

Netcad Yazılım A.Ş.

**Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analist
Raporu**

27 Ocak 2026

İçindekiler

1-Halka Arz ile İlgili Bilgiler	4
Tablo 1: Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler	4
Tablo 2: Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı	4
Tablo 3: Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Alanları	4
2-Şirket Hakkında	5
3-Finansal Durum	5
Tablo 4: Bilanço	5
Tablo 5: Gelir Tablosu	7
4-Değerleme Hakkında Özet Bilgi	7
4.1 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)	7
Tablo 6: Çarpan Analizi	9
4.2 Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları)	8
5-Değerleme Sonucu	8
6-Görüş	9
6.1 Sonuç	10

Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("PUSULA Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("İFO") halka arza aracılık eden yetkili kuruluş olduğu Netcad Yazılım A.Ş. ("NETCD" 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 PUSULA Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1- Halka Arz ile İlgili Bilgiler

Tablo 1: Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığıyla
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Dağıtım Yöntemi	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar için Eşit Dağıtım
Mevcut Çıkarılmış Sermaye	125.000.000 TL
Halka Arz Oranı	29,20%
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı: 12.000.000 Ortaklık Satışı: 28.000.000
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	40.000.000 TL
Ek Satış	-
Satmama Taahhüdü	İhraççı ve Ortaklar için 1 yıl
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel Yatırımcı: 24.000.000 (%60) Yurt İçi Kurumsal Yatırımcı: 12.000.000 (%30) Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcı: 4.000.000 (%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.

Tablo 2: Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortaklar	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Pay Grubu	Halka Arz Sonrası	
		Tutar (TL)	Pay (%)		Tutar (TL)	Pay (%)
Eurocad	A	37.500.000	%76,09	A	37.500.000	%51,54
	C	57.608.639		C	33.108.639	
Evon	B	12.500.000	%20,23	B	12.500.000	%15,90
	C	12.781.986		C	9.281.986	
Findoor GSYF	C	3.125.000	%2,50	C	3.125.000	%2,28
Co-Investment 2 GSYF	C	781.250	%0,63	C	781.250	%0,57
Ral GSYO	C	546.875	%0,44	C	546.875	%0,40
Perge GSYF	C	156.250	%0,13	C	156.250	%0,11
Halka Açık	C	-	%0	C	40.000.000	%29,20
Toplam	A+B+C	125.000.000	%100	A+B+C	137.000.000	100

Tablo 3: Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Alanları

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri	Kullanıma İlişkin Yüzdesel Aralık
Ar-Ge yatırımları ve buna bağlı işletme sermayesi ihtiyacı	%75 – %85
Pazarlama faaliyetlerinin artırılması	%5- %10
Şirket büyümesini destekleyen fiziki ve teknolojik yatırımlar	%10-%15
Kalemler arası olası geçiş	%10
Toplam	100%

2- Şirket Hakkında

Netcad, kökleri 1989 yılına dayanan ve 1997’de anonim şirket statüsünde yeniden yapılandırılan, Türkiye’nin ilk yerli CBS ve CAD yazılım firmasıdır. Şirket, haritalama, şehir planlama, inşaat, çevre ve jeoloji mühendisliği, madencilik ve ormancılık gibi alanlara yönelik CBS tabanlı yazılımlar ve akıllı çözümler geliştirmektedir. Ana faaliyetlerini Bilkent Cyberpark’ta sürdürmekte olup, 2020 Temmuz’dan itibaren İstanbul Kadıköy’deki Ar-Ge merkeziyle de faaliyet göstermektedir.

Netcad’ın 3 ana ürün kategorisinde toplam 44 ürün ve hizmeti bulunmaktadır: temel mühendislik ve harita/CBS ürünleri, planlama ve arazi yönetimi ürünleri ile bilgi ve yönetim sistemleri (Netigma, NetGIS Server, KEOS vb.) ve bakım/destek hizmetleri. Şirketin ürünleri 30.09.2025 itibarıyla 130.000’in üzerinde aktif lisansla 12.000’in üzerinde müşteri tarafından kullanılmaktadır. Müşteri portföyünde yaklaşık 820 kamu kurumu, 1.290 civarında yerel yönetim, 9.500’den fazla özel sektör şirketi ve 100’e yakın üniversite bulunmaktadır.

