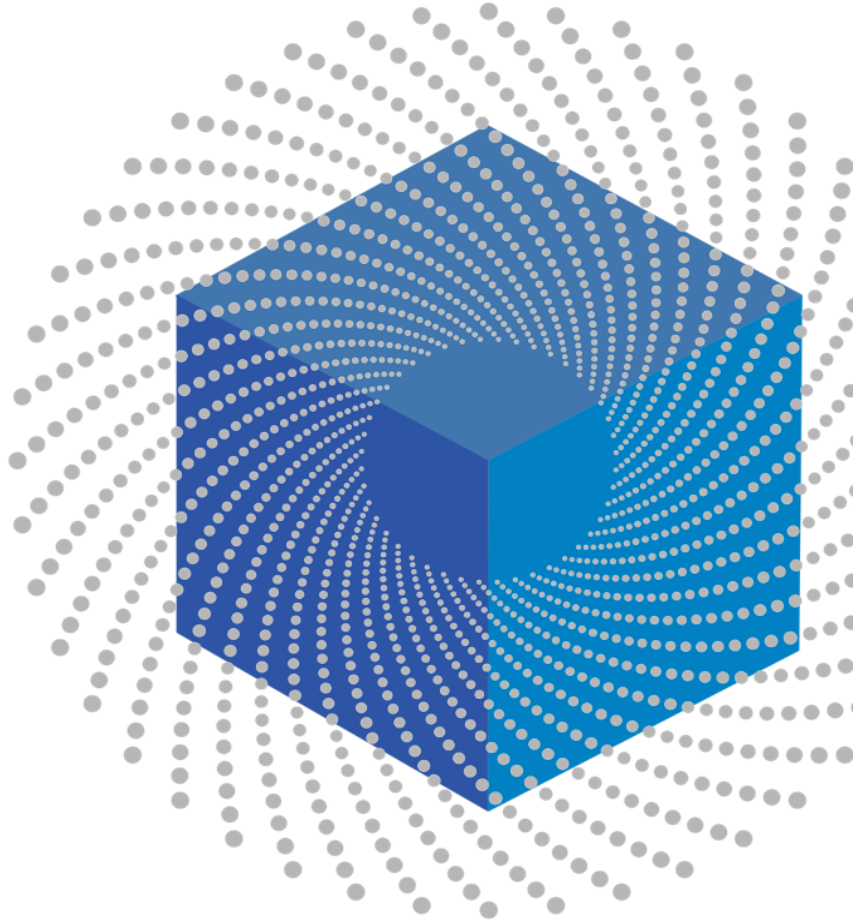


Netcad Yazılım A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

27 Ocak 2026



İçindekiler

Önemli Not	3
1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler	4
2 Şirket Hakkında Bilgi	6
3 Finansal Durum	6
4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi	7
4.1 Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA).....	7
4.2 Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi	8
4.2.1 BİST Bilişim Endeksi Benzer Şirketler – Çarpan Analizi	9
4.2.2 BİST Yazılım Şirketleri – Çarpan Analizi	9
4.2.3 Yurt Dışı Benzer Şirketler – Çarpan Analizi	9
4.3 Sonuç	10
5 Görüş	10
5.1 Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA).....	10
5.2 Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi	10
5.3 Sonuç.....	10

Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("İfo Yatırım") halka arza aracılık eden yetkili kuruluş olduğu Netcad Yazılım A.Ş. ("Netcad" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırladığı 23 Ocak 2026 tarihli fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.



1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Konsorsiyum Lideri	İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Dağıtım Yöntemi	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar için Eşit Dağıtım
Mevcut Çıkarılmış Sermaye	125.000.000 TL
Halka Arz Oranı	29,20%
Halka Arz Metodu	%30 Sermaye Arttırımı %70 Ortak Satışı
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	40.000.000 TL
Ek Satış	Yoktur
Satmama Taahhüdü	Şirket ve Ortaklar için 1 yıl
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar: %60 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar: %30 Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar: %10
Fiyat İstikrarı	Planlanmamaktadır
Halka Arz Büyüklüğü	1.840.000.000 TL
Talep Toplama	28-29-30 Ocak 2026
Halka Arz Fiyatı	46,00 TL
Bağımsız Denetçi	Vezin Bağımsız Denetim A.Ş.

