye	14,48	16,52	19,79
Markalar		0,39	0,18
Bilgisayar Yazılımları	0,03	0,02	0,01
Aktifleştirilen Geliştirme Maliyetleri	29,82	29,94	19,68
Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0,00	0,00	0,00
Peşin Ödenmiş Giderler	0,46	0,36	0,12
İlişkili Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler		0,00	
İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	0,46	0,35	0,12
Ertelenmiş Vergi Varlığı	0,56	0,86	0,37
Diğer Duran Varlıklar	0,04	0,00	0,00
İlişkili Olmayan Taraflara İlişkin Diğer Duran Varlıklar	0,04	0,00	0,00
TOPLAM VARLIKLAR	100,00	100,00	100,00
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	19,94	11,53	25,26
Kısa Vadeli Borçlanmalar	6,13	0,17	0,08
İlişkili Olmayan Taraflardan Kısa Vadeli Borçlanmalar	6,13	0,17	0,08
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	1,49	2,31	2,72
İlişkili Taraflardan Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	0,00	0,08	0,06
İlişkili Olmayan Taraflardan Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	1,49	2,22	2,66
Diğer Finansal Yükümlülükler	0,17	0,03	0,03
Diğer Muhtelif Finansal Yükümlülükler	0,17	0,03	0,03
Ticari Borçlar	5,31	3,58	5,78
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	5,31	3,58	5,78
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	2,12	1,88	1,26
Diğer Borçlar	1,11	0,99	10,65
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar			0,16
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	1,11	0,99	10,49
Devam Eden İnşaat, Taahhüt veya Hizmet Sözleşmelerinden Borçlar	1,02	1,09	3,33
Mal ve Hizmet Satışlarından Doğan Sözleşme Yükümlülükleri	1,02	1,09	3,33
Devlet Teşvik ve Yardımları	0,06	0,25	0,10
Ertelenmiş Gelirler (Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler)	0,01	0,01	0,09
İlişkili Taraflardan Ertelenmiş Gelirler (Müşteri Sözleşmelerinden)	0,00		
İlişkili Olmayan Taraflardan Ertelenmiş Gelirler (Müşteri Sözleşmelerinden)	0,01	0,01	0,09
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0,17	0,01	0,25
Kısa Vadeli Karşılıklar	1,21	1,14	0,87
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	0,93	0,87	0,52
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	0,28	0,27	0,35
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,14	0,08	0,11
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,14	0,08	0,11
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	4,43	5,91	4,81
Uzun Vadeli Borçlanmalar	1,67	2,58	2,75
İlişkili Taraflardan Uzun Vadeli Borçlanmalar		0,43	0,14
İlişkili Olmayan Taraflardan Uzun Vadeli Borçlanmalar	1,67	2,16	2,60
Devam Eden İnşaat, Taahhüt veya Hizmet Sözleşmelerinden Borçlar		0,36	0,08
Mal ve Hizmet Satışlarından Doğan Sözleşme Yükümlülükleri		0,36	0,08
Devlet Teşvik ve Yardımları	0,38	0,81	0,23
Ertelenmiş Gelirler (Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler)	0,19		
İlişkili Olmayan Taraflardan Ertelenmiş Gelirler (Müşteri Sözleşmelerinden)	0,19		
Uzun Vadeli Karşılıklar	2,19	2,15	1,75
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	2,19	2,15	1,75
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	24,37	17,44	30,07
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	75,63	82,56	69,93
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	63,38	56,52	49,32
Ödenmiş Sermaye	17,88	12,41	6,04
Paylara İlişkin Primler (İskontolar)	27,20	22,26	9,49
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kar ve Zararlar	-0,30	-0,26	-0,16
Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	-0,30	-0,26	-0,16
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	1,65	1,54	0,99
Sermayeye Eklenecek Gayrimenkul veya İştirak Satış Kazancı	0,49	0,34	0,17
Yasal Yedekler	1,16	1,19	0,82
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	4,64	9,77	23,65
Net Dönem Karı veya Zararı	12,32	10,81	9,32
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	12,25	26,04	20,61
TOPLAM KAYNAKLAR	100,00	100,00	100,00

A1 Capital Araştırma ~ 16 ~

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistikî şekil ve bilgiler hazırlanmış tarih itibarı ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmekte olup alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyeye dayanarak kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararınızın beklentilerinizle uyumlu sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasıyla doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz.



2Ç20-2Ç21 Dönemleri İçin Şirket Rasyolarının Karşılaştırılması**Likidite ve Karlılık Oranları**

- 2Ç20 sonu itibariyle karşılaştırıldığında 2Ç21 sonunda şirketin likidite pozisyonunda genel olarak bir bozulma olduğu görülmektedir. Bu bozulmanın en önemli nedeni olarak şirketin yapmış olduğu uzun vadeli finansal yatırımlar ön plana çıkmaktadır. 2Ç20 sonunda 5,38 seviyesinde gerçekleşen cari oran 2021 yılının ilk yarısı sonu itibariyle 1,34'e gerilemiştir.
- Geçen yılın aynı dönemi sonunda 4,52 seviyesinde olan likit oran 2021 yılının ilk yarısı sonu itibariyle 0,84 olarak gerçekleşmiştir. 2Ç20 sonunda şirketin kısa vadeli yükümlülüklerinin 3,4 katı kadar nakit ve nakit benzeri varlığı bulunurken bu oran 2Ç21 sonu itibariyle ise kısa vadeli borçların sadece %16,2'si kadar nakit varlık bulunmaktadır.

Karlılık Oranları

- 2Ç20 ve 2Ç21 için şirketin karlılık rasyoları karşılaştırıldığında bazı oranların olumlu geliştiği bazı rasyolarda ise bozulma olduğu görülmektedir. Olumlu tarafa bakıldığında çeyreklik bazda şirketin FAVÖK marjındaki ve esas faaliyet kar marjındaki artış dikkat çekmektedir. 2Ç20'de FAVÖK marjı %16,03 olarak gerçekleşmiş iken bu oran 2Ç21'de %26,07'ye yükselmiştir. Şirketin esas faaliyet kar marjı 2Ç20'de %8,29 iken bu oran 2Ç21'de %13,42'ye yükselmiştir.
- Olumsuz tarafta ise 2Ç20'de %7,04 olan aktif karlılığı 2Ç21'de %5,91'e gerilemiştir. Yine söz konusu dönemler karşılaştırıldığında özsermaye karlılığının %12,36'dan %11,35'e düştüğü görülmektedir. Şirketin 2Ç21'de net kar marjı %6,61 iken 2Ç21'de oluşan finansal yatırımlar değerlendirme farkı nedeniyle şirket zarar yapmıştır.

