



FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

NETCAD YAZILIM A.Ş.

**FİYAT TESPİT RAPORUNA
İLİŞKİN
HAZIRLANAN ANALİST RAPORU**

BULLS YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Esentepe Mah, Büyükdere Cad, No: 173,
1, Levent Plaza B Blok Kat: 5 Şişli/İstanbul Tel: (0212) 410 05 00

27.01.2026



FIYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

1. Raporun Amacı

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22.06.2013 tarihinde Resmî Gazete'de yayımlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporda yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler, KAP'ta açıklanan Netcad Yazılım A.Ş. ("**Şirket**" ve/veya "**Netcad**") Halka Arz İzahnamesi ve eklerinden ve 23.01.2026 tarihli İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İfo Yatırım") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'ndan elde edilmiştir. Bu rapor, **Netcad** halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor, Kurum'un yalnızca İfo Yatırım tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu hakkındaki görüşü olup, yatırım kararlarının yayımlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlardan dolayı Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Bulls Yatırım") hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. Şirket Hakkında Özet Bilgi

Netcad, coğrafi bilgi sistemleri, haritalama, şehir planlama, inşaat, çevre ve jeoloji mühendisliği, madencilik ve ormancılık gibi mühendislik ve proje uygulama alanlarında kullanmak üzere yazılımlar geliştirmek amacıyla 1997 yılında Ulusal CAD ve GIS Çözümleri Mühendislik Bilgisayar Eğitim ve Ticaret A.Ş. unvanı ile kurulmuştur. Şirket'in yasal unvanı 08 Ocak 2014 tarihinde Netcad Yazılım A.Ş. olarak değiştirilmiştir. Şirket'in faaliyet konusu özetle; CAD tabanlı mühendislik yazılımları ve CBS odaklı akıllı çözümler üretmektir. Şirket yolculuğuna mekânsal verinin dijitalleşmesine öncülük eden ilk yerli yazılım firması olarak başlamıştır. Yıllar içerisinde Türk mühendislerinin, müşterilerin ve akademisyenlerin ortak katkılarıyla gelişen bir milli yazılım ürünleri şirketine dönüşmüştür. 130.000 adet üzerinde kullanıcısı olan Netcad Yazılım, kullanıcılarını henüz üniversite sürecinde ücretsiz akademik lisanslar ile buluşturarak sadık bir müşteri ekosistemi yaratmıştır. Şirket, ana faaliyetlerini Bilkent Cyberpark'ta sürdürmekte olup, Temmuz 2020'den itibaren İstanbul Kadıköy'deki kendi AR-GE merkezinde de çalışmalarına devam etmektedir..

3. Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler

Halka arz edilecek paylar; 12.000.000 TL sermaye artırım ve 28.000.000 TL ortak satışı olarak planlanmıştır. Halka arz fiyatı 46,00 TL olarak belirlenirken, halka arz büyüklüğü 1.840.000.000 TL olarak hesaplanmaktadır. Şirket'in halka arz sonrası piyasa değeri ise 6.302.000.000 TL olacaktır. Şirket paylarının halka arzı 28-29-30 Ocak 2026 tarihleri arasında "Borsada Dışında Satış- Sabit Fiyat ile Talep Toplama" yöntemi ile gerçekleştirilecektir. Şirket, Borsa İstanbul'da Ana Pazar'da işlem görecektir.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

HALKA ARZ BİLGİLERİ	
Şirket	Netcad Yazılım A.Ş.
Borsa Kodu	NETCD
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	125.000.000 TL
Halka arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	137.000.000 TL
Halka Arz Miktarı ve Türü	Sermaye Artışı: 12.000.000 TL nominal
	Ortak Satışı: 28.000.000 TL nominal
	Toplam: 40.000.000 TL nominal
Halka Arz Büyüklüğü	1.840.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	29,20%
Halka Arz Fiyatı	46,00 TL
Halka Arz Tarihleri	28-29-30 Ocak 2026
Halka Arz Talep Toplama Yöntemi	Borsa Dışında Satış - Sabit Fiyatla Talep Toplama
Borsada İşlem Göreceği Pazar	Ana Pazar
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar: 24.000.000 TL nominal (%60)
	Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar: 12.000.000 TL nominal (%30)
	Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar: 4.000.000 TL nominal (%10)
Satmama Taahhüdü	- 1 Yıl Boyunca İhraççı - 1 Yıl Boyunca Ortaklar <i>* Taahhütler hakkında detaylı bilgi için SPK tarafından onaylı İzahname'nin 27.3 maddesini inceleyiniz</i>
Fiyat İstikrarı	Planlanmamaktadır.
Günlük Alım Emri Taahhüdü	Halka Arz Eden Pay Sahipleri adına Şirket paylarının Borsa'da işlem görmeye başladığı gün dahil olmak üzere 5 işlem günü süreyle (Günlük Alım Emri Taahhüdü Süresi) her gün açılış seansında, halka arz fiyatından, İnto Yatırım aracılığı ile toplamda 1.600.000 adet (Eurocad için 1.400.000 TL, Evon için 200.000 TL) günlük geçerli alım emri girecektir. Günlük Alım Emri Taahhüdü kapsamında kullanılacak azami kaynak, ortak satışı kapsamında elde edilen brüt kaynak kadar olacaktır.

Halka Arz Gelirlerinin Kullanımı	Şirket'in halka arzdan net 512.900.000 TL gelir elde etmesi beklenmektedir. -AR-GE yatırımlarının finansmanı ile bu kapsamda oluşacak ilave işletme sermayesi ihtiyacının karşılanması (%75-%85) -Pazarlama faaliyetlerinin artırılmasında kullanılması (%5-%10) -Şirket büyümesini destekleyen fiziki ve teknolojik ortamların oluşturulmasında kullanılması (%10-%15) * Yukarıda belirtilen kalemler arasında en fazla %10 oranında değişiklik yapılabilecektir.
Katılım Finans İlkelerine Uygunluk	Uygun Değildir.