Kaynak: İzahname

Halka arzda Şirket'in çıkarılmış sermayesinin 125.000.000 TL'den 137.000.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle ihraç edilecek olan toplam 12.000.000 TL nominal değerli paylar sermaye artışı yoluyla, 28.000.000 TL nominal değerli paylar ise ortak satışı yoluyla halka arz edilecektir. Şirket'in halka arz sonrası halka açıklık oranı %29,20 olacaktır.

Halka arz gelirlerinin kullanım yerlerine ilişkin tabloya aşağıda yer verilmektedir.

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri	Kullanıma İlişkin Yüzdesel Aralık
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

İhtiyaç duyulması hâlinde yukarıda ifade edilen fon kullanım kalemleri arasında %10 kadar geçiş yapılabilmesine karar verilmiştir.



Halka arz öncesi ve sonrasına ait ortaklık yapısını gösteren tabloya aşağıda yer verilmiştir.

Ortaklar	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
Eurocad S.à.r.l. ¹	A	37.500.000	30,00	37.500.000	27,37
	C	57.608.639	46,09	33.108.639	24,17
Evon Yapı Proje İnşaat Mühendislik Bilgisayar Sanayi ve Ticaret A.Ş. ²	B	12.500.000	10,00	12.500.000	9,12
	C	12.781.986	10,23	9.281.986	6,78
Findoor GSYF	C	3.125.000	2,50	3.125.000	2,28
Co-Investment 2 GSYF	C	781.250	0,63	781.250	0,57
Ral GSYO	C	546.875	0,44	546.875	0,40
Perge GSYF	C	156.250	0,13	156.250	0,11
Halka Açık Kısım	C	-	-	40.000.000	29,20
Toplam		125.000.000	100,00	137.000.000	100,00

Kaynak: İzahname

¹ 02.01.2016 tarihinde Lüksemburg Büyük Dükalığı'nda bir limited şirket olarak kurulmuş olan Eurocad S.à.r.l.'nin tek pay sahibi kuruluşundan bu yana Taxim Capital Partners I LP'dir. Eurocad S.à.r.l., münhasıran 12.08.2021 tarihinde Netcad Yazılım A.Ş. ile birleşmesi dolayısı ile tasfiyesiz infisah eden Eurocad Yazılım A.Ş.'nin hissedarı olmak üzere kurulmuş bir özel amaçlı şirket olup, birleşme sonrası hâlihazırda Şirket'in pay sahibidir. Eurocad S.à.r.l.'nin başkaca bir iştirak konusu ve varlığı bulunmamaktadır. Eurocad S.à.r.l.'nin hâlihazırda üç müdürden oluşan bir müdürler kurulu bulunmakta olup bu müdürler Berkin Tevs Mungan, Joost Anton Mees ve Johannes Laurens de Zwart isimli kişilerdir. 2016 yılında kurulan Taxim Capital Partners I LP, Türkiye'de küçük ve orta boyutlu aile şirketlerine yatırım yapan, Jersey'de yerleşik bir ortaklıktır (limited partnership). Taxim Capital Partners I LP'nin ana yatırımcıları Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası (European Bank for Reconstruction and Development), bir Dünya Bankası Grubu kuruluşu olan Uluslararası Finans Kurumu (International Finance Corporation), Avrupa Yatırım Fonu (European Investment Fund), Türk Büyüme ve İnovasyon Fonu (Turkish Growth and Innovation Fund), FMO (Entrepreneurial Development Bank), DEG (Deutsche Investitions- und Entwicklungsgesellschaft) ve Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı'dır. Eurocad S.à.r.l., Şirket'in 30.07.2021 tarihli olağanüstü genel kurul toplantısında onaylanan birleşme sözleşmesi uyarınca (ters yönde birleşme suretiyle) Şirket tarafından devralınan Şirket'in eski ortağı Eurocad Yazılım A.Ş.'nin tek pay sahibi idi. Bu itibarla Eurocad S.à.r.l., değinilen birleşme sözleşmesi çerçevesinde gerçekleşen birleşme işlemi neticesinde, bu işlem öncesinde Eurocad Yazılım A.Ş. mülkiyetinde bulunan Şirket sermayesinin yaklaşık %79'unu temsil eden payları iktisap etmiştir.