Oran Analizleri	2020/06	2020/09	2020/12	2021/03	2021/06
Likide Oranlar					
Cari Oran	5,38	5,27	1,22	1,28	1,34
Dönen Varlıklar / Aktif	70,59	68,05	30,72	29,29	31,17
Likit Oran	4,52	4,70	1,06	0,94	0,84
Nakit Oran	340,43	315,80	36,66	26,77	19,00
Karlılık Oranları					
Aktif Karlılık (ROA) (%)	7,04	8,91	12,54	8,32	5,91
Esas Faaliyet Kar Marjı	8,29	10,09	8,94	10,37	13,42
Esas Faaliyet Kar Marjı (Yıllık)	12,35	12,63	8,94	9,40	11,56
FAVÖK	14292667,00	24388623,00	33458674,00	11488468,00	26952844,00
FAVÖK (Çeyrek)	6308237,00	10095956,00	9070051,00	11488468,00	15464376,00
FAVÖK (Yıllık)	30522713,00	33493172,00	33458674,00	36962712,00	46118851,00
Favök Marjı	19,44	21,51	19,46	21,06	23,67
Favök Marjı (Çeyrek)	16,03	25,33	15,48	21,06	26,07
Favök Marjı (Yıllık)	21,65	22,33	19,46	19,22	21,72
Net Kar Marjı	6,61	9,75	17,73	-10,36	-7,88
Net Kar Marjı (Yıllık)	9,72	11,45	17,73	10,53	7,84
Özsermaye Karlılığı (ROE) Yıllık (%)	12,36	15,97	24,26	16,09	11,35
VAFÖK Marjı	21,09	21,92	28,39	-0,68	1,39
VAFÖK Marjı (Yıllık)	22,98	23,03	28,39	20,61	16,44
Maliyet Oranları					
Finansman Gider / Net Satış	1,93	1,94	2,05	1,80	2,06
Finansman Gider / Net Satış (Yıllık)	1,97	1,96	2,05	2,10	2,09

Finansal Yapı Oranları

- Geçen yılın aynı dönemi sonu itibariyle karşılaştırıldığında 2Ç21 sonunda şirketin borçluluk durumunda genel olarak bir artış olduğu dikkat çekmektedir. Şirketin yapmış olduğu finansal yatırımların bu yükselişte en büyük pay sahibi olduğu görülmektedir.
- 2Ç20 sonunda şirketin borçluluk oranı %19,82 iken 2Ç21 sonunda bu oran %28,06'ya yükselmiştir. 2Ç20 sonunda şirketin net finansal borcu -95,1 milyon TL iken bu rakam 2Ç21 sonu itibariyle 8 milyon TL'ye yükselmiştir.
- Şirketin esas faaliyet karının kısa vadeli borçlara oranı 2Ç20'de 0,52 düzeyinde iken bu oran 2Ç21'de 0,34'e gerilemiştir. Finansal borçların toplam borçlar içerisindeki payı 2Ç20 sonu itibariyle %22,98 seviyesinde iken bu oran 2Ç21 sonunda %13,93'e gerilemiştir.

Faaliyet Oranları

- Geçen yılın aynı dönemi ile karşılaştırıldığında 2Ç21’de şirketin faaliyet oranlarında genel olarak bir iyileşme olduğu dikkat çekmektedir. 2Ç20’de 0,72 düzeyinde olan aktif devir hızı 2Ç21’de 0,75’e yükselmiştir.
- 2Ç20 dönemi itibariyle şirket ticari alacaklarını ortalama 86 günde tahsil edebilirken bu rakam 2Ç21 döneminde 76 güne gerilemiştir. Yine söz konusu dönemler karşılaştırıldığında stok devir hızının 23,03’ten 131,42’ye yükseldiği görülmektedir. Ticari borçların ortalama ödeme süresi ise 2Ç20 sonunda 37 gün iken 2Ç21’de bu süre 29 güne gerilemiştir.
- Ticari alacak tahsilat süresindeki ve stok devir süresindeki iyileşmelerin etkisiyle şirketin nakit döndürme süresi 65 günden 50 güne gerilemiştir.
- 2Ç20 sonunda şirketin net yabancı para pozisyonu 23,8 milyon TL düzeyinde iken 2Ç21 sonunda bu rakam 13,6 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Oran Analizleri	2020/06	2020/09	2020/12	2021/03	2021/06
Büyüme Oranları					
Aktif Büyüme (%)	85,88	61,73	105,62	81,00	22,76
Esas Faaliyet Karı Büyüme (%)	-39,19	-17,36	-28,01	91,64	150,64
Esas Faaliyet Karı Büyüme (%) (Yıllık)	-21,31	-17,25	-28,01	-10,66	40,93
FAVÖK Büyüme (%)	-7,01	8,42	5,88	43,89	88,58
FAVÖK Büyüme (%) (Yıllık)	-1,64	0,47	5,88	10,91	51,10
FAVÖK Büyüme(%) (Çeyrek)	-30,78	41,69	-0,38	43,89	145,15
Nakit ve Nakit Benzerleri / Piyasa Değeri	32,67	28,82	6,65	3,29	2,87
Net Kar Büyüme (%)	-41,75	-0,14	77,32		
Net Kar Büyüme (%) (Yıllık)	-18,69	0,61	77,32	13,28	21,50
Net Kar Büyüme(%) (Çeyrek)	-93,63	127,49	217,39		
Net Kar Marjı (Yıllık)	9,72	11,45	17,73	10,53	7,84
Net Kar Marjı (Sharpe)	5,59	5,78	5,00	5,03	4,62
Net Satış Büyüme(%) (Çeyrek)	33,25	29,14	60,05	59,56	50,78
Net Satışlar Büyüme (%)	30,60	30,08	38,95	59,56	54,86
Net Satışlar Büyüme (%) (Yıllık)	23,54	22,11	38,95	46,62	50,58
Özsermaye Büyümesi (%)	74,03	56,69	79,43	64,75	8,29
Peg Oranı	-1,35	32,19	0,18	1,93	1,50
Peg Oranı (Dönem Sonu)	-1,35	32,19	0,18	1,93	1,50
Roic	27,02	24,33	11,06	12,18	19,04
Temettü Verimi (%)	0,25	0,25	0,20	0,16	0,21
Yabancı Para Net Pozisyonu / Net Satış (Yıllık) (%)	0,17	0,17	0,11	0,07	0,06
Yabancı Para Net Pozisyonu / Öz sermaye (%)	16,90	18,96	11,33	9,11	8,95
Finansal Yapı Oranları					
Borç Kaynak Oranı (%)	19,82	19,32	30,07	27,56	28,06
Duran Varlıklar / Aktif	29,41	31,95	69,28	70,71	68,83
Duran Varlıklar / Maddi Özkaynak	782,20	860,02	233,81	255,88	282,27
Esas Faaliyet Karı / Zararı Net	6095139,00	11437427,00	15368463,00	5654819,00	15276638,00
Esas Faaliyet Karı / Kısa Vadeli Borç	0,52	0,62	0,19	0,25	0,34
FAVÖK / Kısa Vade Borç	129,66	137,83	66,25	79,55	87,31
Favök / Mali Borçlar	437,59	519,57	491,51	419,93	389,59
Hisse Ödenmiş Sermaye	19750000,00	19750000,00	19750000,00	19750000,00	19750000,00
Kısa Vade Borç / Aktif	13,12	12,91	25,26	22,83	23,31
Kısa Vade Borç / Dönen Varlık	18,58	18,97	82,24	77,94	74,79
Kısa Vade Borç / Özsermaye	23,57	23,41	51,21	45,69	47,50
Kısa Vade Borç / Toplam Borç	66,16	66,81	84,01	82,83	83,08
Kısa Vade Borç Büyüme (%)	139,26	72,28	350,37	235,53	118,18
Kısa Vade Finansal Borç / Kısa Vade Borç	0,78	0,81	0,30	1,75	6,74
Yabancı Para Net Pozisyonu / Favök (%)	77,99	74,35	54,64	38,64	29,59
Mali Borç / Aktif	4,56	4,22	2,86	2,86	3,91
Mali Borç / Özsermaye	8,19	7,65	5,72	5,73	7,96
Mali Borç / Toplam Borç	22,98	21,82	9,39	10,39	13,93
Net Borç / FAVÖK (Yıllık) (%)	-311,56	-238,34	-36,13	-5,30	13,20
Net Finansman Giderleri	-1168529,00	-4685904,00	-5451173,00	-640169,00	82812,00
Net Finansman Giderleri (Çeyrek)	-320046,00	-3517375,00	-765269,00	-640169,00	722981,00
Net Finansman Giderleri (Yıllık)	-1811264,00	-4819303,00	-5451173,00	-5242859,00	-4199832,00
Net Satışlar / Kısa Vade Borç (Yıllık)	598,96	617,21	340,53	413,93	401,93
Özsermaye / Aktif	55,64	55,14	49,32	49,97	49,08
Özsermaye / Maddi Duran Varlıklar	53,32	45,53	30,32	27,39	26,55
Toplam Borç / Özsermaye	35,63	35,05	60,96	55,15	57,17
Hazır Değerler	113033245,00	96716368,00	28066969,00	17093980,00	11777971,00
Toplam Borç Büyüme (%)	145,09	77,27	254,55	143,11	73,75
Uzun Vadeli Borç Büyüme (%)	157,36	88,22	67,41	4,38	-13,12
Faaliyet Oranları					
Aktif Devir Hızı	0,72	0,78	0,71	0,79	0,75
Alacak Devir Hızı	4,22	4,33	4,42	4,62	4,81
Alacak Tahsil Süresi	86,42	84,25	82,55	78,98	75,96
Dönen Varlıklar Devir Hızı	1,11	1,30	1,96	2,16	1,54
Etkinlik Oranı	27,25	27,72	33,54	58,61	136,22
Etkinlik Süresi	102,27	99,86	95,08	85,74	78,74
İhracat Oranı (%)	6,57	6,04	5,81	5,50	5,37
Nakit Döndürme Süresi	65,16	64,62	58,65	58,28	49,62
Net Satışlar (Çeyrek)	39342256,00	39852110,00	58592324,00	54549348,00	59318292,00
Net Satışlar (Yıllık)	140996633,00	149990213,00	171973987,00	192336038,00	212312074,00
Net Satış Maliyeti (Yıllık)	67,75	68,72	71,66	71,71	70,49
Stok Devir Hızı	23,03	23,39	29,12	53,99	131,42
Ticari Borç Devir Hızı	9,84	10,36	10,02	13,29	12,54

