NETCAD YAZILIM A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ
27 Ocak 2026

1. RAPORUN AMACI

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

2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

NETCAD YAZILIM A.Ş. HALKA ARZ ÖZET BİLGİ	
İhraççı	Netcad Yazılım Anonim Şirketi
Halka Arz Eden Pay Sahibi	Netcad Yazılım Anonim Şirketi ve Ortaklar
Halka Arz Tarihleri	28 - 29 - 30 Ocak 2026
Halka Arz Fiyatı	46,00 TL
Halka Arz İskonto Oranı	26,30%
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	125.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	137.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	29,20%
Halka Arz Edilen Hisse Adedi	40.000.000
Fiyat İstikrarı	Planlanmamaktadır.
Tahsis Grupları ve Pay Oranları	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar (%60) Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar (%30) Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar (%10)
Satmama Taahhütleri	İhraççı için 1 yıl Ortaklar için 1 yıl
Günlük Alım Emri Taahhütü	Pay sahipleri, borsada işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 5 gün boyunca, her gün açılış seansında halka arz fiyatından toplam 1.600.000 adet (Eurocad: 1.400.000 TL, Evon: 200.000 TL) alım emri girecektir.
İşlem Göreceği Pazar	Ana Pazar
Borsa Kodu	NETCD
Konsorsiyum Lideri	İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Kaynak: Netcad Yazılım İzahname

3. ŞİRKET PROFİLİ

1997 yılında kurulan Netcad, Türkiye'nin mekansal verinin dijitalleşmesine öncülük eden ilk yerli yazılım firmasıdır. Başlangıçta "Ulusal CAD ve GIS..." unvanıyla kurulan şirket, 2014 yılında "Netcad Yazılım A.Ş." unvanını almıştır. Faaliyetlerini Bilkent Cyberpark ve Temmuz 2020'den itibaren İstanbul Kadıköy'deki Ar-Ge merkezinde sürdürmektedir. 30.09.2025 itibarıyla şirketin çalışan sayısı 253'tür ve çalışanların %80'i lisans/ön lisans mezunudur. Şirket; 820'ye yakın kamu kurumu, 1.295 yerel yönetim (81 il ve 839 ilçe belediyesi), 9.500'den fazla özel sektör firması ve 100 üniversite olmak üzere toplamda 12.000'i aşkın müşteriye ve 130.000'in üzerinde kullanıcıya sahiptir.

Şirketin Faaliyetleri

Ürün ve Hizmetler Şirket, 3 ana kategoride (Temel Ürünler, Bilgi ve Yönetim Sistemleri, Bakım ve Destek) 44 farklı ürün ve hizmet sunmaktadır.

- **Temel Alanlar:** Mühendislik, planlama, haritacılık, veri analizi, kentsel dönüşüm, madencilik ve e-devlet entegrasyonları.
- **Öne Çıkan Ürünler:** Netcad GIS/CAD, NetSurf, Planet (imar planlama), NetKamu (kamulaştırma), KEOS (Kent Otomasyon Sistemi), Netmine (madencilik), NetPro (ulaştırma) ve Water (su dağıtım) çözümleri.
- **Ar-Ge:** 2024 yılı itibarıyla yapay zeka ve dijital ikiz çözümleri için yeni personel istihdamına başlanmış olup akıllı şehir uygulamalarına yönelik geliştirmeler sürmektedir.

Satışlar ve Finansal Görünüm: Şirketin gelirleri büyük oranda (%91 ortalama ile) yazılım lisans gelirlerinden oluşmaktadır.

- **Gelir Dağılımı:** 2022-2025/09 döneminde lisans gelirlerinin %56'sı yerel yönetimlerden, %29'u özel sektörden ve %15'i kamu sektöründen sağlanmıştır.
- **Büyüme:** Yazılım lisans gelirleri istikrarlı bir şekilde artarak son 4 çeyrekte (2025/09 itibarıyla) 1.236 milyon TL'ye ulaşmıştır. Toplam net satışlar ise aynı dönemde 1.318 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Net satışlar 2024'te %27 reel büyüme kaydetmiştir.
- **Diğer Kalemler:** Eğitim gelirlerinde, üniversitelere ücretsiz lisans sağlanması ve pazar doygunluğu nedeniyle düşüş yaşanmıştır.
- **Temettü:** Şirket son 7,5 yılda 43,5 milyon dolar temettü dağıtmıştır.

