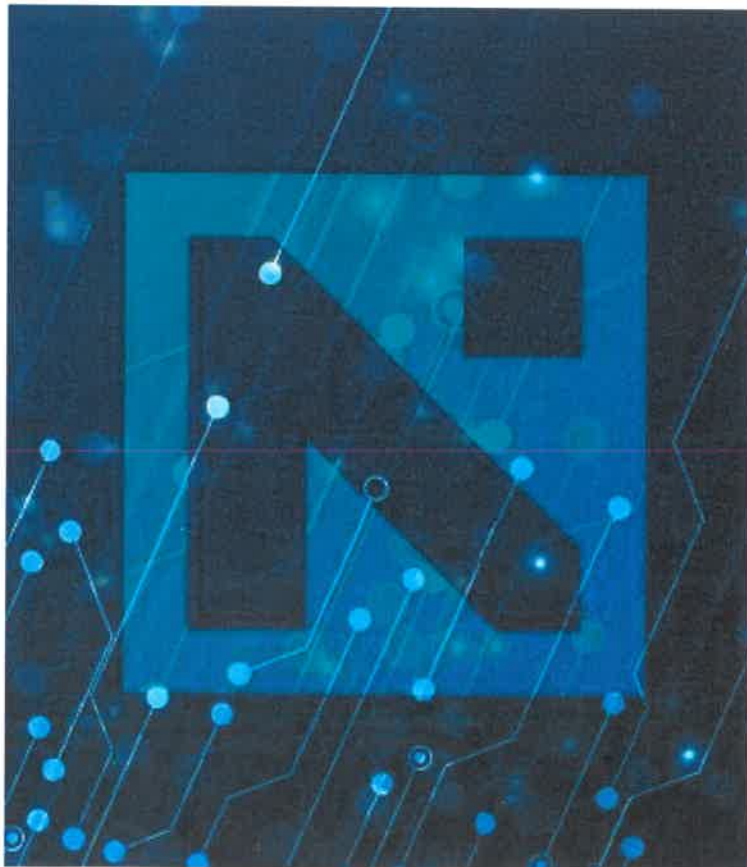




Netcad Yazılım Anonim Şirketi

Fiyat Tespit Raporu

23 Ocak 2026



İçindekiler	Sayfa
• Kısaltmalar	3
• Raporun Amacı & Etik İlkeler	4
• Yönetici Özeti	6
• Temel Yatırım Unsurları	9
• Riskler	11
• Şirket Profili	12
• Satışlar	16
• Finansal Analiz	17
• Değerleme Yöntemleri	28
• İndirgenmiş Nakit Akışı	29
• Piyasa Çarpanları	40
• Nihai Değer	45
• Sektör	46

KISALTMALAR

Kısaltma	
A.Ş.	Anonim Şirket
AB	Avrupa Birliği
A.B.D.	Amerika Birleşik Devletleri
ABD Doları, USD	Amerika Birleşik Devletleri'nin resmi para birimi
AOSM	Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti
AR-GE	Araştırma ve geliştirme
ÖBDR	Özel Bağımsız Denetim Raporu
BİST	Borsa İstanbul
CBS (GIS)	Coğrafi Bilgi Sistemleri
CEO	İcra Komitesi Başkanı
CRR	Sermaye Yeterlilik Oranı (Toplam Yatırım/Satış)
EBITDA	FAVÖK-Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar
EBIT	Esas Faaliyet Karı
EV	Firma Değeri
EVA	Ekonomik Katma Değer
FVFM	Finansal Varlıkların Fiyatlama Modeli
GSYH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
İNA	İndirgenmiş nakim akımları
Info Yatırım	Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Kurul, SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
KKO	Kapasite Kullanım Oranı
M.D.	Mevcut Değil
M.D.V	Maddi Duran Varlık
ROA	Aktif Karlılık
ROE	Özkaynak Getirisi
SGK	Sosyal Güvenlik Kurumu
SMM	Satılan Malın Maliyeti
TL	Türk Lirası
YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

RAPOR ÖZETİ

Raporun Amacı

Bu rapor, Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Info Yatırım) ile Netcad Yazılım Anonim Şirketi (Şirket) arasında 5 Ağustos 2024'te imzalanan halka arza aracılık sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerler Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Etik İlkeler

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerleme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği" uyarınca Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütüldüğünü, tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğunu ve aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket pay sahiplerine zarar vermeyecek bir şekilde yürütülmüştür.

Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.

Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamıştır.

Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görev kabul edilmemiştir. Değerleme projesi gizlilik içerisinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.

Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.

Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız ve objektif tavsiyelere bağlı değildir.

Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

Sınırlayıcı Şartlar

Değerlememizde kullanılan veriler, Şirket adına Vezin Bağımsız Denetim A.Ş. (2022-2023-2024-2025/09) tarafından hazırlanan bağımsız denetim raporu ve kamuya açık olan kaynaklardan elde edilen bilgilere, Bloomberg-Finnet-Rasyonet veri tabanına, talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilere dayanmaktadır.

İnfo Yatırım, değerlendirme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmamıştır.

Tarafımıza sunulan bilgi ve belgelerin doğru ve eksiksiz olduğu konusunda makul dikkat ve özen gösterilmiş ve bunun sonucunda, sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu çerçevede bilgi ve belgelerin doğruluğu ayrıca denetlenmemiştir

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği ve Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır. Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup, güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Farklı tarihlerdeki finansal verilerle değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir. Tarafımızca Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki, vergisel ve finansal durum tespit çalışması yapılmamıştır.

Değerlemesi Yapılacak Varlık

Yapılan değerlendirme kapsamında Şirket paylarının tamamının değeri bulunarak 1 TL nominal değerli payın değeri hesaplanmıştır.

Değerleme Tarihi & Rapor Tarihi

Değerleme tarihi 17 Kasım 2025 olup rapor tarihi 23 Ocak 2026'dır.

Değerleme Para Birimi

Yapılan değerleme çalışmasında para birimi olarak TL kullanılmıştır.

Değer Esası

Değerleme görevinin koşulları ve amacına uygun şekilde değer esası olarak Pazar Değeri dikkate alınmıştır.

Uluslararası değerleme standartları uyarınca Pazar Değeri, bir varlık ya da yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda, istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında, tarafların bilgili ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri muvazaasız bir işlem ile değerlendirme tarihi itibarıyla el değiştirmesinde kullanılması gerekli görülen tahmini tutardır.

Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerde Uyulacak Esaslar Başlığının F Maddesinin 9. Maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan işbu fiyat tespit raporunda yer alan bilgilerin sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Fiyat Tespit Raporunun Hazırlanışı

İşbu fiyat tespit raporu Geniş Yetkili Aracı Kurum yetki belgesine sahip Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. Aynı bir kurumsal finansman bölümüne sahip olan, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinde bulunma izinlerinin her ikisine birlikte sahip olan Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Sermaye Piyasası Kurulu'nun ilgili kararına istinaden gayrimenkul dışındaki varlıklara ilişkin değerlendirme hizmeti verebilmektedir. Sermaye Piyasası Kurulu'nun 06/10/2022 tarih ve 58/1477 sayılı kararında açıklandığı üzere Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar listesinde yer almaktadır. İşbu değerlendirme raporu Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği üyelerinin birbirleri ve müşterileri ile olan iş ve diğer ilişkilerinde uyacakları meslek kuralları ve etik ilkeleri belirleyen Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları'nda belirtilen etik ilkelere uygun olarak hazırlanmıştır. Fiyat tespit raporunu hazırlayan Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. değerlemeyi tarafsız, yansız ve profesyonelce gerçekleştirebilmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahip personeli istihdam etmektedir. İşbu fiyat tespit raporunu hazırlayan ekip 15 yılın üzerinde kurumsal finansman ve danışmanlık tecrübesine ve Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 ve türev lisansına sahibi Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. kurumsal finansman yöneticisi Hüseyin Güler tarafından yönetilmiştir. Ekip liderleri değerlemeyi tarafsız, yansız ve profesyonelce gerçekleştirmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahiptir.

NETCAD FİYAT TESPİT RAPORU

Önemli Niş Bir Alanda Katma Değerli Yazılım Üretilmekte

1 1997 yılında kuruldu. 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 8 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 mühendislerin, müşterilerin ve akademisyenlerin ortak katkılarıyla gelişen bir milli yazılım ürünleri şirketine dönüşmüştür. 130.000'in üzerinde kullanıcı olan Netcad Yazılım, kullanıcılarını henüz üniversite sürecinde ücretsiz akademik lisansları 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.

2 Sektörün lideri. Şirket, Türkiye'de CBS yazılımları sektörünün lideri, CAD yazılımları sektörünün de en önemli oyuncularından biridir. Kuruluşundan bu yana izlediği Türkiye CBS ve CAD pazarlarına yönelik ürün geliştirme stratejisi ile 12.000'e aşkın müşteriden müteşekkil bir ekosistem oluşturmuş ve günümüzde müşteri portföyünde 820 civarında kamu kurumu, 1.290 civarında yerel yönetim, 9.500'den fazla özel sektör firması ve 100 üniversite yer almaktadır. Şirket'in sunmuş olduğu bazı ürünler sektör standardı haline gelmiştir. Şirket, 3 ana kategoride 44 ürün ve hizmet sunarak mühendislik, planlama, harıtaçılık, veri analiz süreçleri, kentsel planlama, madencilik, ulaştırma, CBS uygulamaları ve e-devlet entegrasyonlarına yönelik çözümler sağlamakta; Ar-Ge faaliyetleriyle bu ürün portföyünü sürekli genişletmektedir.

3 Büyüme ve temettü potansiyeli. Şirket, mevcut sektörlerle ek olarak gayrimenkul, sigortacılık, organize sanayi, elektrik ve doğal gaz dağıtım gibi yüksek potansiyelli yeni sektörlerde de müşteri portföyünü hızla genişletmektedir. Bu geniş sektörel dağılım, Netcad'in pazar payını artırma yolunda fırsatlar sunmaktadır. 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.

4 Değerleme. Şirket değerlemesi için İNA ve piyasa çarpanları yaklaşımları kullanılmış ve 5.750 mn TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Belirlenen değer 2025/09'da gerçekleşen EBITDA ve net kar rakamlarına göre 5,3x EV/EBITDA ve 7,8x F/K çarpanlarına işaret etmekte ve sektöre göre önemli bir iskonto barındırmaktadır. Şirket 2025 sonu için büyüme beklentilerini korumakta olup 2025 sonu TMS29 sonrası gerçekleştirmeleri ile çarpanlar daha da gerileyecektir. 2024 yılında yapay zekâ ve dijital ikiz çözümleri için yeni personel istihdamına başlanmıştır. Böylece yerel yönetimlerin karar alma süreçlerini iyileştirmesine, kaynakları daha verimli kullanmasına, dijitalleşme ve akıllı şehir uygulamalarını hızlandırmasına, vatandaş memnuniyetini artırmasına yönelik çözümler üretilmeye başlanmıştır.

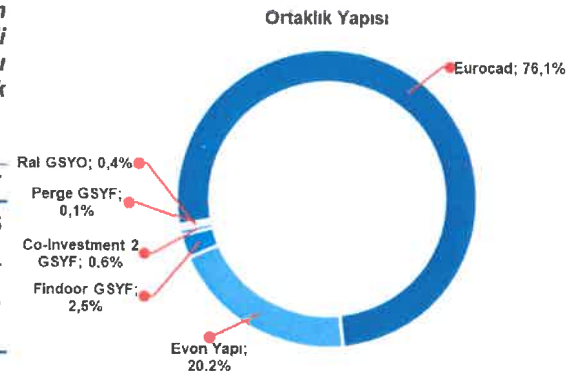
Gelir Tablosu (mTL)	2022	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar	806	888	1.126	1.223	1.636
EBITDA	526	646	881	952	1.244
EBITDA Marjı	65%	73%	78%	78%	76%
Net Kar	275	267	582	m.d.	m.d.

Değer	mTL
Piyasa Değeri	5.750
Net Borç	(191)
Firma Değeri	5.559

Bilanço (mTL)	2025/09
Dönen Varlıklar	893
Duran Varlıklar	1.578
Aktifler	2.471
Kısa Vadeli Borçlar	2
Uzun Vadeli Borçlar	0
Özkaynak	2.269
Finansal Borç	2

Değer Çarpanları	EV/EBITDA
EV/EBITDA-2025/09	5,3x
EV/EBITDA-2025T	5,8x
F/K-2025/09	7,8x
PD/DD 2025/09	2,5x
EV/Satış-2025/09	4,2x
Net Borç/EBITDA 2025/09	(0,2)x

Piyasa Çarpanları	EV/EBITDA
Yurtdışı Çarpanlar	15,4x
BİST Yazılım	11,0x
BİST Bilişim	8,1x
VBT Yazılım	9,0x
Obase Bilgisayar	8,9x
Mia Teknoloji	17,1x
Logo Yazılım	7,3x
Forte	20,9x



Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Barbaros Mah. İhlamur Bld. No:3 Ağaçlı My Newwork

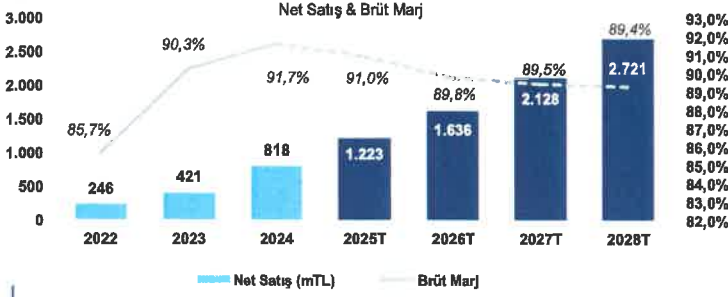
İç Kapı No: 88 Kat: 8. Kat Kat: 8. Kat

Boğaziçi Kurumlar V.D.47 036787

Mersis No: 0478003670001

Yatırım Tezi

Grafik:1 Düşük marjlı çalışan Udentify'nin 2023 yılında yapıdan çıkması ve giderlerin büyük oranda sabit olması nedeniyle artan satışlar brüt kar marjını yukarı taşıırken TMS29 mevsimsellik kaynaklı marjı düşük göstermekte



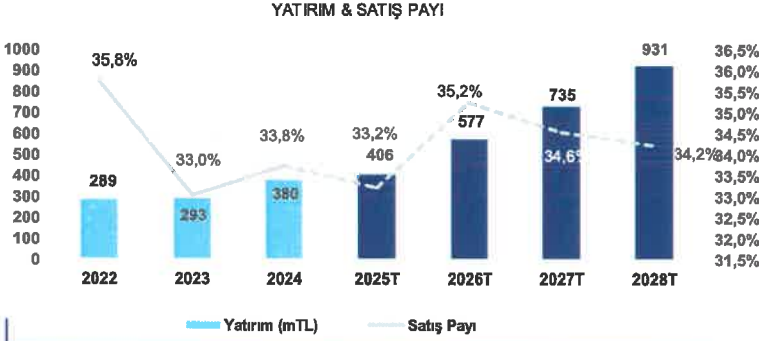
Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri; Tahmin ve geçmiş veriler TMS29 hariç verilerdir

Grafik:2 2023 yılında marjı düşük Udentify'nin satılması, satış sonrası Şirket'in ana faaliyetlerine odaklanması ve sabit giderlerin yüksek olması nedeniyle artan satışlar marjları artırırken TMS29 mevsimsel etkiler nedeniyle marjı düşük göstermekte



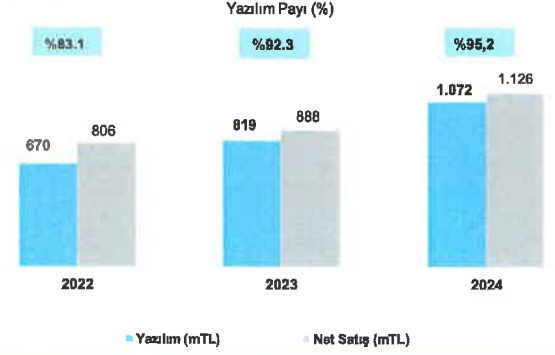
Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri; Tahmin ve geçmiş veriler TMS29 hariç verilerdir

Grafik:3 Satış büyümesini desteklemek adına yeni ürün gelişimi için geçmişin üzerinde ARGE yatırımı planlanmakta..



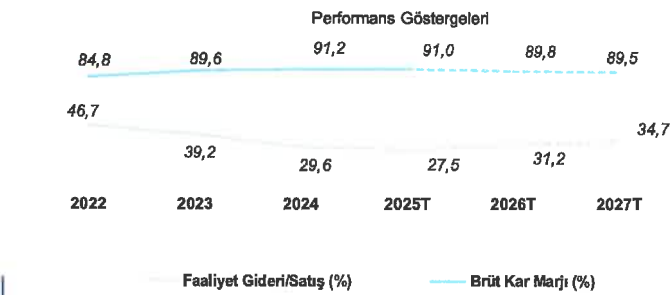
Kaynak: Şirket & Info Tahminleri

Grafik:4 2023 yılında Udentify'nin satışı ile yazılım gelirleri satışlarda temel parametre oldu...



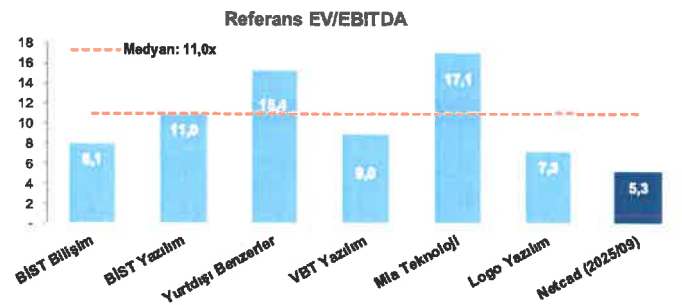
Kaynak: Şirket

Grafik:5 Geçmiş veriler TMS29 ve TMS16 etkisini içerdiği için yüksek faaliyet gideri oluştururken gelecek beklentileri bu 2 etkiyi de elimine etmiştir...



Kaynak: Şirket Tahminleri

Grafik: 6 Ulaşılan halka arz değeri mevcut karlılık seviyesinde referans



Kaynak: Bloomberg & Finnet, Örneklemede 20x'un üstü ve 5x'in altı elimine edilmiştir

Değerleme

Halka arz iskontosunu öncesi 7.799 mn TL adil piyasa değeri elde edilirken halka arz iskontosu uygulandıktan sonra 5.750 mn TL değere ulaşılmış ve pay başı fiyat 46 TL olarak belirlenmiştir.

İNA'dan hesaplanan değere %60; BİST Bilişim endeksi ve BİST Yazılım şirketleri çarpanlarından gelen değere %20'şer ve yurtdışı benzerlere %0 ağırlık verilmiştir.

Halka arz fiyatı ile belirlenen Şirket değeri, 2025/09'da gerçekleşen EBITDA ve net kar verilerine göre 5,3x EV/EBITDA ve 7,8x F/K çarpanlarına işaret etmektedir. Rapor tarihi itibarıyla 2025 tahminlerinin büyük oranda gerçekleşeceği beklenirken TMS29 sonrası 2025 gerçekleştirmeleri ile çarpanlar oldukça gerilemiş olacaktır.

Değerleme Özeti

%26,3 halka arz iskontosu. Nihai değerde şirket dinamiklerini daha iyi yansıttığını düşündüğümüz İNA'ya %60 ağırlık verilirken piyasa davranış modelini değerde dikkate almak adına piyasa çarpanlarına %40 ağırlık verilmiştir. Şirket'in ana faaliyeti gereği BİST Yazılım şirketleri tam benzer olarak belirlenirken BİST Bilişim endeksi de değerlemeye dikkate alınmıştır. BİST Yazılım şirketleri Şirket'in değerini daha doğru göstermesine rağmen muhafazakâr tarafta kalmak adına BİST Bilişim endeksi ve BİST Yazılım şirketlerinden gelen değere eşit ağırlık verilmiştir. Özellikle yurtdışı firmaların farklı ülke riskleri, değişen vergi oranları, düşük CDS ve faiz oranları barındırması, yurtiçi fiyatlandırma davranışlarından oldukça farklı olması ve ölçek olarak daha büyük olmaları nedeniyle yurtdışı benzerlere çalışmamızda ağırlık verilmemiştir. Son 149 halka arzda yurtdışı çarpanlara diğer kurumlar ortalamada %20 ağırlık vermiştir. **Geleneksel değerlendirme metodolojilerine göre pay değerini belirlerken elde edilen değere %26,3 halka arz iskontosu uygulanmıştır. Şirket için halka arz iskontosu sonrası 5.750 mn TL piyasa değeri ve pay başı 46 TL değer tespit edilmiştir.** Bulunan değer cari 5,3x EV/EBITDA ve 7,8x F/K çarpanlarına işaret ederken yazılım şirketleri ve bilişim endeksinin ortalama verilerinin altında bir çarpana ulaşılmıştır. **2025 sonu beklentilerinin bugünden büyük oranda tutacağı öngörüldükçe yıl sonu mali tablolar TMS29 dahil açıklandığında Şirket'in cari çarpanları daha da gerileyecektir.**

Değerleme Özeti	Değer (mTL)	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
Metodolojiler			
İNA	7.020	60,0%	56,16
BİST Yazılım	8.985	20,0%	71,88
BİST 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

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.

Referans Değerler

Bulunan değer cari 5,3x EV/EBITDA ve 7,8x F/K çarpanlarına işaret ederken yazılım ve bilişim şirketlerinin ortalama verilerinin altında bir çarpana ulaşılmıştır. BİST Bilişim cari durumda 8,1x EV/EBITDA çarpanından işlem görürken BİST Yazılım ve yurtdışı benzerler ise sırasıyla 11,0x ve 15,4x EV/EBITDA seviyesindedir. Şirket'in 2025 sonu EBITDA beklentisine göre ise TMS29 sonrası EV/EBITDA çarpanı daha da gerileyecektir.

Temel Yatırım Unsurları

Şirket, düşük borçluluk, sade bilanço yapısı, sürdürülebilir karlılık ve kar marjları ve farklı sektörlerde hitap eden faaliyet yapısı ile önemli bir konumda yer alıyor

Şirket'in mevzuata uyumlu ürün geliştirme yeteneği ve e-devlet entegrasyonu sayesinde kurum ve kuruluşlarda süreçleri daha doğru ve verimli hale getirmektedir

Güçlü pazar pozisyonu, müşteri kazanımını kolaylaştırırken potansiyel rakipler için giriş bariyeri oluşturmaktadır

Teşvik, muafiyet ve hibelerden yararlanarak maliyetlerini düşürebilmekte, ürün geliştirme süreçlerini hızlandırabilmekte ve 2029'a kadar kurumlar vergisinden muaf tutulmaktadır

Değerleme görüşü. Faaliyet gösterilen sektörün hızla gelişen teknoloji ve dijitalleşme ile sürekli büyüme potansiyeline sahip olması ve ekonomideki cari açığı azaltmaya yönelik Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı tarafından hazırlanan 12. Kalkınma Planı kapsamında olması ve SPK tarafından halka arz öncesi şartlarda indirim teşviki verilen sektör ve iş modeline dayanması, sektöründe belli ürünlerde pazar lideri olan Şirket'in 2017-2024 yılları arasında üst üste 9 kez 'Bilişim 500 CBS Birincisi' ödülünü kazanması, küresel rakiplere karşı fiyat avantajı sağlaması ve Türkiye'nin kritik planlanmaları için yerli bir firma olması, Teknoloji Geliştirme Bölgeleri Kanunu ve Ar-Ge kanunu kapsamında 2028 yılı sonuna kadar sağlanan teşvik ve muafiyetlerden faydalanan olması, gelirlerinin %30'un üzerinde ARGE harcaması yaparak yeni ürün ve modüller geliştirme kabiliyeti, yakın coğrafyada yurtdışı gelir üretme potansiyeli, OSB, akıllı şehirler ve enerji dağıtım firmalarının Şirket için önemli bir potansiyel barındırması, düşük ilişkili taraf işlem hacmi, sade bilanço yapısı, sıfıra yakın borçluluk ve nakit yaratan mekanizma ile temettü potansiyeli Şirket'i yatırım için ön plana çıkarmaktadır.

Sektörel avantaj. Faaliyet gösterilen sektörün, hızla gelişen teknoloji ve dijitalleşme ile sürekli büyüme potansiyeline sahip olması; yeni ürün geliştirme sürecinde başlangıçta yüksek maliyetlere katlanılmasına rağmen düşük marjinal maliyetlerle yüksek kâr marjı elde edilebilmesi yazılım ürünleriyle küresel pazarlara kolay erişim imkânı sunulması ve Şirket'in gelirlerinin önemli bir bölümünün, ekonomideki cari açığı azaltmaya yönelik Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı tarafından hazırlanan 12. Kalkınma Planı kapsamındaki, SPK tarafından halka arz öncesi şartlarda indirim teşviki verilen sektör ve iş modeline dayanması Şirket'in önemli avantajları arasında yer almaktadır.

Pazarda öncü kurum olması. Şirket, sektörde belli ürünlerde pazar lideridir. Bu kapsamlı pazar hakimiyeti, markanın sektördeki itibarını güçlendirerek yeni müşteri kazanımını kolaylaştırmakta, potansiyel rakipler için pazara giriş bariyerlerini yükseltmektedir. Ayrıca, Şirket 2017-2024 yılları arasında üst üste 9 kez 'Bilişim 500 CBS Birincisi' ödülünü kazanarak bu alandaki başarısını tescillemiştir.

Kamu ile güçlü ilişkiler ve dijital dönüşüme uyum. Şirket'in müşteri portföyünün yaklaşık %70'ini köklü ilişkiler ile geliştirdiği yerel yönetimler ve kamu sektörü oluşturmaktadır. Bu kurumların tabi olduğu çeşitli yönetmelik ve mevzuatlar, Şirket'in bilgi birikimi ve mevzuata uygun ürün geliştirme konusundaki deneyimi sayesinde ihale ve satış süreçlerinin başarıyla yürütülmesine olanak tanımaktadır. Bunun yanı sıra, CBS (Coğrafi Bilgi Sistemleri) ve CAD yazılımlarının dinamik yapısı gereği düzenli olarak güncellenmesi, lisansların belirli aralıklarla yenilenmesini sağlayarak periyodik bir nakit akışı yaratmaktadır. Dahası günümüzde devlet hizmetlerinin dijitalleşmesi, global bir trend haline gelmiş olup Türkiye bu alanda bölgesel anlamda öncü ülkelerden biri konumundadır. Şirket'in geliştirdiği bazı modüller, e-devlet sistemiyle entegre olacak şekilde tasarlanmış olup e-devletten alınan verileri işleyerek, kurum ve kuruluşlarda süreçleri daha doğru ve verimli hale getirmektedir.

Küresel rakiplere karşı rekabet avantajları. Şirket, ürünlerini küresel rakiplerine kıyasla daha uygun fiyatlarla sunarak özellikle bütçe kısıtları olan yerel yönetimler ve kamu kurumları için cazip bir maliyet avantajı sağlamaktadır. Şirket'in CBS ve CAD yazılımlarını bir arada sunması, bu iki tip uygulamayı talep eden kullanıcılar için fiyat avantajı ve yüksek operasyonel verimlilik sağlamaktadır. Satış sonrası hizmetlerde, firmanın 12 kişilik deneyimli destek ekibi kurulum ve bakım süreçlerinde hızlı ve esnek çözümler sağlamakta, yabancı firmalara kıyasla dil bariyerine takılmadan mevzuatlara ve standartlara olan hakimiyeti sayesinde müşteri taleplerine hızlı yanıt vererek uyum sorunlarını en aza indirmektedir. Ayrıca, Türkiye'nin imar planları ve kadastro verileri gibi kritik bilgilerin Netcad yazılımlarıyla üretilmesi, Şirket'e global rakiplerine karşı önemli bir rekabet avantajı sağlamaktadır.

Yatırım teşvikleri ve istisnalar. Şirket, Teknoloji Geliştirme Bölgeleri Kanunu Teşvik ve İstisnaları, Ar-Ge Kanunu Teşvik ve İstisnaları, KDV Kanunu Geçici 20. Maddesi İstisnası, çeşitli TUBİTAK, TURQUALITY, KOSGEB ve Ticaret Bakanlığı teşviklerinden yararlanmaktadır. Bu teşvikler ve istisnalar kapsamında; Ar-Ge, inovasyon ve ihracat süreçlerinde önemli avantajlar elde ederek vergi muafiyetleri ve hibe destekleri sayesinde Ar-Ge maliyetlerini düşürebilmekte, ürün geliştirme süreçlerini hızlandırabilmekte ve rekabetçi fiyatlandırma yapabilmektedir.

Yüksek ARGE yatırımları. Şirket, 2025 yılında cirosunun yaklaşık %31'ini Ar-Ge'ye harcayacak olup bu oran, BIST'teki yazılım şirketleri ortalamasının 5 puan üzerindedir. Ar-Ge faaliyetleri sonucu tamamlanan güncellemeler ve geliştirmelerin mevcut ürün veya hizmetlerin eksik kaldığı alanda çözüm sunabilmesi, Şirket'e fiyat artırma gücü sağlamaktadır.

Temel Yatırım Unsurları

Hazır olan ürünlerle, yurtdışında mekânsal dijitalleşme ihtiyacı ve artan altyapı-inşaat projelerine bağlı olarak yüksek potansiyel vaat eden madencilik sektöründe pazara giriş faaliyetleri yürütülmekte

EPDK'nın doğal gaz sektöründe CBS yazılımlarının kullanımına yönelik dolaylı teşvikleri ile 62 firmadan oluşan pazara CBS tabanlı SCADA ve abone entegrasyonu satışlarıyla hacimsel büyüme fırsatları bulunmakta

2024-2030 arası dönemde bakanlık planları doğrultusunda oluşması beklenen pazarda, yapay zeka destekli çözümlerle akıllı şehirlerin CBS yazılım ihtiyaçlarına yönelik akıllı kent rehberleri, 3B e-imar hizmetleri sunulmakta

OSB'lerin arazi seçimi, inşaat ve yönetim süreçlerinde CBS yazılımı ihtiyacını karşılayarak sektörde genişleme faaliyetleri yürütülmekte

Düzenli nakit temettü ödeme alışkanlığı ile uzun vadede cazip bir yatırım ortamı sunmakta

OSB'lerde büyüme imkanları. Organize Sanayi Bölgeleri (OSB'ler), arazi seçimi, inşaat ve yönetim süreçlerinde CBS yazılımına ihtiyaç duymaktadır. Şirket, bu ihtiyacı karşılamak için OSBnet isimli ürününü hizmet vermekte ve halihazırda 21 OSB ile çalışmaktadır. Türkiye'de her ilde en az bir olmak üzere 400'e yakın OSB bulunması, bu pazarda ciddi bir büyüme potansiyelinin var olduğunu göstermektedir.