Şirketin değerlendirme oranlarının sektör ortalamaları ile karşılaştırılması

- F/K ve PD/Esas Faaliyet Karı çarpanları hariç şirketin diğer bütün değerlendirme çarpanlarının sektör ortalamasının altında olduğu görülmektedir.
- Sektörün ortalama F/K oranı 25,42 seviyesinde iken KFEIN için söz konusu oran 28,41 düzeyinde bulunmaktadır. Sektörün ortalama PD/Esas Faaliyet Karı çarpanı 18,51 iken şirket bir yıllık esas faaliyet karının 19,28 katına işlem görmektedir.
- Sektörün ortalama FD/DD çarpanı 4,22 düzeyinde iken bu oran şirket için 3,14 seviyesinde bulunmaktadır. Firma Değeri/FAVÖK çarpanına bakıldığında ise sektör ortalaması 15,28 iken KFEIN bir yıllık FAVÖK rakamının 10,39 katı kadar bir firma değerine sahip bulunmaktadır.
- Firma Değeri/Net Satış çarpanına bakıldığında sektör ortalaması 3,93 iken aynı oran KFEIN için 2,26 düzeyinde bulunmaktadır. PD/DD oranı açısından sektörün ortalama değeri 5,11 iken şirketin piyasa değeri defter değerinin 3,10 katına eşit bulunmaktadır.
- Sektördeki firmaların ortalama PD/Net Satış çarpanı 4,59 seviyesinde iken şirket için bu oran 2,23 düzeyinde bulunmaktadır.

DEĞERLEME

Kafein şirketinin değerlemesi yapılırken, Piyasa Çarpanları, İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemleri kullanılmıştır.

Kfaein'in aynı sektörde faaliyet gösteren Borsa İstanbul'da işlem gören benzer şirketler ile karşılaştırılırken, Hissenin dahil olduğu ; BIST TEKNOLOJİ ve BIST BİLİŞİM sektöründeki şirketler baz alınmıştır.

Piyasa çarpanları analizi yönteminde,

- Firma Değeri / Defter Değeri
- Firma Değeri / FAVÖK
- Firma Değeri / Net Satış
- Fiyat Kazanç
- Fiyat / Nakit Akışı
- PD / DD
- PD / Esas Faaliyet Karı
- PD / Net Satış göre fiyat tespiti yapılırken,

Nihai değere ulaşmak içinse

- Firma Değeri / Defter Değeri
- Firma Değeri / FAVÖK
- Fiyat Kazanç
- PD / DD
- PD / Esas Faaliyet Karı oranları baz alınmıştır.

A) BIST BİLİŞİM SEKTÖRÜ

İlk tabloda BIST BİLİŞİM Sektöründeki şirketlerin Cari verilerine göre ortalama çarpanları gösterilmektedir.