² Evon Yapı Proje İnşaat Mühendislik Bilgisayar Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin ortakları Kemal Sarper AK (%90) ve Özlem AK'tır (%10).



2 Şirket Hakkında Bilgi

Şirket, CAD tabanlı mühendislik yazılımları ve CBS odaklı akıllı çözümler üretmektedir. Şirket, yolculuğuna mekânsal verinin dijitalleşmesine öncülük eden ilk yerli yazılım firması olarak başlamıştır. Yıllar içerisinde Türk mühendislerin, müşterilerin ve akademisyenlerin ortak katkılarıyla gelişen bir millî yazılım ürünü şeklinde dönüşmüştür.

130.000'in üzerinde kullanıcısı olan Netcad Yazılım, kullanıcılarını henüz üniversite sürecinde ücretsiz akademik lisanslar ile buluşturarak sadık bir müşteri ekosistemi yaratmıştır.

Şirket, uzman mühendis ve yetkin yönetim kadrosuyla teknolojik gelişmeleri takip edip, Ar-Ge ekibi ile müşteri ihtiyaçlarına yönelik inovatif çözümler geliştirmekte ve müşterilerine memnuniyet odaklı hizmet vermektedir.

Şirket ana faaliyetlerini Bilkent Cyberpark'ta sürdürmektedir. Şirket'in faaliyetleri, Bilkent Cyberpark'a ek olarak, 2020 yılı Temmuz ayından bu yana İstanbul Kadıköy'de yer alan kendi Ar-Ge merkezinde de sürdürülmektedir.

3 Finansal Durum

Özet Finansal Durum Tablosu (TL)	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	30/09/2025
Dönen Varlıklar	547.729.310	529.911.855	775.300.898	892.840.152
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 Yükümlülükler	362.106.596	229.431.123	159.817.071	162.979.720
Uzun Vadeli Yükümlülükler	214.342.899	30.482.736	35.903.432	38.788.310
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

Kaynak: İzahname

Gelir Tablosu (TL)	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	30/09/2024	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	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 Geliri (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
- Dönem Vergi Gideri (-)	-	-	-	-	-
- Ertelenmiş Vergi Geliri / Gideri (-)	7.922.209	-	-	-	-
Dönem Karı/(Zararı)	275.076.342	266.596.480	582.430.610	328.149.029	484.953.294

Kaynak: İzahname



4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Netcad'in Borsa İstanbul'da işlem görmesi için satışa konu olacak paylarının birim fiyatı tespitinde aşağıdaki değerlendirme yöntemleri dikkate alınmıştır. Gelir yaklaşımı kapsamında İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA), pazar yaklaşımı kapsamında Çarpan Analizi yöntemleri kullanılmıştır.

4.1 Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA)

İndirgenmiş nakit akımı analizinde kullanılan ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ("AOSM")'ye aşağıdaki tabloda yer verilmektedir.

