



VBT Yazılım A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu Analizi

Temmuz 2021

Önemli Not: İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Ahlatcı Yatırım A.Ş. Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin aracılık ettiği VBT Yazılım A.Ş. ("VBT Yazılım" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin (Metro Yatırım") hazırladığı fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Halka Arza İlişkin Bilgiler

Halka Arz Bilgileri	
Talep Toplama Tarihi	5-6 Temmuz 2021
İlk İşlem Tarihi (Tahmini)	12-13 Temmuz 2021
Hisse Kodu / Pazar	VBTYZ / Ana Pazar
Halka Açıklık Oranı	30,77%
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	20.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	26.000.000 TL
Halka Arz Yöntemi	Borsa'da Satış - Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Fiyatı	12,48 TL
Arz Edilecek Paylar	8.000.000 TL - Toplam 6.000.000 TL - Sermaye Artırımı 2.000.000 - Ortak Satışı
Ek Satış	Yoktur
Halka Arz Büyüklüğü	99.840.000 TL
Halka Arz Sonrası Şirket Değeri	324.480.000 TL
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Tahsisat	Yoktur
Fiyat İstikrarı	BİST'te işlem görmeye başladıktan sonraki 30 gün boyunca yapılması planlanmaktadır.
Taahhütler	Şirket ortakları da 1 yıl boyunca borsada pay satışı yapmama taahhüdü vermiştir.

Şirket Bilgileri

VBT Yazılım, 1993 yılında kurulmuş olup, kuruluşundan itibaren yazılım, Bilgi Teknolojileri ve danışmanlık alanlarında hizmet vermektedir. Şirket merkez olarak İstanbul idari ve AR-GE merkezi ofisleri, Ankara ve Adana şube ofislerinde teknoloji ve AR-GE faaliyetlerini sürdürmektedir.

Şirket, ürettiği yazılımları ve müşterilerine sunduğu sistem çözümleri ile sektörde faaliyet göstermektedir. Yazılım çözümleri; İK yazılımı, ABYS yazılımı, e-dönüşüm yazılımı, kamu yazılımları ve kurumsal yazılım çözümleri, Sistem Çözümleri ise; mainframe yazılımları, analitik çözümleri, ITSM çözümleri izleme çözümleri ve otomasyon çözümleridir.

Şirket son yıllarda AR-GE çalışmalarına büyük ağırlık vererek, Yapay Zeka, Makine Öğrenmesi, Doğal Dil İşleme ve IoT gibi alanlarda geliştirdiği inovatif yazılım ve projelerle, Türkiye'de önde gelen kamu kurumları ve özel sektör kuruluşları ile uluslararası arenada dünya devi firmalarla aktif ve etkili bir şekilde çalışmaktadır.

Şirket, finans sektöründeki tecrübelerini kullanarak e-dönüşüm (e-fatura, e-defter, e-makbuz, e-arşiv, e-smmm) projelerini geliştirmiş ve e-dönüşüm özel entegratörleri arasına girmiştir. Özellikle finans alanındaki müşterilerin ihtiyacına yönelik, elektronik fatura, elektronik serbest meslek makbuzu gibi regülasyon değişikliklerinin de müşteriye kullanıma zorunlu tuttuğu teknolojilerin hizmet sağlayıcısıdır.

VBT Yazılım, Hibe ve Proje Danışmanlığı, Yazılım Süreci Danışmanlığı, Sistem ve Altyapı yönetimi alanında kamu ve özel sektöre danışmanlık hizmeti vermektedir. TÜBİTAK, KOSGEB, ITEA3 ve AB HORIZON 2020 projelerinde araştırma ve geliştirme odaklı olarak aktif katkı sağlayıcıdır.