Enerji sektöründe büyüme potansiyeli. Enerji sektörü, Şirket için önemli bir büyüme potansiyeli sunmaktadır. EPDK, dolaylı teşviklerle firmaların bu alanda teknoloji kullanımını desteklemektedir. Bu kapsamda, Şirket 2021 yılında bir dağıtım firması ile iş birliğine başlamış ve bu alanda Gasnet isimli ürününü geliştirmiştir. Şirket'in hedefi, 62 doğalgaz dağıtım firması için bilgi sistemi ve abone entegrasyonu kurmaktır. Bunu takiben, dağıtım ağlarındaki su ve gaz debilerinin gerçek zamanlı takibine olanak tanıyacak ve anlık veri akışı ile uyarılar oluşturabilecek SCADA* entegrasyonunun gerçekleştirilmesi planlanmaktadır. *SCADA (Supervisory Control and Data Acquisition)"

Akıllı şehir uygulamaları. Akıllı şehirlerin veriye dayalı, gerçek zamanlı ve entegre yönetimi için CBS yazılımları önemli rol oynamaktadır. Şirket'in bu kapsamda sunduğu çözümler arasında yer alan Netigma AI, yapay zeka destekli akıllı kent rehberleriyle şehirdeki hizmetler hakkında bilgi edinme, geliştirilmekte olan 3B e-imar çözümleriyle yapılaşma koşullarını hesaplama, drone görüntülerinden anomali tespiti gibi yetenekler üzerinde çalışmaktadır. Türkiye'de, Çevre ve Şehircilik Bakanlığı tarafından ortaya konulmuş "2024-2030 Ulusal Akıllı Şehirler Stratejisi ve Eylem Planı" kapsamında çeşitli akıllı şehir uygulamalarının hayata geçirilmesi planlanmaktadır. Yaygın kamu ve yerel yönetim ağına sahip, enerji, inşaat ve mühendislik sektörlerinde uzmanlaşmış ve Türkiye mekânsal veri analitiği yazılım pazarında yerel lider oyuncu olan Netcad, mevcut modüllerinde yapacağı çeşitli geliştirmelerle akıllı şehir uygulamalarının ihtiyaçlarını karşılayabilir ve hızla büyümesi beklenen bu yeni pazarda güçlü bir konum elde edebilir.

Üniversite müfredatında Netcad. Üniversitelerin 380'den fazla mühendislik fakültelerinde Netcad ürünlerinin ders olarak okutulması, firmanın marka bilinirliğini artırırken, sektörde standartlaşmasına katkı sağlamaktadır. Genç mühendislerin bu yazılımlara hakim olarak mezun olmaları, profesyonel hayatta bu ürünleri tercih etmelerine zemin hazırlamakta, üniversitelerden gelen geri bildirimler Ar-Ge faaliyetlerine katkıda bulunarak ürünlerin iyileştirilmesine imkan tanıyabilmektedir.

Nakit temettü olanağı. Şirket, 2025/09 itibarıyla son 7,5 yılda toplam 43,5 milyon USD nakit temettü dağıtmış olup, bunun 4,5 milyon USD'si 2025 yılında gerçekleştirilmiştir. 2025/09 itibarıyla Şirket'in yüksek EBITDA marjına, vergi muafiyetine ve oldukça düşük finansal borca sahip olması sayesinde güçlü bir nakit yaratma kapasitesi bulunmaktadır. Düzenli temettü ödeme alışkanlığı, Şirket'i uzun vadeli ve cazip bir yatırım fırsatı haline getirmektedir.

Düşük finansal borçluluk. 2025/09 itibarıyla, Şirket'in TMS16 hariç 242 milyon TL net nakdi olup, Net Borç/EBITDA rasyosu düşük seviyededir. Düşük borçluluk, finansman maliyetlerini azaltarak Şirket'in nakit akışını yatırım ve büyüme fırsatlarına yönlendirmesine ve finansal esnekliğini artırmasına olanak tanımaktadır.

Kamunun yerli yazılım üreten önemli partneri. Şirket ülkenin imar planları, kamulaştırması, mera ve tarım alanları ve kültürel varlıklarının haritasının dijitalleşmesini yerine getirmekte ve E-devlet alt yapısında kayda değer katkılar sağlamaktadır. Bu anlamda kritik alanlarda yerli yazılım üreten Şirket'in alternatifi küresel yabancı şirketlerdir. Halka arz, kamunun partneri rolünde yerli yazılım üreten ve kritik alanlarda işlevsel olan Şirket'in güçlenmesini beraberinde getireceği gibi yakın coğrafyaya açılmasına da katkı sağlayacaktır. Bu stratejik durum ve katma değerli yazılımlar nedeniyle Şirket'e devlet kurumlar vergisi istisnası sağlamaktadır. Ayrıca Şirket, SPK ilke kararı gereği halka arzda önceliklendirilen ve teşvik sağlanan sektörler kısmına alınmıştır.

Uluslararası genişleme potansiyeli. Şirket maden mühendislerine mühendislik operasyonlarında kullanılabilecek imkânı sunan Netmine isimli ilk yerli madencilik yazılımını ve arge süreçleri tamamlanmış kullanıma hazır rezerv kaynak modelleme yazılımını mekânsal dijitalleşmeye ihtiyaç duyan az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere sunmayı hedeflemektedir. Halihazırda İngilizce ve Rusça dillerinde mevcut olan bu ürünle Endonezya ve Kazakistan pazarlarına demo hesaplar sunulması ve bayi görüşmeleri yoluyla kısmen giriş yapılması planlanmakta, Azerbaycan ve KKTC pazarları için benzer hazırlıklar sürdürülmektedir. Bu stratejik yönelimin temel sebebi dünya genelinde artan nüfus ile altyapı ve yatırım projelerinin artması ve buna bağlı olarak maden rezervlerinin stratejik öneminin güçlenmesidir. Yurtdışı satışlar kaynaklı gelirler projeksiyonda düşük oranda tutulmuş ve değere etkisi minimal alınmıştır.

Riskler

Nitelikli personel kaybı, sözleşme yenileme belirsizliği, yüksek işletme sermayesi ihtiyacı, korsan yazılımlar ve açık kaynak yazılımların oluşturduğu pazar baskısı temel riskler arasındadır.

Lisans yönetimi Soft Kilit altyapısıyla sağlanarak kullanıcılara ulaştırılmaktadır

Personel transferi. Nitelikli iş gücü kaybı, Şirket için operasyonel risk teşkil etmektedir. Özellikle sektörün rekabetçi doğası ve nitelikli çalışanların yüksek maaş ve yan haklar gibi beklentileri personel devir oranında artışa sebebiyet verebilmektedir. Bu durum, Şirket'in uzman personel kaybı yaşamasına ve operasyonel verimliliğin olumsuz etkilenmesine ve inovasyonların yavaşlamasına neden olabilir. Ancak Şirket'ten alınan bilgiye göre üst düzey personelin ortalama devir süresi yaklaşık 15 yıldır. Bu tablo Şirket'in çalışanlar için cazip çalışma şartları sunduğunu ve çalışanların Şirket'e olan sadakatinin yüksek olduğunu göstermektedir.

Sözleşme yenilememe riski. Belediyedeki olası yönetsel değişiklikler, Şirket'in genellikle 1 yıllık imzaladığı sözleşmelerin yenilenmeme riskini artırabilir. Yeni yönetimlerin farklı öncelikleri veya tedarikçilerle çalışma isteği, firmanın mevcut projelerini ve devam eden gelir akışını tehdit edebilir, bu da öngörülen nakit akışında düzensizliklere ve bütçe planlamasında sapmalara yol açabilir. Ancak, Şirket'in 30 yıldır sektörde faaliyet göstermesi, alanında uzmanlaşmış olması ve az sayıda rakibinin bulunması, yerel yönetimlerdeki değişikliklere rağmen sözleşmelerin yenilenme olasılığını artırmaktadır. Şirket'in müşterilerinin %90'ından fazlasıyla uzun yıllardır çalışıyor olması bunun kanıtıdır. Müşteri başı çalışma süresinin uzun olmasının yanı sıra kritik konularda yazılım üretilmesi yerli firmaları ön plana çıkarmaktadır.

Yüksek işletme sermayesi ihtiyacı. Müşterilerin önemli bir kısmının yerel yönetimler ve kamu sektörü olması, uzun onay süreçleri, ödeme vadelerinin uzun olması ve prosedürlerin karmaşıklığı nedeniyle sözleşme bedellerinin tahsilatında gecikmelere neden olabilmektedir. Bu gecikmeler neticesinde, personel giderleri, arge giderleri ve bakım giderleri gibi önemli faaliyet harcamalarının karşılanabilmesi için daha fazla işletme sermayesi ihtiyacı doğmaktadır. Bu risk faktörü, Şirket'i belirsizlik dönemlerinde kırılgan hale getirebilir, büyümeyi kısıtlayabilir ve ek finansman maliyeti oluşturabilir.

Korsan yazılımlar. Korsan yazılımların piyasada dolaşımda olması gelir kaybına ve marka değerinin olumsuz etkilenmesine neden olabilmektedir. Ayrıca, bu yazılımların eksik veya hatalı çalışması, kullanıcılar arasında modüle ilişkin olumsuz bir algı yaratarak firmanın itibarına zarar verebilmektedir. Hukuki açıdan, korsan yazılımla mücadele maliyet ve operasyonel yük getirerek Şirket faaliyetlerini kısmen de olsa olumsuz etkileyebilmektedir. Korsanla mücadele kapsamında, soft kilit sistemine geçiş yapılmış, lisans ve algoritmalar değiştirilmiş olmakla birlikte tamamiyle erişimi kısıtlamak mümkün değildir. Öte yandan Şirket tarafından korsan yazılım tamamiyle olumsuz bir durum olarak değerlendirilmemektedir; bu yazılımlar piyasada ürünün yaygınlaşmasına katkı sağlamakta ve talebin ölçülmesine olanak tanımaktadır. Ek olarak korsan kullanımı tespit edilen kullanıcılar için yasal süreçlere başvurulmakta ve lisanslamaya yönlendirilerek bu sayede ek lisans ve tazminat geliri elde edilmektedir.

Open source yazılımlar. Piyasada halka açık kaynaklardan sunulan çeşitli rakip yazılımlar mevcuttur. Ücretsiz olmaları, lisanslı yazılımlar yerine tercih edilmelerine yol açabilmektedir. Bu faktör, pazar payını tehdit etse de söz konusu yazılımların mevzuatla uyumsuz olması ve kısıtlı özelliklerin ücretsiz sunulması, ihtiyaçlara tam anlamıyla cevap verememelerine ve teknik destek alınamaması sebebiyle bu yazılımların kalıcı olmamasına neden olmaktadır.

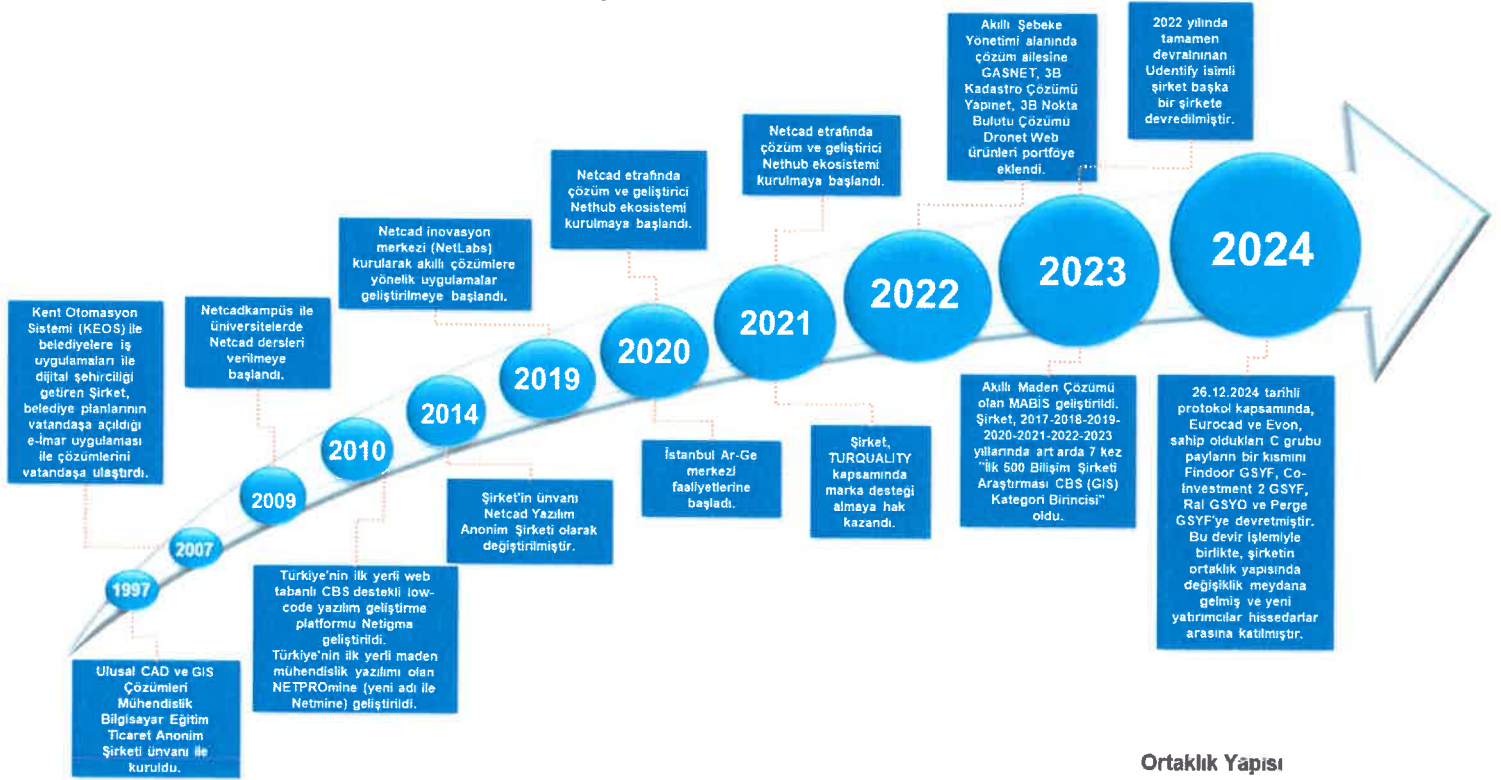
Şirket Profili

1997 yılında coğrafi bilgi sistemleri ve mühendislik yazılımları geliştirmek amacıyla kurulmuş olup kökleri 1989 yılına dayanan, Türkiye'nin ilk yerli CBS ve CAD yazılım firmasıdır.

2017'den 2024 yılı dahil her yıl, "İlk 500 Bilişim Şirketi" araştırmasında CBS kategorisinde birincilik ödülünü kazanmıştır.

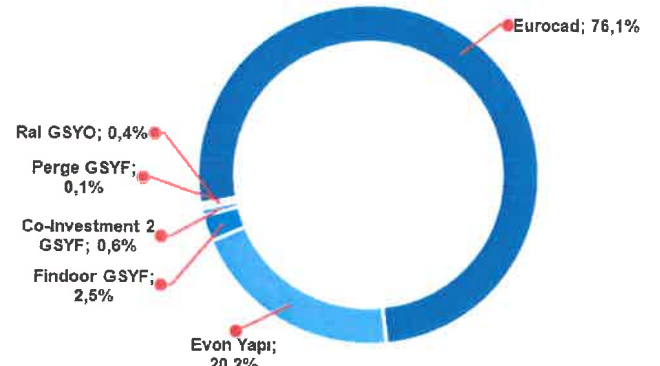
1997 yılında kuruldu. Netcad, coğrafi bilgi sistemleri, haritalama, şehir planlama, inşaat, çevre ve jeoloji mühendisliği, madencilik ve ormancılık gibi mühendislik ve proje uygulama alanlarında kullanmak üzere yazılımlar geliştirmek amacıyla 16.06.1997 tarihinde Ulusal CAD ve GIS Çözümleri Mühendislik Bilgisayar Eğitim ve Ticaret A.Ş. unvanı ile Ankara Ticaret Sicili nezdinde 129764 sicil numarası altında kurulmuştur. Şirket 1997 yılında kurulmuş olmasına rağmen, Şirket'in operasyonel geçmişi kuruculardan Kemal Sarper Ak'ın kurucusu olduğu (bilahare silsile yoluyla muhtelif birleşme işlemleri neticesinde bugünkü Şirket'e kadar devrolunan) ve Ankara Ticaret Sicili'ne 14.04.1989 tarihinde 74102 ticaret sicil numarası ile tescil edilen Ak Mühendislik Bilgisayar Ticaret Limited Şirketi'nin ticari faaliyeti ve çalışmalarına dayanmaktadır. Şirket'in yasal unvanı 8 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 mühendislerin, müşterilerin ve akademisyenlerin ortak katkılarıyla gelişen bir milli yazılım ürünleri şirketine dönüşmüştür. 130.000 üzerinde kullanıcı olan Netcad Yazılım, kullanıcılarını henüz üniversite sürecinde ücretsiz akademik lisansları 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.

Hakim ortak Eurocad. İşbu Fiyat Tespit Raporu tarihi itibarıyla Şirket sermayesi 125.000.000 TL olup bu tutarın %76,1'i Eurocad'e, %20,2'si Evon Yapı'ya %2,5'i Findoor GSYF'ye %0,6'sı Co-Investment 2 GSYF'ye %0,4'ü Ral GSYO'ya ve %0,1'i Perge GSYF'ye aittir. Toplam sermayenin 37,5 mn TL tutarı A grubu paylardan, 12,5 mn TL tutarı B grubu paylardan ve kalan 75 mn TL tutar ise C grubu paylardan oluşmaktadır.



Ortaklık Yapısı

Ortaklık Yapısı			
Ortaklar	Pay Grubu	Sermaye Tutarı, TL	Oran
Eurocad	A	37.500.000	76,1%
	C	57.608.639	
Evon Yapı	B	12.500.000	20,2%
	C	12.781.986	
Findoor GSYF	C	3.125.000	2,5%
Co-Investment 2 GSYF	C	781.250	0,6%
Ral GSYO	C	546.875	0,4%
Perge GSYF	C	156.250	0,1%
Toplam	A + B + C	125.000.000	100%



Şirket Profili

Şirket'in personel sayısı 2022'den 2024'e kadar dalgalanma göstererek 30.09.2025 itibarıyla 253'e ulaşmış olup çalışanların %80'i lisans ve ön lisans, %14'ü yüksek lisans ve üstü, %6'sı ise lise veya altı eğitim seviyesine sahiptir.

Şirket, 3 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.

Kamulaştırma, altyapı yönetimi, gayrimenkul takibi ve üniversite bilgi sistemleri gibi geniş bir yelpazede yer alan çözümleri, kamu ve özel sektörde dijitalleşme ve veri yönetimi ihtiyacına doğrudan hitap etmektedir.

Personel sayısı. Şirket'in personel sayısı 2022 yıl sonu itibarıyla 245 iken 2023 yıl bir önceki yıla göre %13,9 düşüşle 211'e gerilemiş olup 31.12.2024 tarihi itibarıyla da 2023 yıl sonuna göre %6 artışla 223'e yükselmiştir. 30.09.2025 itibarıyla ise 2024 yılsonuna göre %13 artarak 253'e yükselmiştir. 2025/09 itibarıyla Şirket personelinin %80'i lisans ve ön lisans, %14'ü yüksek lisans ve üstü, %6'sı ise lise veya daha düşük eğitim seviyesine sahiptir.

Ürünler ve geliştirme süreci. Şirket, 3 ana kategoride 44 ürün ve hizmet sunmaktadır: Temel Ürünler (harita CBS, CAD, şehir planlama, mühendislik gibi), Bilgi ve Yönetim Sistemleri (low-code platformlar, web ve mobil harita sunucuları, kent otomasyon ve kurumsal uygulamalar) ve Bakım ve Destek (SupportX, eğitim). 30.09.2025 itibarıyla 130.000'den fazla aktif lisansla 12.000'den fazla müşteri tarafından kullanılan ürünler, Ar-Ge faaliyetleriyle genişletilmektedir. Şirket, 14 yeni ürünü geliştirme aşamasındadır ve paydaşlarını web sitesi ve sosyal medya üzerinden düzenli olarak bilgilendirmektedir. Netcad'in temel ürünleri, farklı sektörlerde mühendislik, planlama, haritacılık ve veri analiz süreçlerini desteklemek amacıyla kullanılmaktadır. Netcad GIS/CAD, CBS ve CAD entegrasyonu ile coğrafi veri yönetimi ve harita tasarımı sağlarken, NetSurf arazi modelleme için kullanılır. Hesap modülü, koordinat ve haritacılık hesaplamalarını gerçekleştirir; Rasvek otomatik vektörizasyon işlemleri yapar. Analist, çevresel ve mekânsal analizler sunar, 3D+ üç boyutlu modelleme ve simülasyonlar yapabilmek amacıyla geliştirilmiştir. NView, mobil NCZ görüntüleme; VGA, CAD ve CBS veri dönüşümü; Gisara, veri sorgulama ve görüntüleme; Netcad.360 ise LiDAR tabanlı 3B görüntüleme çözümleri sunar. Bu ürünler, farklı mesleki disiplinlerde veri üretimi, analiz ve proje yönetimi amacıyla kullanılmaktadır. Planlama ve Arazi Yönetimi Ürünleri, şehir ve arazi düzenleme projelerine yönelik çözümler sunmaktadır. Planet, kentsel planlama için mevzuata uygun çizim araçları, otomatik raporlama, topoloji kontrolü sağlayan bir mekânsal planlama yazılımıdır. NetKamu, kamulaştırma projelerini mevzuata uygun şekilde yönetip takip eden, yol, baraj, enerji hatları gibi projelerde kullanılan bir modüldür. NetMap, imar ve kadastro projelerini yönetir. NetTop, arazi toplulaştırma süreçlerini düzenlerken; Netcad Tapu, TKGM verilerine erişim sağlar. NetÇap, coğrafi verilerden raporlar üretir, Yapinet 3D kadastro ve şehir modelleri oluşturur. E-Entegrasyon, Netcad'in E-Devlet sistemleriyle uyumlu çalışarak, çeşitli kamu kurumlarının veri tabanlarıyla entegrasyonunu ve verilerin birlikte çalışabilirlik ilkesiyle yönetilmesini sağlar. Bu ürünler, düzenleme, toplulaştırma, imar ve kadastro projelerinde etkin çözümler sunmaktadır.

Ürünler ve geliştirme süreci. Mühendislik Ürünleri, madencilik, ulaştırma, su yapıları ve hidrolik projelerine yönelik çözümler sunmaktadır. Netmine, madencilik operasyonları için 3D tasarım ve planlama çözümleri sunarken, NetPro ulaştırma ve su yapıları projelerinde detaylı tasarım ve hesaplama yapar. Excanet, kazı ve dolgu planlarının yönetiminde kullanılırken, Water su dağıtım şebekelerinin hidrolik modellemesini gerçekleştirir. Atıksu, su toplayıcı şebekelerinin tasarım ve analizini yapar, NetHydro ise taşkın debi hesaplamaları ve drenaj projeleri için hidrolojik analizler sağlar. Bilgi ve Yönetim Sistemleri Çözümleri, az kodla (low-code) hızlı uygulama geliştirme sağlayan Netigma ve mobil veri yönetimi sunan Netigma Mobil platformlarından oluşur. Bu çözümler, CBS uygulamaları ve sahadan veri toplama süreçlerini destekler. NetGIS Server, coğrafi verilerin web tabanlı sunumunu ve yönetimini, ayrıca 360 derece panoramik görüntülerin entegrasyonunu sağlar. KEOS – Kent Otomasyon Sistemi, yerel yönetimler ve özel sektör için veri üretimi, yönetimi ve e-hizmet entegrasyonu sunan kapsamlı bir çözüm olup belediyeler ve su-kanalizasyon idarelerinde yaygın olarak kullanılmaktadır. Ürün geliştirme süreci planlama, geliştirme ve test/doğrulama aşamalarından oluşur. Planlama aşamasında pazar analizleri ve stratejik hedefler belirlenir. Geliştirme süreci, temel ürün prototipleri ve konsept doğrulama (MVP/PoC) çalışmaları ile versiyon bazlı yönetilir. Test aşamasında fonksiyonel, regresyon ve yük testleri yapılır. Ayrıca, müşterilere özel projelerde Şirket, müşterinin ihtiyaçlarına yönelik ürün ve modül geliştirmekte ve bu çözümleri mevcut ürünlerle entegre edebilmektedir.

Ürünler								
Temel Ürünler	Planlama ve Arazi Yönetimi Ürünleri		Mühendislik Ürünleri			Bilgi ve Yönetim Sistemleri		Bakım ve Destek
	Planlama	Arazi Yönetimi	Maden	İnşaat	Su Kaynakları	Temel Uygulamalar	İş Uygulamaları	
Netcad GIS/CAD	Planet	NetKamu/Trsf/Enh	NetMine Ailesi	NetPro	Water	Netigma	KEOS	Netdesk
NetSurf		NetMap		Excanet	Atıksu	Netigma Mobil	OSBNET	Eğitim
Hesap		NetTop			NetHydro	NetGIS Server	GASNET	
Rasvek		NetÇap					ÜNİBİS	
Analist		E-Entegrasyon					KAMBİS	
3D+							E-Belgeler	
NView								
VGA								
Gisara								
360° Görüntüleyici								

Yönetim Kurulu

Murat Yalçın
NAK
YK Başkanı

- Murat Yalçın Nak, Boğaziçi Üniversitesi Endüstri Mühendisliği lisansı ve Northwestern University Kellogg School of Management'ta MBA yapmıştır. Taxim Capital'in Kurucu ve Yönetici Ortağı olan Nak, daha önce Acıbadem Sağlık Grubu'nda COO, Memorial Sağlık Grubu'nda genel müdür, McKinsey'de proje müdürü ve PwC Consulting'de ülke direktörü olarak görev almıştır. TOBB Girişim Sermayesi Meclisi ve Endeavor İstanbul üyesidir.

Kemal Sarper Ak
YK Başkan
Yardımcısı

- Kemal Sarper Ak, Kuleli Askerî Lisesi, Kara Harp Okulu ve Harita Yüksek Teknik Okulu mezunudur. Harita Genel Komutanlığı'nda Mühendis Subay olarak görev yapmış, 1988'de özel sektöre geçmiş ve 1989'da Ak Mühendislik Bilgisayar Ltd. Şti.'ni kurmuştur. 2016 yılında çoğunluk payını Eurocad Yazılım A.Ş.'ye devretmiş, halen yönetim kurulu üyesidir. Ticari faaliyetlerini, 2012'de kurduğu Evon Yapı İnşaat Proje Bilgisayar A.Ş. aracılığıyla sürdürmektedir.

Serkan Sadık KIZIL
YK Üyesi

- Serkan Sadık Kızıl, ODTÜ Ekonomi lisansı ve Florida Üniversitesi'nde MBA yapmıştır. Kariyerine Coopers & Lybrand İstanbul ofisinde denetim ve danışmanlık ile başlamıştır. Taxim Capital'in Kurucu ve Yönetici Ortağı olan Kızıl, daha önce Abu Dhabi Invest AD'de genel müdür olarak Türkiye, Körfez ve Kuzey Afrika'daki yatırımları yönetmiş, Goldman Sachs'ta 9 yıl yatırım bankacılığı yapmıştır.

Berkin Tevs MÜNGAN
YK Üyesi

- İstanbul Teknik Üniversitesi İşletme Mühendisliği lisansı, Arizona Üniversitesi'nde MBA ve Finans yüksek lisansı (MS) yapmıştır. CFA sertifikasına ve SPK Düzey 3 ve Türev lisanslarına sahiptir. Taxim Capital'in ortaklarından olan Mungan, UniCredit Londra'da 8 yıl boyunca özel sermaye yatırımlarında direktörlük yapmış, daha önce Garanti Yatırım ve CA-IB'de yatırım bankacılığı ile Citibank'da para piyasası uzmanı olarak çalışmıştır.

Selahattin ZORALIOĞLU
YK Üyesi

- Boğaziçi Üniversitesi Endüstri Mühendisliği lisansı ve Northwestern University Kellogg'da MBA yapmıştır. Taxim Capital'in Kurucu ve Yönetici Ortağı olan Zoralioğlu, daha önce Pamplona Capital Management'ta 9 yıl ortak olarak görev yapmış, ayrıca Merrill Lynch'te yatırım bankacılığı ve McKinsey'de strateji danışmanlığı yapmıştır.

Ahmet Geylani SEZER
YK Üyesi

- İstanbul Teknik Üniversitesi Elektronik ve Haberleşme Mühendisliği'nde tamamlayan Ahmet Geylani Sezer, iş hayatı boyunca aralarında Intertech Bilgi İşlem, Vestel, Probil ve Inteltek firmaları da olan çeşitli kurumlarda yönetici olarak görev yapmıştır. Ahmet Geylani Sezer, 2019 senesinden bu yana teknoloji ve danışmanlık şirketi Ritmus'un genel müdürlüğünü yapmaktadır.