AOSM	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Risksiz Faiz Oranı	31,1%	27,2%	21,7%	19,0%	17,1%	14,1%	14,1%	14,1%
Kaldıraçlı 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%
Vergi Öncesi Borç Maliyeti	34,1%	30,2%	24,7%	22,0%	20,1%	17,1%	17,1%	17,1%
Kurumlar Vergisi Oranı	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Toplam Finansmandaki Özsermaye Oranı	94,8%	90,0%	85,0%	80,0%	75,0%	65,0%	60,0%	60,0%
AOSM	36,5%	32,5%	26,8%	24,0%	21,0%	17,5%	17,2%	17,2%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

30.09.2025 itibarıyla Şirket'in net borç pozisyonuna aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

Net Borç Pozisyonu Tablosu (TL mn)	30/09/25
Nakit ve Nakit Benzerleri	8,5
Finansal Yatırımlar	226,3
Diğer Alacaklar*	9,3
Kısa Vadeli Borçlanmalar	1,9
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	-
Kiralama Yükümlülükleri*	50,8
Diğer Borçlar*	-
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	-
Net Borç (TFRS16 Dahil)	(191,4)
Net Borç (TFRS16 Hariç)	(242,3)

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

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

2025–2027 arası sektördeki doymamış potansiyel, Şirket'in geçmiş nazaran yüksek Ar-Ge yatırımları ile yeni ürün geliştirmesi, yeni pazarlara giriş ve 2024 yılında yüksek reel büyüme beklentisi için 2025–2027 arasında marjların feragat edilmesi büyümenin temel dinamikleri olarak görülmüştür. Ayrıca TMS29 hariç bakıldığında geçmiş yıllardaki yüksek büyümenin altında bu büyümenin modellenmesi de makul karşılanmıştır. 2027 sonrası ise büyümenin gittikçe ivme kaybedeceği varsayılmıştır.

Modelin geçmişi TMS29 etkisini barındırmaktadır. Şirket'in genelde gelirlerinin önemli bir kısmını yılın son çeyreğinde yaratması ve giderlerinin yıla büyük oranda dağılmış olması TMS29 sonrası Şirket'in marjlarını aşağı çekmektedir. Ayrıca 2022 yılında bünyeye giren Udentify düşük marjlı çalışmaktayken bu şirketin 2023 yılında devredilmiş olması da geçmiş marjların gösterge gücünü azaltmaktadır. Şirket Udentify devri ile kendi ana faaliyetine odaklanmış ve bu durum da marjlar üzerinde etkili olmuştur. Şirket giderlerinin önemli bir kısmı enflasyon ile artan sabit giderler olması sebebiyle gelecek yıllarda enflasyon üzeri büyüme marjı yukarı çekmektedir.

2025/09'da %81,2 olarak gerçekleşen FAVÖK marjı, projeksiyonda ortalama %76,9'a indirilmiştir. Udentify ve TMS29 etkisi elimine edildiğinde ve beklenen büyümeler sağlandığında ilgili marj İfo Yatırım tarafından makul karşılanmıştır. 2024'te TMS29 etkisi hariç FAVÖK marjının %78,9 olarak gerçekleşmesi ve 2025/09 verisi İfo Yatırım'ın tarafından beklentilerinin doğrular nitelikte olduğu şeklinde yorumlanmıştır.

İşletme sermayesi Şirket'in geçmiş verileri ve iş modelinde beklenen aksiyonlara göre modellenmiştir. 2028 sonuna kadar vergi oranı sıfır alınırken 2028 sonrası vergi teşviklerinin uzatılacağı ve teknoparktaki şirketin verginin %0 olacağı Şirket yönetimi tarafından beklenmesine karşın 2029 ve sonrasında kurumlar vergisinin %20 olacağı varsayılmıştır. Satış büyümesi, EBITDA marjı, yatırım oranı, vergi oranı ve işletme sermayesindeki normalizasyonun tamamlanması ile 2031 yılındaki dip nakit akımı büyümesi %5'e yakınsamış ve uç değer büyümesi önceki nakit akım büyümesi uç değer oranına yakınsatılmıştır. Bu nedenlerden dolayı projeksiyon süresi 2032'de tamamlanmış ve normalize yıl sonrası ise %5 uç değer büyümesi uygulanırken İNA'da elde edilen değer %50,3'ü uç değerden kaynaklanmaktadır.