VBT Yazılım, bilgi teknolojileri, bilişim sistemleri ve yazılım çözümleri alanında faaliyet göstermektedir. Bu faaliyet alanları aşağıdaki gibi gruplandırılmıştır:

- 1- Kurumsal Çözümler ve Profesyonel Hizmetler
- 2- Ürün Geliştirme ve AR-GE Çalışmaları
- 3- Anahtar Teslim Yazılım Geliştirme Hizmetleri
- 4- Anahtar Teslim Sistem ve Altyapı Projeleri
- 5- Teknolojik Ürün Satışı

VBT Yazılım, tüm faaliyet süreçlerini ISO kalite standartlarına uygun ve denetimli bir şekilde sürdürmektedir. Özellikle kamu ve özel sektörde kapsamlı ihtiyaçlara cevap verebilecek uzmanlıkta kadrosu ile sektörel olarak Bankacılık, Finans, Sigortacılık, Hava Taşımacılığı, Üretim, Sağlık ve Savunma Sanayi alanlarında geliştirdiği uçtan uca projelerle hizmet vermektedir.

Finansal tablo dönemleri itibarıyla satış gelirlerinin ana kategoriler bazında sınıflandırılmasına ilişkin tabloya aşağıda yer verilmiştir.

Brüt Satışlar	2020		2019		2018	
	TL	%	TL	%	TL	%
Lisans Satışları (*)	77.797.617	59,84	64.801.863	67,91	60.916.953	68,74
VBT Yazılımları (**)	52.219.994	40,16	30.618.567	32,09	27.704.114	31,26
VBT Ürünleri Lisans ve Bakım Satışları	21.435.526	16,49	4.511.485	4,73	3.485.995	3,93
VBT Ürünleri Danışmanlık ve Eğitim Satışları	27.408.362	21,08	24.338.840	25,51	21.108.927	23,82
VBT Ürünleri Diğer Hizmet Gelirleri	3.376.106	2,60	1.768.242	1,85	3.109.192	3,51
Toplam	130.017.611	100	95.420.430	100	88.621.067	100

(*) Teknolojik altyapıların ihtiyaç duyduğu bilgi sistemleri bileşenlerinden veri depolama üniteleri, sunucu sistemleri, ağ ekipmanları, şifreleme cihazları gibi ürünlerin satışlarından elde edilir.

(**) Kamu ya da özel sektörde iş süreçleri, üretim, analiz, takip, e-dönüşüm gibi birçok alanda ihtiyaca istinaden geliştirilen yazılımların satışlarından elde edilir.

Ortaklık Yapısı

HALKA ARZ ÖNCESİ VE SONRASI ORTAKLIK YAPISI					
Ortağın Adı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Sermaye Tutarı	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı	Sermaye Payı
Biol BAŞARAN	A	1.000.000	71,00%	1.000.000	46,92%
	B	13.200.000		11.200.000	
İpek Canan BAŞARAN	B	2.000.000	10,00%	2.000.000	7,69%
Diğer	B	3.800.000	19,00%	3.800.000	14,62%
Halka Açık Kısım	A	-	-	8.000.000	30,77%
Toplam	A+B	20.000.000	100,00%	26.000.000	100,00%

Halka Arz Gerekçeleri ve Halka Arzdan Elde Edilecek Gelirin Kullanım Alanları

Halka arz kapsamında sermaye artırımından elde edilecek kaynak aşağıdaki alanlarda kullanılacaktır:

1- Şirket satın alma fırsatlarının değerlendirilmesi: Şirket, sermaye artışından elde edilecek fonun %25'ini yazılım sektöründe yer alan bir veya birkaç firmanın satın alınmasında ve/veya ortak olunmasında, ya da başka firmalarca üretilmiş yazılımın kodlarıyla birlikte satın alınarak Şirket'in kendi yazılımlarına bir modül olarak eklenmek suretiyle kullanılmasında değerlendirmeyi planlamaktadır. Bu satın alımlar ile ilgili olarak bazı şirketler belirlenmiş olmakla birlikte henüz herhangi bir resmi görüşme veya anlaşma yapılmamıştır.