Kaynak: İzahname, Tasarruf Sahiplerine Satış Duyurusu

4. Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Adı Soyadı/Ünvanı	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası	
	Grubu	Sermayedeki Payı (TL)	Sermayedeki Payı (%)	Sermayedeki Payı (TL)	Sermayedeki Payı (%)
Eurocad	A	37.500.000	76,1%	37.500.000	51,55%
	C	57.608.639		33.108.639	
Evon Yapı	B	12.500.000	20,2%	12.500.000	15,90%
	C	12.781.986		9.281.986	
Findoor GSYF	C	3.125.000	2,5%	3.125.000	2,5%
Co-Investment 2 GSYF	C	781.250	0,6%	781.250	0,6%
Ral GSYO	C	546.875	0,4%	546.875	0,4%
Perge GSYF	C	156.250	0,1%	156.250	0,1%
Halka Açık Kısım	C	-	-	40.000.000	29,20%
Toplam	A+B+C	125.000.000	100,00%	137.000.000	100,00%

Kaynak: İzahname

5. Halka Arz Gerekçeleri ve Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yeri

Şirket'in halka arzdan net 512.900.000 TL gelir elde etmesi beklenmektedir. Fon kullanım yerinin dağılımını gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Fon Kullanım Yeri	Planlanan Fon Kullanım Oranı (%)
AR-GE yatırımlarının finansmanı ile bu kapsamda oluşacak ilave işletme sermayesi ihtiyacının karşılanması	75-85
Pazarlama faaliyetlerinin artırılmasında kullanılması	5-10
Şirket büyümesini destekleyen fiziki ve teknolojik ortamların oluşturulmasında kullanılması	10-15
Toplam	100,00

Kaynak: İzahname

6. Finansallar

Bilanço (TL)				
VARLIKLAR	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025
Nakit ve nakit benzerleri	108.682.471	66.731.827	165.374.642	8.469.170
Finansal yatırımlar	-	-	-	215.200.244
Ticari alacaklar	387.374.963	431.844.281	537.738.327	529.958.058
- İlişkili taraflardan alacaklar	1.148.815	-	-	-
- İlişkili olmayan taraflardan alacaklar	386.226.148	431.844.281	537.738.327	529.958.058
Diğer alacaklar	1.317.717	1.170.066	2.024.388	8.878.488
- İlişkili taraflardan alacaklar	700.938	528.531	714.991	930.192
- İlişkili olmayan taraflardan alacaklar	616.779	641.535	1.309.397	7.948.296
Stoklar	661.603	520.200	203.182	315.824
Peşin ödenmiş giderler	2.856.412	3.424.782	5.981.536	5.295.014
Sözleşme varlıkları	33.630.091	9.329.880	32.495.484	121.118.591
Diğer dönen varlıklar	13.206.053	16.890.819	31.483.339	3.604.763
Toplam dönen varlıklar	547.729.310	529.911.855	775.300.898	892.840.152
Ticari alacaklar	2.379.398	-	-	-
- İlişkili olmayan taraflardan alacaklar	2.379.398	-	-	-
Diğer alacaklar	555.570	365.016	228.987	410.062
- İlişkili olmayan taraflardan alacaklar	555.570	365.016	228.987	410.062
Finansal yatırımlar	-	-	12.601.429	11.145.880
Kullanım hakkı varlıkları	48.913.840	50.763.602	63.974.607	63.069.872
Maddi duran varlıklar	74.869.070	40.545.534	37.504.064	43.909.023
Maddi olmayan duran varlıklar	975.489.642	1.052.261.911	1.282.662.424	1.424.319.123
Şerefiye	75.773.211	-	-	-
Peşin ödenmiş giderler	120.870	84.522	26.136	2.523.237
Diğer duran varlıklar	-	-	-	32.942.300
Toplam duran varlıklar	1.178.101.601	1.144.020.585	1.396.997.647	1.578.319.497
TOPLAM VARLIKLAR	1.725.830.911	1.673.932.440	2.172.298.545	2.471.159.649
Kısa vadeli borçlanmalar	169.604.247	75.416.428	-	1.851.310
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	53.435.044	21.430.498	3.176.480	-
Kiralama işlemlerinden borçlar	11.218.218	15.810.215	23.031.922	27.372.703
Ticari borçlar	6.599.202	5.560.404	10.355.957	5.869.744
Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin borçlar	8.390.938	9.167.821	11.285.387	8.947.925
Ertelemiş gelir	7.180.499	7.506.988	6.027.910	6.217.809
Kısa vadeli karşılıklar	55.329.065	56.706.144	78.266.417	29.452.548
Sözleşme yükümlülükleri	44.066.095	32.455.966	20.407.474	80.635.282

Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. No: 173, 1. Levent Plaza B Blok Kat: 5 Şişli/İstanbul

Tel: (0212) 410 05 00 -0850 266 05 00 Faks: (0212) 410 05 05-0850 266 05 05

Tic Sicil No: 20097-8 Mersis No: 0061 - 0026 -1044 -3175 www.bullsyatirim.com

info@bullsyatirim.com

FIYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

Diğer kısa vadeli yükümlülükler	6.283.288	5.376.659	7.265.524	2.632.399
Kısa vadeli yükümlülükler	362.106.596	229.431.123	159.817.071	162.979.720
Uzun vadeli borçlanmalar	41.375.314	3.990.991	-	-
Kiralama işlemlerinden borçlar	13.696.432	13.703.117	23.291.000	23.446.246
Diğer borçlar	114.882.445	-	-	-
Ertelenmiş gelirler	20.131.273	2.992.650	-	823.929
Uzun vadeli karşılıklar	24.257.435	9.795.978	12.612.432	14.518.135
Uzun vadeli yükümlülükler	214.342.899	30.482.736	35.903.432	38.788.310
Ödenmiş sermaye	50.000.000	50.000.000	125.000.000	125.000.000
Sermaye düzeltme farkları	290.719.257	290.719.257	215.719.257	215.719.257
Kar ve Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler ve Giderler				
- Tanımlanmış fayda planlarının yeniden ölçüm kazançları/(kayıpları)	-20.862.666	-22.821.981	-26.233.666	-27.053.682
Kar ve Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler ve Giderler				
-Gerçeğe uygun değer farkı diğer kapsamlı gelire yansıtılan finansal varlıklardan kazançlar/ (kayıplar)	-	-	34.344	-1.421.205
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	57.462.113	57.462.113	59.698.297	91.127.468
Geçmiş yıllar karları / (zararları)	496.986.370	772.062.712	1.019.929.200	1.381.066.487
Net dönem karı / (zararı)	275.076.342	266.596.480	582.430.610	484.953.294
ÖZKAYNAKLAR	1.149.381.416	1.414.018.581	1.976.578.042	2.269.391.619
TOPLAM KAYNAKLAR	1.725.830.911	1.673.932.440	2.172.298.545	2.471.159.649