2025–2032 arası dönemde Şirket yönetimiyle yapılan görüşmeler neticesinde İfo Yatırım tarafından hazırlanan nakit akış modeli aşağıda gösterilmektedir.

İNA (TL mn)	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	
FAVÖK	526	646	881	952	1.244	1.615	2.071	2.577	3.137	3.451	3.623	
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	
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)	(449)	(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%	
İşletme Sermayesi Değişimi		(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
Değişim					151%	30%	32%	2%	39%	16%	9%	5%
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 Çarpanı	4,0
Net Borç	(242,3)
Piyasa Değeri (30.09.2025)	6.738
Piyasa Değeri (17.11.2025)	7.020

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.2 Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi

Halka arz sonrasında Şirket BIST Bilişim endeksinde yer alacağı için çarpan değerlemesinde bu endeksin çarpanları referans alınmıştır. Buna ek olarak, BIST Bilişim endeksindeki şirketler arasında özellikle yazılım ile uğraşan firmalara odaklanmak amacıyla yazılım faaliyetinde bulunmayan şirketler elenmiş ve böylece ikinci bir benzer şirket havuzu oluşturulmuştur. Değerlemede FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına eşit ağırlık verilirken medyan çarpanlar kullanılmıştır. PD/DD ve FD/Net Satış rasyoları faaliyet karlılığı hakkında doğrudan bir sonuç vermemeleri nedeniyle çarpan hesaplamasında dikkate alınmamıştır.

Çarpan analizine konu olan Şirket finansalları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Çarpan Analizinde Kullanılan Şirket Finansalları (TL mn)	
30.09.2025 Son 12 Aylık FAVÖK	1.057
30.09.2025 Son 12 Aylık Net Kar	739
30.09.2025 Net Borç Pozisyonu	(191,4)

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu



4.2.1 BİST Bilişim Endeksi Benzer Şirketler – Çarpan Analizi

BİST Bilişim Endeksi'nde yer alan benzer şirket verileri ile hesaplanmış Şirket piyasa değerleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

BİST Bilişim Endeksi - Çarpan Analizi	FD/FAVÖK	F/K
İlgili Finansal (TL mn)	1.057	739
Çarpan	8,1x	12,3x
Piyasa Değeri (TL mn)	8.800	9.101
Ağırlık	50%	50%
Nihai Piyasa Değeri (TL mn)	8.951	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.2.2 BİST Yazılım Şirketleri – Çarpan Analizi

BİST Bilişim Endeksi'nde yer alan benzer yazılım şirket verileri ile hesaplanmış Şirket piyasa değerleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

BİST Yazılım Şirketleri - Çarpan Analizi	FD/FAVÖK	F/K
İlgili Finansal (TL mn)	1.057	739
Çarpan	9,0x	11,2x
Piyasa Değeri (TL mn)	9.668	8.302
Ağırlık	50%	50%
Nihai Piyasa Değeri (TL mn)	8.985	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.2.3 Yurt Dışı Benzer Şirketler – Çarpan Analizi

Şirket ile aynı sektörde faaliyet gösteren yurt dışı benzer şirketler ile hesaplanmış Şirket piyasa değerleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Yurt Dışı Benzer Şirketler - Çarpan Analizi	FD/FAVÖK	F/K
İlgili Finansal (TL mn)	1.057	739
Çarpan	15,4x	14,2x
Piyasa Değeri (TL mn)	16.453	10.505
Ağırlık	50%	50%
Nihai Piyasa Değeri (TL mn)	13.479	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt dışı örnekleme yer verilmesi makul bulunsa da özellikle yurt dışı firmaların farklı ülke riskleri, değişen vergi oranları, düşük CDS ve faiz oranları barındırması, yurt içi fiyatlandırma davranışlarından oldukça farklı olması ve ölçek olarak daha büyük olmaları nedeniyle yurt dışı benzer şirketlere nihai değerlemede ağırlık verilmemiştir.