2- AR-GE faaliyetlerinin iyileştirilmesi ve yeni bir AR-GE merkezinin kurulması: Şirket'in mevcut AR-GE Merkezi Kozyatağı Mahallesi Bodur İş Merkezinde yer almakta olup 2021 yılında mevcut kullanılan alan Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı'na başvurmak suretiyle 240 m²'ye artırılmıştır. Ayrıca Şirket tarafından yeni bir AR-GE merkezi kurulması için de hazırlık çalışmaları yürütülmektedir. Şirket, "AR-GE faaliyetlerinin iyileştirilmesi ve yeni bir AR-GE merkezinin kurulması" faaliyetleri için sermaye artışından elde edilen fonun %20'sini kullanmayı planlamaktadır.

3- Mevcut ofisleri büyütme ve yeni ofis açma (Yurtiçi ve Yurtdışı): Şirket, kuracağı yurtiçi ofisleri ile mevcut ürünlerinin (E-Defter, Muhasebe Yazılımları, İnsan Kaynakları Yazılımları) Türkiye genelinde daha geniş bir şekilde pazarlanmasını planlamaktadır. Ayrıca Şirket, eğitmek suretiyle yazılımcı istihdam ederek personel kadrosunu genişletmeyi planlamakta olup, bu kapsamda mevcut ofislerin büyütülmesi ve yeni ofislerin açılması için kullanılacak kaynak, sermaye artışından elde edilecek fonun %40'ı oranında planlanmıştır. Fizibilite çalışmaları ve arayışları yurtiçinde üniversitelerin bulunduğu büyük şehirler başta olmak üzere ve yurtdışı ofisleri için ise özellikle Avrupa, ABD ve Ortadoğu'da olmak üzere devam etmektedir.

4- İşletme sermayesi ihtiyacının karşılanması: Şirket, sermaye artışından elde edeceği kaynağın %15'ini işletme sermayesi olarak kullanmayı planlamaktadır. Halka arz ile birlikte Şirket'in iş hacmi ve istihdam ettiği personel sayısında öngörülen önemli artışlar sonucu oluşacak işletme sermayesi ihtiyacı buradan karşılanacaktır.

FİNANSAL BİLGİLER

Son 3 yıllık bağımsız denetimden geçmiş karşılaştırmalı özet finansal durum ve kar-zarar tablosu aşağıdaki gibidir.

Kar veya Zarar Kısmı (TL)	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
Hasılat	130.017.611	95.420.430	88.621.067
Satışların Maliyeti	-104.982.161	-75.077.739	-74.027.354
Brüt Kar (Zarar)	25.035.450	20.342.691	14.593.713
Genel Yönetim Giderleri	-4.344.862	-3.598.317	-3.616.522
Pazarlama Giderleri	-76.129	-775.932	-329.391
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-8.255.533	-6.476.819	-4.884.384
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	6.908.373	2.676.645	2.384.273
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-1.447.640	-2.257.078	-5.230.993
Esas Faaliyet Karı / Zararı	17.819.659	9.911.190	2.916.696
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	4.257	0	145.317
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından (Zararlarından) Paylar	15.786	0	0
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)	17.839.702	9.911.190	3.062.013
Finansman Gelirleri	5.929.758	2.666.002	5.068.116
Finansman Giderleri	-6.804.838	-2.386.881	-1.588.455
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	16.964.622	10.190.311	6.541.674
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri	-1.884.276	-717.235	-260.939
Dönem Vergi (Gideri) Geliri	-1.400.317	0	0
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	-483.959	-717.235	-260.939
Net Dönem Karı (Zararı)	15.080.346	9.473.076	6.280.735