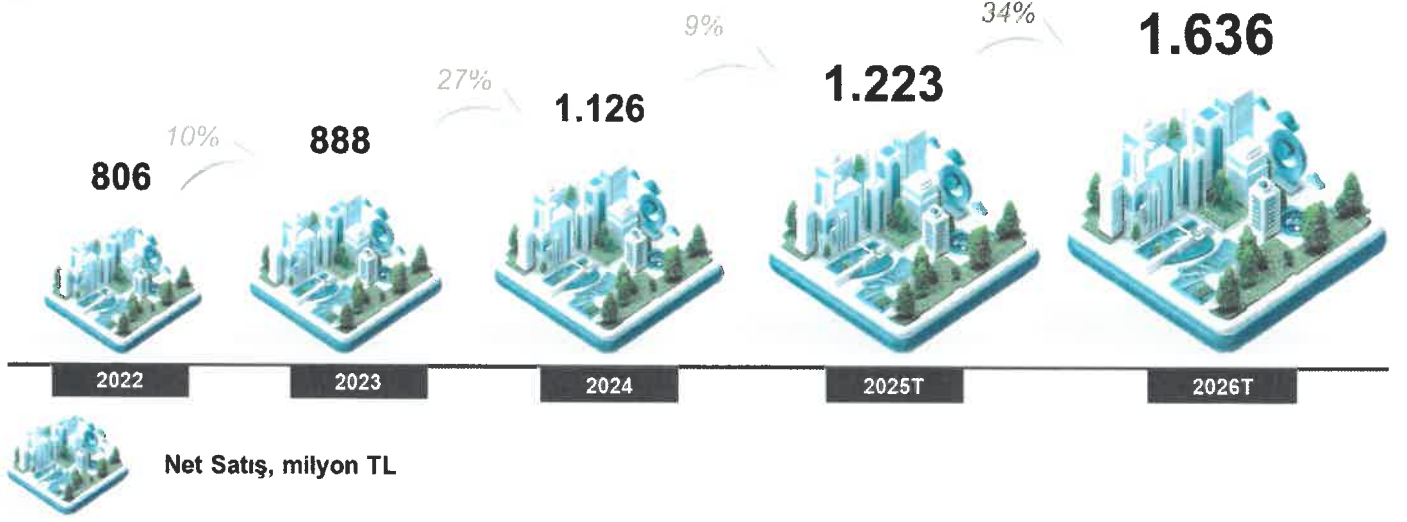
FAALİYET ÖZETİ

Ortaklık Yapısı & Künye	Ana Ürün Kategorileri & Mali Veriler	Sektör
Ortaklar 76,1% Eurocad S.A.R.L. 20,2% Evon Yapı 2,5% Findoor GSYF 0,6% Co-Investment 2 GSYF 0,4% Ral GSYO 0,1% Perge GSYF Künye Kuruluş: 1997 Faaliyet Alanı: CBS, harita ve mühendislik yazılımları Merkez: Çankaya / Ankara Çalışan Sayısı: 253	Şirket'in Ana Ürün Kategorileri - Planlama ve Arazi Yönetim Ürünleri - Mühendislik Ürünleri (Maden, İnşaat, Su Kaynakları) - Bilgi ve Yönetim Sistemleri Mali Veriler 2025/09 2025T Net Satışlar (Son 4Ç) 1.317,8 mTL 1.223,5 mTL EBITDA (Son 4Ç) 1.056,8 mTL 952,5 mTL Net Kar (Son 4Ç) 739,2 mTL m.d. Özkaynak 2.269,4 mTL m.d. Aktifler 2.471,2 mTL m.d. 2025 yılı tahmini veriler TMS 29 etkisi hariç verilerdir.	Sektör Şirketin de ana pazarı olan mekânsal veri analitiği yazılım pazarı, coğrafi verileri yakalama, depolama, analiz etme ve yönetme işlevleri sunan CBS (Coğrafi Bilgi Sistemleri) yazılımları ile bu yazılımlara dayalı analitik çözümlerden oluşur, ayrıca mekânsal veri analitiği çözümlerinde görsel veri üretimi, modelleme ve mühendislik amaçlı kullanılan CAD yazılımlarını da kapsar. Küresel bilgi teknolojileri pazarı 2023 yılında 492 milyar USD hacme sahiptir. 2024 yılında %15 büyümeye ile 565 milyar USD büyüklüğe, 2027 yılında ise %15 YBBO ile 857 milyar USD'ye ulaşması beklenmektedir. Şirket'in de içinde bulunduğu, CBS sektörü ve mekânsal veri analitiği çözümlerini, modellerini ve analizleri kapsayan mekânsal veri analitiği pazarı bu pazarın %17'sini oluşturmaktadır. 2023 yılında 82 milyar USD büyüklüğe sahip olan küresel mekânsal veri analitiği pazarının %16 büyümeye ile 2024 yılında 95 milyar USD'ye ulaşması beklenmektedir. Öte yandan %16 YBBO ile devam etmesi ve 2027 yılında 146 milyar USD'ye ulaşması beklenmektedir. Türkiye'de 2023 yılında mekânsal veri analitiği yazılım pazarı büyüklüğünün 5,4 milyar TL olduğu öngörülmektedir. Bu pazarda %54'lük pay ile en büyük segment olan özel sektör, %29'luk paya sahip yerel yönetimler ve %17 pay ile merkezi yönetimler takip etmektedir. 2020-2023 yılları arasında Akli Şehirler Strateji Eylem Planı ile önemli bir büyümeye yaşayan yerel yönetimler 2019'da %25 olan payını 2023'te %29'a artırmış ve payların dalgalanmasında etkili olmuştur. Pazarın önümüzdeki 4 yılda %41-49 YBBO ile büyüyerek 2028 yılında 41,3 ile 50,9 milyar TL arasında büyüklüğe ulaşması ve yazılım sektöründeki payını %7,7-9,5 seviyelerine çıkarması beklenmektedir.

Kaynak: EY-Parthenon / Mekânsal Bilgi Teknolojileri Pazarı Değerlendirmesi

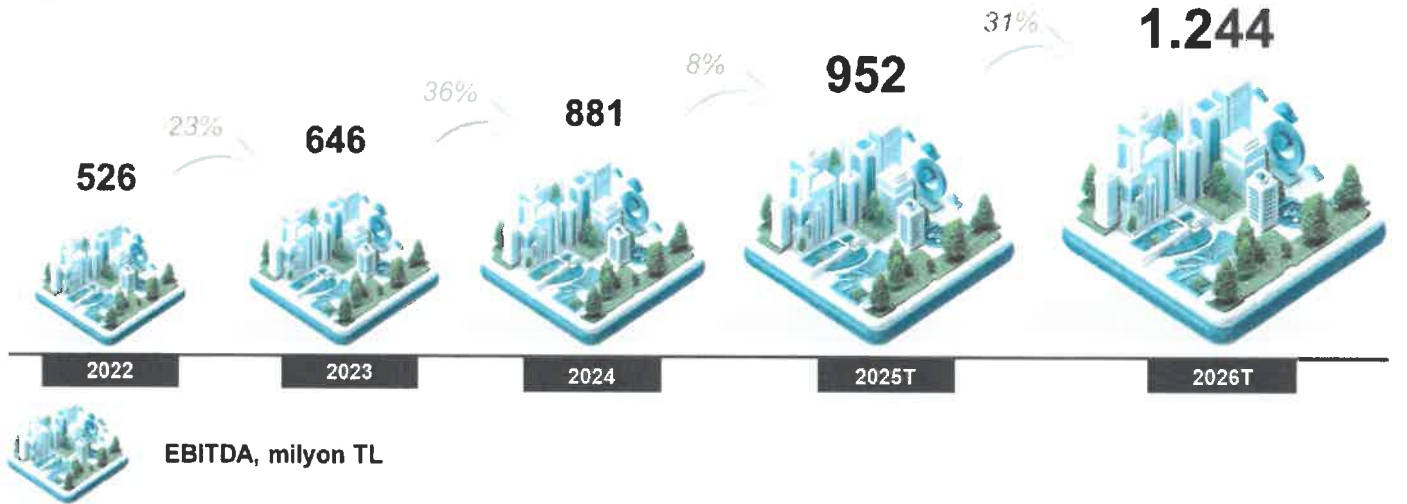
19% YBBO

2022 – 2026T



24% YBBO

2022 – 2026T



Not: 2022-2023-2024 TMS 29 etkisi dâhil, 2025T ve 2026T verileri, TMS29 etkisi hariç verilerdir.

Satışlar

Şirket'in müşteri portföyü; 820'ye yakın kamu kurumu, 1.295'e yakın yerel yönetim (81 il ve 839 ilçe belediyesi), 9.500'den fazla özel sektör firması ve 100 üniversiteden oluşmaktadır.

Şirket'in son üç buçuk yıl satışlarının ortalama %91'i yazılım lisans gelirlerinden oluşmakta, bu gelirlerin %56'sı yerel yönetimlere, %29'u özel sektöre, %15'i kamu sektörüne yapılmaktadır.

Yazılım lisans gelirlerinin artan payıyla istikrarlı büyümeye devam etmiş, kamu ve özel sektör hacmi korunurken yerel yönetimlere yapılan satışlar artmıştır.

Brüt gelirlerin yıllık ortalama %0,1'i iade edilirken, net satışlar 2023'te %10, 2024'te %27 reel büyüme kaydederek 1.126 mn TL'ye ulaşmış ve ciro ivmelenerek büyümüştür 2025/09 itibarıyla son 4Ç ise 1.318 mn TL olarak gerçekleşmiştir.

Genel görünüm. Şirket'in gelir kalemleri; yazılım lisans gelirleri, teknik destek ve hizmet gelirleri ile eğitim gelirlerinden oluşmaktadır. Yazılım lisans gelirleri, üç ana satış kanalına dayanmaktadır: yerel yönetimler, özel sektör ve kamu sektörü. 2022-2025/09 arasında Şirket gelirlerinin dağılımı ortalama olarak; %51 yerel yönetimler, %27 özel sektör, %14 kamu sektörü, %9 teknik destek ve hizmet gelirleri ve %1 eğitim gelirleri şeklinde gerçekleşmiştir. Kamu kurumu müşterileri arasında, Çevre, Şehircilik ve İklim Değişikliği Bakanlığı, Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı, Kültür ve Turizm Bakanlığı, Millî Savunma Bakanlığı ve bu bakanlıklara bağlı genel müdürlükler (örneğin Tapu Kadastro Genel Müdürlüğü) yer almaktadır. Özel sektör tarafında ise temel kullanıcılar; harita mühendisleri, şehir planlamacıları, inşaat mühendisleri ve maden mühendisleridir. Yerel yönetimlere yönelik satışlar, KEOS çözümleri ve diğer tekrarlanabilir (yenilemeli) paket çözümler üzerinden gerçekleşmekte olup masaüstü yazılımlar yıllık periyotlarla güncellenmektedir. Kamu kurumlarına yapılan satışlar, Netigma platformu üzerinden, kurumlara özel ünik çözümler sunularak gerçekleştirilmektedir. Özel sektörde ise hibrit bir lisanslama modeli uygulanmaktadır; küçük mühendislik bürolarına hem de kalıcı lisans modelleri sunulmaktadır. Bu model kapsamında, küçük işletmelerin de lisansa erişimini kiralama yöntemiyle mümkün kılınmaktadır. Satış yöntemleri arasında ihale usulü ve doğrudan satın alma bulunmaktadır. Yerel yönetimler, genellikle 1 yıllık sözleşmeler ile ürün satın almaktadır.

Yazılım lisans gelirleri. Yazılım lisans gelirleri, 2022 yılında 670 mn TL iken, 2023 yılında yaklaşık %22 artarak 819 mn TL'ye yükselmiş, 2024 yılında ise yaklaşık %31 oranında artışla 1.072 mn TL'ye ulaşmış, 2025/09 itibarıyla son 4 çeyrek 1.236 mn TL'ye ulaşmıştır. Yazılım lisans gelirlerinin, 2022-2023-2024-2025/09 döneminde ortalama %56'sı yerel yönetimlere, %29'u özel sektöre ve %15'i ise kamu sektörüne yapılan satışlardan oluşmaktadır.

Teknik destek ve hizmet gelirleri. 2022 yılında 124 mn TL iken, 2023 yılında yaklaşık %47 azalarak 66 mn TL'ye, 2024 yılında ise yaklaşık %20 düşüşle 53 mn TL'ye gerilemiş, 2025/09 itibarıyla son 4 çeyrekte ise 81 mn TL olarak gerçekleşmiştir.

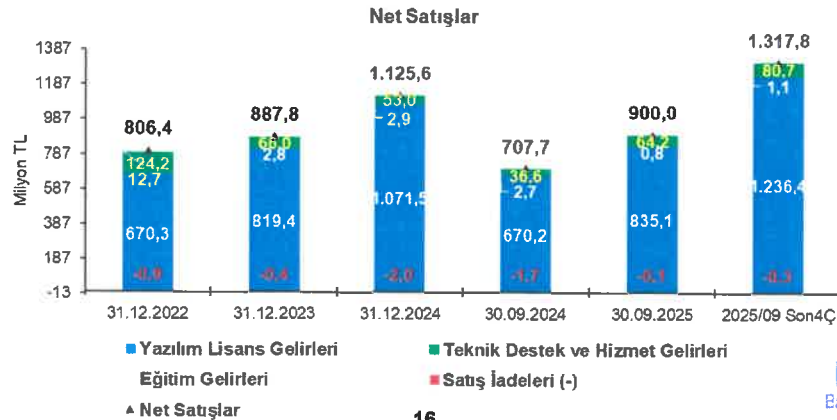
Eğitim gelirleri. 2022'de 13 mn TL iken 2023'te %78 düşüşle 2,8 mn TL'ye gerilemiş, 2024 yılında ise 3 mn TL olarak gerçekleşmiştir. 2025/09 itibarıyla son 4Ç 0,8 mn TL olarak gerçekleşmiştir. 2023 yılında yaşanan keskin düşüşün nedeni, üniversitelere verilen eğitimlerin artık ücretsiz sunulması ve özel sektör müşterilerinin büyük çoğunluğuna verilen eğitimler sonucunda modül ve ürünleri kullanmayı öğrenmeleri, bu nedenle de yeniden eğitim talebinde bulunmamalarıdır.

Net satışlar. Şirket'in gelirleri, istikrarlı bir şekilde büyümeye devam etmekte olup bu büyümenin ana itici gücünü yazılım lisans gelirleri oluşturmaktadır. Yazılım lisans gelirlerinin toplam gelir içindeki payı her geçen yıl artarken yerel yönetimlere yapılan satış hacmi artmıştır. Ortalama olarak her yıl, brüt gelirlerin yaklaşık %0,1'i iade olarak gerçekleşmiştir. Neticede net satışlar ivmelenerek büyümüş; 2023 yılında %10, 2024 yılında ise %27 reel büyüme kaydederek 1.126 mn TL'ye ulaşmış, 2025/09 itibarıyla son 4Ç ise 1.318 mn TL olarak gerçekleşmiştir.

Net Satışlar, TL

	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2024	30.09.2025	2025/09 Son4Ç	YBBO
Yazılım Lisans Gelirleri	670.333.824	819.446.844	1.071.537.182	670.216.050	835.102.709	1.236.423.841	24,9%
Teknik Destek ve Hizmet Gelirleri	124.177.846	65.968.763	53.044.263	36.603.468	64.212.242	80.653.037	(14,5%)
Eğitim Gelirleri	12.733.548	2.813.091	2.928.701	2.664.737	794.083	1.058.047	(59,5%)
Satış İadeleri (-)	(866.874)	(380.927)	(1.951.461)	(1.747.363)	(142.870)	(346.968)	(28,3%)
Net Satışlar	806.378.344	887.847.771	1.125.558.685	707.736.892	899.966.164	1.317.787.957	19,6%
<i>Değişim</i>		10,1%	26,8%		27,2%		

Kaynak: Şirket



Finansal Analiz

Mali tablolara TMS-29 uygulanmıştır

TMS-29. Şirket, 30 Eylül 2025 tarihli ve aynı tarihte sona eren yıla ilişkin finansal tabloları hazırlanırken TMS-29'a göre enflasyon düzeltmesi yapılmıştır. Bilanço tarihi itibarıyla cari satın alma gücü ile gösterilenler dışındaki tüm kalemler ilgili tüketici fiyat endeksi katsayıları kullanılarak endekslenmiştir. Önceki yıllara ait tutarlar da yine aynı şekilde endekslenmiştir. Önceki raporlama dönemlerine ait finansal tablolar paranın en son bilanço tarihindeki cari satın alma gücü esas alınarak düzeltilmiştir. Cari dönem düzeltme katsayısı önceki dönem finansal tablolarına uygulanmıştır. Parasal aktif ve pasif kalemler, bilanço tarihinde cari satın alma gücü ile ifade edildiklerinden endekslemeye tabi tutulmamışlardır. Parasal kalemler nakit para ve nakit olarak alınacak veya ödenecek kalemlerdir. Parasal olmayan aktif ve pasifler satın alma veya ilk kayda alınma tarihinden bilanço tarihine kadar olan süre içerisinde genel fiyat endeksinde meydana gelen değişikliklerin alım maliyetlerine ve birikmiş amortisman tutarlarına yansıtılması suretiyle yeniden ifade edilmiştir. Böylece maddi duran varlıklar, maddi olmayan duran varlıklar, kullanım hakkı varlıkları ve benzeri aktifler piyasa değerlerini geçmeyecek şekilde alım değerleri üzerinden endekslenmiştir. Amortismanlar da benzeri şekilde yeniden düzeltilmişlerdir. Özkaynakların içerisinde yer alan tutarlar, bu tutarların şirkete katıldığı veya şirket içerisinde olduğu dönemlerdeki tüketici fiyat endekslerinin uygulanması neticesinde yeniden düzeltilmiştir. Finansal durum tablosundaki parasal olmayan kalemlerin kar veya zarar ve diğer kapsamlı gelir tablosuna etkisi olanlar dışında kar veya zarar ve diğer kapsamlı gelir tablosunda yer alan tüm kalemler, gelir ve gider hesaplarının finansal tablolara ilk olarak yansıtıldıkları dönemler üzerinden hesaplanan katsayılar ile endekslenmişlerdir.

2025/09'da toplam aktifler 2,5 milyar TL

Genel görünüm. Şirket'in aktifleri 2022 yıl sonunda 1,73 milyar TL olup, 2023 yıl sonunda 2022 yıl sonuna göre %3,0 azalarak 1,67 milyar TL'ye gerilemiştir. 2024 yıl sonuna ise 2023 yıl sonuna göre %29,8 artışla 2,17 milyar TL'ye yükselmiştir. 30.09.2025 tarihi itibarıyla ise 2024 yıl sonuna göre %13,8 artışla 2,47 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in dönen varlıkları ağırlıklı olarak ticari alacaklar, finansal yatırımlar ve sözleşme varlıklarından oluşmaktadır. 2022 yıl sonunda 547,7 milyon TL olup, 2023 yıl sonuna 2022 yıl sonuna göre %3,3 azalarak 529,9 milyon TL'ye gerilemiştir. 2024 yıl sonuna ise 2023 yıl sonuna göre %46,3 artışla 775,3 milyon TL'ye yükselmiştir. 30.09.2025 tarihi itibarıyla ise 2024 yıl sonuna göre %15,2 artışla 892,8 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Dönen varlıkların toplam varlıklar içerisindeki payı 2022, 2023, 2024 yıl sonları ile 30.09.2025 tarihi itibarıyla sırasıyla %31,7, %31,7, %35,7, %36,1'dir. Şirket'in duran varlıkları; ağırlıklı olarak maddi ve maddi olmayan duran varlıklar ve kullanım hakkı varlıklarından oluşmaktadır. Duran varlıklar, 2022 yıl sonuna 1,18 milyar TL olup, 2023 yıl sonuna 2022 yıl sonuna göre %2,9 azalarak 1,14 milyar TL'ye gerilemiştir. 2024 yıl sonuna ise 2023 yıl sonuna göre %22,1 artışla 1,4 milyar TL'ye yükselmiştir. 30.09.2025 tarihi itibarıyla ise 2024 yıl sonuna göre %13,0 artışla 1,58 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Duran varlıkların toplam varlıklar içerisindeki payı 2022, 2023, 2024 yıl sonları ile 30.09.2025 tarihi itibarıyla sırasıyla %68,3, %68,3, %64,3, %63,9'dur. Şirket'in kısa vadeli yükümlülükleri ağırlıklı olarak kısa vadeli borçlanmalar, uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları, kiralama işlemlerinden borçlar, kısa vadeli karşılıklar ve sözleşme yükümlülüklerinden oluşmaktadır. Kısa vadeli yükümlülükler 2022 yıl sonuna 362,1 milyon TL olup, 2023 yıl sonuna 2022 yıl sonuna göre %36,6 azalarak 229,4 milyon TL'ye gerilemiştir. 2024 yıl sonuna ise 2023 yıl sonuna göre %30,3 azalarak 159,8 milyon TL'ye gerilemiştir. 30.09.2025 tarihi itibarıyla ise 2024 yıl sonuna göre %2,0 artışla 163 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Kısa vadeli yükümlülüklerin toplam kaynaklar içerisindeki payı 2022, 2023, 2024 yıl sonları ile 30.09.2025 tarihi itibarıyla sırasıyla %21,0, %13,7, %7,4, %6,6'dır. Şirket'in uzun vadeli yükümlülükleri ağırlıklı olarak uzun vadeli borçlanmalar, kiralama işlemlerinden borçlar ve uzun vadeli karşılıklardan oluşmaktadır. Uzun vadeli yükümlülükler, 2022 yıl sonuna 214,3 milyon TL olup, 2023 yıl sonuna 2022 yıl sonuna göre %85,8 azalarak 30,5 milyon TL'ye gerilemiştir. 2024 yıl sonuna ise 2023 yıl sonuna göre %17,8 artışla 35,9 milyon TL'ye yükselmiştir. 30.09.2025 tarihi itibarıyla ise 2024 yıl sonuna göre %8,0 artışla 38,8 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Uzun vadeli yükümlülüklerin toplam kaynaklar içerisindeki payı 2022, 2023, 2024 yıl sonları ile 30.09.2025 tarihi itibarıyla sırasıyla %12,4, %1,8, %1,7, %1,6'dır.

2025/09'da aktif toplamın %36,1'i dönen varlıklardan oluşmakta

Nakit ve benzerleri. Nakit ve nakit benzerleri, 2022 yıl sonuna 108,7 milyon TL olup, 2023 yıl sonuna 2022 yıl sonuna göre %38,6 azalarak 66,7 milyon TL'ye gerilemiştir. 2024 yıl sonuna ise 2023 yıl sonuna göre %147,8 artışla 165,4 milyon TL'ye yükselmiştir. 30.09.2025 tarihi itibarıyla ise 2024 yıl sonuna göre %94,9 azalışla 8,5 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Nakit ve nakit benzerlerinin 2023 yıl sonuna düşük gerçekleşmesinin sebebi; maddi ve maddi olmayan duran varlık alımlarından ve geliştirmelerinden kaynaklanan nakit çıkışları ve kredi geri ödemelerine ilişkin nakit çıkışları sebebiyledir. Nakit ve nakit benzerlerinin 30.09.2025 tarihi itibarıyla düşüş göstermesinin sebebi şirketin mevduatlarını vadeli hesaplar yerine para piyasası fonlarında değerlendirmesidir.

Finansal Analiz

Ticari alacakların büyük kısmı yerel yönetimlerden olan alacaklardan kaynaklanmaktadır

Lisans ve satış sözleşmelerinden kaynaklanan yükümlülüklerin karşılanmış fakat henüz faturalandırılmamış kısımları sözleşme varlıkları altında takip edilmektedir.

Stoklar büyük oranda lisanslar için gerekli olan elektronik kilitlerden oluşmaktadır.

2022 yılında maddi duran varlıklarda gerçekleşen artış Udentify birleşmesi sonrası gerçekleşen maddi duran varlık satın alımlarından; 2023 yılında gerçekleşen azalma ise bahsi geçen duran varlıkların satışlarından kaynaklanmaktadır.

Ticari alacaklar. Ticari alacaklar 2022 yıl sonunda 387,4 milyon TL olup, 2023 yıl sonunda 2022 yıl sonuna göre %11,5 artışla 431,8 milyon TL'ye yükselmiştir. 2024 yıl sonunda ise 2023 yıl sonuna göre %24,5 artışla 537,7 milyon TL'ye yükselmiştir. 30.09.2025 tarihi itibarıyla ise 2024 yıl sonuna göre %1,4 azalışla 530 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 2022 yıl sonundaki ilişkili taraflardan olan ticari alacaklar kaleminde görünen tutar, Şirket'in Suwen'den olan alacağının 2021 yılından devreden tutarıdır. 2023 ve 2024 yıl sonu ile 30.09.2025 tarihi itibarıyla ilişkili taraflardan herhangi bir ticari alacak bulunmamaktadır. Ticari alacakların net satışlara oranı 2022, 2023, 2024 yıl sonları ile 30.09.2025 tarihi itibarıyla sırasıyla %48,0, %48,6, %47,8, %58,9 olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in yapmış olduğu satışların önemli bir bölümü yerel yönetimlere yapılmakta olup yapılan satışlar nedeniyle oluşan alacakların ortalama vadeleri (mevcut durumda 164 gün) uzayabilmektedir. Şirket 30 yılı aşkın bir süredir yerel yönetimlerle iş yapmakta bu süre zarfında bugüne dek tahsil edemediği toplam alacak tutarı 250.000 TL'nin altındadır. Dolayısıyla bu durum yerel yönetimlerden olan alacaklara özgü bir durum olup şüpheli olarak değerlendirilmemekte ve karşılık ayrılmamaktadır. 30.09.2025 tarihi itibarıyla vadesi geçmiş alacaklar 280,6 milyon TL'dir. Vadesi 3 aydan fazla geçmiş alacaklar ise 180,0 milyon TL olup bunun 168,2 milyon TL'si yerel yönetimlerden olan alacaklardır.

Sözleşme varlıkları. Sözleşme varlıkları, Şirket'in lisans ve hizmet satış sözleşmelerinden kaynaklanan yükümlülüğünü (ömeğin; hizmetin verilmesi, ürünün lisans kilidinin müşteriye gönderilmesi) yerine getirip henüz faturalandırdığı gelirlerden oluşmaktadır. Sözleşme varlıkları, 2022 yıl sonunda 33,6 milyon TL olup, 2023 yıl sonunda 2022 yıl sonuna göre %72,3 azalarak 9,3 milyon TL'ye gerilemiştir. 2024 yıl sonunda ise 2023 yıl sonuna göre %248,3 artışla 32,5 milyon TL'ye yükselmiştir. 30.09.2025 tarihi itibarıyla ise 2024 yıl sonuna göre %272,7 artışla 121,1 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 30.09.2025 tarihi itibarıyla meydana gelen söz konusu artışın özel bir nedeni bulunmayıp lisans ve hizmet satış sözleşmelerinden kaynaklanan yükümlülüklerin yıl sonunda tamamlanacak olmasından kaynaklanmaktadır.

Stoklar. Şirket'in stokları çoğunlukla lisanslar için gerekli olan elektronik kilitlerden oluşmaktadır. 2022 yıl sonunda 661,6 bin TL olup, 2023 yıl sonunda 2022 yıl sonuna göre %21,4 azalarak 520,2 bin TL'ye gerilemiştir. 2024 yıl sonunda ise 2023 yıl sonuna göre %60,9 azalarak 203,2 bin TL'ye gerilemiştir. 30.09.2025 tarihi itibarıyla ise 2024 yıl sonuna göre %55,4 artışla 315,8 bin TL olarak gerçekleşmiştir.

Maddi duran varlıklar. Şirket'in maddi duran varlıkları demirbaşlar ve diğer maddi duran varlıklar kalemlerinden oluşmaktadır. Demirbaşlar kaleminde; faaliyetlerde kullanılan sunucu, bilgisayar, cep telefonu gibi cihazlar yer almaktadır. Diğer maddi duran varlıklar kaleminde ise ofis tadilatları yer almaktadır. Şirket'in faaliyetlerinde kullandığı tüm gayrimenkuller kira sözleşmelerine tabi olarak kullanılmaktadır. Maddi duran varlıklar 2022 yıl sonunda 74,9 milyon TL olup, 2023 yıl sonunda 2022 yıl sonuna göre %45,8 azalarak 40,5 milyon TL'ye gerilemiştir. 2024 yıl sonunda ise 2023 yıl sonuna göre %7,5 azalarak 37,5 milyon TL'ye gerilemiştir. 30.09.2025 tarihi itibarıyla ise 2024 yıl sonuna göre %17,1 artışla 43,9 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 2023 yılındaki azalış, Şirket'in 08.05.2023 tarihli Yönetim Kurulu kararı ile gerçekleşen Udentify devri sonrası bu maddi duran varlıkların çıkışından kaynaklanmaktadır.

Kullanım hakkı varlıkları. 2018 yılı sonrasını kapsayan TFRS 16 standardı çerçevesinde uzun vadeli kira sözleşmeleri, bilançonun aktif tarafında kullanım hakkı varlığı, pasif tarafında ise kiralama işleminden kaynaklanan yükümlülükler kalemlerinde muhasebeleştirilmektedir. Şirket'in faaliyetlerinde kullandığı tüm gayrimenkuller kira sözleşmelerine tabi olarak kullanılmaktadır. Kullanım hakkı varlıkları 2022 yıl sonunda 48,9 milyon TL olup, 2023 yıl sonunda 2022 yıl sonuna göre %3,8 artışla 50,8 milyon TL'ye yükselmiştir. 2024 yıl sonuna ise 2023 yıl sonuna göre %26,0 artışla 64 milyon TL'ye yükselmiştir. 30.09.2025 tarihi itibarıyla ise 2024 yıl sonuna göre %1,4 azalışla 63,1 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Finansal Analiz

**Maddi olmayan duran varlıklar
bakiyesi altında Şirket'in AR-GE
faaliyetlerine ilişkin
aktifleştirmeleri takip
edilmektedir.**

Maddi olmayan duran varlıklar. Maddi olmayan duran varlıklar, 2022 yıl sonunda 975,5 milyon TL olup, 2023 yıl sonunda 2022 yıl sonuna göre %7,9 artışla 1,05 milyar TL'ye yükselmiştir. 2024 yıl sonunda ise 2023 yıl sonuna göre %21,9 artışla 1,28 milyar TL'ye yükselmiştir. 30.09.2025 tarihi itibarıyla ise 2024 yıl sonuna göre %11,0 artışla 1,42 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Maddi olmayan duran varlıklar büyük oranda Şirket'in yaptığı geliştirme harcamalarının aktifleştirilmesi ile elde edilmektedir. Şirket, Ar-Ge faaliyetlerini artırarak sürdürmekte ve buna bağlı olarak aktifleşen Ar-Ge giderleri yıllar içerisinde artış göstermektedir. 08.05.2023 tarihli Yönetim Kurulu kararı ile Şirket'in iktisadi hedeflerine ulaşabilmesi ve optimum kârlılık ve verimlilik ile faaliyetlerine devam edebilmesi için ekonomik sebeplerle yeni yöntemlere başvurmaya, bu doğrultuda Şirket'in Udentify ile birleşmesi sebebiyle bu şirketten devraldığı Görüntü İşleme (Computer Vision) biriminin aktif ve pasiflerinin başka bir şirkete devrine ve bu sebeple bu kapsamda yürütülen işlerin bulunduğu departmanların kapatılmasına karar verilmiştir. Bu devir sonucunda Udentify ile ilgili takip edilen teknoloji varlığı, şerefiye ve uzun vadeli diğer borçlar hesapları kapatılmıştır. İlgili hesapların kapatılması sonucu yatırım faaliyetlerinden giderler oluşmuştur.

