



NETCAD YAZILIM A.Ş.

“FİYAT TESPİT RAPORU” ANALİZİ

Ocak 2026



İÇİNDEKİLER

I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER	3
II. ŞİRKET BİLGİLERİ	4
III. ÖZET FİNANSAL GÖRÜNÜM	5
IV. DEĞERLEME	6
V. GÖRÜŞ	11

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

I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER

Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	■ 125.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	■ 137.000.000 TL
Halka Arz Miktarı ve Türü	■ 12.000.000 TL nominal – Sermaye Artırımı ■ 28.000.000 TL nominal – Ortak Satışı* ■ Toplam – 40.000.000 TL nominal
Dağıtım Yöntemi	■ Eşit Dağıtım (Yurt İçi Bireysel)
Halka Arz Şekli	■ Sabit Fiyat ile Talep Toplama Yöntemi
Halka Arz Fiyatı	■ 46,00 TL
Halka Arz Büyüklüğü	■ 1.840.000.000 TL
Halka Arz Oranı	■ %29,20
Halka Arz Tarihi	■ 28-29-30 Ocak 2026
Borsada İşlem Görme Tarihi / Pazarı (tahmini)/ Dahil Olacağı Endeks	■ 5-6 Şubat 2026 / Ana Pazar
Halka Arz Tahsisatı	■ 24.000.000 TL nom. - %60 - Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar ■ 12.000.000 TL nom. - %30 - Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar ■ 4.000.000 TL nom. - %10 - Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar
Halka Arz Lideri	■ İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Taahhütler	■ Netcad, Şirket Paylarının Borsa'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 (bir) yıl boyunca, Şirket paylarında herhangi bir bedelli ve/veya bedelsiz sermaye arttırımı yapılmayacağını, dolaşımdaki pay miktarınınbu suretle arttırılmayacağını ve bu süre boyunca yeni bir satış veya halka arz yapılmasına yönelik bir karar alınmayacağını, dolaşımdaki pay miktarının artması neticesini doğuracak herhangi başka karar alınmayacağını, bu süre boyunca yeni bir satış veya halka arz yapılacağına dair ya da dolaşımdaki pay miktarının artması neticesini doğuracak herhangi başka bir başvuru veya açıklamada bulunulmayacağını taahhüt etmiştir. ■ Halka Arz Eden Pay Sahipleri; -Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 (bir) yıl boyunca, sahip olduğu Şirket paylarının, dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde satışa veya halka arza konu etmeyeceklerini ve/veya Borsa İstanbul'a veya SPK'ya veya yurt dışındaki herhangi bir menkul kıymetlere ilişkin düzenleyici kurum, borsa veya kotasyon otoritesine başvuruda bulunulmayacağına ve bu süre boyunca ileride yeni bir satış veya halka arz yapılacağına dair bir açıklama yapmayacaklarını, -Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren; 1 (bir) yıl boyunca sahip oldukları Şirket paylarını, payların halka arz fiyatından bağımsız olarak Borsa İstanbul'da veya Borsa İstanbul dışında satmayacaklarını, başka yatırımcı hesaplarına virmanlamayacağını veya Borsa İstanbul'da özel emir ile ve/veya toptan satış işlemlerine konu etmeyeceğini kabul, beyan ve taahhüt etmiştir.
Günlük Alım Emri Taahhüdü	Şirket paylarının Borsa'da işlem görmeye başladığı gün dahil olmak üzere 5 işlem günü süreyle Halka Arz Eden Pay Sahipleri adına her gün açılış seansında, halka arz fiyatından toplamda 1.600.000 adet günlük geçerli alım emri girilecektir. Taahhüt kapsamında kullanılacak azami kaynak, ortak satışı kapsamında elde edilen brüt kaynak kadar olacaktır. Alım emri taahhüdü kapsamında pay alınması hâlinde, Halka Arz Eden Pay Sahipleri, alınan payların 1 yıl süreyle halka arz fiyatının altında satışa sunulmayacağını taahhüt etmiştir.
Fiyat İstikrarı	■ Yoktur

* Mevcut ortaklardan Eurocad S.à r.l.'a ait 24.500.000 TL nominal değerli ve Evon Yapı Proje İnşaat Mühendislik Bilgisayar Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi'ne ait 3.500.000 TL nominal değerli (C) grubu paylar halka arza konu edilecektir.