Bilanço (TL)	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
Dönen Varlıklar	104.415.287	64.201.583	57.782.746
Nakit ve Nakit Benzerleri	75.739.812	24.063.997	6.497.712
Ticari Alacaklar	7.165.775	22.225.590	38.772.618
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	7.165.775	22.225.590	38.772.618
Diğer Alacaklar	1.089.211	1.119.869	2.329.271
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	569.023	569.023	1.926.906
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	520.188	550.846	402.365
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Alacaklar	4.804.188	0	265.032
Mal ve Hizmet Satışından Doğan Sözleşme Varlıkları	4.804.188	0	265.032
Stoklar	4.347.659	1.598.117	158.505
Peşin Ödenmiş Giderler	10.645.420	14.378.394	9.744.941
İlişkili Tarafalara Peşin Ödenmiş Giderler	243.960	243.817	304.107
İlişkili Olmayan Tarafalara Peşin Ödenmiş Giderler	10.401.460	14.134.577	9.440.834
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	0	80.035	14.667
Diğer Dönen Varlıklar	623.222	735.581	0
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Dönen Varlıklar	623.222	735.581	0
Duran Varlıklar	20.171.054	14.420.117	12.231.681
Ticari Alacaklar	0	0	512.527
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	0	0	512.527
Diğer Alacaklar	2.500	2.500	2.500
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	2.500	2.500	2.500
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	18.786	0	0
Maddi Duran Varlıklar	1.814.359	1.473.354	1.031.256
Binalar	290.224	74.480	0
Taşıtlar	642.805	604.838	623.284
Mobilya ve Demirbaşlar	796.274	712.938	374.652
Özel Maliyetler	85.056	81.098	33.320
Kullanım Hakkı Varlıkları	587.732	710.485	973.986
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	16.117.052	7.383.954	2.873.269
Lisanslar	9.822	12.778	0
Aktifleştirilen Geliştirme Maliyetleri	16.107.230	7.371.176	2.873.269
Peşin Ödenmiş Giderler	1.630.625	4.849.824	6.693.169
İlişkili Olmayan Tarafalara Peşin Ödenmiş Giderler	1.630.625	4.849.824	6.693.169
Ertelenmiş Vergi Varlığı	0	0	144.974
Toplam Varlıklar	124.586.341	78.621.700	70.014.427

Kısa Vadeli Yükümlülükler	71.965.203	41.431.120	42.350.582
Kısa Vadeli Borçlanmalar	0	2.169.501	550.000
İlişkili Olmayan Taraflara Kısa Vadeli Borçlanmalar	0	2.169.501	550.000
Banka Kredileri	0	2.169.501	550.000
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	5.201.303	1.132.324	315.134
İlişkili Olmayan Taraflara Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	5.201.303	1.132.324	315.134
Banka Kredileri	4.858.033	877.632	68.536
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	343.270	254.692	246.598
Diğer Finansal Yükümlülükler	60.521	206.934	31.646
Diğer Muhtelif Finansal Yükümlülükler	60.521	206.934	31.646
Ticari Borçlar	47.286.631	24.900.462	27.451.752
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	47.286.631	24.900.462	27.451.752
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	992.240	929.715	581.335
Diğer Borçlar	3.016.839	5.384.747	2.936.688
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	75.710	3.313.335	80.000
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	2.941.129	2.071.412	2.856.688
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler	13.291.024	5.840.681	9.712.551
Mal ve Hizmet Satışından Doğan Sözleşme Yükümlülükleri	13.291.024	5.840.681	9.712.551
Devlet Teşvik ve Yardımları	44.148	44.148	44.148
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	1.193.063	0	0
Kısa Vadeli Karşılıklar	865.854	822.608	569.876
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	865.854	822.608	569.876
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	13.580	0	157.452
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	13.580	0	157.452
Uzun Vadeli Yükümlülükler	9.483.830	9.345.584	9.513.132
Uzun Vadeli Borçlanmalar	4.565.189	2.029.760	952.712
İlişkili Olmayan Taraflara Uzun Vadeli Borçlanmalar	4.565.189	2.029.760	952.712
Banka Kredileri	4.096.261	1.338.878	7.137
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	468.928	690.882	945.575
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler	1.044.423	4.410.975	6.588.154
Mal ve Hizmet Satışından Doğan Sözleşme Yükümlülükleri	1.044.423	4.410.975	6.588.154
Devlet Teşvik ve Yardımları	198.666	242.814	264.888
Uzun Vadeli Karşılıklar	2.499.646	2.023.079	1.707.378
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	2.499.646	2.023.079	1.707.378
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	1.175.906	638.956	0
Özkaynaklar	43.137.308	27.844.996	18.150.713
Ödenmiş Sermaye	20.000.000	10.000.000	10.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler	-313.192	-525.158	-761.620
Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	-313.192	-525.158	-761.620
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kayıpları	-313.192	-525.158	-761.620
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	1.774.852	1.034.552	687.715
Yasal Yedekler	1.774.852	1.034.552	687.715
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	6.595.302	7.862.526	1.943.883
Net Dönem Karı veya Zararı	15.080.346	9.473.076	6.280.735
Toplam Kaynaklar	124.586.341	78.621.700	70.014.427

DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİLER

Metro Yatırım, 9 Haziran 2021 tarihli fiyat tespit raporuna göre VBT Yazılım'ın halka arz fiyatının tespitinde Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi) ve Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi) metodlarını kullanmıştır. Çarpan Analizi yöntemine %40, İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine %60 ağırlık verilmiştir.

- Pazar Yaklaşımı:

Şirket'in ana faaliyet konusu ile doğrudan yakınlık gösterdiği için BİST-Bilişim Sektörü ile halka arz sonrasında işlem görmesi planlanan BİST-Ana Pazar'da yer alan halka açık ortaklıkların 08.06.2021 tarihi itibarıyla hesaplanan oranları kullanılmıştır. BİST-100 ve BİST-Yıldız Pazarda işlem gören şirketler ise büyüklük olarak VBT Yazılım'dan çok farklı ölçüğe sahip olduklarından dolayı Pazar yaklaşımına dahil edilmemişlerdir. Ayrıca BİST-Bilişim sektöründe yer alan ESCOM şirketine ait çarpanlar aşırı uç kabul edilmiş ve değerlemeyi yukarı yönde etkileyen bu şirketin çarpanları medyan hesabına dahil edilmemiştir.

Değerlemede Esas Alınan Veriler

31.12.2020 Tarihli Şirket Verileri (TL)			
Net Kar	Satışlar	FAVÖK	Net Nakit
15.080.346	130.017.611	19.317.616	65.912.799

- i) **BİST-Ana Pazar:** Değerlemede baz alınan BİST-Ana Pazar şirketlerinin 08.06.2021 tarihi itibarıyla ortalama rasyoları aşağıdaki gibidir. VBT Yazılım'ın faaliyet alanı gereği mali sektör şirketleri ve mükerrer işlem yapılmaması için Bilişim Sektörü şirketleri hariç tutularak hesaplanmıştır.

BIST Ana Pazar	FD/FAVÖK	Fiyat/Kazanç	FD/Satışlar
Medyan	14,62	23,82	3,17

- ii) **BİST-Bilişim Sektörü:** BİST-Bilişim Sektörü şirketlerinin 08.06.2021 çarpanları aşağıdaki tablodaki gibidir.