3- Finansal Durum

Tablo 4: Bilanço

Bilanço (TL)	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025
DÖNEN VARLIKLAR	529.911.855	775.300.898	892.840.152
Nakit ve nakit benzerleri	66.731.827	165.374.642	8.469.170
Finansal yatırımlar	0	0	215.200.244
Ticari alacaklar	431.844.281	537.738.327	529.958.058
Diğer alacaklar	1.170.066	2.024.388	8.878.488
Stoklar	520.200	203.182	315.824
Peşin ödenmiş giderler	3.424.782	5.981.536	5.295.014
Sözleşme varlıkları	9.329.880	32.495.484	121.118.591
Diğer dönen varlıklar	16.890.819	31.483.339	3.604.763
DURAN VARLIKLAR	1.144.020.585	1.396.997.647	1.578.319.497
Ticari alacaklar	0	0	0
Diğer alacaklar	365.016	228.987	410.062
Finansal yatırımlar	0	12.601.429	11.145.880

Kullanım hakkı varlıklar	50.763.602	63.974.607	63.069.872
Maddi duran varlıklar	40.545.534	37.504.064	43.909.023
Şerefiye	0	0	0
Maddi olmayan duran varlıklar	1.052.261.911	1.282.662.424	1.424.319.123
Diğer duran varlıklar	0	0	32.942.300
Peşin ödenmiş giderler	84.522	26.136	2.523.237
TOPLAM VARLIKLAR	1.673.932.440	2.172.298.545	2.471.159.649
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	229.431.123	159.817.071	162.979.720
Kısa vadeli borçlanmalar	75.416.428	0	1.851.310
Kısa vadeli finansal borçlar (işletme)	15.810.215	23.031.922	27.372.703
Uzun vadeli borçların kısa vadeli kısmı	21.430.498	3.176.480	0
Ticari borçlar	5.560.404	10.355.957	5.869.744
Çalışanlara sağlanan fayda. iliş. borçlar	9.167.821	11.285.387	8.947.925
Sözleşme yükümlülükleri	32.455.966	20.407.474	80.635.282
Ertelenmiş gelirler	7.506.988	6.027.910	6.217.809
Kısa vadeli karşılıklar	56.706.144	78.266.417	29.452.548
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	5.376.659	7.265.524	2.632.399
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	30.482.736	35.903.432	38.788.310
Uzun vadeli borçlanmalar	3.990.991	0	0
Diğer borçlar	0	0	0
Kıdem tazminatı / çal. iliş. uz. vad. karş.	9.795.978	12.612.432	14.518.135
Kira sözleşmelerinden kaynaklanan borçlar	13.703.117	23.291.000	23.446.246
Ertelenmiş gelirler	2.992.650	0	823.929
ÖZKAYNAKLAR	1.414.018.581	1.976.578.042	2.269.391.619
Ödenmiş sermaye	50.000.000	125.000.000	125.000.000
Sermaye düzeltme farkları	290.719.257	215.719.257	215.719.257
Kardan ayrılan yedekler	57.462.113	59.698.297	91.127.468
Yeniden sınıf. diğer kapsamlı gelirler	22.821.981	26.233.666	27.053.682
Yeniden sınıf. diğer kapsamlı gelirler (*)	0	34.344	1.421.205
Geçmiş yıllar kârları	772.062.712	1.019.929.200	1.381.066.487
Net dönem kârı	266.596.480	582.430.610	484.953.294
TOPLAM KAYNAKLAR	1.673.932.440	2.172.298.545	2.471.159.649