II. ŞİRKET BİLGİLERİ

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Netcad Halka Arz İzahnamesi ve Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

- Netcad Yazılım A.Ş. ("Netcad" veya "Şirket") 16.06.1997 tarihinde Ankara'da kurulmuş olup güncel unvanını 08.01.2014 tarihinde almıştır.
- Şirket'in mevcut ve halka arz sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir:

NETCAD Ortaklık Yapısı					
	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası	
Pay Sahibi	Pay Grubu	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı
Eurocad S.à r.l.	A	37.500.000	76,09%	37.500.000	51,54%
	C	57.608.639		33.108.639	
Evon Yapı Proje İnşaat Mühendislik Bilgisayar Sanayi ve Ticaret A.Ş.	B	12.500.000	20,23%	12.500.000	15,90%
	C	12.781.986		9.281.986	
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	100,0%	137.000.000	100,0%

- Şirket'in faaliyet konusu özetle; CAD (Bilgisayar destekli tasarım) tabanlı mühendislik yazılımları ve CBS (Coğrafi bilgi sistemi) odaklı akıllı çözümler üretmektir.
- Şirket ana faaliyetlerini Bilkent Cyberpark'ta sürdürmekte olup, Temmuz 2020'den itibaren İstanbul Kadıköy'deki kendi Ar-Ge merkezinde de çalışmalarına devam etmektedir.
- Şirket, üç ana kategoride 44 ürün ve hizmet sunarak mühendislik, planlama, haritacılık, veri analiz süreçleri, kentsel planlama, madencilik, ulaştırma, CBS uygulamaları ve e-devlet entegrasyonlarına yönelik çözümler sağlamakta; Ar-Ge faaliyetleriyle bu ürün portföyünü sürekli genişletmektedir.
- Netcad'in ürün kategorileri aşağıda yer almaktadır:
 - Temel ürünler (harita coğrafi bilgi sistemleri, CAD)
 - o Planlama ve arazi yönetimi (şehir planlama vb.)
 - o Mühendislik (harita, inşaat, jeoloji mühendisliği, madencilik ve ormancılık vb.)
 - Bilgi ve yönetim sistemleri (low-code platform, web ve mobil tabanlı harita sunucu uygulamaları, kent otomasyon sistemleri ve iş uygulamaları, kurumsal uygulamalar vb.)
 - Bakım ve Destek (Netdesk, eğitim vb.)
- Türkiye'nin ilk yerli CBS ve CAD yazılım firması olan Netcad, 2017'den 2024 yılına kadar her yıl, "İlk 500 Bilişim Şirketi" araştırmasında CBS kategorisinde birincilik ödülünü kazanmıştır.
- Şirket son 7,5 yılda 43,5 mn dolar temettü dağıtmıştır.
- Türkiye'de CBS yazılımları sektörünün lideri, CAD yazılımları sektörünün de en önemli oyuncularından biri olan Şirket kuruluşundan bu yana izlediği Türkiye CBS ve CAD pazarlarına yönelik ürün geliştirme stratejisi ile 130.000'in üzerinde aktif lisans ile 12.000'i aşkın müşteriden müteşekkil bir ekosistem oluşturmuş ve günümüzde müşteri portföyünde 820 civarında kamu kurumu, 1.290 civarında yerel yönetim (bunların 81'i il, 839'u ilçe belediyesi), 9.500'den fazla özel sektör firması ve 100 üniversite yer almaktadır.
- 2024 yılında yapay zekâ ve dijital ikiz çözümleri için çalışmalara başlayan Şirket böylece yerel yönetimlerin karar alma süreçlerini iyileştirmesine, kaynakları daha verimli kullanmasına, dijitalleşme ve akıllı şehir uygulamalarını hızlandırmasına, vatandaş memnuniyetini artırmasına yönelik çözümler üretmeyi hedeflemektedir.
- Şirket'in bugün itibarıyla planlanan ve Ar-Ge aşamasında 14 yeni ürünü daha bulunmaktadır.