Gelir Tablosu (TL)	01.01.- 31.12.2022	01.01.- 31.12.2023	01.01.- 31.12.2024	01.01.- 30.09.2024	01.01.- 30.09.2025
Hasılat	806.378.344	887.847.771	1.125.558.685	707.736.892	899.966.164
Satışların maliyeti (-)	-122.235.686	-92.108.291	-99.399.751	-55.229.967	-64.240.233
Brüt kar/ (zarar)	684.142.658	795.739.480	1.026.158.934	652.506.925	835.725.931
Genel yönetim giderleri (-)	-213.159.354	-185.476.295	-187.979.747	-131.104.921	-144.870.770
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri (-)	-16.002.672	-12.073.974	-9.906.305	-5.837.547	-6.009.832
Araştırma ve geliştirme giderleri (-)	-147.102.500	-150.881.085	-135.490.328	-111.528.317	-148.118.936
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	35.621.973	35.929.896	48.531.797	35.537.692	55.256.604
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	-34.116.869	-86.151.236	-56.820.720	-25.934.235	-13.972.462
Esas faaliyet karı/ (zararı)	309.383.236	397.086.786	684.493.631	413.639.597	578.010.535
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	10.336.821	32.436	45.994	45.994	11.320.974
Yatırım faaliyetlerinden giderler (-)	-9.006	-39.829.394	-	-	-5.940
Finansman gideri öncesi faaliyet karı/ (zararı)	319.711.051	357.289.828	684.539.625	413.685.591	589.325.569
Finansman gelirleri	2.792.942	7.542.931	17.548.357	10.529.895	46.365.757
Finansman giderleri (-)	-110.968.876	-66.296.819	-15.414.896	-11.210.259	-10.163.291
Net parasal pozisyon kazançları/(kayıpları)	55.619.016	-31.939.460	-104.242.476	-84.856.198	-140.574.741
Vergi öncesi kar / (zarar)	267.154.133	266.596.480	582.430.610	328.149.029	484.953.294
Vergi	7.922.209	-	-	-	-
Dönem karı / (zararı)	275.076.342	266.596.480	582.430.610	328.149.029	484.953.294

Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. No: 173, 1. Levent Plaza B Blok Kat: 5 Şişli/İstanbul

Tel: (0212) 410 05 00 -0850 266 05 00 Faks: (0212) 410 05 05-0850 266 05 05

Tic Sicil No: 20097-8 Mersis No: 0061 – 0026 -1044 -3175 www.bullsyatirim.com

info@bullsyatirim.com

7. Değerleme

Şirket'in pay başına değerinin belirlenmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır:

- Gelir Yaklaşımı - İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi (%60)
- Pazar Yaklaşımı - Çarpan Analizi (%40)

7.1. Gelir Yaklaşımı - İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

Şirketlerin faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratması muhtemel nakit akımlarının bugüne indirgenmesi temeline dayanan bir değerlendirme yöntemidir. İNA yöntemi birçok varsayıma dayanarak şirketlerin faaliyetlerinin içsel değerini bulmaya odaklanır, uzun vadeli potansiyelini yansıtır ve şirket özelindeki riskleri de belirli bir çerçevede barındırır. Bu yöntemin varsayımlara duyarlı olması bir dezavantaj gibi gözükse de statik olmayan iş modelleri için daha uygundur.

7.1.1. Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)								
Veriler	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Risksiz Faiz Oranı	31,1%	27,2%	21,7%	19,0%	17,1%	14,1%	14,1%	14,1%
Kaldıraçsız Beta	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67
Borç/Özkaynak	5,4%	11,1%	17,6%	25,0%	33,3%	53,8%	66,7%	66,7%
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	5,2%	10,0%	15,0%	20,0%	25,0%	35,0%	40,0%	40,0%
Beklenen Kurumlar Vergisi Oranı	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Kaldıraçlı Beta								
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Özsermaye Fiyatlandırma Modeli								
Risksiz Faiz Oranı	31,1%	27,2%	21,7%	19,0%	17,1%	14,1%	14,1%	14,1%
İşlem Görmüş Aktif Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Özsermaye Maliyeti	36,6%	32,7%	27,2%	24,5%	22,6%	19,6%	19,6%	19,6%
AOSM								
Özsermaye Maliyeti	36,6%	32,7%	27,2%	24,5%	22,6%	19,6%	19,6%	19,6%
Borç Maliyeti	34,1%	30,2%	24,7%	22,0%	20,1%	17,1%	17,1%	17,1%
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	5,2%	10,0%	15,0%	20,0%	25,0%	35,0%	40,0%	40,0%
Toplam Finansmandaki Özsermaye Oranı	94,8%	90,0%	85,0%	80,0%	75,0%	65,0%	60,0%	60,0%
Kurumlar Vergisi Oranı	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	36,5%	32,5%	26,8%	24,0%	21,0%	17,5%	17,2%	17,2%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

7.1.2. Net Borç, Nakit Pozisyonu ve Finansal Kaldıraç

TFRS 16 dahil net borç tutarı 2022 yılında 293,7 mn TL iken 2023 yılında 62,1 mn TL'ye gerilemiş, 2024 yılında 130,7 mn TL net nakde dönmüş ve 2025/09 itibarıyla 191,4 mn TL net nakit pozisyonu kaydedilmiştir. TFRS 16 hariç bakıldığında, 2025/09 döneminde net nakit tutarı 242,3 mn TL seviyesindedir.

Net Borç/FAVÖK oranı 2022 ve 2023 yıllarında sırasıyla 0,6x ve 0,1x olarak gerçekleşmiş, 2024 ve 2025/09 dönemlerinde -0,1x ve -0,2x seviyelerinde hesaplanmıştır. İNA değerlemesinde TFRS 16 hariç net nakit, çarpan analizinde ise TFRS 16 dahil net borç kullanılmıştır.