2025/09 itibariyle Şirket'in uzun vadeli finansal borcu bulunmamaktadır. Kısa vadeli borçlanmalar ise cüzi seviyededir.

Finansal borçlar. Kısa vadeli borçlanmalar, 2022 yıl sonunda 169,6 milyon TL olup, 2023 yıl sonunda 2022 yıl sonuna göre %55,5 azalarak 75,4 milyon TL'ye gerilemiştir. 2024 yıl sonu itibarıyla kısa vadeli finansal borç bulunmamakta olup 30.09.2025 tarihi itibarıyla da 1,9 milyon TL tutarında kısa vadeli finansal borç bulunmaktadır. Ar-Ge çalışmaları için yapılan yatırımlar, planlanan ve gerçekleşen kurumsal ve sair yatırımlar, istihdam artışı ile özellikle hazır değerlerin yüksek seviyelerde tutulması kararı da 2022 yılında finansal borçların yüksek seyretmesinin nedenlerindendir. 2023 yılı ve sonrasında kısa vadeli borçlar kapatılarak net borçluluk önemli ölçüde azaltılmıştır. Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları, 2022 yıl sonunda 53,4 milyon TL olup, 2023 yıl sonuna göre %59,9 azalarak 21,4 milyon TL'ye gerilemiştir. 2024 yıl sonuna ise 2023 yıl sonuna göre %85,2 azalarak 3,2 milyon TL'ye gerilemiş olup 30.09.2025 tarihi itibarıyla ise uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları kalmamıştır. Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları, gerçekleştirilen ve gelecekte gerçekleştirilmesi öngörülen Ar-Ge harcamaları ve kurumsal genişleme faaliyetlerini finanse etmek için alınan uzun vadeli kredilerin kısa vadeli kısımlarıdır. Uzun vadeli borçlanmalar, 2022 yıl sonuna 41,4 milyon TL olup, 2023 yıl sonuna 2022 yıl sonuna göre %90,4 azalarak 4,0 milyon TL'ye gerilemiş olup 2024 yıl sonu ve 30.09.2025 tarihi itibarıyla uzun vadeli finansal borç kalmamıştır.

Şirket'in gayrimenkul kira sözleşmelerinden doğan yükümlülükleri TFRS16 kapsamında finansal kiralama borçları altında takip edilmektedir.

Kısa ve uzun vadeli finansal kiralama borçları. Şirket'in faaliyetlerinde kullandığı tüm gayrimenkuller kira sözleşmelerine tabi olarak kullanılmaktadır. 2018 yılı sonrasını kapsayan TFRS 16 standardı çerçevesinde kira sözleşmeleri, bilançonun aktif tarafında kullanım hakkı varlığı, pasif tarafında ise kiralama işleminden kaynaklanan yükümlülükler kalemlerine muhasebeleştirilmektedir. Kısa vadeli kiralama işlemlerinden borçlar, 2022 yıl sonunda 11,2 milyon TL olup, 2023 yıl sonunda 2022 yıl sonuna göre %40,9 artışla 15,8 milyon TL'ye yükselmiştir. 2024 yıl sonuna ise 2023 yıl sonuna göre %45,7 artışla 23 milyon TL'ye yükselmiştir. 30.09.2025 tarihi itibarıyla ise 2024 yıl sonuna göre %18,8 artışla 27,4 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Uzun vadeli kiralama işlemlerinden borçlar, 2022 yıl sonunda 13,7 milyon TL (13.696.432 TL) olup, 2023 yıl sonuna 2022 yıl sonuna göre sınırlı artışla 13,7 milyon TL'ye (13.703.117 TL) yükselmiştir. 2024 yıl sonuna ise 2023 yıl sonuna göre %70,0 artışla 23,3 milyon TL'ye yükselmiştir. 30.09.2025 tarihi itibarıyla ise 2024 yıl sonuna göre %0,7 artışla 23,4 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Sözleşme yükümlülükleri. Şirket'in faturasını kesmiş olduğu başta yıllık teknik destek olmak üzere hizmet kalemlerinin henüz hizmetini tamamlamadığı kısımları sözleşme yükümlülükleri kaleminde takip edilmektedir. Sözleşme yükümlülükleri, 2022 yıl sonunda 44,1 milyon TL olup, 2023 yıl sonunda 2022 yıl sonuna göre %26,3 azalarak 32,5 milyon TL'ye gerilemiştir. 2024 yıl sonunda ise 2023 yıl sonuna göre %37,1 azalarak 20,4 milyon TL'ye gerilemiştir. 30.09.2025 tarihi itibarıyla ise 2024 yıl sonuna göre %295,1 artışla 80,6 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 30.09.2025 tarihi itibarıyla tutarın yüksek olmasının temel nedeni, mevcut sözleşme yükümlülüklerinin ilgili yılda henüz tamamlanmamasıdır.

Finansal Analiz

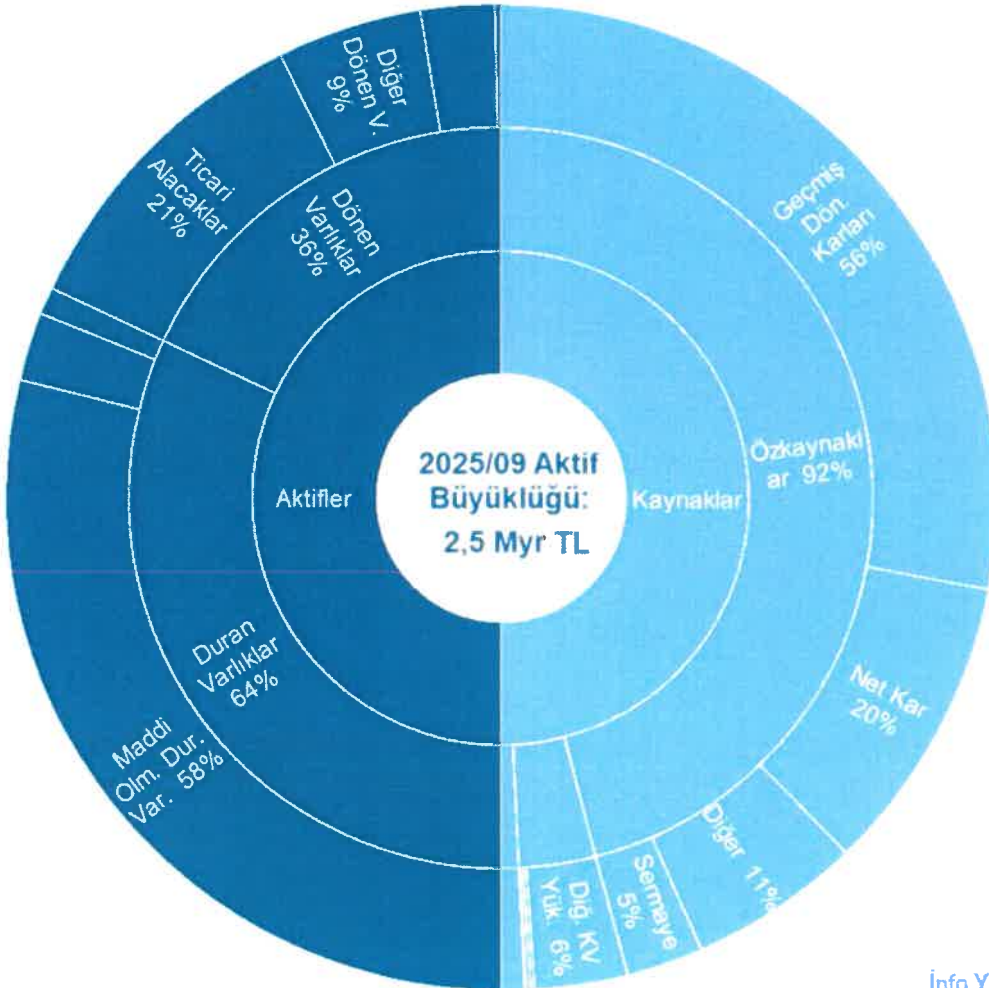
Uzun vadeli diğer borçlar
Udentify satın alımına ilişkin olarak oluşmuştur. 08.05.2023 tarihi itibarıyla Udentify'nin devrinin gerçekleşmesi ile bahsi geçen hesap kapanmıştır.

2025/09 tarihinde ana ortaklığa ait özkaynaklar yaklaşık 2,3 milyar TL

Kısa vadeli karşılıklar. Kısa vadeli karşılıklar, çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklardan ve diğer kısa vadeli karşılıklardan oluşmaktadır. Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar, personel primleri ve kullanılmamış izin karşılıklarını içermektedir. Şirket yıl sonu primlerini takip eden yılın ilk iki ayı içerisinde ödemektedir. Diğer kısa vadeli karşılıklar ise muhtelif dava karşılıklarını içermektedir. Kısa vadeli karşılıklar 2022 yıl sonunda 55,3 milyon TL olup, 2023 yıl sonunda 2022 yıl sonuna göre %2,5 artışla 56,7 milyon TL'ye yükselmiştir. 2024 yıl sonunda ise 2023 yıl sonuna göre %38,0 artışla 78,3 milyon TL'ye yükselmiştir. 30.09.2025 tarihi itibarıyla ise 2024 yıl sonuna göre %62,4 azalışla 29,5 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Uzun vadeli diğer borçlar. Şirket'in 2021 yılında Udentify'nin hisselerin alımına ilişkin olarak Udentify'nin önceki ortaklarıyla yaptığı sözleşmeler uyarınca %66,1 oranında hisse için satın alım bedelinin Udentify'nin hisse alım tarihinden sonraki aylık gelirleri üzerinden hesaplanması söz konusu olmuştur. Şirket yönetimi gelecek dönemlerde (en geç 2025 yılı sonuna kadar) ödenecek satın alım bedelinin tahmininde çeşitli gelir senaryolarına göre hesapladığı satın alım bedellerinin gerçekleşme olasılıklarının ağırlıklı ortalaması ile tespit ettiği tahmini satın alım bedeli üzerinden şerefiye hesaplamasını yapmış ve bu hesaplama istinaden finansal tablolarda 2022 yılında 114,9 milyon TL tutarında bir yükümlülük kaydedilmiştir. 08.05.2023 tarihli Yönetim Kurulu kararı ile gerçekleşen devir sonrası Udentify ile ilgili takip edilen hesap kapatılmıştır.

Özkaynaklar. Şirket'in özkaynakları ağırlıklı olarak ödenmiş sermaye, sermaye düzeltme farkları, geçmiş yıllar karları ve net dönem karı kalemlerinden oluşmaktadır. Özkaynaklar, 2022 yıl sonunda 1,15 milyar TL olup, 2023 yıl sonunda 2022 yıl sonuna göre %23,0 artışla 1,41 milyar TL'ye yükselmiştir. 2024 yıl sonunda ise 2023 yıl sonuna göre %39,8 artışla 1,98 milyar TL'ye yükselmiştir. 30.09.2025 tarihi itibarıyla ise 2024 yıl sonuna göre %14,8 artışla 2,27 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Özkaynaklar kaleminde görülen artış, dönemler itibarıyla oluşan net dönem karlarına bağlı olarak görülmüştür. Yıllara sari temettü dağıtılması özkaynak büyümesini sınırlamaktadır. Özkaynakların toplam kaynaklar içerisindeki payı 2022, 2023, 2024 yıl sonları ile 30.09.2025 tarihi itibarıyla sırasıyla %66,6, %84,5, %91,0, %91,8'dir.



Bilanço				
30 Eylül, TL Netcad	2022 Gerçekleşmiş ÖBDR	2023 Gerçekleşmiş ÖBDR	2024 Gerçekleşmiş ÖBDR	2025/09 Gerçekleşmiş ÖBDR
Aktifler	1.725.830.911	1.673.932.440	2.172.298.545	2.471.159.649
Nakit ve Benzerleri	108.682.471	66.731.827	165.374.642	8.469.170
Finansal Yatırım	-	-	-	215.200.244
Ticari Alacaklar	387.374.963	431.844.281	537.738.327	529.958.058
Diğer Alacaklar	1.317.717	1.170.066	2.024.388	8.878.488
Stoklar	661.603	520.200	203.182	315.824
Peşin Ödenmiş Gid.	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
Diğ. Dön. Var.	13.206.053	16.890.819	31.483.339	3.604.763
Dönen Varlıklar	547.729.310	529.911.855	775.300.898	892.840.152
Ticari Alacaklar	2.379.398	-	-	-
Diğer Alacaklar	555.570	365.016	228.987	410.062
Finansal Yatırım	-	-	12.601.429	11.145.880
Kullanım Hakkı Var.	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
Şerefiye	75.773.211	-	-	-
Maddi Olmayan Duran Var.	975.489.642	1.052.261.911	1.282.662.424	1.424.319.123
Diğer Duran Varlıklar	-	-	-	32.942.300
Peşin Ödenmiş Gid.	120.870	84.522	26.136	2.523.237
Duran Varlıklar	1.178.101.601	1.144.020.585	1.396.997.647	1.578.319.497
Özkaynak ve Yükümlülükler	1.725.830.911	1.673.932.440	2.172.298.545	2.471.159.649
Kısa Vad. Borç.	169.604.247	75.416.428	-	1.851.310
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	11.218.218	15.810.215	23.031.922	27.372.703
Uz. Vad. Borç. Kısa Vad. Kıs.	53.435.044	21.430.498	3.176.480	-
Ticari Borçlar	6.599.202	5.560.404	10.355.957	5.869.744
Çalış. Sağ. Fay. Kap. Borç.	8.390.938	9.167.821	11.285.387	8.947.925
Sözleşme Yük.	44.066.095	32.455.966	20.407.474	80.635.282
Ertelenmiş Gelirler	7.180.499	7.506.988	6.027.910	6.217.809
Kısa Vad. Karş.	55.329.065	56.706.144	78.266.417	29.452.548
Diğer Kısa Vad. Yük.	6.283.288	5.376.659	7.265.524	2.632.399
Kısa Vad. Yükümlülükler	362.106.596	229.431.123	159.817.071	162.979.720
Uzun Vad. Borç.	41.375.314	3.990.991	-	-
Diğer Borçlar	114.882.445	-	-	-
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	13.696.432	13.703.117	23.291.000	23.446.246
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
Ertelenmiş Vergi Yük.	-	-	-	-
Uzun Vad. Yükümlülükler	214.342.899	30.482.736	35.903.432	38.788.310
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
Kardan Ayrı. Kısıt. Yed.	57.462.113	57.462.113	59.698.297	91.127.468
Yen. Sınıflandırılmayacak Diğ. Kap. Gel.	(20.862.666)	(22.821.981)	(26.233.666)	(27.053.682)
Yen. Sınıflandırılacak Diğ. Kap. Gel.	-	-	34.344	(1.421.205)
Geçmiş Yıl Karları	496.986.370	772.062.712	1.019.929.200	1.381.066.487
Net Kar	275.076.342	266.596.480	582.430.610	484.953.294
Ana Ortak. Özkaynakları	1.149.381.416	1.414.018.581	1.976.578.042	2.269.391.619

Finansal Analiz

Enflasyon muhasebesi nedeniyle satış büyümleri reel büyüme olarak görülmektedir

Şirket 2022 yılına kadar çözüm satışlarına odaklanırken 2023 sonrasında lisans satışlarına yoğunlaştığı bir iş modelini benimsemiştir.

Brüt kar marjı cari dönemde yükseliş eğiliminde

TMS29 mevsimsel etkiler kaynaklı marjı olduğundan düşük göstermekte

Net satışlar. Şirket'in net satışları, 2022 yılında 806,4 milyon TL olup, 2023 yılında 2022 yılına göre %10,1 artışla 887,8 milyon TL'ye yükselmiş, 2024 yılında 2023 yılına göre %26,8 artışla 1,13 milyar TL'ye yükselmiştir. 2025 yılının ilk 9 aylık döneminde ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %27,2 artışla 900 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in ana gelir kalemi olan yazılım lisans gelirleri, 2022 yılında 670,3 milyon TL olup, 2023 yılında 2022 yılına göre %22,2 artışla 819,4 milyon TL'ye yükselmiş, 2024 yılında 2023 yılına göre %30,8 artışla 1,07 milyar TL'ye yükselmiştir. 2025 yılının ilk 9 aylık döneminde ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %24,6 artışla 835,1 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 2022 yılında yerel yönetimlerden elde edilen 316,8 milyon TL'lik yazılım lisans gelirleri, 670,3 milyon TL'lik toplam yazılım lisans gelirlerinin %47,3'ü mertebesindeyken, 2023 yılında bu oran %51,3, 2024 yılında %58,3, 2025 yılının ilk 9 aylık döneminde %72,6, 2025 yılının ilk 9 aylık döneminde de %65,0 olarak gerçekleşmiştir. Özel sektör yazılım lisans gelirleri, 2022 yılında 219,6 milyon TL olup, 2023 yılında 2022 yılına göre %11,6 artışla 245 milyon TL'ye yükselmiş, 2024 yılında 2023 yılına göre %15,4 artışla 282,9 milyon TL'ye yükselmiştir. 2025 yılının ilk 9 aylık döneminde ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %42,3 artışla 239,1 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Kamu sektörüne yapılan yazılım lisans satışları, 2022 yılında 134 milyon TL olup, 2023 yılında 2022 yılına göre %14,9 artışla 154 milyon TL'ye yükselmiş, 2024 yılında 2023 yılına göre %6,4 artışla 163,8 milyon TL'ye yükselmiştir. 2025 yılının ilk 9 aylık döneminde ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %214,3 artışla 49,6 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Teknik destek ve hizmet gelirleri, 2022 yılında 124,2 milyon TL olup, 2023 yılında 2022 yılına göre %46,9 azalarak 66 milyon TL'ye gerilemiş, 2024 yılında 2023 yılına göre %19,6 azalarak 53 milyon TL'ye gerilemiştir. 2025 yılının ilk 9 aylık döneminde ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %75,4 artışla 64,2 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Teknik destek ve hizmet gelirlerinde meydana gelen azalmanın temel sebebi; Udentify birleşmesi nedeniyle devralınan Görüntü İşleme (Computer Vision) biriminden beklenen gelir katkısının elde edilememiş olmasından dolayı söz konusu birimin devredilmesinden kaynaklanmaktadır. Teknik destek ve hizmet gelirlerinin içerisinde teknik destek bakım hizmetlerinin yanı sıra iş ortaklarından sağlanan hizmetler de (örneğin; 360 derece cadde/sokak panorama çekimi, 360 derece cadde/sokak panorama görüntülerinden veri sayısallaştırma hizmetleri, saha veri toplama çalışmaları, hava-uydu görüntüsü temini) bulunmaktadır.

Brüt kar marjı. Satışların maliyeti 2022 yılında 122,2 milyon TL olup, 2023 yılında 2022 yılına göre %24,6 azalarak 92,1 milyon TL'ye gerilemiş, 2024 yılında 2023 yılına göre %7,9 artışla 99,4 milyon TL'ye yükselmiştir. 2025 yılının ilk 9 aylık döneminde ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %16,3 artışla 64,2 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Satışların maliyeti altında izlenen "dışardan sağlanan fayda ve hizmetler" ise Şirket'in ek servis sağlayıcıları, iş ortakları ve uygulama işlemlerine ilişkin dışarıdan almış olduğu hizmetlerden (örneğin; 360 derece cadde/sokak panorama çekimi, 360 derece cadde/sokak panorama görüntülerinden veri sayısallaştırma hizmetleri, saha veri toplama çalışmaları, hava-uydu görüntüsü temini) oluşmaktadır. Dışardan sağlanan fayda ve hizmetler, 2022 yılında 66,9 milyon TL olup, 2023 yılında 2022 yılına göre %39,1 azalarak 40,7 milyon TL'ye gerilemiş, 2024 yılında 2023 yılına göre %0,0 artışla 40,7 milyon TL'ye yükselmiştir. 2025 yılının ilk 9 aylık döneminde ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %27,8 azalışla 8,2 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Satışların maliyeti kalemi içerisindeki personel giderleri; teknik destek hizmetlerini sağlayan personellerin maliyetini içermektedir. Satışların maliyeti içerisinde yer alan personel maliyetlerinin satışlara oranı 2022 – 2024 yılları arasında ortalama %5,3 seviyesinde gerçekleşmiştir. Satışların maliyeti içerisindeki diğer giderlerin içeriğini satış komisyonları, fiziksel lisans kilitleri ve üçüncü taraflardan sağlanan donanım ve lisans giderleri oluşturmaktadır. Diğer maliyetlerin satışlara oranı 2022 – 2024 yılları arasında ortalama %0,5 seviyesinde gerçekleşmiştir. Brüt kar, 2022 yılında 684,1 milyon TL olup, 2023 yılında 2022 yılına göre %16,3 artışla 795,7 milyon TL'ye yükselmiş, 2024 yılında 2023 yılına göre %29,0 artışla 1,03 milyar TL'ye yükselmiştir. 2025 yılının ilk 9 aylık döneminde ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %28,1 artışla 835,7 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Finansal Analiz

2025/09 dönemi itibarıyla AR-GE giderlerinin satış payı %16,5

Şirket AR-GE giderlerini aktifleştirmektedir. Aktifleştirilen projelere projenin tamamlanması ile faydalı ömürleri üzerinden amortisman ayrılmaktadır.

Genel yönetim giderlerinde kullanım hakkı kaynaklı amortisman yer alırken projeksiyonda TFRS16 elimine edilmiş ve sadece MDV amortismanı genel yönetimde varsayılmıştır

ARGE. Araştırma ve geliştirme giderleri, 2022 yılında 147,1 milyon TL olup, 2023 yılında 2022 yılına göre %2,6 artışla 150,9 milyon TL'ye yükselmiş, 2024 yılında 2023 yılına göre %10,2 azalarak 135,5 milyon TL'ye gerilemiştir. 2025 yılının ilk 9 aylık döneminde ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %32,8 artışla 148,1 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Amortisman ve itfa paylarının tamamı, tamamlanmış projelere ait aktifleştirilen geliştirme maliyetlerinin amortismanından oluşmaktadır. Geliştirme giderleri, proje bitene kadar aktive alınmakta, proje tamamlandıktan sonra faydalı ömür kabulü olan 3 yılda itfa edilmektedir. Aktifleştirmeye proje başlangıç tarihi itibarıyla başlanmaktadır. Proje başlangıç tarihi, Şirket'in Ankara'daki Teknokent projeleri bakımından Teknokent onayının alındığı tarih, İstanbul'daki Ar-Ge merkezindeki projeleri bakımından ise Şirket'in projeyi başlatma tarihidir. Ar-Ge merkezindeki projeler, her sene T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı tarafından denetlenmektedir. Kapanmamış projelerdeki aktifleşen giderlerden amortisman ayrılmamaktadır. 30.09.2025 tarihi itibarıyla kapanmamış projeler ve bu projelerin aktifleştirme tutarları işbu İzahnamenin 9.2.1 numaralı bölümde yer almaktadır. Geliştirme giderlerinin ağırlıklı kısmı, amortisman ve itfa paylarından oluşmaktadır. Geliştirme giderleri içerisinde yer alan danışmanlık giderleri ise üniversite ve akademisyenlerden alınan teknik danışmanlık giderlerini içermektedir. Araştırma ve geliştirme giderleri içerisindeki danışmanlık giderleri, 2022 yılında 1,5 milyon TL olup, 2023 yılında 2022 yılına göre %27,7 azalarak 1,1 milyon TL'ye gerilemiş, 2024 yılında 2023 yılına göre %189,4 artışla 3,1 milyon TL'ye yükselmiştir. 2025 yılının ilk 9 aylık döneminde ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %331,6 artışla 5,7 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 30.09.2025 tarihi itibarıyla aktifleştirilen geliştirme maliyetleri ve devam eden geliştirme maliyetlerinin net defter değeri 1,4 milyar TL'dir. Bu tutar 2024 yıl sonunda 1,3 milyar TL, 2023 yıl sonunda 1,0 milyar TL, 2022 yıl sonunda 932,7 milyon TL'dir.

Pazarlama giderleri. Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri, 2022 yılında 16 milyon TL olup, 2023 yılında 2022 yılına göre %24,6 azalarak 12,1 milyon TL'ye gerilemiş, 2024 yılında 2023 yılına göre %18,0 azalarak 9,9 milyon TL'ye gerilemiştir. 2025 yılının ilk 9 aylık döneminde ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %3,0 artışla 6 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in reklam harcamaları, 2022 yılında 10,7 milyon TL olup, 2023 yılında 2022 yılına göre %15,9 azalarak 9 milyon TL'ye gerilemiş, 2024 yılında 2023 yılına göre %59,3 azalarak 3,6 milyon TL'ye gerilemiştir. 2025 yılının ilk 9 aylık döneminde ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %0,8 azalışla 1,9 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca 2022 yılında Şirket'in pazarlama, satış ve dağıtım giderleri altında komisyon giderleri de yer almakta olup bu giderler, Şirket'in Endonezya'daki satışlarından doğan bayi komisyon ücretleridir.

Genel yönetim giderleri. 2022 yılında 213,2 milyon TL olup, 2023 yılında 2022 yılına göre %13,0 azalarak 185,5 milyon TL'ye gerilemiş, 2024 yılında 2023 yılına göre %1,3 artışla 188 milyon TL'ye yükselmiştir. 2025 yılının ilk 9 aylık döneminde ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %10,5 artışla 144,9 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Genel yönetim giderleri altında izlenen personel giderleri, 2022 yılında 45,7 milyon TL olup, 2023 yılında 2022 yılına göre %5,4 azalarak 43,2 milyon TL'ye gerilemiş, 2024 yılında 2023 yılına göre %1,2 artışla 43,7 milyon TL'ye yükselmiştir. 2025 yılının ilk 9 aylık döneminde ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %8,3 artışla 29,2 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Genel yönetim giderleri altında izlenen seyahat giderleri, 2022 yılında 24 milyon TL olup, 2023 yılında 2022 yılına göre %0,3 artışla 24,1 milyon TL'ye yükselmiş, 2024 yılında 2023 yılına göre %15,4 azalarak 20,4 milyon TL'ye gerilemiştir. 2025 yılının ilk 9 aylık döneminde ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %4,1 artışla 14 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Genel yönetim giderleri altında izlenen akaryakıt giderleri, 2022 yılında 16,8 milyon TL olup, 2023 yılında 2022 yılına göre %23,5 azalarak 12,9 milyon TL'ye gerilemiş, 2024 yılında 2023 yılına göre %23,0 azalarak 9,9 milyon TL'ye gerilemiştir. 2025 yılının ilk 9 aylık döneminde ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %24,9 azalışla 5,8 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Araç sayısının azaltılması ile akaryakıt fiyatlarındaki artışlar dengelenmeye çalışılmıştır.

Finansal Analiz

Şirket lisanssız kullanımı lehine kullanabilmek adına yasadışı kullanımları tespit ederek yasadışı kullanıcılardan tazminat geliri kazanmaktadır. Ayrıca tazminat sonrasında bahsi geçen kullanıcılar Netcad lisansı almaya teşvik edilmektedir. Bu yöntem ile şirket Lisanssız kullanıma dair oluşabilecek riskleri minimize etmeyi hedeflemektedir.