Tablo 5: Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (TL)	31.12.2023	30.12.2024	30.09.2025
Net Satışlar	887.847.771	1.125.558.685	899.966.164
Satışların Maliyeti	-92.108.291	-99.399.751	-64.240.233
Brüt Kar	795.739.480	1.026.158.934	835.725.931
Brüt Marj	%89,6	%91,2	%92,9
Genel Yönetim Gid.	-185.476.295	-187.979.747	-144.870.770
Satış-Pazarlama Dağ. Gid.	-12.073.974	-9.906.305	-6.009.832
ARGE	-150.881.085	-135.490.328	-148.118.936
EBITDA	645.830.218	880.896.740	730.712.659
EBITDA Marjı	%72,7	%78,3	%81,2
Amortisman	-198.522.092	-188.214.186	-193.986.266
EBIT	397.086.786	684.493.631	578.010.535
EBIT Marjı	%44,7	%60,8	%64,2
Esas Faaliyet Diğ. Gel.	35.929.896	48.531.797	55.256.604
Esas Faaliyet Diğ. Gid.	-86.151.236	-56.820.720	-13.972.462
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	-39.796.958	45.994	11.315.034
Fin. Gid.	-90.693.348	-102.109.015	-104.372.275
Vergi Öncesi Kar	266.596.480	582.430.610	484.953.294
Ertelenmiş vergi geliri / (gideri)	0	0	0
Net Kar	266.596.480	582.430.610	484.953.294
Net Marj	%30	%51,7	%53,9

4- Değerleme Hakkında Özet Bilgi

İnfo Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Netcad'in değerlemesinde Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları – "İNA") ve Pazar Yaklaşımı (piyasa çarpanları analizi) yöntemleri birlikte kullanılmış, nihai değerde bu yöntemler sırasıyla %60 ve %40 oranında ağırlıklandırılmıştır. Piyasa çarpanları analizinde BIST Yazılım ve BIST Bilişim endeksleri ile yurtdışı benzer şirket çarpanları referans alınmış, nihai değer hesaplanırken yurtdışı benzerlere ağırlık verilmemiştir.

4.1 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)

Pazar yaklaşımında, son 4 çeyrek verileri esas alınarak FAVÖK ve net kâr çarpanları üzerinden BIST Yazılım ve BIST Bilişim endeksleri kullanılmıştır. Çalışmada hem FD/FAVÖK hem de F/K çarpanlarına eşit ağırlık verilmiş ve iki endeks için ayrı ayrı değerler hesaplanmıştır.

Tablo 6: Çarpan Analizi

(mn TL) / Çarpanlar	BIST Bilişim	BIST Yazılım
Referans FD/FAVÖK çarpanı	8,1x	11,0x
Referans F/K çarpanı	12,3x	11,2x
Netcad FAVÖK (son 4 çeyrek)	1.057	1.057
Netcad net kâr (son 4 çeyrek)	739	739
Firma değeri – FD/FAVÖK	8.609	9.477
Net borç	-191	-191
Piyasa değeri – FD/FAVÖK	8.800	9.668
Piyasa değeri – F/K	9.101	8.302
Ağırlıklı piyasa değeri	8.951	8.985

Bu yöntemle BIST Yazılım ve BIST Bilişim endekslerinden sırasıyla 8.985 mn TL ve 8.951 mn TL ağırlıklı piyasa değeri elde edilmiş, nihai pazar yaklaşımı değerinde bu iki değere eşit ağırlık verilmiştir. Yurtdışı benzer şirketlere ilişkin çarpanlar hesaplanmakla birlikte, ülke risk primi, vergi oranları ve şirket ölçeğindeki farklılıklar nedeniyle bunlara ağırlık verilmemesi ihtiyatlı yaklaşım olarak değerlendirilmektedir.