Net Borç & Özkaynak & Finansal Kaldıraç				
mn TL	2022	2023	2024	2025/09
Nakit ve Nakit Benzerleri	108,7	66,7	165,4	8,5
Finansal Yatırım	-	-	12,6	226,3
Diğer Alacaklar*	1,9	1,5	2,3	9,3
Kısa Vadeli Borçlanmalar	169,6	75,4	-	1,9
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	53,4	21,4	3,2	-
Kiralama Yük.	24,9	29,5	46,3	50,8
Diğer Borçlar*	114,9	-	-	-
Uzun Vadeli Finansal Borç	41,4	4,0	-	-
Net Borç (TFRS16 Dahil)	293,7	62,1	(130,7)	(191,4)
Net Borç (TFRS16 Hariç)	268,7	32,6	(177,1)	(242,3)
Özkaynak	1.149,4	1.414,0	1.976,6	2.269,4
Net Borç/Özkaynak	25,5%	4,4%	-6,6%	-8,4%
Net Borç/FAVÖK	0,6	0,1	-0,1	-0,2
FAVÖK	525,8	645,8	881,0	1.056,8

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

*Uzun ve kısa vadeli diğer alacak, borçları ve kiralama yükümlülüklerini kapsamaktadır.

7.1.3. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)

İNA (mn TL)	2022	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	Normalize	Uç Değer
Net Satışlar	806	888	1.126	1.223	1.636	2.128	2.721	3.356	4.053	4.458	4.681	
Değişim		110%	127%	8,7%	33,7%	30,1%	27,9%	23,3%	20,8%	10,0%	5,0%	
FAVÖK	526	646	881	952	1.244	1.615	2.071	2.577	3.137	3.451	3.623	
Değişim		23%	36%	8,1%	30,6%	29,8%	28,2%	24,4%	21,7%	10,0%	5,0%	
FAVÖK Marjı	65,2%	72,7%	78,3%	77,8%	76,0%	75,9%	76,1%	76,8%	77,4%	77,4%	77,4%	
Esas Faaliyet Karı	308	447	693	777	959	1.166	1.517	1.847	2.250	2.475	2.599	
Değişim		45%	55%	12%	23%	22%	30%	22%	22%	10%	5%	
Vergi	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
Operasyonel Vergiler	-	-	-	-	-	-	-	(359)	(438)	(482)	(506)	
Amortisman (TMS29 Hariç)	(218)	(199)	(188)	(175)	(285)	(448)	(554)	(729)	(887)	(976)	(1.025)	
Net Yatırım Giderleri	(289)	(293)	(380)	(406)	(577)	(735)	(931)	(1.060)	(1.162)	(1.246)	(1.308)	
Yatırım/Satış	35,8%	33,0%	33,8%	33,2%	35,2%	34,6%	34,2%	31,6%	28,7%	27,9%	27,9%	

FIYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

İşletme Sermayesi Değiş.	(18)	(82)	(47)	(93)	(134)	(161)	(151)	(151)	(115)	(63)		
TFRS16 Kira Gideri		(19)	(28)	(35)	(42)	(49)	(55)	(60)	(66)	(70)		
Kaldıraçsız Nakit Akımı				215	539	702	930	953	1.325	1.542	1.677	14.388
AOSM				36,5%	32,5%	26,8%	24,0%	21,0%	17,5%	17,2%	17,2%	17,2%
İndirgenmiş Nakit Akımı				206	433	436	460	385	449	445	413	3.270
Firma Değeri	6.496											
Uç Değer Payı	50,3%											
Uç Değer Büyüme	5,0%											
Uç Değer Çıkış Çarpımı	4,0											
Net Borç	(242,3)											
Piyasa Değeri (30.09.2025)	6.738											
Piyasa Değeri (17.11.2025)	7.020											
Hisse Sayısı	125											
Hedef Hisse Fiyatı TL	56,16											

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

7.1.4. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) – Varsayımlar

Makro Beklentiler	Birim	2022	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Enflasyon - Yıl Sonu	%	64,3%	64,8%	44,4%	26%	20%	15%	12%	10%	10%	10%	5%
Ort. USD/TL	TL	16,55	23,75	32,79	42,4	52,5	60,6	67,6	73,6	79,2	85,2	91,7
GSYH Büyümesi	%	5,6%	4,0%	3,5%	4,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Net Satışlar	Birim	2022	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Toplam Gelir	mn TL	806,4	887,8	1125,6	1223,5	1636,2	2128,0	2721,0	3355,7	4053,0	4458,3	4681,2
Reel Büyüme	%		10,1%	26,8%	23,6%	11,1%	13,1%	13,9%	12,3%	10,0%	0,0%	0,0%
Nominal Büyüme	%				8,7%	33,7%	30,1%	27,9%	23,3%	20,8%	10,0%	5,0%
Yazılım Lisans Gelirleri	mn TL	670,3	819,4	1071,5	1130,5	1513,5	1970,4	2522,2	3127,4	3797,5	4177,2	4386,1
Net Satış Payı (%)	%	83,1%	92,3%	95,2%	92,4%	92,5%	92,6%	92,7%	93,2%	93,7%	93,7%	93,7%
Yerel Yönetimler	mn TL	316,8	420,4	624,8	629,7	840,0	1089,7	1389,7	1720,0	2084,8	2293,3	2408,0
Yazılım Payı (%)	%	47%	51%	58%	56%	56%	55%	55%	55%	55%	55%	55%
Kamu Sektörü	mn TL	134,0	154,0	163,8	189,9	251,2	323,2	408,6	503,5	607,6	668,4	701,8
Yazılım Payı (%)	%	20%	19%	15%	17%	17%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
Özel Sektör	mn TL	219,6	245,0	282,9	310,9	422,3	557,6	723,9	903,8	1105,1	1215,6	1276,4
Yazılım Payı (%)	%	33%	30%	26%	28%	28%	28%	29%	29%	29%	29%	29%
Teknik Destek ve Hiz. Gel.	mn TL	124,2	66,0	53,0	91,5	120,7	154,8	195,2	224,0	250,3	275,3	289,0
Net Satış Payı (%)	%	15,4%	7,4%	4,7%	7,5%	7,4%	7,3%	7,2%	6,7%	6,2%	6,2%	6,2%
Eğitim Gelirleri	mn TL	12,7	2,8	2,9	4,6	6,2	8,0	10,2	12,6	15,3	16,8	17,6
Net Satış Payı (%)	%	1,6%	0,3%	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Satış İadeleri	mn TL	(0,9)	(0,4)	(2,0)	(3,0)	(4,0)	(5,3)	(6,7)	(8,3)	(10,0)	(11,0)	(11,6)
Net Satış Payı (%)	%	-0,1%	0,0%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
SMM	Birim	2022	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Satılan Malın Maliyeti	mn TL	(122,2)	(92,1)	(99,4)	(110,5)	(166,6)	(224,0)	(289,4)	(355,8)	(426,5)	(489,2)	(492,6)
Personel Giderleri	mn TL	(52,2)	(51,4)	(58,7)	(50,7)	(86,6)	(126,4)	(164,6)	(201,9)	(240,7)	(264,7)	(278,0)
Dış. Sağ. Fay. ve Hiz. & Diğ.	mn TL	(66,9)	(40,7)	(40,7)	(59,8)	(79,9)	(97,6)	(124,8)	(153,9)	(185,9)	(204,5)	(214,7)
Net Satış Payı (%)	%	8%	5%	4%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Amortisman ve İtfâ Payları	mn TL	(3,2)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. No: 173, 1. Levent Plaza B Blok Kat: 5 Şişli/İstanbul