3.1 Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası		
	Grubu	Sermaye (TL)	Payı (%)	Grubu	Sermaye (TL)	Payı (%)
Eurocad	A	37.500.000	76.09%	A	37.500.00	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%
Real 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 Kısım				C	40.000.000	29,20%
Toplam	**A+B+C**	**125.000.000**	**100%**	**A+B+C**	**137.000.000**	**100%**

Kaynak: Netcad Yazılım Fiyat Tespit Raporu

4. ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

4.1. Bilanço

Bilanço	2022/12	2023/12	2024/12	2025/09
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 Varlıklar	**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
Toplam Özkaynaklar	**1.149.381.416**	**1.414.018.581**	**1.976.578.042**	**2.269.391.619**

Kaynak: Netcad Yazılım Fiyat Tespit Raporu

4.2. Gelir Tablosu

Gelir Tablosu	2022/12	2023/12	2024/09	2024/12	2025/09
Hasılat	806.378.344	887.847.771	707.736.892	1.125.558.685	899.966.164
Satışların Maliyeti (-)	-122.235.686	-92.108.291	-55.229.967	-99.399.751	-64.240.233
Brüt Kar / Zarar	684.142.658	795.739.480	652.506.925	1.026.158.934	835.725.931
Esas Faaliyet Karı / Zararı	309.383.236	397.086.786	413.639.597	684.493.631	578.010.535
Vergi Öncesi Kar	267.154.133	266.596.480	328.149.029	582.430.610	484.953.294
Ana Ortaklık Net Kar	**275.076.342**	**266.596.480**	**328.149.029**	**582.430.610**	**484.953.294**

Kaynak: Netcad Yazılım Fiyat Tespit Raporu

5. HALKA ARZDAN ELDE EDİLECEK FONUN KULLANIM YERLERİ

Kullanım Alanı	Kullanım Tutarı (%)
AR-GE yatırımlarının finansmanı ile bu kapsamda oluşacak ilave işletme sermayesi ihtiyacının karşılanması	75%-85%
Pazarlama faaliyetlerinin artırılması	5%-10%
Şirket büyümesini destekleyen fiziki ve teknolojik ortamların oluşturulmasında kullanılması	10%-15%
Toplam	100%

Kaynak: Netcad Yazılım Fiyat Tespit Raporu

6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunda şirket değerlemesi yapılırken İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi ve Piyasa Çarpanları (Pazar) Yöntemleri kullanılmıştır.

6.1 İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi

Değerleme metodolojisi olarak İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemi kullanılmış ve enflasyona duyarlı, değişken bir Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) modellenmiştir. Model genelinde ortalama %24,1 seviyesinde öngörülen AOSM hesaplamasında; 2025 yılı için %31,1, 2030 ve sonrası için ise %14,1 oranında bir risksiz getiri varsayımı temel alınmıştır. BIST Teknoloji verilerine göre 0,67 olarak hesaplanan beta katsayısı 1x'e yükseltilmiş ve piyasa risk primi %5,5 olarak uygulanmıştır. Şirketin borçluluğu düşük olsa da borçlanma maliyeti, risksiz getirinin 300 baz puan üzeri olarak öngörülmüş; bu çerçevede 2025 yılı için %36,5 olarak hesaplanan sermaye maliyetinin ilerleyen yıllarda enflasyonla birlikte kademeli olarak düşeceği tahmin edilmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemiyle yapılan değerleme sonucunda şirket için iskontosuz pay başı 56,16 TL ve toplamda 7.020 milyon TL değer tespit edilmiştir; bu hesaplamada 30 Eylül 2025 verileri, değerleme tarihi olan 17 Kasım 2025'e özsermaye maliyetiyle getirilmiştir. Şirketin 2025-2027 dönemindeki büyüme dinamiklerinin, geçmişe nazaran yüksek Ar-Ge yatırımları ve yeni pazar girişleriyle şekilleneceği öngörülmüş, projeksiyon döneminde ortalama EBITDA marjının %76,9 seviyesinde gerçekleşeceği varsayılmıştır. Vergi projeksiyonlarında teknopark avantajları nedeniyle 2028 sonuna kadar %0, sonrasında ise muhafazakâr bir yaklaşımla %20 vergi oranı uygulanmış olup, modelin %50,3'ünü oluşturan uç değer hesabında %5 büyüme oranı ve 2032 projeksiyon bitiş yılı esas alınmıştır. Değerlemenin temelini oluşturan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) ise enflasyona duyarlı bir yapıda ortalama %24,1 olarak modellenmiş; risksiz getiri oranı 2025 yılı için %31,1, uzun vade için %14,1 kabul edilirken, şirket betası hesaplanan 0,67 yerine güvenli tarafta kalmak adına 1x olarak işleme alınmıştır.