4.2 Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları)

İNA çalışmasında 2025–2032 dönemini kapsayan TL bazlı projeksiyonlar kullanılmış, 2028 sonuna kadar kurumlar vergisi oranı vergi teşvikleri nedeniyle %0, 2029 ve sonrası için %20 olarak varsayılmıştır. Nakit akımları projeksiyon dönemi sonrası %5 terminal büyüme oranı ile iskonto edilmiş, serbest nakit akımlarının bugünkü değeri 3.227 mn TL, terminal değer bugünkü değeri 3.270 mn TL olarak hesaplanmıştır.

5- Değerleme Sonucu

Değerleme çalışmasında “İndirgenmiş Nakit Akışı” ve “Piyasa Çarpanları Analizi” kullanılarak nihai değer tespit edilmiştir.

Şirket için halka arz iskontosu öncesi 7.799 TL piyasa değeri ve pay başı 62,40 TL değer tespit edilmiştir. Halka arz fiyatı belirlenirken tespit edilen değere %26,3 halka arz iskontosu uygulanmış ve **46,00 TL** pay başı değer hesaplanmıştır.

Değerleme Sonucu (mn TL)	İNA	Yurt İçi Çarpanlar	Yurt Dışı Çarpanları
Farklı Değerleme Yöntemlerine Göre Netcad A.Ş'nin Firma Değeri	7.020	8.985 8.951	13.479
Yöntemin Ağırlığı	60%	40%	0%
Netcad A.Ş'nin Ağırlıklı Ortalama Firma Değeri	7.799		
Halka arz iskontosu	26,3%		
İskontolu piyasa değeri (mn TL)	5.750		
Pay adedi (mn adet)	125		
Pay başına adil değer (TL)	62,40		
Halka arz fiyatı (TL)	46,00		

Halka arz fiyatı, 30.09.2025 itibarıyla son dört çeyrek verileri esas alındığında yaklaşık 5,3x FD/FAVÖK ve 7,8x F/K çarpanlarına işaret etmekte olup, BIST Bilişim ve BIST Yazılım endeks ortalamalarının (sırasıyla yaklaşık 8,1x ve 11,0x FD/FAVÖK) belirgin biçimde altında kalmaktadır.

6- Görüş

Netcad için Info Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunun; şirket ve faaliyet gösterilen CBS/CAD yazılım sektörü hakkında kapsamlı, anlaşılır ve yatırımcıyı aydınlatıcı nitelikte olduğu kanaatindeyiz. Kullanılan değerlendirme yöntemleri (İNA ve piyasa çarpanları) ile bu yöntemlerde esas alınan varsayımların rapor içinde yeterli ayrıntıyla açıklandığını görüyoruz.

Aşağıda öne çıkan değerlendirme başlıklarımız yer almaktadır:

İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları yöntemlerinin birlikte kullanılması ve İNA'ya %60, yerli çarpanlara toplam %40 ağırlık verilmesi rasyonel ve temkinli bir yaklaşım olarak değerlendirilmektedir.

İNA projeksiyon döneminde kullanılan gelir büyüme, FAVÖK marjı, yatırım oranı ve işletme sermayesi varsayımlarını, şirketin mevcut kârlılık seviyesi, yüksek Ar-Ge harcama oranı, kamu ve yerel yönetimlerle uzun soluklu sözleşme yapısı ve yeni segmentlerdeki (OSB, enerji dağıtımı, akıllı şehirler, madencilik yazılımları) büyüme potansiyeli ile uyumlu buluyoruz.

PUSULA Yatırım tarafından gerçekleştirilen değerlendirme çalışmasında, fiyatın makul olup olmadığını değerlendirmek amacıyla, fiyat tespit raporunda yer alan veriler esas alınarak, pazar yaklaşımı ve gelir yaklaşımı yöntemi kullanılmıştır. Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 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 yönteme göre (pazar yaklaşımı ve gelir yaklaşımı) Netcad A.Ş'nin Piyasa Değeri hesaplanmıştır. Nihai Şirket değeri tespit edilirken, her iki yöntemin de kullanılması makul bulunmuştur.

6.1 Sonuç

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.

UYARI NOTU

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, y etkili kurul uşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum v e tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.