- Şirket Türkiye’de Kamu ve belediyelerde gerçekleştirilen coğrafi bilgi sistemi projelerinin benzerlerini KKTC ve Azerbaycan’da gerçekleştirmek, Endonezya ve Kazakistan’da ise Madencilik ve İnşaat sektöründe yer alabilmek için çalışmalarını sürdürmektedir.

III. ÖZET FİNANSAL GÖRÜNÜM

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Netcad Halka Arz İzahnamesi ve Fiyat Tespit Raporu’ndan alınmıştır.

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide Olmayan Finansal Durum Tablosu (TL)				
Finansal Durum Tablosu	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025
Varlıklar				
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
Stoklar	661.603	520.200	203.182	315.824
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
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
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 Varlıklar	1.725.830.911	1.673.932.440	2.172.298.545	2.471.159.649
Kaynaklar				
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 İşlemlerinden 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 İlişkin Borçlar	8.390.938	9.167.821	11.285.387	8.947.925
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
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 İşlemlerinden Borçlar	13.696.432	13.703.117	23.291.000	23.446.246
Diğer Borçlar	114.882.445	-	-	-
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
Özkaynaklar				
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	(20.862.666,0)	(22.821.981,0)	(26.233.666,0)	(27.053.682,0)
Kar ve Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler ve Giderler	-	-	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

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide Olmayan Finansal Durum Tablosu (TL)				
Finansal Durum Tablosu	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025
Toplam 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

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide Olmayan Kâr Zarar 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 (-)	(122.235.686,0)	(92.108.291,0)	(99.399.751,0)	(55.229.967,0)	(64.240.233,0)
Brüt Kar/ (Zarar)	684.142.658	795.739.480	1.026.158.934	652.506.925	835.725.931
Esas Faaliyet Karı/ (Zararı)	309.383.236	397.086.786	684.493.631	413.639.597	578.010.535
Finansman Geliri/Gideri Öncesi Faaliyet Karı/ (Zararı)	319.711.051	357.289.828	684.539.625	413.685.591	589.325.569
Net Parasal Pozisyon Kazançları/(Kayıpları)	55.619.016	(31.939.460,0)	(104.242.476,0)	(84.856.198,0)	(140.574.741,0)
Vergi Öncesi Kar / (Zarar)	267.154.133	266.596.480	582.430.610	328.149.029	484.953.294
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

IV. DEĞERLEME

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Netcad Halka Arz İzahnamesi ve Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (kısaca "İnfo Yatırım") tarafından 23.01.2026 tarihinde hazırlanmış ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (kısaca "KAP") yayınlanmış olan "Netcad Yazılım Anonim Şirketi Fiyat Tespit Raporu"nda (kısaca "Rapor") indirgenmiş Nakit Akımları (İNA) ve Piyasa Çarpanları yöntemlerinin kullanıldığı ifade edilmiştir.

Rapor'da kullanılan Enflasyon, GSYH Büyümesi ve USD/TL varsayımları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Makro Beklentiler	Birim	2022	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Enflasyon-Yıl Sonu	%	64,3%	64,8%	44,4%	26,0%	20,0%	15,0%	12,0%	10,0%	10,0%	10,0%	5,0%
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%

IV.1 İndirgenmiş Nakit Akımı

Netcad için hazırlanan Fiyat Tespit Raporu Analizi'nde AOSM hesaplamasında risksiz oran olarak 10 yıllık devlet tahvilinin hareketi incelenmiştir. Risk primi olarak %5,5, beta ise 1 olarak kabul edilmiştir. Söz konusu varsayımlar doğrultusunda sermaye maliyeti 2025 için %36,5 hesaplanmış, 2032 yılına doğru ise %17,2 düzeyine gerilemiştir.