Tüm dönemlerde esas faaliyetlerden nette gelir yazılmakta

Geçmiş yıllarda Udentify satın alımı ve düşük faizler nedeniyle Şirket kredi kullanırken faizlerin yükselmesi ile borçların kapatılması kararı alınmıştır

2023 yılında Udentify kaynaklı MDV satış zararı, deprem vergisi ve yüksek finansman gideri tek seferlik giderler olarak görülmektedir

Esas faaliyetlerden diğer gelir/giderler. Esas faaliyetlerden diğer gelirler; tazminat gelirleri, reeskont faiz gelirleri, teşvik gelirleri, konusu kalmayan şüpheli alacaklar, kur farkı gelirleri, konusu kalmayan dava karşılığı ve diğer gelirlerden oluşmaktadır. Esas faaliyetlerden diğer gelirler, 2022 yılında 35,6 milyon TL olup, 2023 yılında 2022 yılına göre %0,9 artışla 35,9 milyon TL'ye yükselmiş, 2024 yılında 2023 yılına göre %35,1 artışla 48,5 milyon TL'ye yükselmiştir. 2025 yılının ilk 9 aylık döneminde ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %55,5 artışla 55,3 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Esas faaliyetlerden diğer giderler; reeskont faiz giderleri, dava karşılık giderleri, şüpheli alacak karşılık giderleri, kur farkı giderleri, ek kurumlar vergisi, tazminat gideri ve diğer giderler kalemlerinden oluşmaktadır. Esas faaliyetlerden diğer giderler, 2022 yılında 34,1 milyon TL olup, 2023 yılında 2022 yılına göre %152,5 artışla 86,2 milyon TL'ye yükselmiş, 2024 yılında 2023 yılına göre %34,0 azalarak 56,8 milyon TL'ye gerilemiştir. 2025 yılının ilk 9 aylık döneminde ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %46,1 azalışla 14 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 2023 yılındaki artışın sebebi 12.03.2023 tarih ve 32130 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan 7440 sayılı Bazı Alacakların Yeniden Yapılandırılması ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun ile Kurumlar vergisi mükelleflerince 2022 hesap dönemi beyannamesinde indirim ve istisnalar üzerinden, bazı indirim ve istisnalar için %10 ek vergi getirilmiş olmasıdır. Esas faaliyet karı, 2022 yılında 309,4 milyon TL olup, 2023 yılında 2022 yılına göre %28,3 artışla 397,1 milyon TL'ye yükselmiş, 2024 yılında 2023 yılına göre %72,4 artışla 684,5 milyon TL'ye yükselmiştir. 2025 yılının ilk 9 aylık döneminde ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %39,7 artışla 578 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Yatırım faaliyetlerinden gelir ve giderler. Yatırım faaliyetlerinden gelirler, 2022 yılında 10,3 milyon TL olup, 2023 yılında 2022 yılına göre %99,7 azalarak 32,4 bin TL'ye gerilemiş, 2024 yılında 2023 yılına göre %41,8 artışla 46 bin TL'ye yükselmiştir. 2025 yılının ilk 9 aylık döneminde ise 11,3 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 2025 yılının ilk 9 aylık dönemindeki artış para piyasası fonlarına ilişkin gelirlerden kaynaklanmaktadır. 08.05.2023 tarihli Yönetim Kurulu Kararı ile Şirket'in iktisadi hedeflerine ulaşabilmesi ve optimum karlılık ve verimlilik ile faaliyetlerine devam edebilmesi için ekonomik sebeplerle yeni yöntemlere başvurmaya, bu doğrultuda Şirket'in Udentify ile birleşmesi sebebi ile bu şirketten devraldığı Görüntü İşleme (Computer Vision) biriminin aktif ve pasiflerinin başka bir şirkete devrine ve bu sebeple bu kapsamda yürütülen işlerin bulunduğu departmanların kapatılmasına karar verilmiştir. Bu devir sonucunda Udentify ile ilgili takip edilen teknoloji varlığı, şerefiye ve uzun vadeli diğer borçlar hesapları kapatılmıştır. İlgili hesapların kapatılması sonucu yatırım faaliyetlerinden giderler oluşmuştur. Bu kapsamda 2023 yılında 39,8 milyon TL'lik yatırım faaliyetlerinden gider oluşmuştur.

Finansman gelir ve giderleri. Finansman gelirleri, 2022 yılında 2,8 milyon TL olup, 2023 yılında 2022 yılına göre %170,1 artışla 7,5 milyon TL'ye yükselmiş, 2024 yılında 2023 yılına göre %132,6 artışla 17,5 milyon TL'ye yükselmiştir. 2025 yılının ilk 9 aylık döneminde ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %340,3 artışla 46,4 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Finansman gelirleri altında izlenen faiz gelirleri, 2022 yılında 2,7 milyon TL olup, 2023 yılında 2022 yılına göre %153,6 artışla 6,9 milyon TL'ye yükselmiş, 2024 yılında 2023 yılına göre %155,0 artışla 17,5 milyon TL'ye yükselmiştir. 2025 yılının ilk 9 aylık döneminde ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %339,3 artışla 46,1 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Faiz gelirleri, Şirket'in nakit pozisyonu göre artış veya azalış göstermektedir. Finansman giderleri, 2022 yılında 111 milyon TL olup, 2023 yılında 2022 yılına göre %40,3 azalarak 66,3 milyon TL'ye gerilemiş, 2024 yılında 2023 yılına göre %76,7 azalarak 15,4 milyon TL'ye gerilemiştir. 2025 yılının ilk 9 aylık döneminde ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %9,3 azalışla 10,2 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Finansal tablo dönemleri itibarıyla Şirket'in finansal borçlarındaki gerilemeden kaynaklı olarak Şirket'in finansman giderleri düşüş göstermektedir. Finansman giderleri altında izlenen kur farkı giderleri, 2022 yılında 41,5 milyon TL olup, 2023 yılında 2022 yılına göre %99,9 azalarak 23,4 bin TL'ye gerilemiş, 2024 yılında 2023 yılına göre %598,9 artışla 163,2 bin TL'ye yükselmiştir. 2025 yılının ilk 9 aylık döneminde ise kur farkı gideri kalmamıştır. Finansman giderleri altında yer alan bir diğer büyük kalem olan kredi faiz giderleri ise 2022 yılında 64,4 milyon TL olup, 2023 yılında 2022 yılına göre %7,6 azalarak 59,5 milyon TL'ye gerilemiş, 2024 yılında 2023 yılına göre %80,3 azalarak 11,7 milyon TL'ye gerilemiştir. 2025 yılının ilk 9 aylık döneminde ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %13,9 azalışla 7,3 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

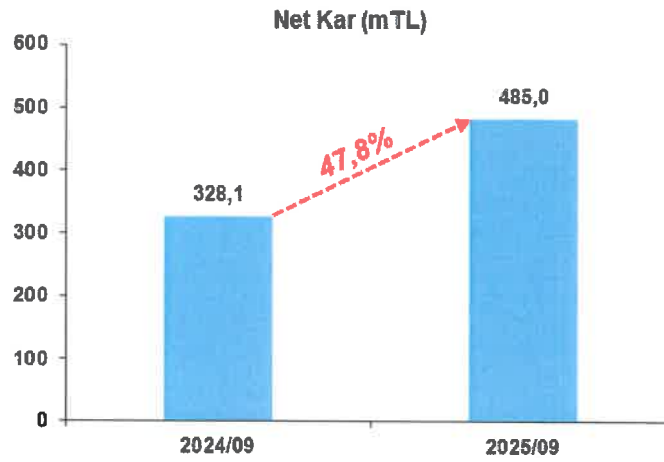
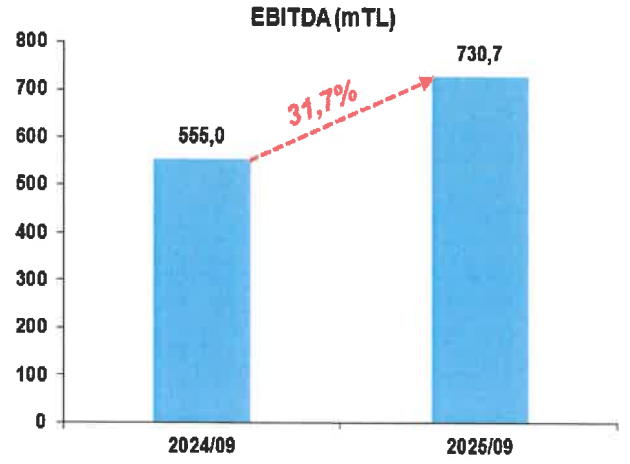
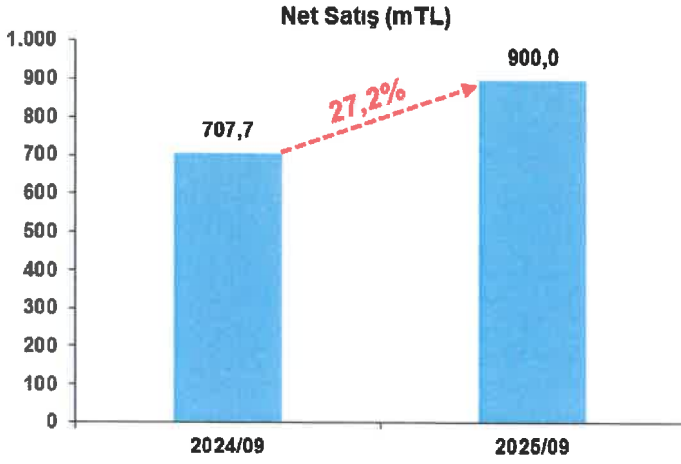
Finansal Analiz

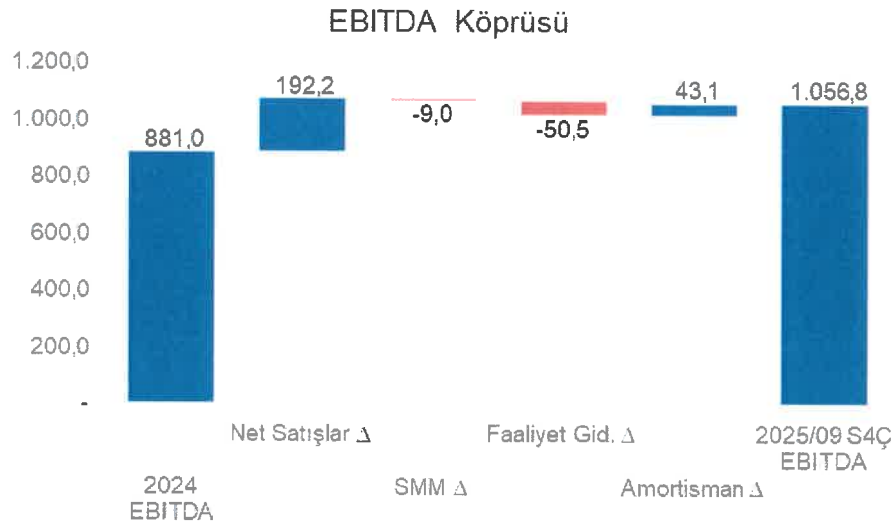
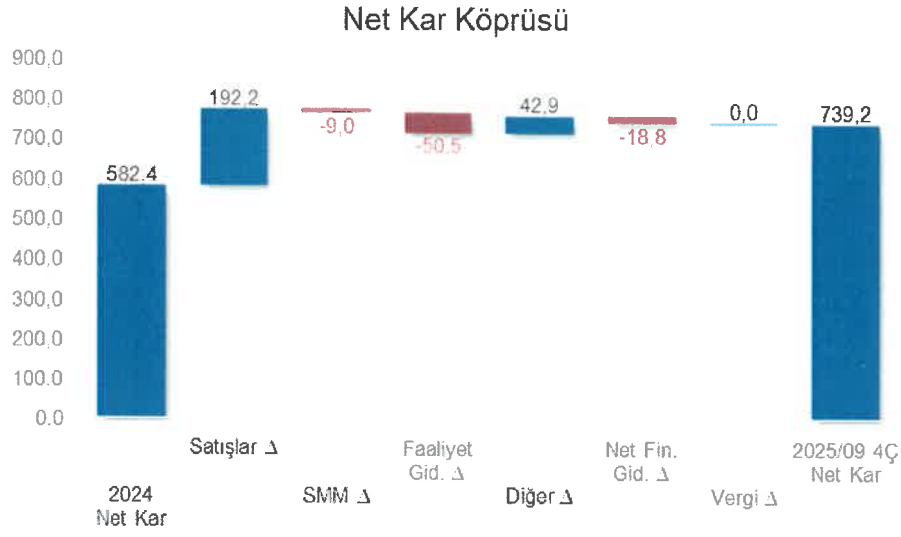
**2025/09'da son 4 çeyrekte
1.056,8 mn TL EBITDA üretildi**

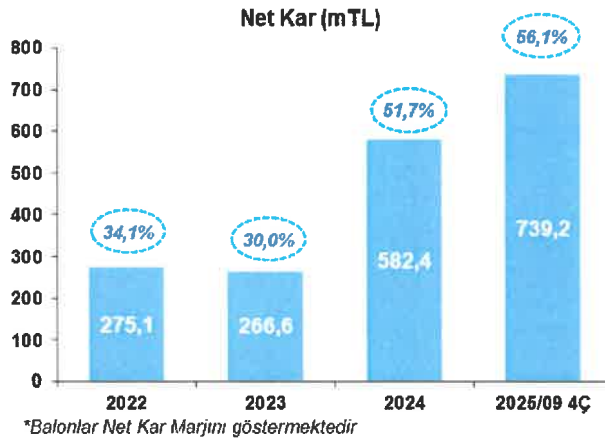
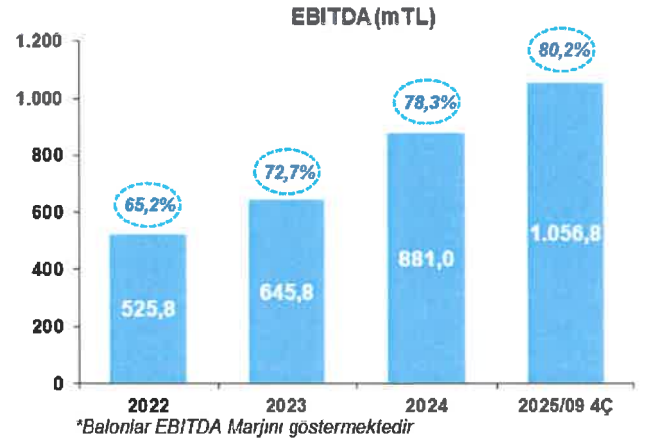
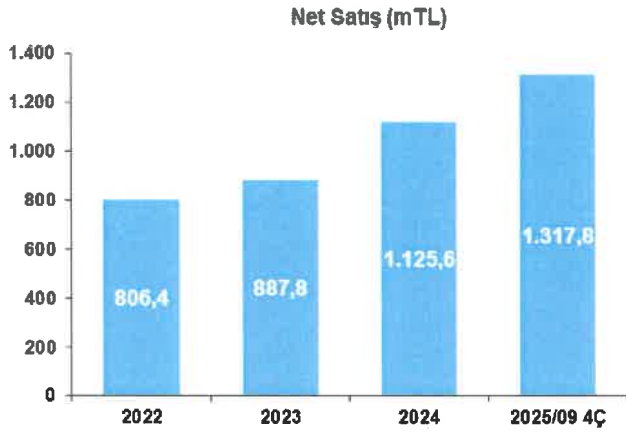
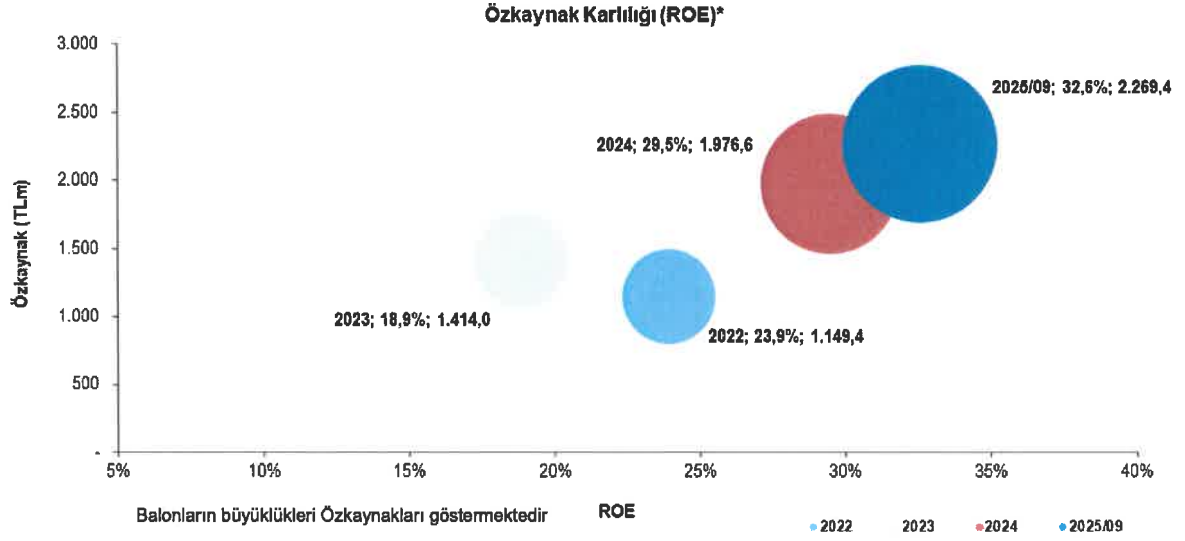
EBITDA gelişimi. 2022, 2023 yıllarında sırasıyla 525,8 mn TL, 645,8 mn TL EBITDA üretmiştir. 2024 yılında ise gerçekleşen EBITDA tutarı 881,0 mn TL'dir. Son 3 yılda EBITDA'da önemli bir artış olduğu dikkat çekmektedir. 2025/09'da EBITDA rakamı 730,7 milyon TL olarak gerçekleşmiş ve önceki yıla göre %31,7 artmıştır. Cari dönemde EBITDA marjı %81,2 ile geçmiş yılların üzerine çıkarken son 4 çeyrek EBITDA ise 1.056 mn TL olarak kaydedilmiştir. 2022, 2023, 2024 yıllarında sırasıyla 275,1 mn TL, 266,6 mn TL ve 582,4 mn TL olarak gerçekleşen net kar 2025/09 döneminde 485,0 milyon TL ile geçen senenin aynı dönemine göre %47,8 artmıştır. Son 4 çeyrek net kar ise 739,2 mn TL olarak kaydedilmiştir.

Gelir Tablosu

31 Aralık, TL Netcad	2022 Gerçekleşmiş ÖBDR	2023 Gerçekleşmiş ÖBDR	2024 Gerçekleşmiş ÖBDR	2024/09 Gerçekleşmiş ÖBDR	2025/09 Gerçekleşmiş ÖBDR	Son 4Ç Gerçekleşmiş ÖBDR	2022-2025(09) YBBO (%)
Net Satışlar	806.378.344	887.847.771	1.125.558.685	707.736.892	899.966.164	1.317.787.957	19,6%
Değişim		10,1%	26,8%		27,2%		
Satışların Maliyeti	(122.235.686)	(92.108.291)	(99.399.751)	(55.229.967)	(64.240.233)	(108.410.017)	-4,3%
Brüt Kar	684.142.658	795.739.480	1.026.158.934	652.506.925	835.725.931	1.209.377.940	23,0%
Brüt Marj	84,8%	89,6%	91,2%	92,2%	92,9%	91,8%	
Genel Yönetim Gid.	(213.159.354)	(185.476.295)	(187.979.747)	(131.104.921)	(144.870.770)	(201.745.596)	-2,0%
Değişim		-13,0%	1,3%		10,5%		
Satış-Pazarlama Dağ. Gid.	(16.002.672)	(12.073.974)	(9.906.305)	(5.837.547)	(6.009.832)	(10.078.590)	-15,5%
Değişim		-24,6%	-18,0%		3,0%		
ARGE	(147.102.500)	(150.881.085)	(135.490.328)	(111.528.317)	(148.118.936)	(172.080.947)	
Değişim		2,6%	-10,2%		32,8%		
EBITDA	525.761.901	645.830.218	880.996.740	554.951.982	730.712.659	1.056.757.417	28,9%
Değişim		22,8%	36,4%		31,7%		
EBITDA Marjı	65,2%	72,7%	78,3%	78,4%	81,2%	80,2%	
Amortisman	(217.883.769)	(198.522.092)	(188.214.186)	(150.915.842)	(193.986.266)	(231.284.610)	2,2%
EBIT	309.383.236	397.086.786	684.493.631	413.639.597	578.010.535	848.864.569	44,3%
Değişim		28,3%	72,4%		39,7%		
EBIT Marjı	38,4%	44,7%	60,8%	58,4%	64,2%	64,4%	
Esas Faaliyet. Diğ. Gel.	35.621.973	35.929.896	48.531.797	35.537.692	55.256.604	68.250.709	26,7%
Esas Faaliyet. Diğ. Gid.	(34.116.869)	(86.151.236)	(56.820.720)	(25.934.235)	(13.972.462)	(44.858.947)	0
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	10.327.815	(39.796.958)	45.994	45.994	11.315.034	11.315.034	
Fin. Gid.	(52.556.918)	(90.693.348)	(102.109.015)	(85.536.562)	(104.372.275)	(120.944.728)	
Vergi Öncesi Kar	267.154.133	266.596.480	582.430.610	328.149.029	484.953.294	739.234.875	44,8%
Vergi						-	
Ertelenmiş vergi geliri / (gideri)	7.922.209					-	
Net Kar	275.076.342	266.596.480	582.430.610	328.149.029	484.953.294	739.234.875	43,3%
Değişim		-3,1%	118,5%		47,8%		
Net Marj	34,1%	30,0%	51,7%	46,4%	53,9%	56,1%	







Likidite Rasyoları	2025/09	2024	2023	2022	Referans
Cari Oran	5,48	4,85	2,31	1,51	1,0-1,5
Likidite Oranı	5,44	4,81	2,29	1,50	0,8-1,0
Borçluluk Oranları	2025/09	2024	2023	2022	Referans
Toplam Borçlar/Toplam Aktifler	8,2%	9,0%	15,5%	33,4%	<%40
Kısa Vad. Fin. Borç/Özkaynak	0,1%	0,2%	6,8%	19,4%	<100%
Faiz Karşılama Oranı	8,7	8,6	7,1	10,0	>3
Net Borç/EBITDA	-0,2	-0,1	0,1	0,6	<4
Kısa Vad. Yab. Borç/Pasif	6,6%	7,4%	13,7%	21,0%	Sektör
Uzun.Vad.Yab.Borç/Pasif	1,6%	1,7%	1,8%	12,4%	Sektör
Özkaynak/Pasif	91,8%	91,0%	84,5%	66,6%	>%60
Toplam Borçlar/Özkaynaklar	8,9%	9,9%	18,4%	50,2%	Sektör
Finansal Borçlar/Toplam Borçlar	0,9%	1,6%	38,8%	45,9%	Sektör
Karlılık Oranları (Yıllıklandırılmış)	2025/09	2024	2023	2022	Referans
Brüt Marj	91,8%	91,2%	89,6%	84,8%	Sektör
EBIT Marjı	64,4%	60,8%	44,7%	38,4%	Sektör
EBITDA Marjı	80,2%	78,3%	72,7%	65,2%	Sektör
Net Kar Marjı	56,1%	51,7%	30,0%	34,1%	Sektör
ROE	32,6%	29,5%	18,9%	23,9%	>Tahvil Getirisi
ROA	34,4%	31,5%	23,7%	17,9%	Sektör
Faiz Gid./Net Satış	9,2%	9,1%	10,2%	6,5%	<%3
Faaliyet Gideri/Net Satış	29,1%	29,6%	39,2%	46,7%	Sektör

Güçlü Finansal Rasyolar

- *Likit ve temettü potansiyeli yüksek bilanço*
- *Düşük borçluluk seviyesi ve yüksek borçlanma kapasitesi*
- *Yükselen kar marjları*

Değerleme**Değerleme Yöntemleri**

Gelir ve Pazar yaklaşımı değerlendirme yöntemi olarak uygulanmıştır

Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanları Analizi

Statik olmayan iş modelleri için İNA daha uygundur

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) 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.

Piyasa Çarpanları Analizi. Piyasa çarpanları analizi, borsalarda işlem gören benzer şirketlerin işlem gördükleri güncel fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları finansal tablolardaki belirli verilerin oranlarını karşılaştırmaya dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Kolay uygulanması ve görece nesnel bir yöntem olması nedeniyle değerlemeye en sık kullanılan yöntemlerdendir. Değerlemeye konu şirkete benzer şirketlerin her zaman bulunamaması ve bu şirketlerin yalnızca belirli bir dönemdeki finansal verilerin karşılaştırmaya baz teşkil etmesi dezavantajlarındandır. Ayrıca güncel piyasa fiyatlamalarına çok duyarlı olduğundan farklı dönemlerde değişen piyasa risk iştahına bağlı olarak değerlemeler oynaklık gösterir. Şirketlerin gelecek beklentilerinin tam olarak piyasa çarpanları ile yakalanması kolay değildir. Ayrıca dinamik iş modellerinin statik bir çarpana indirgenmesi riskleri bünyesinde barındırır.

Net Aktif Değer Analizi. Net aktif değer, varlıkların ve yükümlülüklerin yer aldığı bir bilançodaki özkaynaklar toplamıdır. Diğer bir deyişle, varlıkların gerçeğe uygun değerinden yükümlülükler düşülerek hesaplanır. Net aktif değer hesaplamasında varlıkların güncel değeri için SPK yetkili bir kurum tarafından değerlendirme raporlarına ihtiyaç duyulmaktadır. Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve holdinglerin değerlemesinde genelde net aktif değer yaklaşımı kullanıldığı için çalışmamızda bu yaklaşıma yer verilmemiştir.

EV/EBITDA ve F/K çarpanları kullanılmıştır

Öne çıkan çarpanlar. Bu değerlendirme yönteminde Şirket'in sektöründe sıkça kullanılan Firma Değeri/EBITDA (EV/EBITDA) ve Fiyat Kazanç (F/K) çarpanları kullanılmış ve son 12 aylık gerçekleşen (30.09.2024-30.09.2025) EBITDA ve net dönem karı esas alınarak şirket piyasa değeri hesaplanmıştır.

Firma Değeri/EBITDA (EV/EBITDA)

Piyasa Değeri/Net Kar (F/K)

Genel Varsayımlar. Değerleme çalışmasında, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler, makroekonomik tahminler de dikkate alınmıştır. Bununla birlikte genel varsayımlar aşağıdaki gibi sıralanmıştır;

-Şirketin faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyecek izahnamede yer alan risklerin Şirket'in geçmişinde tekrarlanan türde olmaması nedeniyle projeksiyon döneminde de Şirket'in sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği,

-Şirket yönetimi ve kilit personel kadrosunda faaliyetlere etki edebilecek bir değişikliğin olmayacağı.

Yönetim tarafından belirlenen projeksiyonlar ve varsayımların farklılaşması halinde farklı piyasa değeri ve pay başına değerlere ulaşılabilir

İNA yönteminin yapısı gereği söz konusu projeksiyonlar, Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve birçok varsayımsal parametreye bağlı olması nedeniyle geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonlar ve varsayımların farklılaşması halinde farklı piyasa değeri ve pay başına değerlere ulaşılabilir.

Değerleme Metodolojileri

İNA

Ortalama %24,1 AOSM modellenmiştir

Yılın İkinci yarısında Merkez Bankası'nın faiz indirim sürecine devam edeceği varsayılmaktadır.

Enflasyona göre değişen AOSM modellendi. Risksiz faiz oranı için 10 yıllık devlet tahvilinin hareketi incelenmiştir. Rapor tarihi itibarıyla 2025 yılı ortalama 10 yıllık tahvil faizi ve yılın ikinci yarısında beklenen faiz indirimi dikkate alınarak cari yılda risksiz getirinin %31,1 olacağı ve sonraki yıllarda enflasyonda beklenen düşüşe ve Merkez Bankası faiz politikasına göre risksiz getiriye gerileme olacağı varsayılmıştır. Bunun için 10 yıllık devlet tahvilinin 10 yıllık, 5 yıllık ve 3 yıllık ortalama faizleri incelenmiştir. 2030 ve sonrasında 10 yıllık devlet tahvil faizinin tüm zamanlar ortalaması olan %14,1'de dengeleneceği varsayılmıştır. Böylece modelde yüksek enflasyon döneminde yüksek risksiz getiri ve düşük enflasyonda düşük risksiz getiri öngörülmüştür. Şirket'in cari bilançosunda finansal borçluluğu ve BİST Teknoloji örneklerinin betalarına göre Şirket için 0,67 borçlu beta hesaplanmasına rağmen muhafazakâr tarafta kalmak adına beta 1x olarak alınmıştır. En iyi uygulamalarda piyasa algısını en doğru biçimde yansıttığını gördüğümüz %5,5 sermaye piyasası risk primi kullanılmıştır. Şirket'in borsada işlem görmeye başlayacak olması nedeniyle FVFM varsayımlarına göre özsermaye maliyetine şirkete özgü riskin göstergesi olan alfa eklenmemelidir. Şirket paylarının borsalarda işlem görmemesi ve alıcının blok tutarda pay alacak olması firmaya özgü riskin oluşmasını beraberinde getirmektedir. Şirket'in kaldırıcı belirlenirken iterasyon yaklaşımı, benzer yurt içi şirketlerin ortalama kaldırıcı, 2024-2023-2022 mali verileri ve yönetimin kredi-öz kaynak beklentisi dikkate alınmıştır. Şirket'in finansal borç seviyesi sıfıra yakın bulunmakla birlikte borçlanma maliyeti beklenirken projeksiyonda her bir yıl için risksiz getirinin 300 baz puan üstünde borçlanma maliyetine sahip olacağı kabul edilmiştir. Böylece 2025 yılı için AOSM %36,5 hesaplanırken ve sonraki yıllarda enflasyonda beklenen kademeli düşüşle gerileyeceği varsayılmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması ("AOSM")

TL								
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%

Net Borç

**TFRS16 hariç 2025/09'da 242,3
mn TL net nakit**

Nakit üreten mekanizma. TMS16 dahil 2022 yılında 293,7 mn TL olan net borç 2023 yılında 62,1 mn TL'ye gerilerken 2024 yılında 130,7 mn TL net nakde dönülmüştür. 2025/09'da ise net nakit pozisyonu 191,4 mn TL olarak kaydedilmiştir. 2021 ve 2022'de düşük faizler Şirket'i borçlanmaya iterken aynı dönemde Udentify şirket alımı da borçlanmada etkin olmuştur. Sonraki dönemde Udentify'n devri ve yükselen faizler nedeniyle Şirket kredilerini kapatmayı bir strateji olarak belirlemiş ve TFRS16 hariç bakıldığında 2025/09'da 242,3 mn TL net nakde ulaşmıştır. Borçluluğu üretilen EBITDA ile ölçmek daha anlamlı sonuçlar doğurmaktadır. 2022 ve 2023'te Net Borç/EBITDA rasyosu 0,6x ve 0,1x seviyesinde seyrederken 2024 ve 2025/09 dönemlerinde ilgili rasyo -0,1x ve -0,2x seviyesine düşerek düşük borçluluğa işaret etmektedir. Şirket nakit yaratan bir mekanizmaya sahip olduğu için cari dönemde finansal borcu yok denecek seviyededir. Şirket geçtiğimiz yedi yılda yaklaşık 39 milyon dolarlık temettüyü yatırımcılarına dağıtmıştır. Şirket işletme sermayesi için finansmana ihtiyaç duyarken bu finansmanı mevcut karlılığı ile sağlayabilse de piyasadaki faiz oranlarına göre borçlanmayı bir strateji olarak belirleyebilir. Geçmiş yıllardaki kısmi borçluluk ise hem yatırım hem de düşük faiz ortamından faydalanma stratejisi olarak yöneticiler tarafından ifade edilmiştir. İNA değerlemesinde TFRS16'nın etkileri elimine edildiği ve ilgili kira giderleri nakit akışından düşüldüğü için TFRS16 etkisi hariç net nakit olan 242,3 mn TL kullanılırken çarpan hesaplamasında benzer şirketlerden TFRS16 etkisi elimine edilemediği için TFRS16 dahil net borç kullanılmıştır.