4.3 Sonuç

İnfo Yatırım tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında indirgenmiş nakit akımı analizinden çıkan sonuca %60, BİST Yazılım şirketleri çarpan analizinden çıkan sonuca %20, BİST Bilişim Endeksi şirketleri çarpan analizinden çıkan sonuca %20 ve yurt dışı benzer şirketler çarpan analizinden çıkan sonuca ağırlık verilmemesi neticesinde ulaşılan iskonto öncesi piyasa değeri 7.799 milyon TL olarak hesaplanmaktadır. %26,3 halka arz iskontosu uygulanması neticesinde ulaşılan piyasa değeri 5.750 milyon TL, halka arz fiyatı ise 46,00 TL olarak hesaplanmaktadır.

Değerleme Özeti	Ağırlık	Değer (TL mn)
İNA	60%	7.020
BİST Yazılım	20%	8.985
BİST Bilişim	20%	8.951
Yurt Dışı Benzerler	0%	13.479
İskonto Öncesi Piyasa Değeri		7.799
Halka Arz İskontosu		26,3%
İskonto Sonrası Piyasa Değeri		5.750
Halka Arz Fiyatı (TL)		46,00

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

5 Görüş

İş Yatırım görüşü aşağıdaki değerlendirme yöntemleri üstünden oluşturulmuştur.

5.1 Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA)

- Şirket'in kendine özgü dinamiklerini yansıtabilirdiği için bu yöntemin kullanılmasını makul buluyoruz.
- İNA analizine %60 ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Fiyat Tespit Raporu'nda verilen makroekonomik tahminler çerçevesinde uç değer büyüme oranının %5,0 alınmasını makul buluyoruz.
- AOSM hesabında kullanılan risk primini, risksiz faiz oranlarını ve borçlanma maliyetlerini makul bulmaktayız.

5.2 Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi

- Çarpan analizinde, Şirket'in faaliyet alanlarıyla uyumlu olacak şekilde yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin değerlendirilmiş olmasını uygun buluyoruz.
- Çarpan analizine %40 ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- BİST Bilişim Endeksi benzer şirket çarpanları analizine %50, BİST Bilişim Endeksi'nde yer alan yazılım şirketleri benzer şirket çarpanları analizine %50 ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde medyan çarpanın kullanılmasını makul buluyoruz.

5.3 Sonuç

İş Yatırım tarafından gerçekleştirilen değerlendirme çalışmasında, fiyatın makul olup olmadığını değerlendirmek amacıyla, fiyat tespit raporunda yer alan veriler esas alınarak, pazar yaklaşımı yöntemi kullanılmıştır.

İnfo Yatırım tarafından Şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektöre yönelik yeterli ve aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuş olup, raporun kapsamlı hazırlandığı kanaatindeyiz. Değerlemede kullanılan varsayımlara ilişkin yeterli açıklamaların yapıldığı görülmektedir.

Değerleme çalışmasında her bir yönetime göre (gelir yaklaşımı, pazar yaklaşımı) Netcad'in Piyasa Değeri hesaplanmıştır.

Nihai Şirket değeri tespit edilirken, gelir ve pazar yaklaşımlarının kullanılması makul bulunmuştur.

Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında kapsamlı bir şekilde bilgilendirme yapılmıştır. Kullanılan değerleme yöntemleri ve bu yöntemler temelinde yapılan analizler, Fiyat Tespit Raporu'nda detaylı olarak ve yeterli şekilde açıklanmıştır.

SONUÇ OLARAK:

İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmalar dikkate alınarak yapılan incelemeler sonucunda, belirlenen 46,00 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varılmıştır.