2028 sonuna kadar vergi oranı sıfır alınırken, 2028 sonrası vergi teşviklerinin uzatılacağı ve teknoparktaki şirketler için verginin %0 olacağı Şirket yönetimi tarafından beklenmesine karşın 2029 ve sonrasında kurumlar vergisinin %20 olacağı varsayılmıştır.

AOSM hesaplamasında kullanılan verilerin yer aldığı tablo aşağıda yer almaktadır.

Özsermaye Fiyatlandırma Modeli	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%
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	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Özsermaye Maliyeti	36,6%	32,7%	27,2%	24,5%	22,6%	19,6%	19,6%	19,6%
Borç Maliyeti	34,10%	30,20%	24,70%	22,00%	20,10%	17,10%	17,10%	17,10%
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	5,20%	10,00%	15,00%	20,00%	25,00%	35,00%	40,00%	40,00%
Toplam Finansmandaki Özsermaye Oranı	94,80%	90,00%	85,00%	80,00%	75,00%	65,00%	60,00%	60,00%
Kurumlar Vergisi Oranı	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	36,5%	32,5%	26,8%	24,0%	21,0%	17,5%	17,2%	17,2%

Rapor'da Şirket'in 30.09.2025 tarihli özel bağımsız denetimden geçen finansal tablolarına göre net borç, özkaynak ve finansal kaldıraç pozisyonu aşağıdaki şekilde sunulmuştur.

Net Borç & Özkaynak & Finansal Kaldıraç (Milyon TL)	2025/9
Nakit ve Nakit Benzerleri	8,5
Finansal Yatırım	226,3
Diğer Alacaklar*	9,3
Kısa Vadeli Borçlanmalar	1,9
Uzun Vad. Borç. Kısa Vad. Kıs.	-
Kiralama Yük.*	50,8
Diğer Borçlar*	-
Uzun Vadeli Finansal Borç	-
Net Borç (TFRS16 Dahil)	(191,4)
Net Borç (TFRS16 Hariç)	(242,3)
Özkaynak	2.269,4
Net Borç/Özkaynak	-8,4%
Net Borç/EBITDA	(0,2)
EBITDA	1.056,8

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

İnfo Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu Analizi'nde projeksiyon süresi 2032'de tamamlanmış ve normalize yıl sonrası ise uç değer (devam eden değer) %5 alınmıştır. Buna istinaden İNA'da elde edilen değerlerin %50,3'ünün uç değerden kaynaklandığı belirtilmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akımı Tablosu

İndirgenmiş Nakit Akımları		2022	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	Normalize	Uç değer
Net Satışlar	Min TL	806	888	1.126	1.223	1.636	2.128	2.721	3.356	4.053	4.458	4.681	
Değişim	%		110,0%	127,0%	8,7%	33,7%	30,1%	27,9%	23,3%	20,8%	10,0%	5,0%	
EBITDA	Min TL	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%	
EBITDA 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	Min TL	308	447	693	777	959	1.166	1.517	1.847	2.250	2.475	2.599	
Değişim	%		45,0%	55,0%	12,0%	23,0%	22,0%	30,0%	22,0%	22,0%	10,0%	5,0%	
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	Min TL	-	-	-	-	-	-	-	(359)	(438)	(482)	(506)	
Amortisman (TMS29 Hariç)	Min TL	(218)	(199)	(188)	(175)	(285)	(448)	(554)	(729)	(887)	(976)	(1.025)	
Net Yatırım Giderleri	Min TL	(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%	
Yatırım/Amortisman	%	1,3	1,5	2	2,3	2	1,6	1,7	1,5	1,3	1,3	1,3	
İşletme Sermayesi Değiş.	Min TL		(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	%					151,0%	30,0%	32,0%	2,0%	39,1%	16,4%	8,7%	5,0%
AOSM	%				36,5	32,5%	26,8%	24,0%	21,0%	17,5%	17,2%	1,0%	17,2%
İndirgenmiş Nakit Akımı	Min TL				206	433	436	460	385	449	445	413	3.270