Tel: (0212) 410 05 00 -0850 266 05 00 Faks: (0212) 410 05 05-0850 266 05 05

Tic Sicil No: 20097-8 Mersis No: 0061 – 0026 -1044 -3175 www.bullsyatirim.com

info@bullsyatirim.com

FIYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

Pazarlama Giderleri	Birim	2022	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Toplam Pazarlama Giderleri	mn TL	(16,0)	(12,1)	(9,9)	(14,8)	(19,8)	(25,8)	(42,5)	(52,4)	(63,3)	(69,6)	(73,1)
Reklam	mn TL	(10,7)	(9,0)	(3,6)	(6,8)	(9,0)	(11,7)	(15,0)	(18,5)	(22,4)	(24,6)	(25,8)
Temsil ve Ağır lama	mn TL	(5,3)	(3,1)	(6,3)	(8,1)	(10,8)	(14,0)	(27,5)	(33,9)	(40,9)	(45,0)	(47,3)
Komisyon	mn TL	(0,0)	0,0	0,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Satış Payı	%	-1,98%	-1,36%	-0,88%	-1,21%	-1,21%	-1,21%	-1,56%	-1,56%	-1,56%	-1,56%	-1,56%
Genel Yönetim Giderleri	Birim	2022	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Toplam Genel Yönetim Giderleri	mn TL	(213,2)	(185,5)	(188,0)	(153,2)	(217,4)	(273,8)	(339,2)	(402,0)	(460,7)	(506,8)	(532,1)
Personel Giderleri	mn TL	(45,7)	(43,2)	(43,7)	(38,0)	(67,9)	(94,8)	(125,0)	(152,8)	(182,3)	(200,5)	(210,6)
Danışmanlık	mn TL	(6,7)	(4,4)	(4,2)	(7,0)	(8,8)	(10,6)	(12,2)	(13,7)	(15,1)	(16,6)	(17,4)
Seyahat Giderleri	mn TL	(24,0)	(24,1)	(20,4)	(19,3)	(24,4)	(29,3)	(33,7)	(37,9)	(41,6)	(45,8)	(48,1)
Vergi, Resim ve Harçlar	mn TL	(11,7)	(12,8)	(14,1)	(14,7)	(19,5)	(25,3)	(32,2)	(39,8)	(48,2)	(53,1)	(55,7)
Akaryakıt Giderleri	mn TL	(16,8)	(12,9)	(9,9)	(11,0)	(13,9)	(16,7)	(19,3)	(21,6)	(23,7)	(26,1)	(27,4)
Mahkeme-Avukatlık Giderleri	mn TL	(13,6)	(11,0)	(11,5)	(21,0)	(26,5)	(31,9)	(36,6)	(41,1)	(45,2)	(49,7)	(52,2)
Abonelik Giderleri	mn TL	(6,3)	(7,7)	(6,5)	(8,1)	(10,2)	(12,2)	(14,1)	(15,8)	(17,4)	(19,1)	(20,0)
İletişim Giderleri	mn TL	(6,3)	(4,5)	(3,4)	(4,4)	(5,5)	(6,6)	(7,6)	(8,5)	(9,4)	(10,3)	(10,8)
Bakım Onarım Giderleri	mn TL	(3,5)	(2,5)	(1,6)	(2,0)	(2,6)	(3,1)	(3,6)	(4,0)	(4,4)	(4,8)	(5,1)
Kira Giderleri	mn TL	(0,2)	(2,5)	(4,1)	(4,5)	(5,7)	(6,8)	(7,8)	(8,8)	(9,7)	(10,6)	(11,2)
Sigorta Giderleri	mn TL	(0,5)	(0,9)	(1,0)	(0,8)	(1,1)	(1,3)	(1,5)	(1,6)	(1,8)	(2,0)	(2,1)
Diğer Giderler	mn TL	(8,6)	(10,5)	(11,8)	(11,2)	(14,1)	(16,9)	(19,5)	(21,8)	(24,0)	(26,4)	(27,7)
Amortisman ve İtfa Payları	mn TL	(69,1)	(48,7)	(55,8)	(11,2)	(17,4)	(18,2)	(26,1)	(34,4)	(38,0)	(41,8)	(43,9)
Değişim	%		-13,0%	1,3%	-18,5%	42,0%	25,9%	23,9%	18,5%	14,6%	10,0%	5,0%
Personel Giderleri	%		-5,4%	1,2%	-13,2%	78,9%	39,6%	31,9%	22,2%	19,3%	10,0%	5,0%
Danışmanlık	%		-34,5%	-5,0%	68,1%	26,0%	20,4%	15,0%	12,3%	9,8%	10,0%	5,0%
Seyahat Giderleri	%		0,3%	-15,4%	-5,2%	26,0%	20,4%	15,0%	12,3%	9,8%	10,0%	5,0%
Vergi, Resim ve Harçlar	%		9,0%	10,3%	3,9%	33,1%	29,5%	27,3%	23,6%	21,1%	10,0%	5,0%
Akaryakıt Giderleri	%		-23,5%	-23,0%	11,4%	26,0%	20,4%	15,0%	12,3%	9,8%	10,0%	5,0%
Mahkeme-Avukatlık Giderleri	%		29,5%	5,0%	82,6%	26,0%	20,4%	15,0%	12,3%	9,8%	10,0%	5,0%
Abonelik Giderleri	%		21,0%	-15,3%	24,3%	26,0%	20,4%	15,0%	12,3%	9,8%	10,0%	5,0%
İletişim Giderleri	%		-29,4%	-23,0%	26,4%	26,0%	20,4%	15,0%	12,3%	9,8%	10,0%	5,0%
Bakım Onarım Giderleri	%		-30,4%	-36,0%	29,4%	26,0%	20,4%	15,0%	12,3%	9,8%	10,0%	5,0%
Kira Giderleri	%		1069,7%	66,0%	9,8%	26,0%	20,4%	15,0%	12,3%	9,8%	10,0%	5,0%
Sigorta Giderleri	%		93,1%	5,9%	-14,5%	26,0%	20,4%	15,0%	12,3%	9,8%	10,0%	5,0%
Diğer Giderler	%		21,6%	12,7%	-5,4%	26,0%	20,4%	15,0%	12,3%	9,8%	10,0%	5,0%
Amortisman ve İtfa Payları	%		-29,5%	14,6%	-79,9%	55,4%	4,7%	43,3%	31,5%	10,6%	10,0%	5,0%
AR-GE	Birim	2022	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Toplam Araştırma Geliştirme Gid.	mn TL	(147,1)	(150,9)	(135,5)	(167,9)	(273,5)	(438,1)	(532,8)	(698,0)	(852,6)	(937,8)	(984,7)
Danışmanlık Giderleri	mn TL	(1,5)	(1,1)	(3,1)	(3,7)	(5,9)	(7,9)	(5,2)	(3,2)	(3,5)	(3,9)	(4,1)
Amortisman ve İtfa Payları	mn TL	(145,6)	(149,8)	(132,4)	(164,2)	(267,6)	(430,2)	(527,6)	(694,8)	(849,0)	(933,9)	(980,6)
Satış Payı	%	-18,24%	-16,99%	-12,04%	-13,72%	-16,71%	-20,59%	-19,58%	-20,80%	-21,04%	-21,04%	-21,04%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