Net Borç & Özkaynak & Finansal Kaldıraç

TLm	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 Vad. Borç. Kısa Vad. Kıs.	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/EBITDA	0,6	0,1	-0,1	-0,2
EBITDA	525,8	645,8	881,0	1.056,8

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

İşletme Sermayesi

Dönem sonu veriler yerine yıl ortalamasına göre işletme sermayesi modellenmiştir

Yüksek işletme sermayesi ihtiyacı. İşletme sermayesi için tüm kalemlerin yılsonu verileri yerine ilgili yıl içindeki ortalama değerleri kullanılmıştır. Projeksiyonda alacak ve borç gün süresi hariç tüm kalemlerde 2022-2024 ortalaması olarak modellenmiştir. Alacak ve borç gün süresinde ise yıllara sâri kısmen iyileşme olacağı beklenmektedir. Kamunun payının gelecek yıllarda kısmen düşecek olması özellikle alacak gün süresindeki beklentinin temel parametresidir. 2022 sonunda 309,9 milyon TL olan işletme sermayesi 2024'te 409,8 milyon TL'ye yükselmiştir. Projeksiyonda nakit döngüsünün alacak ve borç gün süresinde beklenen hafif iyileşme ile 90 günde dengeleneceği varsayılmıştır. 2022, 2023 ve 2024'te sırasıyla %38,4, %36,9 ve %36,4 olan işletme sermayesi satış rasyosunun projeksiyonda ortalama %31,1 olacağı öngörülmektedir. Sektörde ilgi rasyonun %13 olması ve kamu payının gelecek yıllarda düşecek olması rasyodaki beklentimizin temel parametreleridir.

İşletme Sermayesi (mTL)	2022	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Ticari Alacak+Söz. Alacak, Ort.	421	431	506	594	735	927	1.155	1.379	1.610	1.771	1.860
Stoklar, Ort.	1	1	0	1	1	1	1	2	2	2	3
Peşin Ödenmiş Gid., Ort.	3	3	5	4	6	8	10	12	15	16	17
Diğ. Dön. Var., Ort.	13	15	24	22	30	39	50	61	74	81	86
Ticari Borç., Ort.	7	6	8	7	12	18	23	28	34	38	39
Ertelenmiş Gelirler, Ort.	7	7	7	9	13	16	21	26	31	34	36
Sözleşme Yük, Ort.	44	38	26	49	66	86	110	136	164	180	189
Diğ. Kısa Vad. Yük., Ort.	70	71	84	98	131	171	219	270	326	358	376
Satışlar	806	888	1.126	1.223	1.636	2.128	2.721	3.356	4.053	4.458	4.681
SMM	122	92	99	111	167	224	289	356	427	469	493
Ticari Alacak Gün Süresi	191	177	164	177	164	159	155	150	145	145	145
Stok Gün Süresi	2	2	1	2	2	2	2	2	2	2	2
Peş. Ödenmiş Gid. Gün Süresi	9	12	17	13	13	13	13	13	13	13	13
Diğ. Dön. Var. Gün	6	6	8	7	7	7	7	7	7	7	7
Ticari Borç Gün Süresi	20	24	29	24	27	29	29	29	29	29	29
Ertelenmiş Gelir Gün Süresi	3	3	2	3	3	3	3	3	3	3	3
Sözleşme Yük Gün Süresi	20	16	9	15	15	15	15	15	15	15	15
Diğ. Kısa Vad. Yük. Gün Süresi	32	29	27	29	29	29	29	29	29	29	29
Nakit Döngüsü	132	126	123	127	111	104	100	95	90	90	90
İşletme Sermayesi	309,9	327,6	409,8	456,4	549,0	683,5	844,0	995,0	1.146,4	1.261,0	1.324,1
Değişim	17,7	82,2	46,6	92,6	134,5	160,5	151,0	151,4	114,6	63,1	
İşletme Sermayesi/Satış	38,4%	36,9%	36,4%	37,3%	33,6%	32,1%	31,0%	29,7%	28,3%	28,3%	28,3%

Nakit Akışı

Değerleme standartlarının izin verdiği ölçüde nakit akımlarının dönem ortasında oluşacağı varsayılırken İNA modeli 7.020 mn TL değer tespit etmiştir. 2025 yılı nakit akımı tahmin edilirken 2025/09 gerçekleşen veri beklenen nakit akımından düşülmüştür. 30 Eylül 2025 tarihli nakit akım değeri değerlendirme tarihi olan 17 Kasım 2025'e özsermaye maliyeti ile getirilmiştir.

Modelin geçmiş TMS29 etkisini içerirken modelin gelecek beklentisi TMS29 etkisini barındırmadığı için geçiş yılında kısmi farklılıklar görülebilir

İNA yaklaşımı ile iskonto öncesi pay başı 56,16 TL değer. 2025-2032 arası dönemde Şirket yönetimiyle yapılan görüşmeler neticesinde Info Yatırım tarafından hazırlanan nakit akış modeli aşağıda gösterilmektedir. 2025-2027 döneminde sektördeki doymamış potansiyel, Şirket'in geçmişe nazaran yüksek ARGE yatırımları ile yeni ürün geliştirmesi, yeni pazarlara giriş ve 2024 yılında yüksek reel büyüme ve büyüme için 2025-2027 arasında marjdan feragat edilmesi büyümenin temel dinamikleri olarak görülmüştür. Ayrıca TMS29 hariç bakıldığında geçmiş yıllardaki yüksek büyümenin altında bir büyümenin modellenilmesi de makul karşılanmıştır. 2027 sonrasında ise büyümenin gittikçe ivme kaybedeceği varsayılmıştır. Modelin geçmiş TMS29 etkisini barındırmaktadır. Şirket'in genelde gelirlerinin önemli bir kısmını yılın son çeyreğinde yaratması ve giderlerin yıla büyük oranda dağılımı 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 EBITDA marjı, projeksiyonda ortalamada %76,9'a indirilmiştir. Udentify ve TMS29 etkisi elimine edildiğinde ve beklenen büyümeler sağlandığında ilgili marj tarafımızca makul karşılanmıştır. 2024'te TMS29 etkisi hariç EBITDA marjının %78,9 olarak gerçekleşmesi ve 2025/09 verisi beklentimizi doğrular niteliktedir. 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 şirketler için 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 öncesi nakit akım büyümesi uç değer oranına yakınsatılmıştır. Bu nedenlerden dolayı projeksiyon süresi 2032'de tamamlanmış ve normalize yıl sonrası ise %5 uç değer (devam eden değer) büyümesi uygulanırken İNA'da elde edilen değerlerin %50,3'ü uç değerden kaynaklanmaktadır.

İNA (mTL)	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%
EBITDA	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	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%
Yatırım/Amortisman	1,3	1,5	2,0	2,3	2,0	1,6	1,7	1,5	1,3	1,3		1,3
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
Değişim					%151	%30	%32	%2	%39,1	%16,4		%8,7
AOSM				36,5%	32,5%	26,8%	24,0%	21,0%	17,5%	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
Hisse Sayısı	125
Hedef Hisse Fiyatı TL	56,16

İNA (mTL)	2022	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Net Satışlar (TMS29 Hariç)	246	421	818	1.223	1.636	2.128	2.721	3.356	4.053	4.458
Değişim		71%	94%	49,6%	33,7%	30,1%	27,9%	23,3%	20,8%	10,0%
EBITDA (TMS29 Hariç)	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%

INA Varsayımları

**2025 sonunda 1.223,5 mn TL
TMS29 hariç net satış beklenmekte**

**2032-2024 arası yıllık bileşik %24,4
net satış büyümesi modellenmiştir**

**Yurtdışı satışlar projeksiyonda
önemsiz bir seviyede tutulmasına
rağmen gelecekte bir potansiyel
olarak ortaya çıkabilir**

**Büyümeyi desteklemek adına
SMM'deki personel sayısı 2
katından fazla artırılmıştır**

Güçlü büyüme beklentisi. Makro beklentiler Info Yatırım Araştırma Biriminin modelinden elde edilirken Merkez Bankası ve piyasa beklentileri de dikkate alınmıştır. 2025 sonunda enflasyonda %26 seviyesinin görüleceği beklenmektedir. Sonraki yıllarda ise enflasyondaki düşüş daha muhafazakardır. Son 3 yıla bakıldığında Şirket gelirlerinin yaklaşık %69'u ikinci yarı dönemden sağlanmıştır. Şirket 2024 sonunda %27 reel büyüme gerçekleştirirken 2025/09'da %27,2 reel büyümüştür. 2025 tahmini büyük oranda tutacağı bugünden anlaşılmaktadır. Bu durumda 2022-2024 arası yıllık ortalama satış reel büyümesi %19,7 olarak gerçekleşmektedir. Sonraki yıllarda ise reel büyüme ve enflasyonun bileşik etkisi kadar satışlar artırılmıştır. 2025-2030 arasında ortalama %14 yıllık reel büyüme beklentisi son 3 yıllık ortalamanın altındadır. 2013-2025 arası enflasyon üzeri sağlanan yüksek reel büyüme, projeksiyonda Şirket'in geçmiş yılların üzerinde ARGE yatırımı yapacak olması, işbu raporun temel yatırım unsurları bölümünde açıklanan ve izahnamede detayına yer verilen yeni ürünler ile yeni pazarlara giriş, Şirket'in hazır müşteri profili ve pazarın doymamış ve gelişime açık bir sektör olması ve reel büyüme için marjlardan feragat edilmesi bu beklentilerin temel dinamikleridir. Sonraki yıllarda ise reel büyüme sıfırlanmış satış büyümesi uzun vadeli enflasyon olan %5'e yakınsatılmıştır. Yurtdışı ile paralel içeride de faiz indirim sürecinin başlaması likidite artışı ile büyüme beklentilerini destekleyecektir. Ayrıca 2023 yılında farklı bir alanda faaliyet gösteren Udentify firmasının devredilerek Şirket'in ana faaliyeti olan yeni yazılımlara odaklanılması da büyüme beklentilerinde etkindir. Şirket'in projeksiyonda satışlarının ortalama %92,8'sinin yazılım gelirlerinden oluşması beklenirken bu oran 2025/09'da %92,8'dir. Projeksiyonda kısmi olarak da olsa yerel yönetim ve kamunun yazılım gelirlerindeki payı azaltılmış ve özel sektörün payı artırılmıştır. Yazılım gelirleri dışında Şirket eğitim ve teknik destek bakım geliriine sahip olmakta olup geçmiş yıllardaki gerçekleştirmelere göre ilgili gelirler tahmin edilmiş ve satışlardan idareler toplam gelirlerden düşülerek net satışlara ulaşılmıştır. 2032-2024 arası yıllık bileşik %24,4 net satış büyümesi modellenmiştir. Aynı dönemde 10 yıllık devlet tahvilinin işaret ettiği ortalama enflasyon da bu rakama oldukça yakın olması büyüme beklentilerinin muhafazakar olduğuna işaret etmektedir. Büyüme beklentisini destekleyebilmek adına SMM'deki ortalama personel sayısı artırılırken 2024 yılında ilgili personellere enflasyonun %21 üzerinde maaş artışı sağlanırken sonraki yıllarda beklenen enflasyonun %1 üzerinde maaş artışları modellenmiştir. 2024 yılındaki kapsamlı ücret iyileştirmesi nedeniyle sonraki yıllara reel ücret artışları %1 alınmıştır. Udentify döneminde yüksek olan dışardan sağlanan hizmet maliyetleri satış payının projeksiyonda ortalama %5 seviyesinde dengeleneceği varsayılmıştır. SMM'de herhangi bir amortisman giderinin olmayacağı varsayılmıştır.

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	1.223,5	1.636,2	2.128,0	2.721,0	3.355,7	4.053,0	4.458,3	4.681,2
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	1.130,5	1.513,5	1.970,4	2.522,2	3.127,4	3.797,5	4.177,2	4.386,1
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	1.089,7	1.389,7	1.720,0	2.084,8	2.293,3	2.408,0
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	1.105,1	1.215,6	1.276,4
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)	(469,2)	(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 İtfa 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

İNA Varsayımları

Gelecek büyümesi beklenen ortalama enflasyona yakın

Projeksiyonda yurtdışı satışlar kaynaklı gelirler düşük oranda tutulmuş ve değere etkisi minimal alınmıştır. 2024, 2025 ve 2026 yıllarında yurtdışı gelirler sırasıyla 1,4 mn TL, 12,4 mn TL ve 16,9 mn TL'dir.

Geçmiş büyüme performansı. Son 10 yıl ve 5 yılın büyüme beklentileri bu bölümde incelenecektir. 2014-2024 arası dönemi değerlendirirken birden fazla değişkeni aynı anda düşünmek gerekmektedir. İlk olarak bu dönem arasında ülkede 2016 yılında darbe girişimi olurken 2019-2021 arasında yaklaşık 2,5 yıla yayılan şekilde pandemi şoku yaşanmıştır. Bu 2 şok kamu kurumlarının bütçe kısıntılarına gitmesini mümkün değildir. Bununla birlikte ilgili dönem verisi bağımsız denetimden geçmemiş veridir. Bu yüzden izahname standardına uygun değildir. Ek olarak 10 yıl sektör ve Şirket'in hayat döneminde önemli bir zaman dilimidir. Şirket ve sektörün gelişimi açısından 2024 yılında 2013 dönemine kadar gitmek Şirket'in mevcut analizi ve gelecek beklentilerini bu kadar eski bir zamana dayandırmak yanıltıcı sonuçlar doğurabilir. 2014 yılında bugünkü yönetim ve ortaklık yapısı da olmadığı için her şirkette olduğu gibi yönetim değişiklikleri önemli bir parametredir. Tüm bu etkilere rağmen Şirket'in 2014-2024 arası büyümesi etkileyicidir. Net satışların yıllık ortalama %38,5 artması ilgili dönemin enflasyonu ile kıyaslanmalıdır. 2014-2024 arası ortalama TÜFE %25,8 olup Şirket dönemin yıllık ortalama enflasyonunun üzerinde yıllık ortalama %12,7 reel büyüme göstermiştir. Enflasyonun ortalamada bu denli düşük olduğu bir dönemde büyümelerin de ona göre düşmesi normaldir. 2018-2023 arası veriye bakıldığında yine Şirket'in enflasyonun üzerinde büyüdüğü dikkat çekmektedir. 2018-2023 arasında ortalama enflasyon %31,6 olarak gerçekleşirken Şirket yıllık ortalama %45 büyümüştür ki bu durum yıllık %13,4 reel büyüme anlamına gelmektedir. 2032-2024 arasında ise modelimiz yıllık ortalama %20 enflasyon beklerken Netcad'in projeksiyondaki ortalama net satış büyümesi %24,4 ile beklenen ortalama enflasyon verisine yakındır. Değerleme tarihi itibarıyla 10 yıllık devlet tahvili %32,4 seviyesinden işlem görmektedir. Cari durumda ortalama enflasyon ve faizler %40'ın üzerinde olmasına rağmen 10 yıllık devlet tahvil faizinin %32,4 seviyesinde olması aslında gelecek 10 yılda beklenen ortalama enflasyon seviyesinin %25 ve üzeri olduğuna işaret etmektedir. Piyasada fiyatlanan 10 yıllık enflasyon verisine göre Şirket'in projeksiyondaki yıllık ortalama %24,4'lük büyümesi makul karşılanmıştır. Geçmiş yıllarda da Şirket'in enflasyon üzerinde büyüdüğü dikkate alınırsa geçmişe göre daha yüksek enflasyon patikasına girilmesi nedeniyle net satış büyümesi makul bulunmaktadır.

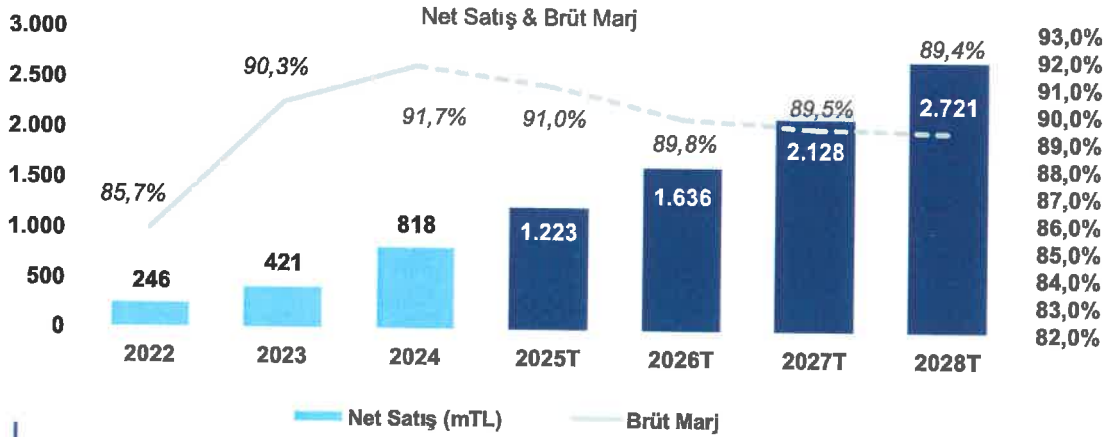
	TÜFE	NETCAD	Fark %
2014-2024 YBBO (%)	25,8%	38,5%	12,7%
2018-2023 YBBO (%)	31,6%	45,0%	13,4%
2024 - 2032 YBBO (%)	20,0%	24,4%	4,4%
10 Yıllık Devlet Tahvil Faizi	32,4%		

İNA Varsayımları

Niş bir alanda yüksek katma değerli yazılımlar üretilmesi ve sektörün en büyük oyuncusu olunması yüksek marj üretmektedir

Brüt kar marjı yükselmekte. 2022, 2023 ve 2024'te TMS29 hariç sırasıyla %85,7, %90,3 ve %91,7 olan brüt kar marjı genel olarak yükselme eğiliminde yer almıştır. 2025/09'da ise brüt marj %93,6 olarak gerçekleşmiştir. 2022 yılında marjdaki düşüşte Udentify faaliyetlerinin etkisi bulunmaktadır. Udentify, görüntü işleme teknolojisi alanında hizmet veren ve donanıma dayalı bir teknoloji olması sebebiyle kar marjı düşüktür. Netcad, ilgili iş modelindeki düşük karlılık ve performans sonrası Udentify iş birimini 2023 yılında devretmiştir. Bununla birlikte Udentify düşük kar marjı etkisi 2022 ve 2023'te etkisini göstermiştir. 2024'te brüt marjın %91,7'ye çıkmasında Udentify gibi düşük karlı iş modelinin yapıdan çıkmasına ek olarak Şirket'in ana faaliyeti olan yazılım hizmetlerine odaklanması da etkindir. TMS29 enflasyon muhasebesi firmanın kar marjını aşağı çekici etkiye sahiptir. Şirket, gelirlerinin gelirler etkisi düşüktür. Ancak giderler yıla yayıldığı için enflasyon muhasebesinin giderleri daha yüksek bir katsayı ile çarpmakta ve bu durum Şirket'in brüt kar marjını aşağı çekmektedir. İNA modelindeki gelecek yıllar tahminleri enflasyon muhasebesi içermediği için mevcut bağımsız denetim marjları yakalamak konusunda yanıltıcıdır. 2024'te bağımsız denetimde Şirket'in brüt kar marjı %91,2 iken enflasyon muhasebesi hariç bağımsız denetim verilerinde ise ilgili marj ilgili dönemde %91,7'dir. Son olarak Şirket'in giderleri büyük oranda enflasyon ile artan sabit giderlerden oluşması nedeniyle Şirket reel büyüme kaydettiğinde ya da enflasyonun üzerinde gelir sağladığında kar marjı yükselmektedir. Gelecek yıllarda marjı düşük Udentify'ın yapıda olmayacak olması, enflasyon üzeri büyüme beklentisi ve Şirket'in tekrardan yazılım faaliyetlerine odaklanması ile brüt kar marjının artması öngörülse de muhafazakar tarafta kalmak adına marjın projeksiyonda ortalamada %89,6 olacağı varsayılmıştır. Marjdan kısmen feragat edilerek reel büyümenin sağlanması da bir stratejidir. Yapılan işin niş olması, yazılım kaynaklı yüksek katma değer ve aktifleştirme nedeniyle marjın %90'lar seviyede olması dikkat çekicidir.

Grafik:1 Düşük marjlı çalışan Udentify'in 2023 yılında yapıdan çıkması ve giderlerin büyük oranda sabit olması nedeniyle artan satışlar brüt kar marjını yukarı taşıırken TMS29 mevsimsellik kaynaklı marjı düşük göstermekte



Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri; Tahmin ve geçmiş veriler TMS29 hariç verilerdir

INA Varsayımları

EBITDA büyümesini desteklemek adına faaliyet giderleri yüksek bütçelendi

Faaliyet giderleri. 2022, 2023 ve 2024'te Şirket'in pazarlama giderlerinin net satış payı sırasıyla %1,98, %1,36 ve %0,88 olarak gerçekleşmiştir. 2025/09'da ise ilgili oran %0,7 olarak kaydedilmiştir. Geçmiş yıllardaki kadar reklam harcamasının gelecekte gerçekleşmeyeceği beklentisi ve 2024 ve 2025/09 verisinin oldukça düşük olması gelecekte pazarlama gideri satış payının düşük olacağına işaret etmektedir. 2025-2027 arası ilgili oranın %1,21 olacağı; sonraki yıllarda %1,56'da dengeleneceği varsayılmıştır. Genel yönetimde personel, amortisman ve vergi resim harç giderleri dışındaki tüm giderlerin enflasyona paralel artacağı varsayılmıştır. Projeksiyondaki yüksek büyümeyi desteklemek adına personel sayısı artırılırken amortisman giderleri gerçekleşecek yatırımlara göre tahmin edilmiştir. Vergi resim harç giderlerinin ise enflasyonun hafif üzerinde artacağı modellenmiştir. TMS16 modelden elimine edildiği için 2025 ve sonraki yıllarda genel yönetim giderleri içinde kullanım hakkı varlık amortismanı yer almadığı için geçmişe göre büyümenin ölçülmesi sağlıklı olmayacaktır. Genel yönetim ve pazarlama giderleri TMS29 ve TMS16 hariç 2024'te sırasıyla 101,6 mn TL ve 7 mn TL olarak gerçekleşmiştir. 2025 sonu tahmin edilen 153,2 mn TL'lik genel yönetim giderlerinin 2025 yılında önceki yıla göre enflasyon beklentisinin bir hayli üzerinde %50,7 arttığı görülecektir. 2025/09'da gerçekleşen TMS16 ve TMS29 hariç genel yönetim giderleri ve pazarlama giderleri ise sırasıyla 94,0 mn TL ve 5,6 mn TL'dir. Pazarlama gider tahmini ise 2025 sonunda 14,8 mn TL ile 2024 TMS29 hariç seviyesinin 2 katından fazladır. 2025/09'da ARGE giderlerinin neredeyse tamamı aktifleştirilen ARGE yatırımlarının amortismanıdır.

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 ağırlama	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 İfta Payları	mn TL	(68,1)	(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	%		-19,5%	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 İfta Payları	%		-29,5%	14,6%	-79,9%	55,4%	4,7%	43,3%	31,5%	10,6%	10,0%	5,0%
ARGE	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 İfta 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%

İNA Varsayımları

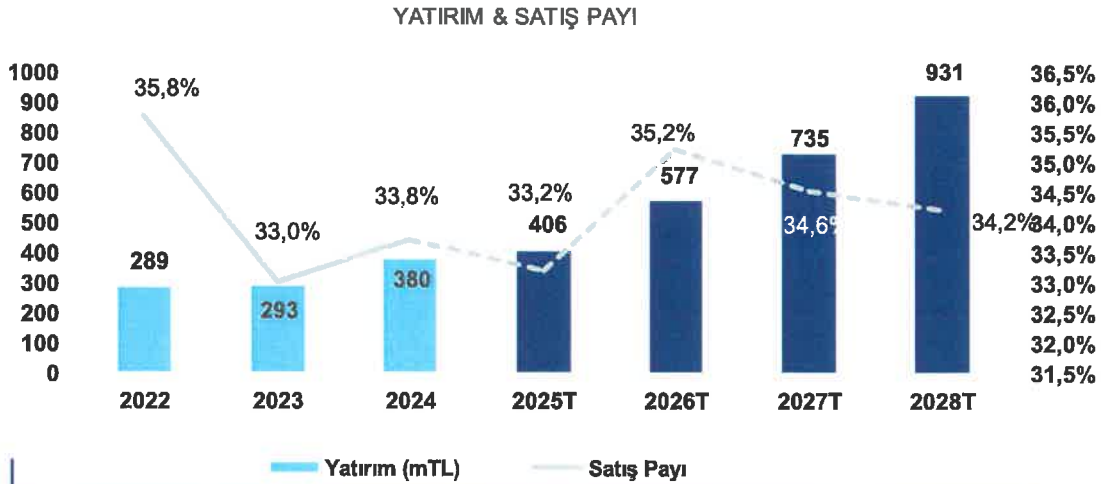
Son 3 yılda 962 mn TL yatırım yapan Netcad'ın projeksiyondaki reel büyümeleri yakalamak adına 2025-2032 arasında 7,4 milyar TL yatırım yapması beklenmekte

İlke karan gereği SPK tarafından halka arzlarda önceliklendirilen dijitalleştirme sektöründe faaliyet gösteren Şirket kurumlar vergisi muafiyetine sahiptir

Yatırım & vergi oranı. 2022, 2023 ve 2024'te Şirket sırasıyla 288,8 mn TL, 293,4 mn TL ve 379,4 mn TL yatırım harcaması gerçekleştirmiştir. Yatırımların önemli bir kısmı aktifleştirilen ARGE harcamalarıdır. ARGE yatırımları ise çoğunlukla projede çalışan personel maaşlarından oluşmaktadır. Kalan yatırımlar ise siber güvenlik yazılım lisansları, personel için bilgisayarlar ve demirbaş yatırımlarıdır. ARGE yatırımları mevcut ürünlerin yeni mevzuat ve piyasa taleplerine göre güncellenmesi ve yeni ürün geliştirilmesi kaynaklıdır. 2022-2024 arasında ARGE yatırımları satış payı ortalamada %30,9 olmasına rağmen modeldeki büyümeleri desteklemek adına ilgili oran projeksiyonda %33,4'e kadar çıkarılmıştır. Sektör şirketlerinde ilgili oran tarihi ortalamada %28 seviyesinde oturmuştur. Hem sektördeki oran hem de Şirket'in son 3 yılı düşündüğünde büyümenin yavaşladığı ve ülke ekonomik büyümesine yakınsadığı dönemlerde ilgili oran azaltılmış ve projeksiyonda ortalamada %31,4 alınmıştır. Şirket 2022-2024 arasında vergi teşvikleri nedeniyle vergi ödemiştir. Mevcut teşvik 2028'de sonlanmasına rağmen yönetim vergi teşviklerinin 2028 sonrasında da süreceğini beklemektedir. Muhafazakâr tarafta kalmak adına 2029 ve sonrasında kurumlar vergisi %20 alınmıştır. Kurumlar vergisinin %25-30 gibi yüksek bir seviyede seyrettiği düşünülürse Şirket'in vergi ödemeyen yapısı nakit yaratan mekanizmayı desteklemekte ve değerlendirme çarpanlarını yukarı taşımaktadır.

Yatırım & Vergi Oranı	Birim	2022	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Toplam Yatırım	mn TL	(288,8)	(293,4)	(379,4)	(406,5)	(576,8)	(735,4)	(931,3)	(1059,8)	(1162,2)	(1245,9)	(1308,2)
Yatırım/Satış	%	-35,8%	-33,0%	-33,7%	-33,2%	-35,2%	-34,6%	-34,2%	-31,6%	-28,7%	-27,9%	-27,9%
Aktifleştirilen Arge	mn TL	(235,8)	(267,6)	(363,6)	(380,6)	(545,7)	(701,2)	(891,9)	(1018,6)	(1118,1)	(1197,3)	(1257,2)
MDV & Diğer	mn TL	(53,0)	(25,8)	(15,8)	(25,9)	(31,1)	(34,2)	(39,4)	(41,2)	(44,2)	(48,6)	(51,0)
Vergi Oranı	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%

Grafik:3 Satış büyümesini desteklemek adına yeni ürün gelişimi için geçmişin üzerinde ARGE yatırımı planlanmakta..



Kaynak: Şirket & Info Tahminleri

İNA Varsayımları

2022-2024 arası EBITDA büyümesi yıllık ortalama %82

EBITDA gelişimi. 2022, 2023 ve 2024'te Şirket TMS29 dahil sırasıyla 525,8 mn TL, 645,8 mn TL ve 881,0 mn TL EBITDA üretmiştir. 2025 sonunda EBITDA'nın 2024'e göre %8,1 artarak 952,5 mn TL olması beklenmektedir. 2024 verisi TMS29 etkisi içerirken 2025 tahmini böyle bir etkiden arı olduğu için ilgili değişim düşük görülmektedir. Büyümenin 2025-2028 arası beklenen reel büyüme nedeniyle görece yüksek seyretmesi beklenirken 2028 sonrası büyümede ivme kaybı öngörülmektedir. TMS29 hariç EBITDA büyümeleri ise gelecek yıllar tahmini için daha doğru bir göstergedir. 2022, 2023 ve 2024 yıllarında EBITDA büyümeleri TMS29 hariç verilerde sırasıyla %59, %85 ve %103 olarak gerçekleşmiştir. Sonraki yıllarda beklenen ortalama EBITDA büyümesi ile %19,7 ile geçmiş ortalamanın oldukça altındadır. TMS29 dahil geçmişte %65,2-81,2 bandında seyreden EBITDA marjı 2025/09'da %81,2 olarak gerçekleşmiştir. TFRS29 hariç mali tablolarda ise EBITDA marjı %69,6-81,8 aralığında gerçekleşmiştir. TFRS29 hariç 2025/09'da ise EBITDA marjı %81,8'e yükselmiştir. Projeksiyonda ise ortalama EBITDA marjı %76,9 alınmıştır. Geçmişte marjı düşük Udentify'n gelecekte olmayacak olması, giderlerin önemli bir kısmının enflasyon ile artan sabit giderlerden oluşması nedeniyle yüksek büyüme döneminde marjın artıyor olması ve TMS29 hariç verilerde marjın yüksek olması marj beklentilerimizin temel parametrelerini oluşturmaktadır. Ayrıca Udentify sonrası şirketin ana faaliyetine odaklanması da karlılık artışında etkindir.