Firma Değeri	Min TL	6.496
Uç Değer Payı	%	50,3%
Uç Değer Büyüme	%	5%
Uç Değer Çıkış Çarpanı		4
Net Borç	Min TL	(242)
Piyasa Değeri (30.09.2025)	Min TL	6.738
Piyasa Değeri (17.11.2025)	Min TL	7.020
Hisse Sayısı		125
Hedef Hisse Fiyatı (TL)		56,16

İndirgenmiş Nakit Akımları		2022	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Net Satışlar (TMS29 Hariç)	Min TL	246	421	818	1.223	1.636	2.128	2.721	3.356	4.053	4.458
Değişim	%		71,0%	94,0%	49,6%	33,7%	30,1%	27,9%	23,3%	20,8%	10,0%
EBITDA (TMS29 Hariç)	Min TL	171	317	645	952	1.244	1.615	2.071	2.577	3.137	3.451
Değişim	%		85	103	47,7%	30,6%	29,8%	28,2%	24,4%	21,7%	10,0%
EBITDA Marjı	%	69,5%	75,5%	78,9%	77,8%	76,0%	75,9%	76,1%	76,8%	77,4%	77,4%

IV.2 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)

Rapor'da, çarpan analizi kapsamında yurt içinde BİST Bilişim ve BİST Yazılım şirketleri, yurt dışında ise 19 adet uluslararası firma baz alınmıştır. Söz konusu analiz kapsamında EV/EBITDA ve F/K çarpanı kullanılmıştır.

Netcad için hazırlanan Fiyat Tespit Raporu Analizi'nde Borsa'da işlem gören 13 yazılım şirketinin 30 Eylül 2025 dönemi itibarıyla %30,3 EBITDA marjı ile çalışmakta olduğu ifade edilirken 2021-2024 arası yazılım şirketlerinin halka arz edildikleri onaylı fiyat tespit raporlarındaki çarpanlarda EV/EBITDA çarpanı ortancada 12,6x olduğu belirtilmiştir. Yurtiçi yazılım şirketleri Borsa İstanbul'da değerlendirme tarihi itibarıyla 11,1x EV/EBITDA çarpanından işlem görürken yazılım şirketleri halka arz çıkış çarpanı 12,6x'dır. Netcad için belirlenen EV/EBITDA çarpanı 5,3x; F/K çarpanı ise 7,8x'dir.

Milyon TL	Değer
Netcad EBITDA 2025/09 4Ç	1.057
BIST Bilişim Endeksi EV/EBITDA (X)	8,1
BIST Bilişim Endeksi EV/EBITDA (X) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	8.609
Net Borç 2025/09 TL	(191,4)
BIST Bilişim Endeksi EV/EBITDA (X) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	8.800
EV/EBITDA (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
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

Milyon TL	Değer
Netcad EBITDA 2025/09 4Ç	1.057
BIST Yazılım Endeksi EV/EBITDA (X)	9,0
BIST Yazılım Endeksi EV/EBITDA (X) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	9.477
Net Borç 2025/09 TL	(191,4)
BIST Yazılım Endeksi EV/EBITDA (X) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	9.668
EV/EBITDA (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
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	8.895

Milyon TL	Değer
Netcad EBITDA 2025/09 4Ç	1.057
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (X)	15,4
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (X) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	16.261
Net Borç 2025/09 TL	(191,4)
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (X) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	16.453
EV/EBITDA (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
Netcad Net Kar 2025/09 4Ç	739
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan F/K (x)	14,2
Yurtdışı Benzer Şirketler F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	10.505
F/K (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
Yurtdışı Benzer Şirketler Gelen Nihai Piyasa Değeri	13.479