Borsa İstanbul - Bilişim Sektörü	FD/FAVÖK	Fiyat/Kazanç	FD/Satışlar
ALCTL	50,15	10.766,23	0,54
ARDYZ	14,36	15,44	8,15
ARENA	8,94	25,34	0,30
ARMDA	17,31	52,93	0,41
DESPC	14,63	14,12	0,46
DGATE	9,49	16,45	0,23
ESCOM	179,70	9,16	949,62
FONET	15,59	18,20	8,06
İNDES	3,32	8,23	0,09
KAREL	8,62	12,97	1,92
KFEIN	10,79	24,61	2,59
KRONT	80,89	59,19	13,29

LINK	24,00	26,11	15,88
LOGO	15,48	24,07	5,93
MTRKS	15,17	29,41	4,91
NETAS	19,47	-	1,00
PAPIL	226,26	38,77	15,39
PENTA	38,54	71,94	2,73
PKART	16,80	33,59	1,11
SMART	9,92	40,65	6,49
Medyan	15,59	26,11	2,59

Çarpan analizi yönteminde BİST-Ana Pazar ve BİST-Bilişim Sektörü'ne eşit ağırlık verilerek şirket değeri 391.500.248 TL, pay başına değer ise 19,58 TL olarak aşağıdaki tabloda gösterildiği şekilde hesaplanmıştır.

Karşılaştırılan Pazar ve Sektörler	Piyasa Değerleri (TL)		
	FD/FAVÖK (*)	F/K	FD/Satışlar (*)
BİST-Ana Pazar	348.401.525	359.138.440	478.068.626
BİST-Bilişim Sektörü	366.986.650	393.747.834	402.658.411
Ortalama Şirket Değeri	357.694.088	376.443.137	440.363.519
Nihai Şirket Değeri (Eşit Ağırlık)	391.500.248		
Birim Pay Değeri	19,58		

(*) Piyasa değeri hesaplanırken Şirket'in net borçluluk durumu hesaplama dahil edilmiştir.

- Gelir Yaklaşımı

Risksiz Faiz Oranı için projeksiyon dönemi ile de uyumlu olması bakımından TRT110226T13 ISIN kodlu Türkiye 5 yıllık tahvil faiz oranı olan %18,38 kullanılmıştır.

Piyasa Risk Primi Aswath Damodaran çalışması ve güncel halka arzlarda kullanılan oranlar dikkate alınarak %6 olarak belirlenmiştir.

Bilişim Sektörü Beta değeri hesaplanmış olup, muhafazakâr bir yaklaşımla 1 kabul edilmiştir.

Şirket'in 2025 yılından sonrasına ilişkin terminal (nihai) büyüme oranı %5 olarak varsayılmıştır.

Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti için 2021 yılı vergi oranı olan %7,38 ile borçlanma faizi %11,65 kabul edilmiş ve %10,79 oranına ulaşılmıştır.

Şirket'in Borçluluk Oranı hesaplanırken Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları, Diğer Finansal Yükümlülükler ve Uzun Vadeli Borçlanmalar kalemleri dikkate alınmıştır.

İskonto Oranları	
Risksiz Faiz Oranı	18,38%
Piyasa Risk Primi	6%
Beta	1,00
Sermaye Maliyeti	24,38%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	10,79%
Borçluluk Oranı	18,55%
AOSM	21,86%

(TL)	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
	Net Satışlar	156.021.133	187.225.360	224.670.432	269.604.518
Satışlardaki Büyüme (%)	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Satışların Maliyeti	(124.388.424)	(149.839.962)	(178.479.708)	(213.253.461)	(253.601.349)
Maliyetlerin Satışlara Oranı (%)	-79,73%	-80,03%	-79,44%	79,10%	-78,39%
Brüt Kar	31.632.709	37.385.398	46.190.724	56.351.057	69.924.073
Brüt Kar Marjı (%)	20,27%	19,97%	20,56%	20,90%	21,61%
Faaliyet Giderleri (Diğer Gelir / Gider dahil)	(11.447.643)	(11.298.815)	(13.684.216)	(14.382.949)	(15.556.071)
Faaliyet Giderlerinin Satışlara Oranı (%)	-7,34%	6,03%	-6,09%	-5,33%	-4,81%
Esas Faaliyet Karı	20.185.066	26.086.583	32.506.508	41.968.108	54.368.002
Vergi	(1.489.279)	(2.219.413)	(2.924.836)	(3.481.071)	(4.675.671)
Yatırım Harcamaları	(10.258.614)	(13.308.669)	(14.786.442)	(17.400.748)	(19.353.400)
Çalışma Sermayesi	(8.129.615)	14.529.592	2.663.817	11.774.819	8.568.269
Amortisman	3.323.034	4.646.147	6.921.169	9.171.798	12.155.127
Serbest Nakit Akışı	3.630.592	29.734.240	24.380.216	42.032.906	51.062.325
İndirgenme Oranı (AOSM) (%)	21,86%	21,86%	21,86%	21,86%	21,86%
İndirgenme Katsayısı	0,82	0,67	0,55	0,45	0,37
İndirgenmiş Nakit Akımları	2.979.350	20.023.737	13.473.176	19.061.891	19.002.962
İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı 2021-2025 dönemi toplam	74.541.117				