Gelir Tablosu	Birim	2022	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Net Satış	mn TL	806	888	1.126	1.223	1.636	2.128	2.721	3.356	4.053	4.458	4.681
Değişim	%		10,1%	26,8%	8,7%	33,7%	30,1%	27,9%	23,3%	20,8%	10,0%	5,0%
SMM	mn TL	(122)	(92)	(99)	(111)	(167)	(224)	(289)	(356)	(427)	(469)	(493)
Brüt Kar	mn TL	684,1	795,7	1026,2	1.113,0	1.469,7	1.904,0	2.431,5	2.999,9	3.626,5	3.989,1	4.188,6
Brüt Marj	%	84,8%	89,6%	91,2%	91,0%	89,8%	89,5%	89,4%	89,4%	89,5%	89,5%	89,5%
Faaliyet Giderleri	mn TL	(376,3)	(348,4)	(333,4)	(335,9)	(510,8)	(737,8)	(914,5)	(1152,4)	(1376,6)	(1514,2)	(1590,0)
Faaliyet Gid./Satış	%	-46,7%	-39,2%	-29,6%	-27,5%	-31,2%	-34,7%	-33,6%	-34,3%	-34,0%	-34,0%	-34,0%
Amortisman	mn TL	(217,9)	(198,5)	(188,2)	(175,4)	(285,0)	(448,5)	(553,7)	(729,1)	(887,0)	(975,8)	(1.024,5)
EBITDA	mn TL	525,8	645,8	881,0	952,5	1.243,9	1.614,7	2.070,7	2.576,6	3.136,9	3.450,6	3.623,1
EBITDA Marjı	%	65,2%	72,7%	78,3%	77,8%	76,0%	75,9%	76,1%	76,8%	77,4%	77,4%	77,4%
Değişim	%		22,8%	36,4%	8,1%	30,6%	29,8%	28,2%	24,4%	21,7%	10,0%	5,0%

Grafik:2 2023 yılında marjı düşük Udentify'n satılması, satış sonrası Şirket'in ana faaliyetlerine odaklanması ve sabit giderlerin yüksek olması nedeniyle artan satışlar marjları artırırken TMS29 mevsimsel etkiler nedeniyle marjı düşük göstermekte



Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri; Tahmin ve geçmiş veriler TMS29 hariç verilerdir

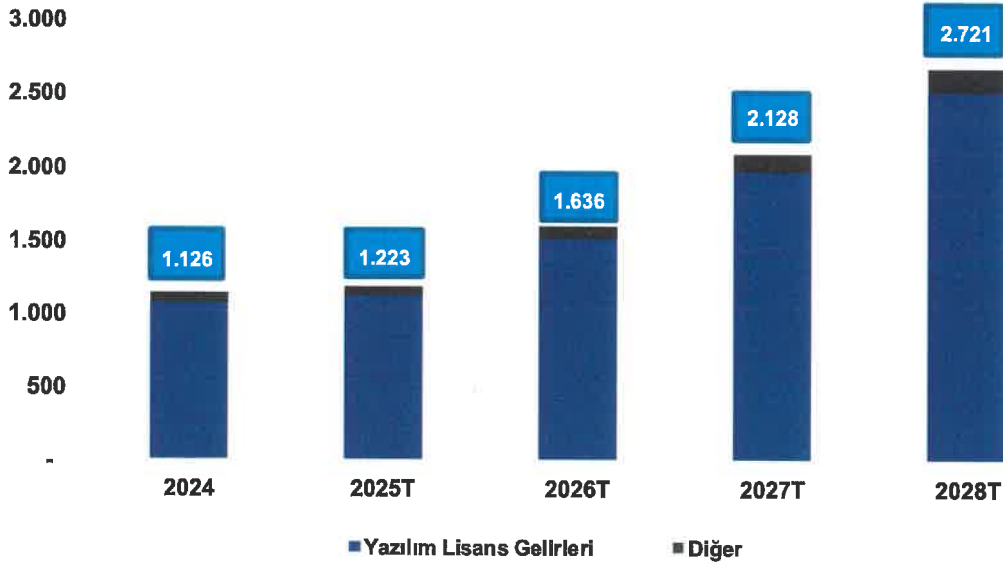
Grafik 5: Yazılım Gelir Payı (2024)

(2028T)



Kaynak: Şirket, Info Yatırım

Gelir Kırılımı (mTL)



Piyasa Çarpanları

Yurtiçi Çarpanlar

BİST Yazılım ve BİST Bilişim şirketleri çarpanları ile sırasıyla 8.985 mn TL ve 8.951 mn TL piyasa değerine ulaşılmıştır.

BİST Bilişim ve BİST Yazılım şirketleri baz alındı. Halka arz sonrasında Şirket BİST Bilişim endeksinde yer alacağı için çarpan değerlemesinde bu endeksin çarpanları referans alınmıştır. Buna ek olarak, BİST 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 EV/EBITDA ve F/K çarpanlarına eşit ağırlık verilirken medyan çarpanlar kullanılmıştır. PD/DD ve EV/Net Satış rasyoları faaliyet karlılığı hakkında doğrudan bir sonuç vermemeleri nedeniyle çarpan hesaplamasında dikkate alınmamıştır.

BİST Benzer - Yazılım Şirketleri						Net Satış Artışı	EBITDA Artışı	2025/09	2025/09	2025/09	
BİST Kodu	Şirket Adı	PD (Milyon TL)	EV/ EBITDA 2025/09	EV/ Satışlar 2025/09	F/K 2025/09	PD/DD 2025/09	2022-2025/09 YBBO(%)	2022-2025/09 YBBO(%)	EBITDA Marjı	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
ARDYZ	ARD Bilişim Teknolojileri	4.852	5,4	2,1	8,9	1,3	98,5%	37,2%	38,4%	122,8%	0,38
ATATP	ATP Yazılım	15.038	4,5	3,0	8,6	3,9	229,8%	763,4%	66,8%	-11,4%	(0,10)
FONET	Fonet Bilgi Teknolojileri	2.724	12,1	4,2	15,4	1,8	81,9%	54,9%	34,5%	-3,0%	(0,00)
FORTE	Forte Bilgi İletişim	5.270	20,9	2,9	2,8	2,7	104,8%	43,8%	13,8%	385,3%	0,61
HTTBT	Hitit Bilgisayar	14.670	21,3	9,3	39,4	5,3	232,5%	242,2%	43,9%	-35,5%	(0,09)
KFEIN	Kafein Yazılım	1.841	6,9	0,6	9,4	1,6	124,5%	21,0%	8,6%	-97,9%	(0,20)
LINK	Link Bilgisayar	5.342	10,1	2,8	11,4	3,8	990,9%	568,9%	28,1%	-58,8%	(0,21)
LOGO	Logo Yazılım	15.343	7,3	2,7	11,1	4,3	38,9%	39,2%	36,4%	-35,0%	(0,20)
MTRKS	Matriks Finansal Teknolojiler	2.547	7,2	2,0	13,2	3,1	68,5%	51,7%	27,4%	-48,2%	(0,20)
MATK	Mia Teknoloji	19.997	17,1	7,0	14,4	3,6	70,5%	16,8%	41,0%	26,7%	0,06
OBASE	Obase Bilgisayar	1.688	8,9	2,1	470,0	2,5	62,3%	213,5%	23,3%	34,5%	0,10
ODINE	Odine Teknoloji	27.448	77,8	16,9	76,5	13,4	226,1%	102,4%	21,7%	-195,5%	(0,33)
PAPIL	Papillon Savunma	3.277	31,1	10,6	(260,2)	6,4	138,2%	A.D	34,1%	-181,2%	(0,35)
SMART	Smartiks Yazılım	767	5,3	3,5	(170,5)	1,7	55,0%	49,9%	65,7%	55,2%	0,19
VBTYZ	VBT Yazılım	2.031	9,0	1,5	(304,9)	2,1	0,9%	79,6%	16,5%	207,4%	0,62
Ortalama		8.189	11,0	2,5	11,5	2,7	168,2%	163,2%	33,3%	0,1	0,0
Medyan		4.852	9,0	2,7	11,2	2,6	98,5%	53,3%	34,1%	-0,1	-0,1
Minimum		767	4,5	0,6	(304,9)	1,3	0,9%	16,8%	8,6%	-2,0	-0,4
Maksimum		27.448	77,8	16,9	470,0	13,4	990,9%	763,4%	66,8%	3,9	0,6
Notcad		8.985	9,0	6,7	11,2	4,0	8,2%	9,5%	80,2%	(0,2)	(0,1)

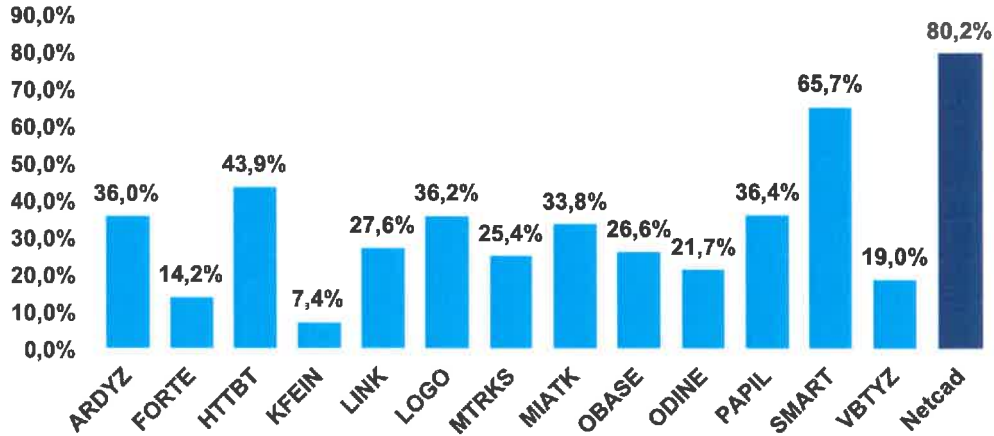
BİST Bilişim Endeksi							Net Satış Artışı	EBITDA Artışı	2025/09	2025/09	2025/09
BİST Kodu	Şirket Adı	PD (MilyonTL)	EV/ EBITDA 2025/09	EV/ Satışlar 2025/09	F/K 2025/09	PD/DD 2025/09	2022-2025/09 YBBO(%)	2022-2025/09 YBBO(%)	EBITDA Marjı	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
ALCTL	Alcatel Lucent Teletaş	4.269	18,1	0,5	(28,2)	1,4	34,1%	-35,6%	2,8%	-1134,2%	(0,53)
ARDYZ	ARD Bilişim Teknolojileri	4.852	5,4	2,1	8,9	1,3	39,4%	16,6%	38,4%	122,8%	0,38
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 Teknolojileri	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)
INGRM	Ingram Bilişim	9.954	25,8	0,6	(348,2)	5,0	39,4%	19,7%	2,2%	801,0%	2,25
INDES	İndeks Bilgisayar	5.663	2,2	0,1	14,4	0,9	15,8%	-2,0%	2,8%	-15,6%	(0,06)
KFEIN	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)
LINK	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)
MIATK	Mia Teknoloji	19.997	17,1	7,0	14,4	3,6	29,5%	7,8%	41,0%	26,7%	0,06
MOBTL	Mobilite İletişim	7.565	11,3	0,7	24,6	1,0	15,2%	-25,1%	5,8%	187,7%	0,20
NETAS	Netaş Telekom.	4.070	28,0	0,6	(14,5)	(18,0)	45,2%	14,6%	2,1%	1093,8%	(11,53)
OBASE	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)
PENTA	Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım	5.537	5,1	0,2	27,8	1,4	49,3%	29,7%	3,9%	23,5%	0,07
PKART	Plastikkart	1.677	15,3	0,9	(1.557,7)	3,9	5,0%	-0,1%	6,0%	-82,3%	(0,20)
REEDR	Reeder Teknoloji	9.595	(165,4)	4,6	(8,6)	1,2	-7,5%	A.D	-2,8%	-441,6%	0,03
SMART	Smartiks Yazılım	767	5,3	3,5	(170,5)	1,7	23,7%	21,7%	65,7%	55,2%	0,19
VBTYZ	VBT 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)

Piyasa Çarpanları Rakip Kıyaslaması

Borsa İstanbul'da karlılığı en yüksek Şirket

Yüksek katma değer. BİST Yazılım örnekleminde işlem gören şirketler yüksek karlılık ile çalışmaktadır. Bu durumda ilk etken bazı personel giderlerinin aktifleştirilmesidir. Aktifleştirilme durumu Teknopark'tan alınan onay ile olmakta ve Şirket ya da bağımsız denetimin inisiyatifine bırakılmamaktadır. Aslında aktifleştirme mekanizması önemli oranda yazılım sektörüne devlet tarafından sağlanan bir teşviktir. Karlılığı artıran bir diğer etken ise sektörün iş yapma biçimi gereği niş alanda ve know-how gerektiren önemli yazılımların oluşturulmasıdır. İlgili yazılımların yaratılabilmesi önemli bir bilgi ve tecrübe gerektirdiği için bu iş modeli kolayca farklı rakipler tarafından kopyalanamamakta ve bu durum da karlılığı artırmaktadır. Borsada işlem gören 13 yazılım şirketi 2025/09 itibarıyla %30,3 EBITDA marjı ile çalışmaktadır. Netcad ise 2025/09'da son 4 çeyrek itibarıyla TMS29 dahil %80,2 EBITDA marjı ile sektör ortalamasının oldukça üzerinde bir karlılığa sahipken borsada işlem görmesi durumunda Borsa İstanbul şirketlerinde en yüksek EBITDA marjına sahip şirket olacaktır. Bu durum Şirket'in niş bir alanda önemli yazılımlar ile katma değer ürettiği anlamına gelmektedir. 2021-2024 arası yazılım şirketlerinin halka arz edildikleri onaylı fiyat tespit raporlarındaki çarpanlara bakıldığında ise EV/EBITDA çarpanının ortancada 12,6x olduğu görülürken cari sektör çarpanlarına göre kısmi iskontolu olduğu görülmektedir. 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. Netcad EV/EBITDA ve F/K çarpanları ile hem sektörün cari çarpanları hem de son dönem yazılım şirketleri halka arz çarpanlarına göre makul bir seviyede olduğu kanaati oluşmuştur.

EBITDA Marjı Karşılaştırması



Yazılım Şirketleri Halka Arz Çıkış Çarpanları	EV/EBITDA	F/K
MTRKS	19,4	33,8
ATATP	12,6	27,0
VBTYZ	9,5	16,6
MIATK	15,0	16,6
OBASE	14,9	18,2
FORTE	6,4	7,5
ODINE	5,9	8,1
Ortalama	12,0	18,2
Medyan	12,6	16,6
NETCAD	5,3	7,8

Piyasa Çarpanları

Uluslararası Çarpanlar

**Yurt dışı benzer şirket çarpanları
13.479 mn TL piyasa değerine işaret
etmekte**

19 uluslararası firma örneklemede kullanılmıştır. Şirket ile aynı sektörde faaliyet gösteren yurtdışı benzer şirketler tespit edilmiş ve değer tespitinde uluslararası şirketlerin çarpanlarına yer verilmiştir. Çarpanların hesaplanmasında kullanılan piyasa değerleri 17.11.2025 tarihli dir. Yurtdışında birebir şirket ile benzer şirket bulmak çok zor olmakla birlikte yurtdışında daha çok örneklem olması sebebiyle yurtdışından faaliyet alanı itibarıyla tam benzer şirket bulmak daha mümkündür. Bu yüzden işbu raporda yurtdışı örnekleme yer verilmesi makul bulunsu da özellikle yurtdışı firmaların farklı ülke riskleri, değişen vergi oranları, düşük CDS ve faiz oranları barındırması, yurtdışı fiyatlamaya davranışlarından oldukça farklı olması ve ölçek olarak daha büyük olmaları nedeniyle yurtdışı benzerlere çalışmamızda ağırlık verilmemiştir. Son 149 halka arzda yurtdışı çarpanlara diğer kurumlar ortalamada %20 ağırlık vermiştir. Aşağıdaki tablolarda yurtdışı şirketlere yönelik finansal veriler, çarpan değerleri ve faaliyet alanlarına yönelik özet bilgiler yer almaktadır. Değerlemede EV/EBITDA ve F/K çarpanı kullanılmıştır. PD/DD ve EV/Net Satış rasyoları faaliyet karlılığı hakkında doğrudan bir sonuç vermemeleri nedeniyle çarpan hesaplamasında dikkate alınmamıştır.

Uluslararası Benzer Şirketler Piyasa Çarpanları				17 Kasım	Son 12 Ay				Net Satış Artışı		EBITDA Artışı	EBITDA Marjı	Son 12 Ay	Carı
Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke	PD (Milyon\$)	EV/EBITDA	EV/Satışlar	F/K	PD/DD	EV/EBITDA 25T	Son Üç yıl YBSO (%)	Son Üç Yıl YBSO (%)	Son 12 Ay	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
Avrupa Gelişmiş- Gelişmekte olan Ülkeler	Dassault Systemes Se	DSY FP Equity	Fransa	36.250	19,6	5,9	26,2	3,8	13,0	8,7%	10,5%	29,9%	(0,7)	(0,2)
	Hexagon Ab-B Shs	HEXAB SS Equity	İsviçre	31.084	12,9	5,7	39,6	2,7	14,1	7,9%	-3,0%	44,2%	2,1	0,4
	Nemetschek Se	NBM GR Equity	Almanya	11.797	36,4	11,3	49,8	11,8	23,9	13,6%	15,3%	31,0%	0,5	0,2
	Beko Ptc	BLCO LN Equity	Norveç	156	15,4	3,6	31,5	3,7	10,3	6,1%	3,5%	MD	(1,3)	(0,3)
	Ortalama			19.822	15,9	3,6	N/A	3,4	15,3	9,1%	6,6%	35,1%	0,2	0,0
	Medyan			21.441	15,4	3,6	N/A	3,7	13,5	8,3%	7,0%	31,0%	(0,1)	0,0
	Minimum			156	12,9	3,6	26,2	2,7	10,3	6,1%	-3,0%	29,9%	(1,3)	(0,3)
	Maksimum			36.250	36,4	11,3	49,8	11,8	23,9	13,6%	15,3%	44,2%	2,1	0,4
Amerika Kıtası Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler	Cadence Design Sys Inc	CDNS US Equity	Amerika	83.993	52,0	18,3	63,4	16,2	MD	15,8%	18,5%	35,2%	(0,2)	(0,1)
	Synopsys Inc	SNPS US Equity	Amerika	71.517	68,2	20,2	43,5	2,6	20,6	13,9%	1,2%	29,6%	7,9	0,5
	Ansys Inc	ANSS US Equity	Amerika		28,3	10,4	MD	MD	MD	9,8%	11,1%	36,8%	(1,1)	(0,2)
	Ptc Inc	PTC US Equity	Amerika	20.912	23,0	9,3	27,6	5,5	15,8	12,4%	37,0%	40,5%	1,1	0,3
	Autodesk Inc	ADSK US Equity	Amerika	62.246	36,5	9,8	52,2	22,9	19,9	11,8%	19,8%	26,9%	0,1	0,1
	Open Text Corp	OTEX CN Equity	Kanada	8.247	8,2	2,9	14,2	2,1	7,1	15,5%	6,2%	35,3%	3,3	1,4
	Workday Inc-Class A	WDAY US Equity	Amerika	59.761	45,1	6,3	75,4	6,5	15,1	18,0%	35,7%	14,1%	(4,5)	(0,5)
	Gudewire Software Inc	GWRE US Equity	Amerika	18.099	287,5	15,5	124,8	12,3	MD	14,1%	-9,2%	5,4%	(6,7)	(0,3)
	Constellation Software Inc	CSU CN Equity	Kanada	49.047	18,8	5,3	54,4	14,1	12,8	25,5%	21,9%	28,1%	0,1	0,0
	Tyler Technologies Inc	TYL US Equity	Amerika	20.113	42,8	9,4	64,8	5,8	25,6	10,3%	13,9%	22,0%	(1,8)	(0,3)
	Trimble Inc	TRMB US Equity	Amerika	17.888	24,3	5,7	36,5	3,1	17,1	0,3%	5,8%	23,3%	1,5	0,2
	Bentley Systems Inc-Class B	BSY US Equity	Amerika	13.906	38,2	11,5	48,4	10,6	25,4	11,9%	41,2%	30,0%	2,6	0,8
	Aspen Technology Inc	AZPN US Equity	Amerika		34,9	13,8	MD	MD	MD	MD	MD	39,5%	(0,2)	(0,0)
	Ortalama			38.703	13,5	2,9	14,2	2,6	17,7	13,2%	16,9%	28,2%	0,2	0,2
	Medyan			20.912	13,5	2,9	14,2	2,6	17,1	13,0%	16,1%	28,6%	0,1	0,0
	Minimum			8.247	8,2	2,9	14,2	2,1	MD	0,3%	-9,2%	5,4%	(6,7)	(0,5)
	Maksimum			83.993	287,5	20,2	124,8	22,9	MD	25,5%	41,2%	40,5%	7,9	1,4
Asya Kıtası Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler	Beijing Supermap Softw are -A	300036 CH Equity	Çin	1.230	MD	4,8	MD	3,2	18,5	-5,1%	MD	MD	MD	(0,4)
	Ortalama			1.230	A.D	4,8	MD	3,2	18,5	-5,1%	MD	MD	MD	- 0,4
	Medyan			1.230	A.D	4,8	A.D	3,2	18,5	-5,1%	MD	MD	MD	- 0,4
	Minimum			1.230	-	4,8	-	3,2	18,5	-5,1%	0,0%	0,0%	MD	- 0,4
	Maksimum			1.230	-	4,8	-	3,2	18,5	-5,1%	0,0%	0,0%	MD	- 0,4
Global	Ortalama			31.640	15,0	3,8	14,2	3,0	17,1	11,2%	14,3%	29,5%	0,2	10%
	Medyan			20.513	15,4	3,6	14,2	3,1	16,5	11,9%	12,4%	30,0%	0,1	2%
	Minimum			156	8,2	2,9	14,2	2,1	7,1	-5,1%	-9,2%	5,4%	-6,7	-48%
	Maksimum			83.993	287,5	20,2	124,8	22,9	25,6	25,5%	41,2%	44,2%	7,9	140%
	Netcad			13.479	15,4	10,1	14,2	5,9	16,5	8,2%	9,5%	80,2%	(0,2)	(0,1)

Kaynak: Bloomberg

Çarpan Değerlemesi

Çarpanlara %50 ağırlık verilmiştir

EV/EBITDA ve F/K çarpanı kullanılmıştır. Değerlemede EV/EBITDA ve F/K çarpanı kullanılırken ifade edilen çarpanlara %50'şer ağırlık verilerek değer tespiti gerçekleştirilmiştir. Enflasyon muhasebesinde net dönem karının tahmin edilmesi pek kolay görülmemektedir. Tahmin edilmesi kolay olmayan bir değişken üzerine değerlendirme yapılması ise pek makul değildir. Son 10 halka arz fiyat tespit raporları incelenmiş ve genelde F/K değerlendirme tekniğinin kullanılmadığı görülmüştür. Analistler net parasal pozisyonun net dönem karının ölçümünü belirsiz bırakması nedeniyle F/K yaklaşımını kullanmamaya başlamıştır. Bu nedenle enflasyon muhasebeli bilançolarda değerlendirme yaparken F/K kullanılmasını pek makul karşılamasak da değerde muhafazakâr bir yaklaşım sergileyebilmek için değerlendirme F/K çarpanına da yer verilmiştir. 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.

Mn TL	Değer
Netcad EBITDA 2025/09 4Ç	1057
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%
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

Mn TL	Değer
Netcad EBITDA 2025/09 4Ç	1057
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%
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

Mn TL	Değer
Netcad EBITDA 2025/09 4Ç	1057
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x)	15,4
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri (TL)	16.261
Net Borç 2025/09 TL	-191
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri (TL)	16.453
EV/EBITDA (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
Mn TL	Değer
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 (TL)	10.505
F/K (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
Yurtdışı Benzer Şirketler Gelen Nihai Piyasa Değeri	13.479

Nihai Değer

**5.750 mn TL iskonto sonrası
halka arz piyasa değeri**

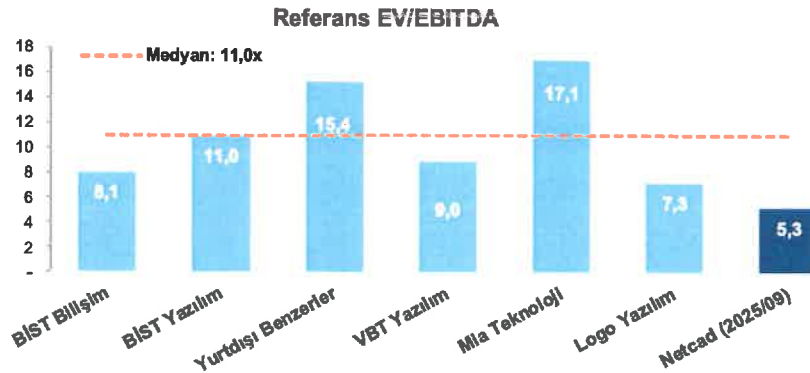
**Halka arz piyasa değeri 2025/09
EBITDA ve net kar verisine göre
5,3x EV/EBITDA ve 7,8x F/K
çarpanına işaret etmektedir.**

5,3x EV/EBITDA25/09. Nihai değerde şirket dinamiklerini daha iyi yansıttığını düşündüğümüz İNA'ya %60 ağırlık verilirken piyasa davranış modelini değerde dikkate almak adına piyasa çarpanlarına %40 ağırlık verilmiştir. Şirket'in ana faaliyeti gereği BİST Yazılım şirketleri tam benzer olarak belirlenirken BİST Bilişim endeksi de değerlemede dikkate alınmıştır. BİST Yazılım şirketleri Şirket'in değerini daha doğru göstermesine rağmen muhafazakâr tarafta kalmak adına BİST Bilişim endeksi ve BİST Yazılım şirketlerinden gelen değere eşit ağırlık verilmiştir. Özellikle yurtdışı firmaların farklı ülke riskleri, değişen vergi oranları, düşük CDS ve faiz oranları barındırması, yurtiçi fiyatlamada davranışlarından oldukça farklı olması ve ölçek olarak daha büyük olmaları nedeniyle yurtdışı benzerlere çalışmamızda ağırlık verilmemiştir. Son 149 halka arzda yurtdışı çarpanlara diğer kurumlar ortalamada %20 ağırlık vermiştir. **Geleneksel değerlendirme metodolojilerine göre pay değerini belirlerken elde edilen değere %26,3 halka arz iskontosu uygulanmıştır. Şirket için halka arz iskontosu sonrası 5.750 mn TL piyasa değeri ve pay başı 46 TL değer tespit edilmiştir.** Bulunan değer cari 5,3x EV/EBITDA ve 7,8x F/K çarpanlarına işaret ederken yazılım şirketleri ve bilişim endeksinin ortalama verilerinin altında bir çarpana ulaşmıştır. **Yeni ürün ve müşterilerin portföye katılması ile önemli bir büyüme beklentisi bulunmaktadır. 2025 sonu EBITDA tahminleri rapor tarihi itibarıyla büyük oranda tutacak ve EBITDA önemli oranda büyüyecektir. TMS29 ile daha da artacak 2025 EBITDA'sı ile ilgili çarpanın 5x'in altına ineceği beklenmektedir.**

Değerleme Özeti	Değer (mTL)	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
Metodolojiler			
İNA	7.020	60,0%	56,16
BİST Yazılım	8.985	20,0%	71,88
BİST 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

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.

Grafik: 6 Ulaşılan halka arz değeri mevcut karlılık seviyesinde referans



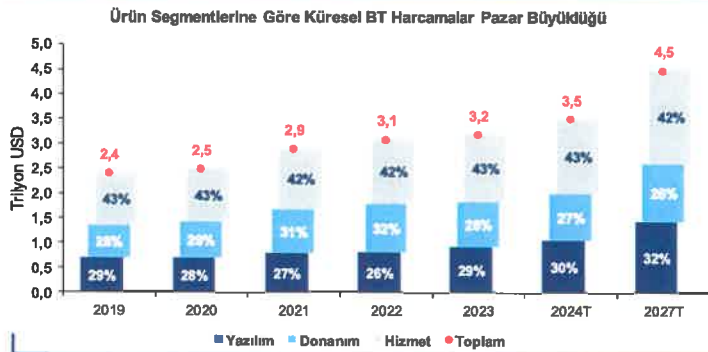
Kaynak: Bloomberg & Finnet, Örneklemede 20x'un üstü ve 5x'in altı elimitine edilmiştir

Sektör

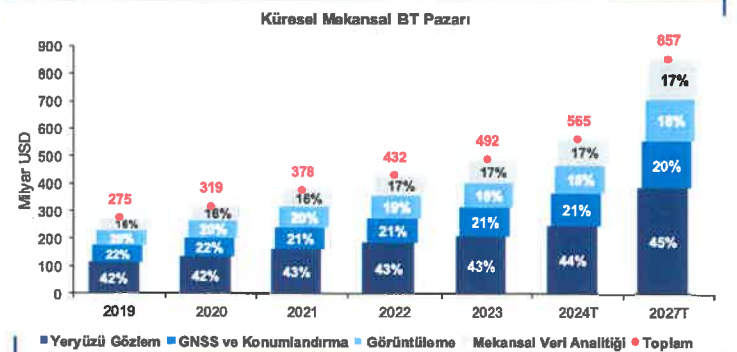
2023 yılında küresel bazda Bilgi Teknolojileri Pazarı 3,2 trilyon USD büyüklüğe sahip olmakla birlikte Mekânsal Bilgi Teknolojileri Pazarı 492 milyar USD paya sahiptir.