BİLİŞİM SEKTÖRÜ

Hisse	FİYAT	Firma Değeri / Defter Değeri	Firma Değeri / FAVÖK	Firma Değeri / Net Satış	Fiyat / Nakit Akış	Fiyat / Kazanç	PD / DD	PD / Esas Faaliyet Karı	PD / Net Satış
ALCTL	23,16	0,82	6,42	0,35	25,45	33,43	1,69	15,02	0,71
ARDYZ	46,42	5,06	10,36	6,39	10,53	11,53	5,24	11,78	6,63
ARENA	9,55	1,76	6,60	0,21	17,30	22,06	1,53	6,17	0,18
ARMDA	52,6	3,91	18,39	0,46	44,82	54,63	2,97	14,83	0,35
ATATP	33,9	4,92	33,36	5,70	32,70	49,32	5,59	62,21	6,47
DESPC	9,81	2,73	11,57	0,43	10,56	10,87	2,02	8,72	0,32
EDATA	10,71	11,18	27,85	3,76	28,58	29,71	11,67	30,23	3,93
ESCOM	5,53	3,10		1.216,71	9,42	9,43	3,11		1.220,24
FONET	11,5	4,87	15,15	7,44	13,87	17,38	4,92	19,68	7,51
İNDE	6,14	1,80	3,26	0,09	7,24	8,01	2,33	4,45	0,12
KAREL	9,04	4,07	9,53	1,72	10,16	12,29	3,21	8,62	1,36
KRONT	32,8	7,93	56,56	8,22	23,51	38,36	7,90	779,66	8,19
LINK	28,2	5,84	28,45	14,15	19,98	23,87	6,66	44,10	16,14
LOGO	41,56	6,28	16,86	6,01	15,84	22,01	6,53	25,42	6,25
MANAS	15,62	10,21	26,92	6,68	82,42	141,94	8,90	26,65	5,82
MTRKS	34	14,46	15,54	4,27	15,53	22,44	15,02	23,74	4,43
NETAS	15,76	3,04	78,53	0,90			1,88		0,55
PAPIL	12,71	4,36		13,61	37,51	42,16	5,01		15,64
PENTA	161,6	5,18	12,64	0,69	41,72	43,99	5,34	13,24	0,71
PKART	21,06	5,74	16,21	1,44	23,15	25,98	6,22	19,16	1,56
SMART	5,42	2,67	11,11	5,85	9,23	38,07	2,60	95,16	5,69
VBTYZ	19,98	10,68	29,83	3,72	28,10	31,73	10,91	34,80	3,81
DGATE	12,67	2,72	8,33	0,21	14,72	15,66	2,55	8,06	0,20
KFEIN	20,92	3,14	10,39	2,26	12,38	28,41	3,10	19,28	2,23
SEKTÖR ORTALAMASI		4,22	15,28	3,93	16,66	25,42	5,11	18,51	4,59
SEKTÖR ORTALAMASINA GÖRE FİYAT	21,19	35,27	41,84	81,82	23,95	39,48	25,35	49,34	

Kaynak: Stockey, Finnet

*hisse fiyatları 27/09/2021'deki açılış fiyatlarıdır.

Uç değerler alınmadan hesaplanan ortalama değerlerde ; Firma değeri /Net satış, Fiyat / Nakit Akışı, PD /Net satış çarpanları sektör ortalamalarından uzak olduğundan değerlemeye dahil edilmemiş ve aşağıdaki tabloda yer alan veriler kullanılarak ortalama fiyat bulunulmuştur.

İlgili değerlere eşit ağırlık verildiğinde ise KFEIN BIST BİLİŞİM Sektörü çarpanlarına göre ortalama değeri 29,05 TL çıkmaktadır.

BİLİŞİM SEKTÖRÜ

Hisse	FİYAT	Firma Değeri / Defter Değeri	Firma Değeri / FAVÖK	Fiyat / Kazanç	PD / DD	PD / Esas Faaliyet Karı
ALCTL	23,16	0,82	6,42	33,43	1,69	15,02
ARDYZ	46,42	5,06	10,36	11,53	5,24	11,78
ARENA	9,55	1,76	6,60	22,06	1,53	6,17
ARMDA	52,6	3,91	18,39	54,63	2,97	14,83
ATATP	33,9	4,92	33,36	49,32	5,59	62,21
DESPC	9,81	2,73	11,57	10,87	2,02	8,72
EDATA	10,71	11,18	27,85	29,71	11,67	30,23
ESCOM	5,53	3,10		9,43	3,11	
FONET	11,5	4,87	15,15	17,38	4,92	19,68
INDES	6,14	1,80	3,26	8,01	2,33	4,45
KAREL	9,04	4,07	9,53	12,29	3,21	8,62
KRONT	32,8	7,93	56,56	38,36	7,90	779,66
LINK	28,2	5,84	28,45	23,87	6,66	44,10
LOGO	41,56	6,28	16,86	22,01	6,53	25,42
MANAS	15,62	10,21	26,92	141,94	8,90	26,65
MTRKS	34	14,46	15,54	22,44	15,02	23,74
NETAS	15,76	3,04	78,53		1,88	
PAPIL	12,71	4,36		42,16	5,01	
PENTA	161,6	5,18	12,64	43,99	5,34	13,24
PKART	21,06	5,74	16,21	25,98	6,22	19,16
SMART	5,42	2,67	11,11	38,07	2,60	95,16
VBTYZ	19,98	10,68	29,83	31,73	10,91	34,80
DGATE	12,67	2,72	8,33	15,66	2,55	8,06
KFEIN	20,92	3,14	10,39	28,41	3,10	19,28
SEKTÖR ORTALAMASI		4,22	15,28	25,42	5,11	18,51
SEKTÖR ORTALAMASINA GÖRE FİYAT		21,19	35,27	23,95	39,48	25,35

**hisse fiyatları 27/09/2021'deki açılış fiyatlarıdır*

Firma Değeri/Defter Değeri	21,19
Firma Değeri/FAVÖK	35,27
Fiyat Kazanç	23,95
PD/DD	39,48
PD/Esas Faliyet Karı	25,35

Ortalama	29,05
----------	-------

B) BIST TEKNOLOJİ SEKTÖRÜ

BIST TEKNOLOJİ Sektöründeki şirketlerin Cari verilerine göre ortalama çarpanları gösterilmektedir .