7.2. Pazar Yaklaşımı - Çarpan Analizi

BİST Yazılım ve BİST Bilişim şirketlerine ait çarpanlar esas alınarak yapılan değerlendirme çalışması sonucunda, Şirket'in piyasa değeri sırasıyla 8.985 m TL ve 8.951 m TL olarak hesaplanmıştır.

Halka arz sonrasında Şirket'in BİST Bilişim endeksinde yer alması öngörüldüğünden, çarpan analizinde bu endekste yer alan şirketlerin çarpanları referans alınmıştır. Buna ek olarak, BİST Bilişim endeksi içerisindeki şirketler arasından yazılım faaliyetinde bulunan firmalara odaklanmak amacıyla yazılım faaliyeti olmayan şirketler analiz kapsamı dışında bırakılmış ve bu doğrultuda ikinci bir benzer şirket havuzu oluşturulmuştur. Değerleme çalışmasında FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına eşit ağırlık verilmiş olup, medyan çarpanlar kullanılmıştır. PD/DD ve FD/Net Satış rasyoları, faaliyet kârlılığına ilişkin doğrudan bir göstere sunmamaları nedeniyle çarpan hesaplamasına dahil edilmemiştir.

7.2.1. BIST Benzer – Yazılım Şirketleri

BIST Benzer - Yazılım Şirketleri										
BIST Kodu	Şirket Adı	PD (Milyon TL)	FD/FAVÖK 2025/09	FD/Satışlar 2025/09	F/K 2025/09	PD/DD 2025/09	Net Satış Artışı 2022-2025/09 YBBO(%)	FAVÖK Artışı 2022-2025/09 YBBO(%)	FAVÖK Marjı 2025/09	Net Borç/Özkaynak 2025/09
ARDYZ	ARD Bilişim Teknolojileri	4.852	5,4	2,1	8,9	1,3	98,5%	37,2%	38,4%	0,38
ATATP	ATP Yazılım	15.038	4,5	3,0	8,6	3,9	229,8%	763,4%	66,8%	(0,10)
FONET	Fonet Bilgi Teknolojileri	2.724	12,1	4,2	15,4	1,8	81,9%	54,9%	34,5%	(0,00)
FORTE	Forte Bilgi İletişim	5.270	20,9	2,9	2,8	2,7	104,8%	43,8%	13,8%	0,61
HTTBT	Hitit Bilgisayar	14.670	21,3	9,3	39,4	5,3	232,5%	242,2%	43,9%	(0,09)
KFEN	Kafein Yazılım	1.841	6,9	0,6	9,4	1,6	124,5%	21,0%	8,6%	(0,20)
LNK	Link Bilgisayar	5.342	10,1	2,8	11,4	3,8	990,9%	568,9%	28,1%	(0,21)
LOGO	Logo Yazılım	15.343	7,3	2,7	11,1	4,3	38,9%	39,2%	36,4%	(0,20)
MTRKS	Matriks Finansal Teknolojiler	2.547	7,2	2,0	13,2	3,1	68,5%	51,7%	27,4%	(0,20)
MTAK	MTA Teknoloji	19.997	17,1	7,0	14,4	3,6	70,5%	16,8%	41,0%	0,06
OBASE	Obase Bilgisayar	1.688	8,9	2,1	470,0	2,5	62,3%	213,5%	23,3%	0,10
ODINE	Odine Teknoloji	27.448	77,8	16,9	76,5	13,4	226,1%	102,4%	21,7%	(0,33)
PAPIL	Papillon Savunma	3.277	31,1	10,6	(260,2)	6,4	138,2%	A.D	34,1%	(0,35)
SMART	Smartiks Yazılım	767	5,3	3,5	(170,5)	1,7	55,0%	49,9%	65,7%	0,19
VBTYZ	VBT Yazılım	2.031	9,0	1,5	(304,9)	2,1	0,9%	79,6%	16,5%	0,62
Ortalama		8.189	11,0	2,5	11,5	2,7	168,2%	163,2%	33,3%	0,1
Medyan		4.852	9,0	2,7	11,2	2,6	98,5%	53,3%	34,1%	0,1
Minimum		767	4,5	0,6	(304,9)	1,3	0,9%	16,8%	8,6%	(0,4)
Maksimum		27.448	77,8	16,9	470,0	13,4	990,9%	763,4%	66,8%	0,6
Netcad		8.985	9,0	6,7	11,2	4,0	8,2%	9,5%	80,2%	(0,1)