2023 yılında 82 milyar USD büyüklüğe sahip olan küresel mekânsal veri analitiği pazarının %16 büyümeye ile 2024 yılında 95 milyar USD'ye ulaşması beklenmektedir. 2027 yılında 146 milyar USD'ye ulaşması beklenmektedir.

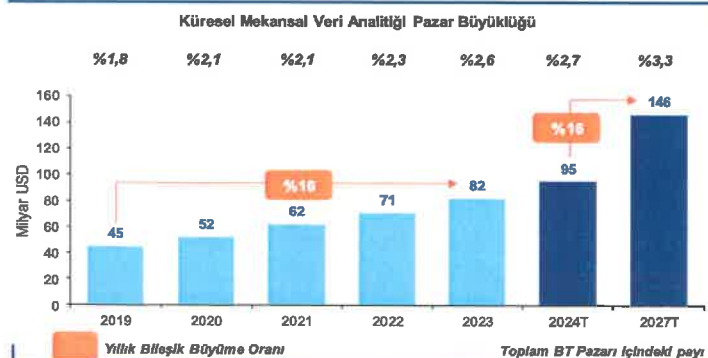
Global bilgi teknolojileri ve mekânsal veri analitiği pazarı. Bilgi teknolojileri pazarı, yazılım, donanım, telekomünikasyon, veri depolama, bulut hizmetleri ve ağ altyapıları gibi dijital çözümler ve ürünler sunan geniş bir sektördür. Mekânsal bilgi teknolojileri pazarı ise mekânsal verilerin toplanması, işlenmesi, görselleştirilmesi ve analiz edilmesi amacıyla kullanılan donanım, yazılım ve hizmetleri kapsar. Mekânsal veri analitiği pazarı coğrafi verileri oluşturmak, analiz etmek, eğilimleri modellemek ve tahminlerde bulunmak için kullanılan yazılım ve hizmetlere odaklanır. Şirketin de ana pazarı olan mekânsal veri analitiği yazılım pazarı, coğrafi verileri yakalama, depolama, analiz etme ve yönetme işlevleri sunan CBS (Coğrafi Bilgi Sistemleri) yazılımları ile bu yazılımlara dayalı analitik çözümlerden oluşur, ayrıca mekânsal veri analitiği çözümlerinde görsel veri üretimi, modelleme ve mühendislik amaçlı kullanılan CAD yazılımlarını da kapsar. TÜBİSAD Bilgi ve İletişim Teknolojileri Sektörü 2025 raporuna göre 2024 yılında 3,2 trilyon USD büyüklüğe sahip olan global Bilgi Teknoloji pazarının, önceki 4 yıla göre daha fazla büyümeye göstererek %11 artış ile 2025 yılında 3,5 trilyon USD'ye, sonrasında ise %9 YBBO (yıllık bileşik büyüme oranı) ile 2028 yılında 4,8 trilyon USD'ye ulaşması tahmin edilmektedir. EY-Parthenon / Mekânsal Bilgi Teknolojileri Pazarı Değerlendirmesi raporuna göre 2023 yılında 3,2 trilyon USD büyüklüğe sahip BT harcamalar Pazar büyüklüğü içerisinde Mekânsal Bilgi Teknolojileri Pazarı 492 milyar USD paya sahiptir. Bunun içerisinde 82 milyar USD ile Mekânsal Veri Analitiği pazarı yer almakta ve Şirket'in ana pazarı olan Mekânsal Veri Analitiği Yazılımları 51 milyar USD paya sahip olmakla beraber pazarın önemli bir bileşeni olarak yer almaktadır. Netcad, küresel mekânsal veri analitiği pazarının enerji, doğal kaynaklar ve Devlet gibi önemli segmentlerinde faaliyet gösterdiği gibi; sanayi, telekomünikasyon, savunma ve istihbarat gibi pazarın en az %67'lik payını alan segmentlerde önemli büyümeye potansiyeline sahiptir. 2023 yılında 82 milyar USD büyüklüğe sahip olan küresel mekânsal veri analitiği pazarının %16 büyümeye ile 2024 yılında 95 milyar USD'ye ulaşması beklenmektedir. Öte yandan %16 YBBO ile devam etmesi ve 2027 yılında 146 milyar USD'ye ulaşması beklenmektedir. Bu büyümenin dijital ikiz, akıllı şehir çözümleri, 3B görselleştirme, kentsel planlama, yapay zeka ve IoT'ye olan talebin artması ile devam etmesi öngörülmektedir.



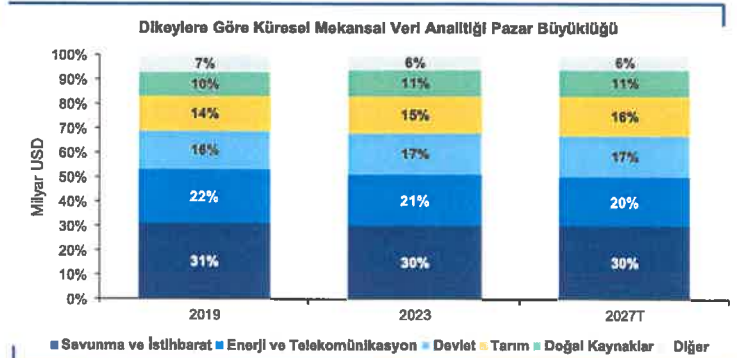
Kaynak: EY-Parthenon / Mekânsal Bilgi Teknolojileri Pazarı Değerlendirmesi



Kaynak: EY-Parthenon / Mekânsal Bilgi Teknolojileri Pazarı Değerlendirmesi



Kaynak: EY-Parthenon / Mekânsal Bilgi Teknolojileri Pazarı Değerlendirmesi



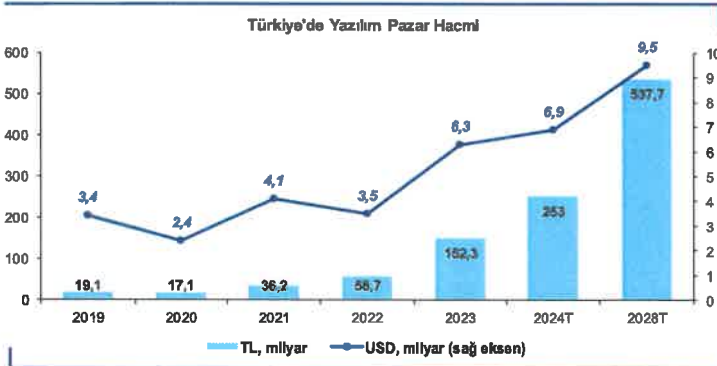
Kaynak: EY-Parthenon / Mekânsal Bilgi Teknolojileri Pazarı Değerlendirmesi

Sektör

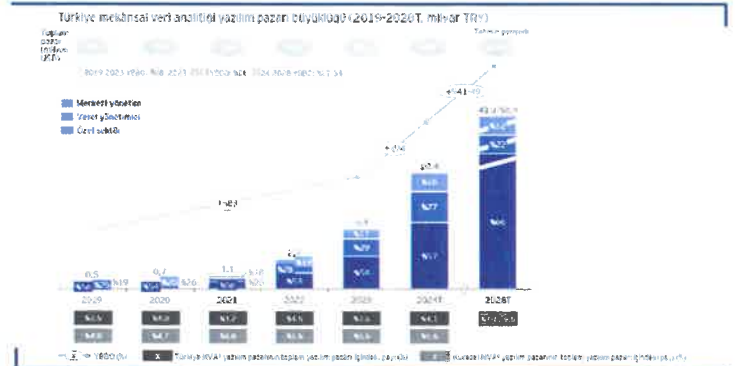
Türkiye'de mekânsal veri analitiği yazılımı pazar büyüklüğü 2023 yılında 5,4 milyar TL iken 2024 yılında %94'lük büyüme ile 10,4 milyar TL hacme ulaşması beklenmektedir.

Türkiye'de 2023 yılında 2,9 milyar TL büyüklüğüne sahip olan özel sektör mekânsal veri analitiği yazılımı pazarının %103'lük büyüme ile 2024 yılında 5,9 milyar TRY, %46-54 YBBO ile 2028 yılında ise 26,9-33,1 milyar TRY hacmine ulaşacağı tahmin edilmektedir.

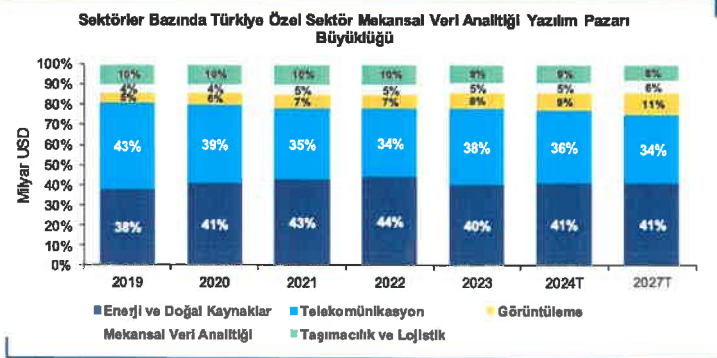
Türkiye'de bilgi teknolojileri ve mekânsal veri analitiği pazarı. Mekânsal veri analitiği pazarı, coğrafi verileri ve görüntüleri üretmek, anlamlandırmak, incelemek, coğrafi trendleri modellemek ve öngörülerde bulunmak amacıyla CBS ve CAD gibi mekânsal teknolojilere dayanan yazılım çözümlerini kapsar. 2023 yılında hacmi 344,6 milyar TL olan Bilgi Teknolojileri pazarı içerisinde yazılım pazarı 152,3 milyar TL büyüklüğünde pay almaktadır. Yazılım pazarı içerisinde, Netcad'in de içinde bulunduğu mekânsal veri analitiği pazarı ise 5,4 milyar TL büyüklüğe sahiptir. 2023 yılında yaşanan değişimler, bilgi teknolojileri pazar bileşenleri dağılımında yazılımın payının artmasına ve donanımın payının azalmasına sebep olmuştur. 2023 yılında 152,3 milyar TL pazar hacmine sahip olan Türkiye yazılım pazarının %66 büyüme ile 2024 yılında 253 milyar TL'ye ulaşacağı öngörülmektedir. Bunun yanında %21'lik YBBO ile 2028 yılında 537,7 milyar TL seviyesine ulaşacağı ve bilgi teknolojileri içerisinde yazılım pazarının payının %45'e yükseleceği tahmin edilmektedir. Türkiye mekânsal veri analitiği yazılım pazarı; özel sektör, merkezi yönetim ve yerel yönetimlerden oluşmaktadır ve Netcad tüm sektörlerde yer almaktadır. Türkiye mekânsal veri analitiği yazılımı pazarı içerisinde özel sektör %54, yerel yönetimler %29 ve merkezi yönetim/ kamu sektörü ise %17'lik paya sahiptir. Türkiye'de mekânsal veri analitiği yazılımı pazar büyüklüğü 2023 yılında 5,4 milyar TL iken 2024 yılında %94'lük büyüme ile 10,4 milyar TL hacme ulaşması beklenmektedir. Ayrıca %41-49 YBBO ile 2028 yılında pazarın 41,3-50,9 milyar TL büyüklüğe sahip olacağı öngörülmektedir. Bu büyümeyi destekleyen faktörler; "Akıllı Şehirler Strateji Eylem Planı" ve akıllı şehir projelerinde mekânsal veri analitiği yazılımı kullanılmasına artan talep ile yerel yönetimlerin büyüme faktörlerinde payını arttırması; özel sektörde OSB (Organize Sanayi Bölgeleri)'nde ve yenilenebilir enerji kaynakları projelerinde artan uygulama alanları ve inşaat, enerji, doğal kaynaklar sektörlerinin hacminin genişlemesi; kamu sektöründeki e-devlet gibi dijital dönüşüm çalışmaları ve doğal afetler ile artan proje sayısı ve yatırımlar olarak öngörülmektedir. 2023 yılında Türkiye mekânsal veri analitiği yazılım pazarının, toplam yazılım pazarına oranı %3,5'tir. Türkiye'de 2023 yılında 1,5 milyar TL büyüklüğüne sahip olan yerel yönetimler mekânsal veri analitiği yazılımı pazarının %81 büyüme ile 2024 yılında 2,8 milyar TL, 2028 yılında ise %43 YBBO oranına ve 11,8 milyar TL hacmine kadar ulaşacağı tahmin edilmektedir.



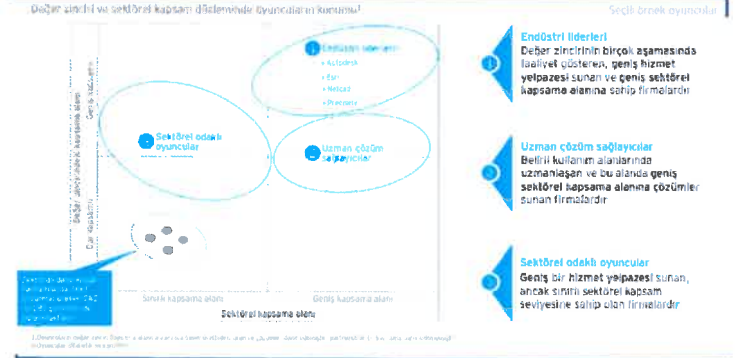
Kaynak: EY-Parthenon / Mekânsal Bilgi Teknolojileri Pazarı Değerlendirmesi



Kaynak: EY-Parthenon / Mekânsal Bilgi Teknolojileri Pazarı Değerlendirmesi



Kaynak: EY-Parthenon / Mekânsal Bilgi Teknolojileri Pazarı Değerlendirmesi



Kaynak: EY-Parthenon / Mekânsal Bilgi Teknolojileri Pazarı Değerlendirmesi

Sektör

EY raporlarına göre mekânsal veri analitiği sektörü büyüme potansiyeli olan bir sektör olmakla birlikte 2028 yılına kadar %41-49 YBBO (dolar cinsinden %27-34) ile büyüyerek 41,3 ila 50,9 milyar TL seviyelerine çıkması beklenmektedir.

Özetle bilgi teknolojileri ve mekânsal veri analitiği pazarı. Şirket'in de dahil olduğu Türkiye mekânsal veri analitiği pazarının 2023 yılı sonunda, hacmi 5,4 milyar TL iken küreselde aynı pazarın hacmi 51 milyar dolara ulaşmıştır. Bu değer yereldeki mekânsal veri analitiği pazarının küresel pazar değerlerine göre büyüme potansiyelini ifade etmektedir. 2023 yılında Türkiye mekânsal veri analitiği yazılım pazarının, toplam yazılım pazarına oranı %3,5'tir. Öte yandan küresel mekânsal veri analitiği yazılım pazarının, toplam yazılım pazarı içerisindeki oranı %5,6 olarak sonuçlanmıştır. Bu tabloya bakıldığı zaman, Türkiye'deki mekânsal veri analitiği yazılım pazarının, toplam Türkiye'deki yazılım pazarı içerisinde büyüme ve hacimden pay alma potansiyeli bulunduğu öngörülebilir. Ayrıca 2028 yılında Türkiye'deki bu payın %9,5 oranına kadar yükselmesi tahminlenmektedir. Global pazara göre yapılan analizler Şirket'inde içinde bulunduğu pazarın hızla genişlemeye devam edeceğini göstermektedir. Türkiye mekânsal veri analitiği yazılım pazarı, büyük veri, IoT, bulut tabanlı CBS çözümleri ve yapay zekâ entegrasyonları gibi teknolojilerle hızla büyümektedir. 2023 yılında pazarın büyüklüğü 5,4 milyar TL'ye ulaşmış olup 2028 yılına kadar %41-49 YBBO (dolar cinsinden %27-34) ile büyüyerek 41,3 ila 50,9 milyar TL seviyelerine çıkması beklenmektedir. Bu büyüme, dolar cinsinden %16 YBBO ile büyümesi beklenen küresel pazarın üzerinde bir performansı ifade etmektedir. Bu büyümede yerel ve merkezi yönetimlerin rolü kritik bir öneme sahiptir. Akıllı şehir projelerinin yaygınlaşması, şehir planlamadaki yasal düzenlemeler, kamusal dijital dönüşüm ve deprem bölgelerinin yeniden yapılandırılması gibi projelerde bu segmentler büyümeye devam edecek ve 2028 yılında toplam pazarın %34'ünü oluşturacaktır. Özel sektör ise 2028'de pazarın %66'sını oluşturarak en hızlı büyüyen segment olarak öne çıkacaktır. Enerji ve doğal kaynaklar ile inşaat ve mühendislik sektörleri, farklı kullanım alanlarına yönelik artan taleplerle özel sektörün en büyük payını elinde tutmaya devam edecektir. Ayrıca, telekomünikasyon, lojistik, finansal hizmetler, gayrimenkul, organize sanayi bölgeleri ve hızlı tüketim perakendesi gibi sektörler, pazar penetrasyonundaki artışla büyümelerini sürdürecektir. Pazarın parçalı yapısına rağmen, Şirket, geniş değer kapsama alanı ve çok sektörlü faaliyetleriyle öne çıkan oyuncuların biridir. Türkiye merkezli bir şirket olmanın sağladığı yerel regülasyonlara uyum avantajını kullanarak, özellikle inşaat, kentsel dönüşüm, şehircilik ve mühendislik ile enerji ve maden sektörlerinde ve merkezi ile yerel yönetimlerde güçlü bir konum elde etmiştir. Müşterilerin sistem değişikliklerine karşı gösterdiği isteksizlik, Şirket'in mevcut müşteri tabanını koruması ve bu müşterilerin gelişen ihtiyaçlarını karşılaması açısından gelecekte önemli bir stratejik avantaj sunmaktadır. Şirket, strateji planı ve gelecek vizyonuna da aldığı; gelişen teknolojilere uyum sağlayan ve yeni kullanım alanlarına yönelik ürünler geliştirmeye devam edecek olup hızla büyüyen pazardaki güçlü konumunu sürdürecektir. Rekabette küresel ve yerel rakiplerinden ürün çeşitlilik ve nicelikleri açısından önemli bir kısmından sıyrılan Şirket, endüstri lideri konumunda bulunup, gelirlerinin %30'unu AR-GE'ye aktarmakta ve teknolojik gereksinimleri bünyesine dahil etmekte, büyüyen kararlı bir şirket olarak hizmetlerini sürdürmektedir.

Mekânsal bilgi teknolojileri ekosisteminin dikey kırılımı ve uygulama alanları

Sektör	Yerel yönetim ler	Kamu Yönetim	İnşaat ve mühendislik	Enerji ve doğal kaynaklar	Telekomünikasyon	Taşımacılık ve Lojistik	Diğer
Açıklama	Büyükşehir, il, ilçe ve belediye belediyeleri; yerel altyapı planlamaları ve yerel yönetim hizmetleri için mekânsal çözümler kullanılmaktadır.	Bakanlıklar, kamu kurumları ve kamu işletmeleri; kamu hizmetlerinin yönetimi ve düzenlenmesi için mekânsal çözümler kullanılmaktadır.	İnşaat projelerinin planlanması, tasarımı ve yönetimi için mekânsal kullanılmaktadır.	Enerji üretimi, dağıtım ve doğal kaynakların yönetimi için mekânsal kullanılmaktadır.	İletişim ağlarının planlanması, kurulumu ve yönetimi için mekânsal çözümleri kullanılmaktadır.	Mali ve hizmetlerin taşınması, dağıtım ve depolanması için mekânsal çözümler kullanılmaktadır.	Perakende, bankacılık, sigortacılık sektörleri tabanlı analizler için mekânsal çözümleri kullanılmaktadır.
Seçili uygulama alanları	- Şehir planlama: Şehir gelişimi için ideal alanların tespiti ve görselleştirilmesi - Altyapı yönetimi: Su, elektrik, doğalgaz, kanalizasyon ve telekomünikasyon ağlarının planlanması ve izlenmesi - Arazi kullanımı: Zoning, arazi değerlendirme ve toprak kullanım kararlarının yönetimi - Çevre ve atık yönetimi: Hava, su ve toprak kalitesinin izlenmesi, kirlilik kontrolü ve atık yönetimi - Doğal afet yönetimi: Deprem, sel, heyelan gibi afet risklerinin haritalanması ve yönetimi - Yerli alan yönetimi: Parklar, bahçeler ve rekreasyon alanlarının planlanması ve yönetimi	- Ulaşım ve altyapı planlaması: Karayolu, demiryolu, denizyolu ve havayolu ulaşım ağlarının planlanması ve izlenmesi - Tarimsal verimlilik: Tarım arazilerinin izlenmesi, mahsul sağlığı ve sulama sistemlerinin yönetimi - Ormanlık ve orman yönetimi: Orman varlıklarının haritalanması ve yangın riski yönetimi - Enerji kaynakları yönetimi: Enerji kaynaklarının haritalanması ve yönetimi - Kültürel miras ve koruma: Tarihi ve kültürel varlıkların haritalanması ve korunması - Savunma ve güvenlik: Sınır güvenliğinin sağlanması ve stratejik planların geliştirilmesi	- Arazi değerlendirme: İnşaat projeleri için uygun arazilerin belirlenmesi ve görselleştirilmesi - Proje planlama: İnşaat ve altyapı projelerinin planlanması - İnşaat yönetimi: Şantiye yönetimi, zaman ve malzeme planlaması - Mühendislik analizleri: Hidrolik, hidrolojik ve statik analizlerin yapılması - Regülasyon ve uyum: Projelerin yasal düzenlemelere uygunluğunun sağlanması	- Kaynak keşfi ve haritalama: Petrol, doğalgaz ve maden yataklarının haritalanması ve keşfi - Yenilenebilir enerji projeleri: Rüzgar, güneş ve hidroelektrik santralleri için uygun alanların belirlenmesi ve yer seçimi - Altyapı yönetimi ve planlama: Enerji üretim ve dağıtım ağlarının planlanması ve izlenmesi - Çevresel etki analizi: Enerji projelerinin çevresel etkilerinin analizi	- Altyapı planlaması: Fiber optik kablo ağları, baz istasyonları gibi altyapının planlanması ve görselleştirilmesi - Ağ yönetimi: Mevcut ağın izlenmesi ve performansının artırılması - Baz istasyonu yer belirleme: Yeni baz istasyonlarının en uygun yerlere konumlandırılması	- Rota optimizasyonu: Taşıma rotalarının en verimli şekilde belirlenmesi - Filo yönetimi: Araç filolarının izlenmesi ve yönetimi - Lojistik operasyonlar: Depo ve dağıtım merkezlerinin planlanması, izlenmesi ve yönetimi	- Perakende: Mağaza yerleşim planlaması ve müşteri demografisi analizi - Bankacılık: Banka şubesi yer seçimi ve müşteri analizleri - Sigortacılık: Risk değerlendirme ve hasar yönetimi

Seçili oyuncuların hizmet ve sektörel kapsamları

Dıştan içe gözlem

Oyuncu ¹	Menşei	Sunulan hizmetlerden örnekler	Örnek sektörler
Autodesk		Bina Bilgi Modellemesi (BIM), mimarlık, mühendislik ve inşaat firmalarının mekânsal verileri entegre etmelerini ve gerçek zamanlı güncellemeler olarak daha iyi planlar oluşturmalarını sağlamaktadır.	İnşaat, mühendislik, mimarlık
Başarsoft		Precisely iş ortaklığıyla CBS alanında analiz, haritalama ve şehir planlaması gibi hizmetlerle merkezi ve yerel yönetimlere, veri analizi, iş zekası gibi hizmetlerle taşımacılık ve mühendislik firmalarına çözüm üretmektedir.	- Taşımacılık ve lojistik, enerji, mühendislik - Merkezi ve yerel yönetimler
Belsis		Mekânsal veri yönetimi, analizi ve modelleme gibi çözümleri yanında CAD bazlı ürünleriyle planlama bürolarına, imar, kadastro çözümleri ve projeleriyle merkezi ve yerel yönetimlere hizmet vermektedir.	Merkezi ve yerel yönetimler
Bentley		Büyük ölçekli mühendislik projelerinde ve altyapı sistemlerinde mekânsal veri analitiği çözümleri sunan Bentley Systems, haritalama, modelleme ve mühendislik tasarımı gibi hizmetleri bir arada sunmaktadır.	- Enerji, inşaat, mühendislik - Yerel yönetimler
Datamine		Kendi yazılımları ile maden modelleme, optimizasyon, planlama ve veri yönetimi süreçlerinde hizmetler vermektedir.	Madençilik
Esri		Veri toplama, işleme, yönetme, konum tabanlı analizler ve karar destek süreçlerinde çözümler üretmekte ve ilgili çözümleri geniş bir sektör yelpazesine sunmaktadır.	- Enerji, inşaat, mühendislik, madencilik, ŞBP² - Merkezi ve yerel yönetimler
Hexagon		Yüksek teknolojiyle hassas ölçüm tekniklerine dair yazılımları ile mekânsal veri analitiği yazılım pazarına da çözümler üretebilen Hexagon veri toplama, görselleştirme çözümlerini inşaat, planlama bürolarına sunmaktadır.	- İnşaat, ŞBP, madencilik - Merkezi ve yerel yönetimler
Micromine		Kendi yazılımları ile maden arama, jeoloji modelleme, operasyon ve madencilik verisi yönetimi gibi hizmetler sunmaktadır.	Madençilik
Netcad		CBS ve elektronik kamu hizmeti çözümleri üzerine odaklanan şirket, bu çözümleri CAD çözümleriyle birleştirerek merkezi ve yerel yönetimlere ve özel sektöre sunmaktadır.	- Enerji, inşaat, mühendislik, madencilik, ŞBP - Merkezi ve yerel yönetimler
Precisely		Mekânsal iş zekası ürünleri ile altyapı sektörlerine karar destek sistemleri ve veri analitiği çözümleri üretmektedir.	Enerji, telekomünikasyon, taşımacılık ve lojistik
Sampas Bilgişim		CBS çözümlerini diğer yönetim bilgi sistemleri ve mobil çözümlerle birlikte sunmakta ve yerel yönetimlere akıllı şehir uygulamaları sağlamaktadır.	- ŞBP - Yerel yönetimler
Universal		Esri ile iş ortaklığından gelen CBS modülü ve ağ çözümleri sunmakta birlikte kendi mekânsal veri toplama, yönetme ve CBS ile diğer entegrasyon hizmetleri de bulunmaktadır.	- Enerji, inşaat - Merkezi ve yerel yönetimler

¹.Oyuncular alfabetik sıradadır.

².Şehir bölge planlama

Kaynak: Şirketlerin internet siteleri, EY Partneron analiz



Lisans Belgeleri:



SPİ 01580160/03454

**SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.
LİSANS DURUM BELGESİ****MERNİS KİMLİK BİLGİLERİ**

T.C. Kimlik No : 26288042136
Adı Soyadı : HÜSEYİN GÜLER

LİSANS BİLGİLERİ

Lisans Adı : SERMAYE PİYASASI FAALİYETLERİ DÜZEY 3 LİSANSI
Belge Numarası : 203904
Geçerlilik Tarihi : 20.01.2029
Düzenlenme Tarihi : 23.02.2017
Lisans Durumu : AKTİF LİSANS

İLGİLİ MAKAMA

Lisans kayıtlarının Kuruluşumuz nezdinde tutulduğu Lisanslama ve Sicil Tutma Sistemi üzerinde yapılan sorgulama sonucunda; HÜSEYİN GÜLER isimli kişinin ilgili lisansına ait bilgiler yukarıda verilmiştir.

Bu belgenin doğruluğu <https://www.turkiye.gov.tr/belge-dogrulama> adresinden veya <https://sts.spl.com.tr/bilgi-sorgulama> adresinden kontrol edilebilir. Ayrıca mobil cihazlarınıza yükleyeceğiniz e-Devlet Kapsına ait Barixada Belge Doğrulama uygulaması ile yandaki karekod okutularak da doğrulama yapılabilir.





SPL 013059066184027

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.
LİSANS DURUM BELGESİ

MERNİS KİMLİK BİLGİLERİ

T.C. Kimlik No : 38428848454
Adı Soyadı : TEMUR KAYHAN

LİSANS BİLGİLERİ

Lisans Adı : SERMAYE PİYASASI FAALİYETLERİ DÜZEY 3 LİSANSI
Belge Numarası : 211055
Geçerlilik Tarihi : 23.11.2026
Düzenlenme Tarihi : 25.05.2016
Lisans Durumu : AKTİF LİSANS

İLGİLİ MAKAMA

Lisans kayıtlarının Kuruluşumuz nezdinde tutulduğu Lisanslama ve Sicil Tutma Sistemi üzerinde yapılan sorgulama sonucunda; TEMUR KAYHAN isimli kişinin ilgili lisansına ait bilgiler yukarıda verilmiştir.

Bu belgenin doğruluğu <https://www.turkiye.gov.tr/belge-dogrulama> adresinden veya <https://sis.spl.com.tr/bilgi-sorgulama> adresinden kontrol edilebilir. Ayrıca mobil cihazlarınıza yükleyeceğiniz e-Devlet Kapısı'na ait Barkodlu Belge Doğrulama uygulaması ile yandaki barkod okutularak da doğrulamayı yapabilirsiniz.



23.01.2026

Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Barbaros Mah. İhlamur Bld. No:3 A2 Kat: 3. My Newwork
İç Kapı No:180 Kat:3 Şişli/Beşiktaş/İstanbul
Boğaziçi Kurumlar V.D.478000367
Mersis No:0478003676700011

Engin Emre SEÇEN
Genel Müdür Yardımcısı

Hüseyin GÜLER
Genel Müdür Yardımcısı

Sermaye Piyasası Kurulu

Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Başkanlığı'na

Mustafa Kemal Mahallesi, Dumlupınar Bulvarı (Eskişehir Yolu)

No:156 06530 Çankaya/Ankara

Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. maddesi çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, İzahnamenin bir parçası olan işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Barbaros Mah. İhlamur Bld. No:3 Akaoglu My Newwork
İç Kapı No:100 Etiler / Beşiktaş / İstanbul
Boğaziçi Kurumlar V.D.478 0036 787
Mersis No:0478003678700011

Engin Emre SEÇEN

Genel Müdür Yardımcısı

Hüseyin GÜLER

Genel Müdür Yardımcısı