AOSM	2025	2026	2027
Risksiz Faiz Oranı	31,1%	27,2%	21,7%
Kaldıraçsız Beta	0,67	0,67	0,67
Borç/Özkaynak	5,4%	11,1%	17,6%
Özsermaye Maliyeti	36,6%	32,7%	27,2%
Borçlanma Maliyeti	34,1%	30,2%	24,7%
Vergi Oranı	0,0%	0,0%	0,0%
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	5,2%	10,0%	15,0%
Toplam Finansmandaki Özsermaye Oranı	94,8%	90,0%	85,0%
Ağırlıklı Ortalama Özsermaye Maliyeti	36,5%	32,5%	26,8%

Kaynak: Netcad Yazılım Fiyat Testip Raporu

6.2 Çarpan Analizi Yöntemi

Yurtiçi çarpan analizinde, şirketin halka arz sonrası BİST Bilişim endeksinde yer alacak olması nedeniyle BİST Bilişim ve BİST Yazılım şirketleri referans alınmıştır. BİST Bilişim endeksi içerisinden yazılım faaliyeti olmayan şirketlerin elenmesiyle sektörel odaklı ikinci bir benzer şirket havuzu oluşturulmuş, değerlemede faaliyet karlılığına odaklanmak amacıyla PD/DD ve FD/Net Satış rasyoları dışarıda bırakılmıştır. FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına eşit ağırlık verilerek ve medyan değerler kullanılarak yapılan hesaplama sonucunda, BİST Yazılım çarpanları ile 8.985 milyon TL, BİST Bilişim çarpanları ile ise 8.951 milyon TL piyasa değerine ulaşılmıştır.

Rakip kıyaslaması analizinde, BIST Yazılım endeksindeki şirketlerin yüksek karlılıkla çalıştığı, bunun temel nedenlerinin Teknopark teşvikleri kapsamında personel giderlerinin aktifleştirilmesi ve sektörün niş, kopyalanması zor bilgi birikimi (know-how) gerektiren yapısı olduğu vurgulanmıştır.

Uluslararası çarpan analizinde, şirketle aynı sektörde faaliyet gösteren 19 uluslararası firma örnekleme dahil edilmiş ve 17.11.2025 tarihli piyasa verileri baz alınarak yapılan hesaplama sonucunda 13.479 milyon TL'lik bir piyasa değerine ulaşılmıştır. Ancak; farklı ülke riskleri, değişken vergi oranları, düşük faiz ve CDS oranları, ölçek büyüklükleri ve yurtiçi fiyatlama davranışlarındaki ayrışmalar nedeniyle, diğer kurumların son halka arzlarda ortalama %20 ağırlık vermesinin aksine, bu çalışmada uluslararası benzerlere ağırlık verilmemiştir. Sadece makuliyet açısından rapora eklenen bu analizde FD/FAVÖK ve F/K çarpanları kullanılırken, faaliyet karlılığını doğrudan yansıtmadığı gerekçesiyle PD/DD ve FD/Net Satış rasyoları hesaplamaya dahil edilmemiştir.

Değerlemede EV/EBITDA ve F/K çarpanı kullanılırken ifade edilen çarpanlara %50'şer ağırlık verilerek değer tespiti gerçekleştirilmiştir. Son 10 halka arz fiyat tespit raporları incelenmiş ve genelde F/K değerleme tekniğinin kullanılmadığı görülmüştür. Faaliyet karlılığı ile doğrudan ilişkide bulunmamaları nedeniyle PD/DD ve EV/Satış çalışmada kullanılmamıştır. Değerlemede İNA ve Çarpan metodunda gelen değerlere %50'şer ağırlık verilerek nihai değer tespit edilmiştir.

6.3 Sonuç

Sonuç olarak değerleme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) Yöntemi %60, Piyasa Çarpanları Yöntemi %40 olarak ağırlıklandırılmıştır. Hesaplanan değere %26,3 oranında halka arz iskontosu uygulanarak 5.750 milyon TL piyasa değeri ve pay başı 46,00 TL fiyat tespit edilmiştir.

Değerleme Sonucu	Değer (Milyon TL)	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
İndirgenmiş Nakit Akışları	7.020	60%	56,16
BİST Yazılım	8.985	20%	71,88
BİST Bilişim	8.951	20%	71,60
Yurtdışı Benzerler	13.479	0%	**107,83**
Halka Arz Piyasa Değeri	**7.799**	**100%**	**62,40**
Halka Arz İskontosu	26,30%		
Nihai Değer	**5.750**		**46,00**

Kaynak: Netcad Yazılım Fiyat Tespit Raporu

7. GÖRÜŞ

İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından Şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz. Şirket ve sektör hakkında verilen bilgiler oldukça detaylıdır.

- Fiyat tespit edilirken İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmasını ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine %60, Çarpan Analizine %40 ağırlık verilmesini uygun buluyoruz. Kullanılan değerleme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.

Yukarıda belirtmiş olduğumuz görüşler dikkate alınmak kaydıyla Netcad Yazılım A.Ş. için belirtilen fiyatın makul olduğu ve hazırlanan fiyat tespit raporunun kapsamlı ve anlaşılabilir olduğu kanaatindeyiz.

Yasal Uyarı Notu: 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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. İçerik kesinlikle mali, hukuki, vergi veya diğer konularda bir tavsiye niteliği taşımadığı gibi, tamamen içeriğe dayalı olarak yatırım yapılmamalı veya karar alınmamalıdır. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır. Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez.

Çekince: Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo ve grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.