Terminal Büyüme Oranı	5,0%
Uç Dönem Serbest Nakit Akımları	318.031.945
İndirgenmiş Devam Eden Şirket Değeri	118.356.322
Firma Değeri	192.897.439
Net Nakit	65.912.799
Tahmini Gerçeğe Uygun Değer	258.810.238
Tahmini Birim Pay Değeri	12,94

SONUÇ

Piyasa Çarpanları Yöntemi ile elde edilen özsermaye değerine %40, İndirgenmiş Nakit Akımı yöntemine göre bulunan değere %60 ağırlık verilerek Nihai Şirket Değeri aşağıdaki tablodaki gibi hesaplanmıştır.

Değerleme Yöntemi*	Piyasa Değeri (mn TL)	Hisse Başına Değerler (TL)
1) Piyasa Çarpanları Yöntemi	391.500.248	19,58
2) İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi	258.809.076	12,94
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri	311.885.545	15,59
İskonto Tutarı (%20)	62.377.109	
İskontolu Şirket Değeri	249.508.436	12,48

GÖRÜŞ

- VBT Yazılım A.Ş. için Metro Yatırım Menkul Değerler tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, şirket hakkındaki tanıtıcı bilgilere ve şirket faaliyetlerine yönelik açıklamalara yeterli ve anlaşılır bir şekilde yer verildiğini düşünüyoruz. İlgili raporda kullanılan değerlendirme yöntemlerinin açıklamalarına da detaylı şekilde yer verilmiştir.
- Fiyat tespiti amacıyla yapılan değerlendirme çalışmasında VBT Yazılım için yapılan değerlendirme çalışmasında "İndirgenmiş Nakit Akımları" ve "Piyasa Çarpanları Yöntemi" kullanılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- Değerleme çalışmasında, gelir bazlı değerlendirme yaklaşımı olan ve şirket değerinin daha sağlıklı belirlenmesine imkân veren İndirgenmiş Nakit Akımları (INA) yönteminin kullanılmasını şirketin gelecek dönemlerde yaratacağı nakit akımlarını da analiz etmesi nedeniyle daha rasyonel bir şirket değeri ortaya çıkarması adına olumlu olarak değerlendiriyoruz.
- Çarpan analizi ile yapılan çalışmada uç değerlerin hesaplama dışında bırakılması ve medyan değerlerin kullanılmış olmasının uygun olduğunu düşünüyoruz.
- Piyasa risk primi olarak %6'nın baz alınmasının uygun olduğunu düşünüyoruz.
- Terminal büyüme oranı olarak %5'in belirlenmiş olmasını uygun karşılıyoruz.
- Projeksiyon dönemi boyunca risksiz faiz oranı olarak %18,38'in baz alınmasını muhafazakar yaklaşım açısından olumlu buluyoruz.
- Yukarıdaki değerlendirmelerle birlikte kullanılan değerlendirme yöntemleri sonucu bulunan değere %20 iskonto oranı uygulanarak bulunan 12,48 TL pay başına halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.