TEKNOLOJİ

Hisse	FİYAT	Firma Değeri / Defter Değeri	Firma Değeri / FAVÖK	Firma Değeri / Net Satış	Fiyat / Nakit Akış	Fiyat / Kazanç	PD / DD	PD / Esas Faaliyet Karı	PD / Net Satış
ALCTL	23,16	0,82	6,42	0,35	25,45	33,43	1,69	15,02	0,71
ARDYZ	46,42	5,06	10,36	6,39	10,53	11,53	5,24	11,78	6,63
ARENA	9,55	1,76	6,60	0,21	17,30	22,06	1,53	6,17	0,18
ARMDA	52,6	3,91	18,39	0,46	44,82	54,63	2,97	14,83	0,35
ASELS	14,72	1,88	8,28	2,11	6,51	6,95	1,78	8,49	2,00
ATATP	33,9	4,92	33,36	5,70	32,70	49,32	5,59	62,21	6,47
DESPC	9,81	2,73	11,57	0,43	10,56	10,87	2,02	8,72	0,32
EDATA	10,71	11,18	27,85	3,76	28,58	29,71	11,67	30,23	3,93
ESCOM	5,53	3,10		1.216,71	9,42	9,43	3,11		1.220,24
FONET	11,5	4,87	15,15	7,44	13,87	17,38	4,92	19,68	7,51
INDES	6,14	1,80	3,26	0,09	7,24	8,01	2,33	4,45	0,12
KAREL	9,04	4,07	9,53	1,72	10,16	12,29	3,21	8,62	1,36
KRONT	32,8	7,93	56,56	8,22	23,51	38,36	7,90	779,66	8,19
LINK	28,2	5,84	28,45	14,15	19,98	23,87	6,66	44,10	16,14
LOGO	41,56	6,28	16,86	6,01	15,84	22,01	6,53	25,42	6,25
MANAS	15,62	10,21	26,92	6,68	82,42	141,94	8,90	26,65	5,82
MTRKS	34	14,46	15,54	4,27	15,53	22,44	15,02	23,74	4,43
NETAS	15,76	3,04	78,53	0,90			1,88		0,55
PAPIL	12,71	4,36		13,61	37,51	42,16	5,01		15,64
PENTA	161,6	5,18	12,64	0,69	41,72	43,99	5,34	13,24	0,71
PKART	21,06	5,74	16,21	1,44	23,15	25,98	6,22	19,16	1,56
SMART	5,42	2,67	11,11	5,85	9,23	38,07	2,60	95,16	5,69
VBTYZ	19,98	10,68	29,83	3,72	28,10	31,73	10,91	34,80	3,81
DGATE	12,67	2,72	8,33	0,21	14,72	15,66	2,55	8,06	0,20
KFEIN	20,92	3,14	10,39	2,26	12,38	28,41	3,10	19,28	2,23
SEKTÖR ORTALAMASI		4,10	15,83	3,28	17,22	27,27	4,27	23,22	6,36
SEKTÖR ORTALAMASINA GÖRE		31,24	36,56	34,89	84,59	22,99	33,01	31,81	68,39

*hisse fiyatları 27/09/2021'deki açılış fiyatlarıdır.

Kaynak: Stockey, Finnet

Uç değerler alınmadan hesaplanan ortalama değerlerde Firma değeri /Net satış, Fiyat / Nakit Akışı, PD /Net satış çarpanları çarpanları sektör ortalamalarının çok uzağında olduğundan değerlemeye dahil edilmemiş ve aşağıdaki tabloda yer alan veriler kullanılarak ortalama fiyat bulunulmuştur.

İlgili değerlere eşit ağırlık verildiğinde ise Kafein Yazılım 'ın BIST TEKNOLOJİ Sektörü çarpanlarına göre ortalama değeri 31,12 TL çıkmaktadır.

TEKNOLOJİ

Hisse	FİYAT	Firma Değeri / Defter Değeri	Firma Değeri / FAVÖK	Fiyat / Kazanç	PD / DD	PD / Esas Faaliyet Karı
ALCTL	23,16	0,82	6,42	33,43	1,69	15,02
ARDYZ	46,42	5,06	10,36	11,53	5,24	11,78
ARENA	9,55	1,76	6,60	22,06	1,53	6,17
ARMDA	52,6	3,91	18,39	54,63	2,97	14,83
ASELS	14,72	1,88	8,28	6,95	1,78	8,49
ATATP	33,9	4,92	33,36	49,32	5,59	62,21
DESPC	9,81	2,73	11,57	10,87	2,02	8,72
EDATA	10,71	11,18	27,85	29,71	11,67	30,23
ESCOM	5,53	3,10		9,43	3,11	
FONET	11,5	4,87	15,15	17,38	4,92	19,68
INDES	6,14	1,80	3,26	8,01	2,33	4,45
KAREL	9,04	4,07	9,53	12,29	3,21	8,62
KRONT	32,8	7,93	56,56	38,36	7,90	779,66
LINK	28,2	5,84	28,45	23,87	6,66	44,10
LOGO	41,56	6,28	16,86	22,01	6,53	25,42
MANAS	15,62	10,21	26,92	141,94	8,90	26,65
MTRKS	34	14,46	15,54	22,44	15,02	23,74
NETAS	15,76	3,04	78,53		1,88	
PAPIL	12,71	4,36		42,16	5,01	
PENTA	161,6	5,18	12,64	43,99	5,34	13,24
PKART	21,06	5,74	16,21	25,98	6,22	19,16
SMART	5,42	2,67	11,11	38,07	2,60	95,16
VBTYZ	19,98	10,68	29,83	31,73	10,91	34,80
DGATE	12,67	2,72	8,33	15,66	2,55	8,06
KFEIN	20,92	3,14	10,39	28,41	3,10	19,28
SEKTÖR ORTALAMASI		4,10	15,83	27,27	4,27	23,22
SEKTÖR ORTALAMASINA GÖRE		31,24	36,56	22,99	33,01	31,81

*hisse fiyatları 27/09/2021'deki açılış fiyatlarıdır.

Firma Değeri/Defter Değeri	31,24
Firma Değeri/FAVÖK	36,56
Fiyat Kazanç	22,99
PD/DD	33,01
PD/Esas Faliyet Karı	31,81

Ortalama 31,12

B) İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİ

Kafein Yazılım şirketi için Firmaya Serbest Nakit akış yöntemiyle İndirgenmiş Nakit Akışı modeliyle değer tespiti yapılırken, CFI (Corporate Finance Institute) Modeli kullanılmıştır. Detaylar aşağıda verilmiştir.