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

7.2.2. BIST Bilişim Endeksi

BIST Bilişim Endeksi											
BIST Kodu	Şirket Adı	PD (Milyon TL)	FD/FAVÖK 2025/09	FD/Satışlar 2025/09	F/K 2025/09	PD/DD 2025/09	Net Satış Artışı 2022-2025/09 YBBO(%)	FAVÖK Artışı 2022-2025/09 YBBO(%)	FAVÖK Marjı 2025/09	Net Borç/FAVÖK 2025/09	Net Borç/Özkaynak 2025/09
ALCTL	Alcatel Lucent Teletaş	4.269	18,1	0,5	(28,2)	1,4	34,1%	-35,6%	2,8%	-1134,2%	(0,53)
ARDYZ	ARD Bilişim Tek.	4.852	5,4	2,1	8,9	1,3	39,4%	16,6%	38,4%	122,8%	0,38

Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. No: 173, 1. Levent Plaza B Blok Kat: 5 Şişli/İstanbul

Tel: (0212) 410 05 00 -0850 266 05 00 Faks: (0212) 410 05 05-0850 266 05 05

Tic Sicil No: 20097-8 Mersis No: 0061 – 0026 -1044 -3175 www.bullsyatirim.com

info@bullsyatirim.com

FIYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

ARENA	Arena Bilgisayar	2.734	7,4	0,2	(3,9)	1,1	34,5%	16,0%	2,5%	428,5%	1,54
ATATP	ATP Yazılım	15.038	4,5	3,0	8,6	3,9	78,4%	184,4%	66,8%	-11,4%	(0,10)
AZTEK	Aztek Teknoloji	4.550	6,6	0,7	67,4	2,1	13,8%	11,8%	10,4%	177,9%	0,78
DGATE	Datagate Bilgisayar	2.265	2,3	0,1	(40,4)	9,0	48,2%	51,3%	4,2%	-125,6%	(3,15)
DESPC	Despec Bilgisayar	1.123	0,5	0,0	60,6	2,5	70,5%	68,5%	5,5%	-104,3%	(1,68)
EDATA	E-Data Teknoloji	2.132	25,1	1,0	(62,9)	2,5	19,8%	-9,1%	3,9%	-66,8%	(0,06)
ESCOM	Escort Teknoloji	2.305	5,2	5,0	(7,1)	1,1	-20,9%	-21,5%	96,6%	-0,3%	(0,00)
FONET	Fonet Bilgi Tek.	2.724	12,1	4,2	15,4	1,8	33,7%	23,6%	34,5%	-3,0%	(0,00)
FORTE	Forte Bilgi İletişim	5.270	20,9	2,9	2,8	2,7	41,6%	19,3%	13,8%	385,3%	0,61
HTTBT	Hitit Bilgisayar	14.670	21,3	9,3	39,4	5,3	79,0%	81,6%	43,9%	-35,5%	(0,09)
INDES	İndeks Bilgisayar	5.663	2,2	0,1	14,4	0,9	15,8%	-2,0%	2,8%	-15,6%	(0,06)
KFEN	Kafein Yazılım	1.841	6,9	0,6	9,4	1,6	48,0%	9,7%	8,6%	-97,9%	(0,20)
KAREL	Karel Elektronik	8.139	33,1	0,8	(3,6)	6,3	29,9%	73,8%	2,5%	1368,1%	4,46
KRONT	Kron Teknoloji	2.698	20,0	5,9	53,8	4,3	9,7%	15,5%	29,6%	-44,5%	(0,09)
LNK	Link Bilgisayar	5.342	10,1	2,8	11,4	3,8	218,5%	151,3%	28,1%	-58,8%	(0,21)
LOGO	Logo Yazılım	15.343	7,3	2,7	11,1	4,3	17,3%	17,4%	36,4%	-35,0%	(0,20)
MANAS	Manas Enerji Yönetimi	1.743	34,8	4,3	(7,4)	2,2	21,1%	-16,2%	12,3%	903,5%	0,77
MTRKS	Matriks Finansal Teknolojiler	2.547	7,2	2,0	13,2	3,1	28,8%	22,4%	27,4%	-48,2%	(0,20)
MTAK	MTA Teknoloji	19.997	17,1	7,0	14,4	3,6	29,5%	7,8%	41,0%	26,7%	0,06
OBAS	Obase Bilgisayar	1.688	8,9	2,1	470,0	2,5	26,5%	74,0%	23,3%	34,5%	0,10
ODINE	Odine Teknoloji	27.448	77,8	16,9	76,5	13,4	77,4%	40,8%	21,7%	-195,5%	(0,33)
PAPIL	Papillon Savunma	3.277	31,1	10,6	(260,2)	6,4	52,3%	A.D	34,1%	-181,2%	(0,35)
PATEK	Pasifik Teknoloji	17.052	(196,8)	6,2	18,7	8,2	44,6%	A.D	-3,2%	3603,7%	(1,27)
PKART	Plastikkart	1.677	15,3	0,9	(1557,7)	3,9	49,3%	29,7%	3,9%	23,5%	0,07
REDR	Reder Teknoloji	9.595	(165,4)	4,6	(8,6)	1,2	5,0%	-0,1%	6,0%	-82,3%	(0,20)
SMART	Smartiks Yazılım	767	5,3	3,5	(170,5)	1,7	-7,5%	A.D	-2,8%	-441,6%	0,03
VBTYZ	VB T Yazılım	2.031	9,0	1,5	(304,9)	2,1	0,4%	32,8%	16,5%	207,4%	0,62
Ortalama		7.552	9,9	1,8	12,6	2,3	38,2%	29,8%	20,8%	2,0	-0,2
Medyan		4.269	8,1	1,0	12,3	2,1	33,7%	18,3%	12,3%	0,0	-0,1
Minimum		767	(196,8)	0,0	(1.557,7)	(18,0)	-20,9%	-35,6%	-3,2%	-11,3	-11,5
Maksimum		27.448	77,8	16,9	470,0	13,4	218,5%	184,4%	96,6%	36,0	4,5
Netcad		8.951	8,1	6,6	12,3	3,9	8,2%	9,5%	80,2%	(0,2)	(0,1)

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

7.3. Çarpan Değerlemesi

Değerleme çalışmasında FD/FAVÖK ve F/K çarpanları kullanılmış olup, söz konusu çarpanlara eşit ağırlık (%50) verilerek değer tespiti gerçekleştirilmiştir. Enflasyon muhasebesi uygulamaları kapsamında net dönem kârının tahmin edilmesinin güçleşmesi, tahmini zor bir değişken üzerinden değerlendirilmesi sınırlayıcı bir unsur haline getirmektedir. Bu nedenle, son dönemde halka arz fiyat tespit raporları incelenmiş ve genel olarak F/K çarpanının kullanılmadığı gözlemlenmiştir. Enflasyon muhasebesi uygulanan mali tablolarda değerlendirilirken F/K çarpanının kullanılması makul bulunursa da daha muhafazakâr bir yaklaşım sergilenmesi amacıyla F/K çarpanı da değerlendirilmeye eklenmiştir. Aynı zamanda FD/FAVÖK çarpanı da değerlendirilme kapsamına dahil edilmiştir. Faaliyet kârlılığı ile doğrudan ilişki kurulamaması nedeniyle PD/DD ve FD/Satış çarpanları çalışmada kullanılmamıştır.