IV.3 SONUÇ

Netcad Fiyat Tespit Raporu Analizi'nde Şirket'in pay başına değeri tespit edilirken İndirgenmiş Nakit Akımı ve Piyasa Çarpanları yöntemleri kullanılmıştır. Yukarıda açıklanan yöntemlerden İndirgenmiş Nakit Akımı Modeli'ne %60 ve Piyasa Çarpanları'nın %40 oranında ağırlıklandırılması sonucu hesaplanan şirket değeri 5.750 milyon TL olup, değerlendirme çalışması sonucunda bulunan piyasa değeri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Nihai Değer			
Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Firma Değeri (Milyon TL)	Pay Başına Değer (TL)
İNA	60%	7.020	56,16
BIST Yazılım	20%	8.985	71,88
BIST Bilişim	20%	8.951	71,60
Yurtdışı Benzerler	0%	13.479	107,83
Halka Arz Piyasa Değeri	100%	7.799	62,40
Halka Arz İskontosu			26,30%
Nihai Değer		5.750	46,00

Değer Çarpanları	2025/09	2025T	2026T
EV/EBITDA	5,3	5,8	4,5
F/K	7,8	m.d.	m.d.
EV/Net Satış	4,2	4,5	3,4
PD/DD	2,5	m.d.	m.d.

Rapor'da değerlendirme çalışması kapsamında hesaplanan iskontosuz halka arz firma değeri 7.799 milyon TL olarak hesaplanmıştır. Söz konusu değere %26,3 düzeyinde bir iskonto uygulandıktan sonra İfo Yatırım tarafından halka arz firma değeri 5.750 milyon TL olarak bulunmuş ve pay başına değer 46,00 TL olarak hesaplanmıştır.

V. GÖRÜŞ

Info Yatırım tarafından Netcad için hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nda kabul görmüş değerleme yöntemlerinden İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Yöntemi kullanılarak fiyat tespiti yapılmıştır. Şirket hakkında verilen bilgilerin anlaşılır ve yeterli olduğunu, değerleme metodolojisinin ayrıntılı ve net biçimde açıklandığını düşünmekteyiz.

Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. olarak Fiyat Tespit Raporunda yer alan verilerin ve projeksiyonların gerçeği tam olarak yansıtmış olduğu varsayımı altında ayrıca mali ve hukuki bir inceleme yapmadığımız hususu göz önünde bulundurulmalıdır.

Değerlemede Piyasa Çarpanları Yöntemi'nin yanı sıra İndirgenmiş Nakit Akımı Modeli'ne yer verilmesi ve ileriye dönük nakit akım projeksiyonlarının yatırımcılar ile paylaşılmış olmasının olumlu olduğunu düşünüyoruz. Ancak, değerleme çalışmasında kullanılan İndirgenmiş Nakit Akımı Modeli geleceğe yönelik tahminler içerdiğinden ve yorumlanması açısından Şirket yetkilileri ile bir araya gelinmesi gerektiğinden tarafımızca analiz edilememiş ve dolayısıyla Fiyat Tespit Raporu'nda yapılan çalışma da test edilememiştir.

Şirket'in nihai değerinin hesaplanmasında

- Nihai değerde şirket dinamiklerini daha iyi yansıttığını düşünülen İndirgenmiş Nakit Akımı Modeli'ne %60 ağırlık verilmesini, piyasa davranış modelini değerde dikkate almak adına Piyasa Çarpanları Modeli'ne %40 ağırlık verilmesini ve iki yöntemin de kullanılmış olmasını,
- Şirket'in ana faaliyeti gereği tam benzer olarak verilen BİST Yazılım şirketlerinin yanı sıra muhafazakâr tarafta kalmak adına BİST Bilişim endeksinin de dikkate alınmasını ve değerde eşit ağırlık verilmesini,
- Projeksiyon döneminin 2025-2032 yılları arasında alındığı dönemde sermaye maliyeti için alınan değerlerin makul seviyelerde olmasını,
- Halka arz iskontosunun %26,3 seviyesinde uygulanmasını

değerleme açısından olumlu olarak değerlendirmekteyiz.

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