Satışların 2021 yılı için %13,5 2022 ve sonrası için %14 %15 büyümesi varsayılmıştır

Varsayımlar						
AOSM	19,3%					
Uç Değer Büyüme Oranı	5%					
İşlem Tarihi	30.06.2021					
Mali Yıl Bitişi	31.12.2021					
Mevcut Fiyat	21,26					
Toplam Hisse Sayısı	20					
Net Borç	6,1					
	-					
		2021	2022	2023	2024	2025
Tax Rate		18%	17%	17%	17%	17%
SMM'nin Satışlara Oranı		66,0%	66,0%	66,0%	65,0%	65,0%
Faaliyet Giderlerinin Satışlara Oranı		14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
Amortisman Giderlerinin Satışlara Oranı		8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%
Sermaye Harcamalarının Satışlara Oranı		4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Net İşletme Sermayesinin Satışlara Oranı		10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
NWC	39	23,0	32,3	45,2	63,2	88,5
Capex		9	13	18	25	35
Discounted Cash Flow	Entry	2021	2022	2023	2024	2025
Tarih	30.06.2021	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025
Peryot		0	1	2	3	4
Yıl Oranı		0,50	1,00	1,00	1,00	1,00
Satışlar		230,48	322,67	451,74	632,44	885,41
SMM		152,12	212,96	298,15	411,08	575,52
Faaliyet Giderleri		32,27	45,17	63,24	88,54	123,96
		-	-	-	-	-
Amortisman Giderleri		20,28	28,40	39,75	55,65	77,92
FVÖK		26	36	51	77	108
Vergiler		5	6	9	13	18
Ekle: Amortismanlar		20	28	40	56	78
Çıkar: Sermaye Harcamaları		9	13	18	25	35
Çıkar: Net İşletme Sermayesi Değişimi		(16)	9	13	18	25
Serbest Nakit Akımı	-	49	36	51	76	107
						783
İşlem Nakit Akımı	-	24	36	51	76	890

Kaynak: CFI , Wall Street Prep Events,A1 Capital Araştırma

Intrinsic Value		Current Market Value		Rate of Return	
Firma Değer	525	Mevcut Piyasa Değeri	420	Hedef Fiyat Yukarı Yönlü Potai	24%
Eksi: Net Finansal Borç	-	Artı: Net Finansal Borç	6		
Özsermaye Değeri	519	Firma Değeri	426		
Tahmin Edilen Hisse Fiyatı	26,29	Mevcut Hisse Fiyatı	21,26		

Market Value vs Intrinsic Value	
Market Value	21,26
Upside	5,03
Intrinsic Value	26,29

ADIMLAR

- Step 1: Tahmini Satışlar, operasyonel harcamalar geçen 5 ve yıl ortalamalarının satışlara oranı dikkate alınarak hesaplanmıştır.
- Step 2: NOPAT içinde bununun yıl ve sonraki yılların tahmini vergi oranları dikkate alınarak 5 yıllık hesaplanmıştır.
- Step 3: D&A tahmininde geçmiş 3 yılın satışlara oranı dikkate alınarak hesaplanmıştır.
- Step 3: Capex tahmininde geçmiş 3 yılın satışlara oranı dikkate alınarak hesaplanmıştır.
- Step 5: NWC değişim tahmininde satışlara oranı hesaplanırken her yıl için $NWC = A/R + Inv - A/P$ kullanılmıştır.
- Step 6: Serbest Nakit akımı Kullanılmıştır.
- Step 7: Uç değer olarak ülke ekonominin tahmini büyüme değeri alınmıştır.
- Step 8: özsermaye değeri bulunurken, Net finansal borçlar düşülmüştür.
- Step 9: Hisse senedi birim fiyatı tahmininde mevcut sermaye bölünerek hesaplanmıştır.



WACC Calculation	
Risksiz Getiri Oranı	15,0%
Beta =	1,00
Piyasa Risk Primi	5,0%
Vergi Oranı	17,0%
Özsermaye Maliyeti	20,0%
Borçlanma Maliyeti	17,0%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	14,1%
BV of Debt	₺19,8
MV of Equity	₺152,5
D/(E+D) (target or actual)	11,5%
WACC	19,3%

Değerleme sonucu

Yukarıda detaylı olarak Analizi ve değerlemesi yapılan veriler ışığında hem INA hem de sektör çarpanlarını karma olarak değerlendirdiğimizde , şirketin 1 Nominal değerli hisse birim hissenin fiyatı hedef değerini 28,16 TL ve alım olarak başlatmış bulunmaktayız.

INA analizine %50 ağırlık verilmesi piyasa volatilitésinin yüksek olduğu dönemlerde çarpanlar da hızla değiştiğinden şirket değerlemesine etkisini korumak amaçlı yapılmıştır.

DEĞERLEME SONUCU	FİYAT	AGIRLIKLANDIRMA	AGIRLIKLANDIRILMIŞ FİYAT
Teknoloji Sektörü çarpanları Ortalamasına göre	31,12	0,25	7,78
Bilişim Sektörü çarpanları Ortalamasına göre	29,05	0,25	7,26
INA	26,29	0,5	13,14
KFEIN HİSSE DEĞERİ			28,19
KFEIN CARİ DEĞER			21,26
ISKONTO / (PRİM)			32,58%