Mn TL	Değer
Netcad FAVÖK 2025/09 4Ç	1057
BIST Bilişim Endeksi FD/FAVÖK (x)	8,1
BIST Bilişim Endeksi FD/FAVÖK (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	8.609
Net Borç 2025/09 TL	-191,4
BIST Bilişim Endeksi FD/FAVÖK (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	8.800
FD/FAVÖK (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
Mn TL	Değer
Netcad Net Kar 2025/09 4Ç	739
BIST Bilişim Endeksi F/K (x)	12,3
BIST Bilişim Endeksi F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	9.101
F/K (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
BIST Bilişim Endeksinden Gelen Nihai Piyasa Değeri	8.951

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Mn TL	Değer
Netcad FAVÖK 2025/09 4Ç	1057
BIST Yazılım Endeksi FD/FAVÖK (x)	9,0
BIST Yazılım Endeksi FD/FAVÖK (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	9.477
Net Borç 2025/09 TL	-191,4
BIST Yazılım Endeksi FD/FAVÖK (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	9.668
FD/FAVÖK (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
Mn TL	Değer
Netcad Net Kar 2025/09 4Ç	739
BIST Yazılım Endeksi F/K (x)	11,2
BIST Yazılım Endeksi F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	8.302
F/K (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
BIST Yazılım Endeksinden Gelen Nihai Piyasa Değeri	8.985

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

8. Değerleme ve Sonuç

Nihai değer tespitinde, şirketin operasyonel ve finansal dinamiklerini daha sağlıklı yansıttığı değerlendirilen INA yöntemine %60, piyasa koşullarını yansıtmak amacıyla çarpan analizine %40 ağırlık verilmiştir. Çarpan analizinde, Şirket'in faaliyet alanına benzerliği nedeniyle BIST Yazılım endeksi esas alınmış, muhafazakâr bir yaklaşım benimsenmesi amacıyla BIST Bilişim endeksi de değerlendirilme kapsamına

dahil edilerek her iki endeksten elde edilen değerler eşit ağırlıklandırılmıştır. Yurt dışı benzer şirketler, farklı ülke riskleri ve piyasa koşulları nedeniyle nihai değer hesaplamasına dahil edilmemiştir.

Elde edilen pay değerine %26,3 oranında halka arz iskontosu uygulanmış olup, halka arz iskontosu sonrasında Şirket'in piyasa değeri 5.750 mn TL, pay başına değer ise 46,0 TL olarak belirlenmiştir. Halka arz fiyatı, 2025/09 dönemine göre 5,3x FD/FAVÖK ve 7,8x F/K çarpanlarına karşılık gelmektedir.

Değerleme özetini gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Değerleme Özeti	Değer (mTL)	Ağırlık	Pay Baş Değer (TL)
Metodolojiler			
INA	7.020	60,0%	56,16
BIST Yazılım	8.985	20,0%	71,88
BIST Bilişim	8.951	20,0%	71,60
Yurtdışı Benzerler	13.479	0,0%	107,83
Halka Arz Piyasa Değeri	7.799	100%	62,40
Halka Arz İskontosu	-26,3%		
Nihai Değer	5.750		46,00

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

9. Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Görüşümüz

- Fiyat Tespit Raporu'nda Netcad Yazılım Anonim Şirketi'nin faaliyetleri, finansal yapısı, sektörel konumu ve gelecek beklentilerine ilişkin sunulan bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz.
- Raporda kullanılan İndirgenmiş Nakit Akımı (INA) ve çarpan analizi yöntemlerinin, Şirket'in faaliyet yapısı ve sektör dinamikleri dikkate alındığında uygun ve yaygın kullanılan değerlendirme yöntemleri olduğu görüşündeyiz. Ayrıca kullanılan yöntemlere verilen ağırlıkların (%60 INA, %40 çarpan analizi) makul olduğu değerlendirilmektedir.
- Çarpan analizinde BIST Yazılım ve BIST Bilişim endekslerinin esas alınmasının, Şirket'in faaliyet alanı açısından uygun olduğu kanaatindeyiz. Yurt dışı benzer şirketlerin, farklı ülke riskleri ve piyasa koşulları nedeniyle nihai değerlemede ağırlıklandırılmamasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde kullanılan medyan çarpanların ve belirlenen uç değerlerin, piyasa koşulları ve benzer şirket verileri ile uyumlu olduğu görüşündeyiz.
- INA yönteminde kullanılan varsayımların ve projeksiyonların, Şirket'in geçmiş finansal performansı, mevcut faaliyetleri ve kamuya açıklanan beklentileriyle uyumlu şekilde hazırlandığı, AOSM hesaplamasında kullanılan parametrelerin ise makul olduğu değerlendirilmektedir. Bununla birlikte, projeksiyonlara dayalı değerlemenin doğal olarak belirli varsayımlara duyarlı olduğunu belirtmek isteriz.



FIYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

- Kullanılan değerlendirme yöntemleri sonucunda hesaplanan pay başına değere %26,3 oranında halka arz iskontosu uygulanarak 46,00 TL pay başına halka arz fiyatı belirlenmesini, mevcut piyasa koşulları ve benzer halka arz uygulamaları çerçevesinde makul buluyoruz.

Uyarı Metni

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 Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Kurumsal Finansman 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 Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş, hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Kurumsal Finansman Bölümü'ne ait olup diğer Bulls Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. Bulls Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle Bulls Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul eder.

Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. No: 173, 1. Levent Plaza B Blok Kat: 5 Şişli/İstanbul

Tel: (0212) 410 05 00 -0850 266 05 00 Faks: (0212) 410 05 05-0850 266 05 05

Tic Sicil No: 20097-8 Mersis No: 0061 – 0026 -1044 -3175 www.bullsyatirim.com

info@bullsyatirim.com