	KFEIN 2021/06	KFEIN 2020/12	KFEIN 2019/12	KFEIN 2018/12
DÖNEN VARLIKLAR	96.863.961,00	100.504.842,00	74.956.371,00	58.079.217,00
Nakit ve Nakit Benzerleri	11.777.971,00	28.066.969,00	27.146.794,00	8.859.394,00
Finansal Yatırımlar	1.982.529,00	2.234.257,00	0,00	0,00
Ticari Alacaklar	43.089.701,00	51.292.003,00	34.206.816,00	37.288.829,00
Devam Eden İnşaat, Taahhüt veya Hizmet Sözleşmelerinden Alacaklar	35.321.287,00	12.330.928,00	9.603.624,00	8.841.277,00
Stoklar	501.771,00	405.511,00	1.098.673,00	1.180.932,00
Peşin Ödenmiş Giderler	3.681.622,00	5.286.778,00	2.085.187,00	1.444.484,00
ARA TOPLAM	96.863.961,00	100.504.842,00	74.956.371,00	58.079.217,00
DURAN VARLIKLAR	213.911.862,00	226.698.063,00	84.173.136,00	52.399.188,00
Finansal Yatırımlar	57.626.250,00	86.061.250,00	0,00	0,00
Maddi Duran Varlıklar	5.744.254,00	5.322.194,00	2.069.513,00	1.475.299,00
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	138.127.980,00	129.741.210,00	74.595.167,00	48.984.627,00
Şerefiye	64.740.544,00	64.740.544,00	26.292.242,00	15.997.714,00
TOPLAM VARLIKLAR	310.775.823,00	327.202.905,00	159.129.507,00	110.478.405,00
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	72.442.268,00	82.650.594,00	18.351.732,00	22.034.381,00
Kısa Vadeli Borçlanmalar	4.883.072,00	250.000,00	265.974,00	6.771.291,00
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	7.668.243,00	8.890.388,00	3.670.170,00	1.648.670,00
İlişkili Olmayan Taraflardan Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	7.512.135,00	8.703.873,00	3.535.933,00	1.648.670,00
Ticari Borçlar	7.901.161,00	18.909.798,00	5.692.857,00	5.865.278,00
Diğer Borçlar	35.059.876,00	34.860.579,00	1.579.286,00	1.224.746,00
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	1.390.212,00	812.155,00	18.846,00	192.808,00
Kısa Vadeli Karşılıklar	3.963.362,00	2.837.355,00	1.821.765,00	1.340.562,00
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	14.754.906,00	15.730.987,00	9.396.846,00	4.893.701,00
Uzun Vadeli Borçlanmalar	7.259.278,00	8.986.441,00	4.112.332,00	1.848.754,00
Uzun Vadeli Karşılıklar	6.284.724,00	5.728.507,00	3.425.676,00	2.419.841,00
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	87.197.174,00	98.381.581,00	27.748.578,00	26.928.082,00
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	223.578.649,00	228.821.324,00	131.380.929,00	83.550.323,00
ANA ORTAKLIĞA AİT ÖZKAYNAKLAR	152.524.739,00	161.380.600,00	89.941.897,00	70.021.222,00
Ödenmiş Sermaye	19.750.000,00	19.750.000,00	19.750.000,00	19.750.000,00
BRÜT SATIŞLAR	114.643.268,00	172.870.332,00	126.218.584,00	99.506.447,00
HASILAT	113.867.640,00	171.973.987,00	123.768.574,00	97.668.115,00
SATIŞLARIN MALİYETİ	79.879.515,00	123.238.485,00	80.483.689,00	67.061.921,00
TİCARİ FAALİYETLERDEN BRÜT KAR (ZARAR)	33.988.125,00	48.735.502,00	43.284.885,00	30.606.194,00
BRÜT KAR (ZARAR)	33.988.125,00	48.735.502,00	43.284.885,00	30.606.194,00
FAALİYET GİDERLERİ (-)	18.711.487,00	33.367.039,00	21.936.927,00	12.418.398,00
NET ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	15.276.638,00	15.368.463,00	21.347.958,00	18.187.796,00
ESAS FAALİYETLERDEN DİĞER GELİRLER	4.178.009,00	4.798.792,00	3.263.444,00	2.938.175,00
ESAS FAALİYETLERDEN DİĞER GİDERLER	1.053.811,00	4.446.494,00	2.152.427,00	3.061.667,00
ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)	18.400.836,00	15.720.761,00	22.458.975,00	18.064.304,00
YATIRIM FAALİYETLERİNDEN GELİRLER	7.538,00	15.011.911,00	49.040,00	68.388,00
YATIRIM FAALİYETLERİNDEN GİDERLER	28.497.683,00	0,00	0,00	0,00
FİNANSMAN GELİRİ (GİDERİ) ÖNCESİ FAALİYET KARI (ZARARI)	-10.089.309,00	30.732.672,00	22.442.553,00	18.132.692,00
FİNANSMAN GELİRLERİ	2.262.083,00	8.969.427,00	3.682.593,00	1.540.449,00
FİNANSMAN GİDERLERİ	2.344.895,00	3.518.254,00	3.319.095,00	2.059.749,00
NET PARASAL POZİSYON KAZANÇLARI (KAYIPLARI)	0,00	0,00	0,00	0,00
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARİ (ZARARI)	-10.172.121,00	36.183.845,00	22.806.051,00	17.613.392,00
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ (GİDERİ) GELİRİ	-4.624.577,00	2.792.963,00	442.130,00	1.033.831,00
Dönem Vergi (Gideri) Geliri	2.422.342,00	2.216.728,00	1.013.394,00	787.433,00
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	-7.046.919,00	576.235,00	-571.264,00	246.398,00
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARİ (ZARARI)	-5.547.544,00	33.390.882,00	22.363.921,00	16.579.561,00
DURDURULAN FAALİYETLER DÖNEM KARİ (ZARARI)	0,00	0,00	0,00	0,00
DÖNEM KARİ (ZARARI)	-5.547.544,00	33.390.882,00	22.363.921,00	16.579.561,00

DÖNEM İÇİ VE SONRASI GELİŞMELER

Innova Bilişim Çözümleri A.Ş. ile 01.01.2021-31.12.2021 tarihlerinde yürürlükte kalmak üzere Dış Kaynak Temini konulu Ek Protokol imzalanmıştır.

- 05.01.2021 tarihinde Şirketimiz üçüncü taraf bir banka ile 01/01/2021 - 31/12/2021 tarihleri arasında geçerli olmak üzere "KVKK (Kişisel Verilerin Korunması Kanunu) Projesi için Yazılım Tedariği ve Hizmeti" konulu sözleşme imzalamıştır. Sözleşme hizmet tutarı 662.750 USD Lisans + 2.050.000 TL implementasyon bedelini kapsamaktadır.

- 06.01.2021 tarihinde Şirketimiz Micro Focus'un Bütünleşik Veri Analitiği ürünü olan Vertica için İş Ortaklığı Programı kapsamında "Reseller Partner Programı" sertifikasyonlarını tamamlayarak, Micro Focus Platin Partner'ı olmuştur.

- 08.02.2021 tarihinde, Şirketimiz California ABD Merkezli Diamanti, Inc ile İş Ortaklığı Sözleşmesi (Reseller Agreement) imzalamıştır. Sözleşme süresi 1 yıl olup, taraflar feshetmedikçe otomatik olarak 1'er yıl uzayacaktır. • 05.02.2021 tarihinde Garanti Faktöring A.Ş. ile 31.12.2021 tarihine dek yürürlükte kalmak üzere yazılım danışmanlığı kapsamında Hizmet Çerçeve Sözleşmesi Ek Protokolü imzalanmıştır. • 11.02.2021 tarihinde İstanbul Medipol Üniversitesi ile şirketimizin geliştirmiş olduğu "Parkinson Hastalığının Tedavi ve Takip Sürecine Yardımcı Akıllı Platform" kapsamında 01.10.2021'e kadar yürürlükte kalmak üzere danışmanlık sözleşmesi ek protokolü imzalanmıştır.

- 16.02.2021'de, Şirketimiz 16.02.2021 tarihinde düzenlenen, Türkiye'nin en hızlı büyüyen teknoloji şirketlerinin seçildiği "Deloitte Teknoloji Fast 50 Türkiye 2020 Programı"nda ilk 50 şirket arasında yer almıştır. • 19.02.2021 tarihinde, Allianz Sigorta A.Ş. ile 01.01.2021-01.01.2022 tarihlerinde yürürlükte kalmak üzere Dış Kaynak Kullanım Sözleşmesi Ek Protokolü imzalanmıştır.

- Şirketimiz 19.01.2021 tarih ve 2021/02 sayılı Yönetim Kurulu Toplantısında, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 30.06.2016 tarih ve 21/729 sayılı izin yazısı ile kayıtlı sermaye sistemine geçen şirketimizin, mevcut kayıtlı sermaye tavanı geçerlilik süresinin 2020 yılı sonu itibarıyla sona ermesi sebebiyle, 2016-2020 yılları arasında geçerli olan mevcut 50.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanının, 2021-2025 (5 yıl) yılları için geçerli olmak üzere 200.000.000 TL'ye artırılmasına ve buna ilişkin Şirketimiz Esas Sözleşmesi'nin "Şirketin Sermayesi" başlıklı 7.maddesinin ekli şekilde tadiline ilişkin olarak yasal prosedürlerin tamamlanabilmesi amacıyla Sermaye Piyasası Kurulu ve T.C. Ticaret Bakanlığı'na başvuruda bulunulmasına karar

verilmiştir. İlgili başvuru 15.02.2021 tarihinde Sermaye Piyasası Kurulu, 25.02.2021 tarihinde ise T.C. Ticaret Bakanlığı tarafından onaylanmıştır. 12.04.2021 tarihli genel kurulda kabul edilerek, 15.04.2021 tarihinde İstanbul Ticaret Sicil Müdürlüğü tarafından tescil edilmiştir.

- 22.03.2021 tarihinde, Ziraat Teknoloji A.Ş. ile 28.02.2022 tarihine dek yürürlükte kalmak üzere “Yazılım Danışmanlık ve Uyarlama Projeleri Alımı” konulu ek protocol imzalandı.
- 22.03.2021 tarihinde, Ziraat Teknoloji A.Ş. ile 28.02.2022 tarihine dek yürürlükte kalmak üzere “BT Altyapı Danışmanlık Hizmet Projeleri Alımı” konulu ek protocol imzalanmıştır.
- 30.03.2021 tarihinde, Hindistan Merkezli Wipro Limited ile süresiz olarak yazılım geliştirme konulu dış kaynak temini sözleşmesi imzalandı.
- 07.04.2021 tarihinde Türk Hava Yolları AO ile “Robotik Süreç Otomasyonu (RPA) Çözümü 3 Yıllık Lisans Alımı” konulu ek protokolü imzalanmıştır. Protokol 07.04.2021 – 31.05.2023 tarihlerinde yürürlükte kalacaktır.
- 07.04.2021 tarihinde Global Kapital Group Teknoloji Hizmetleri ile “müşterinin mevcut sistemlerinin yeni uygulamalar ile entegre edilmesi ve performansının iyileştirilmesi için yazılım desteği” konulu 2 yıllık Dış Kaynak Hizmet Sözleşmesi imzalanmıştır.
- Şirketimiz Genel Kurulu'nun 12.04.2021 tarihli toplantısında, kar dağıtımı konusundaki yönetim kurulu önerisi aynen kabul edilerek, 1.000.000- TL (brüt) nakit kâr payı dağıtılmasına karar verilmiş ve nakit kar dağıtımı 19.04.2021 tarihinde tamamlanmıştır.
- 19.04.2021’de, Şirketimizin geliştirmiş olduğu "Test Data Management (TDM)" ürünü, tüm dünyada satılmak üzere küresel yazılım sağlayıcısı Micro Focus LLC’ nin ürün kataloğuna girmiş olmuş, ilgili ürün sözleşmesi 19.04.2021 tarihinde imzalanmıştır.
- 01.05.2021’de Portekiz merkezli Celfocus ile “müşterilerinin dijital dönüşümünde yer almak üzere mikro servis yazılım geliştirme süreci için dış kaynak sağlama hizmeti” konulu 6 aylık sözleşme imzalanmıştır.
- 11.06.2021 tarihinde Şölen Çikolata Gıda Sanayi Tic. A.Ş. ile RPA (Robotik Süreç Geliştirme) konulu 1 yıllık hizmet sözleşmesi imzalanmıştır.
- 15.06.2021 tarihinde %11 iştirakimiz olan Papilon Savunma Teknoloji ve Tic. A.Ş.’nin 2021/19 sayılı Yönetim Kurulu kararı doğrultusunda şirketimiz Kafein Yazılım Hizmetleri Ticaret A.Ş. tüzel kişi olarak “Yönetim Kurulu Başkan Yardımcısı” (Temsilen Sn. Ali Cem Kalyoncu) ve müşterek imza yetkilisi seçilmiştir. Şirketimiz ikinci çeyrek döneminde Siber Güvenlik alanında, Microfocus International Plc – Arcsight (Log Yönetimi ve Güvenlik Operasyon); Mentis Software (Dinamik Veri Maskeleyme, Veri Tabanı İzleme ve Güvenlik

Duvarı) ve NetWitness Software – RSA (Ağ , Uç Nokta Tehdit Tespit ve Yanıt) ürünleriyle ilgili eğitimleri ve akreditasyonları tamamlayarak Yetkili Çözüm Ortağı olmuştur.

- 23.06.2021 tarihinde Turkishtime Ekonomi ve İş Kültürü Portalı tarafından düzenlenen “Türkiye’nin Ar-Ge Harcamaları En Yüksek 250 Şirketi” listesinde Kafein Yazılım 2020 yılında yaptığı toplam 13.901.821 TL’lik Ar-Ge Yatırımı ile yerini almıştır

Yararlanılan Kaynaklar ,

CFI... DCF Model

Wall Street Prep Events...Financial Modeling DCF Model

Valuation... Copeland, Koller, Murrin

Bloomberg Terminal,

Finnet,

Foreks,

Stockey,

KAP,

Borsa İstanbul

Değerlemeyi Yapan Kurum ve Analistler Hakkında Bilgi**A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş**

A1 Capital; Hisse Senedi ve VİOP işlemlerine aracılık, Yatırım Danışmanlığı, Portföy Yönetimi, Halka Arz, Borçlanma Aracı İhraçları, Şirket Değerlemesi, Şirket Satın Alma ve Birleşme, Proje Finansmanı, Sermaye Artırımı ve Çağrı İşlemlerine aracılık gibi sermaye piyasalarının tüm alanlarını kapsayan geniş yetkili aracı kurum olarak müşterilerine özel çözümler sunmaktadır.

Merkez Ofis/Maslak, Göztepe, Beylikdüzü, Ataşehir, Ankara, İzmir, Bursa, Mersin, Kadıköy, Zekeriyaköy, Antalya, Kurtköy, Kayseri, Denizli, Maltepe, Çankaya, Eskişehir, Çanakkale, Kırıkkale, Ayvalık İrtibat Büroları aracılığıyla 20 noktada hizmet vermektedir.

Şirket'in bünyesinde 2021 itibariyle toplam 183 personel çalışmaktadır

Analist/ler ;**MEHMET BAKİ ATILAL**

Görevi: Araştırmadan Sorumlu GMY

Lisanlar:

Düzey 3

Türev Araçlar

Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı

FURKAN AÇAR

Görevi : Araştırma Uzman Yardımcısı

Çekince

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır.

Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler 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 raporda yer alan bilgiler A1 CAPITAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan A1 CAPITAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle A1 CAPITAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer GÜLER HOLDİNG Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir.

A1 CAPITAL Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle A1 CAPITAL Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler