VBT YAZILIM
ANONİM ŞİRKETİ

HALKA ARZ FİYAT TESPİT RAPORU

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

09.06.2021

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Merkez:Büyükdere Cad. Metro City A Blok
No:171 K:17 34330 Levent İSTANBUL
Boğazici Kurumlar V.D.854 006 3931
Tic. Sic. No:358936 www.metroyatirim.com.tr
info@metroyatirim.com.tr

1. YÖNETİCİ ÖZETİ

RAPOR BİLGİLERİ

Rapor Tarihi ve Sayısı	09.06.2021, 2021/1
Değerlemeyi Yapan Şirketin Unvanı	Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Metro Yatırım)
Değerlemeyi Yapan Şirketin Adresi	Büyükdere Caddesi Metrocity A Blok No 171 Kat 17 1.Levent/İSTANBUL
Değerlemeyi Yapan Kişi	Özgecan Fırıldak, Genel Müdür Yardımcısı, Kurumsal Finansman (SPL Düzey 3 Lisans, Sicil no 200303)
Raporu Talep Eden	VBT Yazılım A.Ş.
Değerlemeye Konu Şirket	VBT Yazılım A.Ş.
Ticaret Sicil No	İstanbul Ticaret Sicil Müdürlüğü, 6120-8
İş Adresi	AND Plaza İçerenköy Mh. Umut Sk. No:10-12 K:13 D:57-60 PK:34752 Ataşehir/İstanbul
Değerlemeyi Yapan Şirketin Değerlenen Varlık ile İlişkisi	Metro Yatırım' ın değerlemesi yapılan Şirket ile Halka Arza Aracılık haricinde iş ilişkisi bulunmamaktadır.
Değerleme Sözleşmesi Tarihi	07.04.2021
Değerleme Tarihi	09.06.2021

Bu raporun amacı, VBT Yazılım A.Ş. ("VBT Yazılım", "Şirket", "İhraççı") ile Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Metro Yatırım") arasında 07.04.2021 tarihinde imzalanmış olan Halka Arza Aracılık ve Yüklenim Sözleşmesi ve 07.04.2021 tarihli Şirket Değerinin Tespitine Yönelik Değerleme Çalışmasına İlişkin Hizmet Sözleşmesi kapsamında, Şirket değerini rapor tarihi itibariyle sağlanan bilgi, veri ve projeksiyonlar çerçevesinde, bilinen ve genel kabul görmüş değerleme yöntemlerini kullanarak belirlemektir. Değerleme çalışmasının; SPK' nun III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ' i gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle, ilgili standartlara uygun olduğunu beyan ederiz.

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

VBT Yazılım A.Ş.; ürettiği yazılımları ve müşterilerine sunduğu sistem çözümleri ile sektörde faaliyet göstermektedir. Yazılım çözümleri; İK (İnsan Kaynakları) yazılımı, ABYS (Akademik Bilgi Yönetim Sistemi) yazılımı, e-dönüşüm yazılımı, kamu yazılımları ve kurumsal yazılım çözümleri, Sistem Çözümleri ise; mainframe yazılımları, analitik çözümleri, IT Service Management (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

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Merkez: Büyüdere Cad. Metro City A Blok
No: 171 K:17 34330 Levent - İSTANBUL
Boğaziçi Kurumlar V.D. 858 008 3171
Tic. Sic. No: 358936 www.metroyatirim.com.tr
info@metroyatirim.com.tr

serbest meslek makbuzu gibi regülasyon değişikliklerinin de müşteriyi 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.

Bu Fiyat Tespit Raporu, SPK' nun III-62.1 Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'i gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS)' na uygun şekilde hazırlanmıştır. Buna göre; Şirket değerlemelerinde üç temel yaklaşım uygulanır. Bu temel değerleme yaklaşımlarının her biri farklı, ayrıntılı uygulama yöntemlerini içerir. Değerleme yaklaşımlarının uygun ve değerlenen varlıklarının içeriği ile ilişkili olmasına dikkat edilmesi gerekir. Bu yöntemler;

a) Pazar Yaklaşımı, (Piyasa Çarpanları)
b) Gelir Yaklaşımı, (İndirgenmiş Nakit Akımları – İNA)
c) Maliyet Yaklaşımı

olarak sıralanabilir.

VBT Yazılım' ın faaliyet gösterdiği sektör göz önüne alınarak yapılan değerleme çalışmasında "**Pazar Yaklaşımı**" ile "**Gelir Yaklaşımı**" yöntemleri kullanılmıştır. Kullanılan yaklaşım ve yöntemler değerlemenin amacına uygundur.

Yöntemlerin verdiği sonuçlar aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri (TL)	Hisse Başına Değerler (TL)
1) Pazar Yaklaşımı Yöntemi	391.500.248	19,58
2) Gelir Yaklaşımı Yöntemi	258.809.076	12,94
Ağırlıklandırılmış Şirket değeri (Pazar yaklaşımı %40, Gelir yaklaşımı % 60 ağırlık)	**311.885.545**	**15,59**
İskonto Tutarı (% 20)	62.377.109	
İskontolu Şirket Değeri	**249.508.436**	**12,48**

Tablodan da görüleceği üzere değerlemede muhafazakar davranmak adına iki yöntemden daha yüksek sonuç veren Pazar Yaklaşımı Yöntemine %40, daha düşük sonuç veren Gelir

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Merkez: Büyüdere Cad. Metro City A Blok
No:171 K.17 34330 Levent - İSTANBUL
Boğaziçi Kurumlar V.D.854 003 3[illegible]
Tic. Sic No:358936 www.metroyatirim.com.tr
info@metroyatirim.com.tr

Yaklaşımı Yöntemine %60 ağırlık verilmiştir. Sonuç olarak VBT Yazılım için yapılan değerleme çalışmaları neticesinde Şirket değeri **311.885.545 TL** olarak hesaplanmıştır. Şirket'in mevcut çıkarılmış sermayesi olan 20.000.000 TL'ye göre birim pay değeri **15,59 TL**'ye karşılık gelmektedir.

Şirket'in birim halka arz fiyatı, bulunan birim pay değerine **%20** oranında **halka arz iskontosu** uygulanarak, **12,48 TL** olarak belirlenmiştir. Değerlemede kullanılan verilerin, güvenilir, adil ve makul olduğunu beyan ederiz.

2) DEĞERLEME ÇALIŞMASI

VBT Yazılım, Şirket paylarının Borsa İstanbul' da işlem görebilmesi amacıyla Şirket değerinin tespit edilmesini talep etmiştir.

a) Değerlemeye İlişkin Varsayım, Sınırlayıcı Şart, Özel ve Olağandışı Varsayımlar

Bu çalışma, Şirket tarafından sağlanan bilgiler kullanılarak hazırlanmış, Şirket'in mevcut yapısı ile geleceğe ilişkin kurumsal ve sektörel beklentiler değerlendirilmiş ve bu süreçte Türkiye ekonomisinin gösterdiği ve ileride göstereceği tahmin edilen performans da dikkate alınmıştır.

VBT Yazılım için değerleme ve fiyat tespit çalışmasında; 2018, 2019 ve 2020 yılsonu dönemlerine ait Özel Bağımsız Denetimden geçmiş olan finansal tabloları esas alınmıştır. Ayrıca Şirket yönetimi tarafından sağlanan satış yöntemi, ihale süreçleri, tahsilat ve ödeme koşulları gibi bazı bilgiler veri alınmış ve bu verilerin Şirket faaliyetlerini doğru olarak yansıttığı kabul edilmiştir. İlgili dönemlere ilişkin bağımsız denetim raporlarına Şirketin www.vbt.com.tr ve www.kap.org.tr adreslerinden ulaşılabilir.

Değerleme raporunun oluşturulmasında aşağıda sayılan varsayımlar kullanılmıştır:

i) Şirket'in, faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyen (olağandışı mali kriz, doğal afetler, olağandışı siyasi ve yasal değişiklikler, öngörülemez hukuki gelişmeler vs gibi) alışılagelen dışında bir engel olmadan işletmenin sürdürülebilirliği esasına göre öngörülebilir gelecekte faaliyet göstermeye devam edeceği,
ii) Şirket'in yönetim ve personel kadrosunda işletmenin sürekliliğini, bilgi ve tecrübe birikimini etkileyecek, alışılagelen personel dönüşümü dışında olumsuz önemli bir değişimin olmayacağı,
iii) Türk ve dünya ekonomisinde yakın gelecekteki gerçekleşmelerin bu rapordaki varsayımlar bölümündeki ekonomik verilerden ciddi sapma göstermeyeceği.

Bu varsayımların Şirket değerlemesini doğrudan etkileyen sonuçları vardır. Değerlemede ayrıca olağanüstü herhangi özel bir varsayımda bulunulmamıştır.

Şirket değerlemesi, değeri etkileyebilecek ilgili tüm faktörlerin dikkate alınması ile hesaplanır. Bu faktörler genellikle şunları içerir:

- İşletmenin geçmişi
- Ekonomik yapı ve işletmenin içinde bulunduğu sektörün genel görüntüsü
- İşletmenin mali yapısı ve defter değeri
- İşletmenin kar yaratma kapasitesi
- İşletmenin, sabit ve dönen varlıklarının yapısı ve değerleri
- Aynı ya da benzer sektörlerdeki halka açık şirketlerin piyasa değerleri

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLERİ A.Ş.
Merkez Büyüdere Cad. Metro City A Blok
No:171 K.17 34330 Levent İSTANBUL
Boğaziçi Kurumlar V.D.854 006 3701
Tic. Sic. No:358936 www.metroyatirim.com.tr
info@metroyatirim.com.tr

b) Sınırlayıcı Koşullar

Bu rapor, Şirket değerini belirlemede etkisi olan faktörler dikkate alınarak hazırlanmıştır. Ancak, değerleme ile ilgili olarak aşağıda belirtilen sınırlayıcı koşulları da bünyesinde taşımaktadır:

- ✓ Hazırlanan bu rapor, VBT Yazılım tarafından, Metro Yatırım'a verilen ve kamuya açık bilgiler kullanılarak hazırlanmıştır. Bu bilgilerin güvenilir olup olmadığı veya değerleme görüşünün güvenilirliğini olumsuz yönde etkileyip etkileyemeyeceği hususu dikkate alınarak, sunulan bilgilerin inandırıcılığı veya güvenilirliği sorgulanmıştır. Bununla birlikte Metro Yatırım, elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engel olmadığını taahhüt edememektedir. Geçmiş dönemlere ait tüm finansal bilgiler bağımsız denetimden geçmiş olup, güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Yapılan analizler ve bulunan sonuçlar değerleme raporunda belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olmak üzere doğrudur.
- ✓ Değerlemesi yapılan aktifler için bir hukuki çalışma yürütülmemiştir Değerleme çalışmasında, değerlemeye konu aktiflerin değer düşüklüğüne uğramamış veya değer kaybı olmaksızın satılabilir durumda olduğu ve aktifler üzerinde herhangi bir kısıtlayıcı hak olmadığı kabul edilmiştir.
- ✓ Rapora konu olan değerleme çalışması, bilinen değerleme yöntemleri kullanılarak uzmanlık bilgisi ile hazırlanmıştır. Ancak, piyasa koşullarında meydana gelebilecek önemli değişmelerin Şirket değerini etkileyerek, yukarı veya aşağı yönde değiştirebileceği bilinmelidir.
- ✓ Değerleme çalışması sırasında, Şirket'in faaliyetini yürütmesinde belirleyici olan tüm yasal koşullara uygun olduğu kabul edilmiş ve bu husus ayrıca incelenmemiştir.
- ✓ Metro Yatırım, önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- ✓ Görev, bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- ✓ Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- ✓ Metro Yatırım, Şirket tarafından sağlanan projeksiyonları temel almış olup, Şirket ve ilgili personelden elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını varsaymaktadır. Öte yandan Şirket tarafından sağlanan projeksiyonlar Metro Yatırım' ın sorgusundan geçmiş ve bu sorgulama neticesinde en iyi gayret ile oluşturulan tahmin ve projeksiyonların makul olduğu değerlendirilmekle birlikte, tam olarak doğruluğunu veya kesinliğini tespit etmek mümkün değildir. Metro Yatırım olarak, Şirket' in geçmiş performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakar bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir.
- ✓ Bu raporda varılmış olan sonuçlar; ekonomik koşullar, piyasa koşulları ve hazırlanmış olduğu tarih itibari ile geçerli olan fiyat ve bilanço dönemi gibi koşullar esas alınarak belirlenmiştir. Şirket tarafından Metro Yatırım'a sunulan herhangi bir bilginin eksik veya yanlış olması halinde bu durum rapordaki değerlemeleri ve tavsiyeleri maddi olarak etkileyebilecek nitelikte olabilir. Rapor, mevcut uygulama, ekonomik, piyasa ve diğer koşullar esas alınarak ve işbu tarih itibarı ile bize verilen bilgiler ışığında hazırlanmış olsa dahi, sonra meydana gelebilecek olan gelişmelerin bu rapor üzerinde maddi etkileri olabilecektir.

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Merkez Büyükdere Cad. Metro City Apart
No:171 K.17 34330 Levent - İSTANBUL
Boğaziçi Kurumlar V.D.
Tic. Sic No: 936 www.metroyatirim.com.tr
info@metroyatirim.com.tr

3.ŞİRKET PROFİL ÖZETİ:

Faaliyet Konusu:

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

VBT Yazılım A.Ş.; 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 müşteriyi 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.

1- Kurumsal Çözümler ve Profesyonel Hizmetler

Günümüzde Kurumsal Şirketler ve İşletmeler rekabet odaklı olarak teknolojik yenilikleri sürekli takip etmekte ve gerekli yatırımları yapmak ve bu yapılan altyapı yatırımlarının düzenli bakım gerektirmesi nedeniyle Şirket, Sistem ve Altyapı alanında sağladığı profesyonel hizmetlerle müşterilerin maliyetleri düşürmelerine ve verimlilik, esneklik ve ölçeklenebilirlik kazanmalarına yardımcı olmaktadır.

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Merkez Büyüdere Cad. Metro City Ayazlık
No:171 K 17 34330 Levent - İSTANBUL
Boğaziçi Kurumlar V.D.8[illegible] 008 3771
Tic. Sic. No: 358936 www.metroyatirim.com.tr
info@metroyatirim.com.tr

VBT Yazılım; Bankacılık, Finans, Sigortacılık, Hava Taşımacılığı, Üretim, Sağlık ve Savunma Sanayi ve Devlet Kurumlarına doğru Bilgi Teknolojileri çözümlerini, Sistem ve Altyapı desteğini sunabilen, güvenilir bir ortak arayan müşterilerine geniş bir hizmet yelpazesi sağlamaktadır.

2- Ürün Geliştirme ve Ar-Ge Çalışmaları

Şirket ülkemizde üretilen yerli bilgi ve teknolojilerin küresel değere dönüştürülmesini, Türkiye'nin yüksek nitelikli insan kaynağını AR-GE faaliyetlerinde değerlendirmeyi, işbirliği içerisinde yer alan firmalarla birlikte büyümeyi ve yurtdışı pazarlara daha fazla teknoloji ihraç etmeyi hedeflemektedir. Uzun vadeli araştırma faaliyetlerinin yanı sıra, üniversiteler, araştırma enstitüleri ve çeşitli kuruluşların AR-GE bölümleri ile işbirliği yaparak bilişim sektörünün diğer sektörlerle sinerji yaratması planlanmaktadır. Bu bağlamda yenilik ve AR-GE faaliyetleri kapsamında fark yaratacak hizmet, ürün ve altyapılar geliştirmeye başlamıştır. Bunun yanı sıra, diğer sektörlerde de bilişim teknolojilerinin daha etkin kullanımına yönelik teknolojiler geliştirilmesi amacıyla da çalışmalar sürdürülmektedir. Şirket ülkemizdeki genç nüfus potansiyelinden bilişim alanında daha iyi yararlanabilmek amacıyla çeşitli stratejik adımlar planlamıştır ve uygulamaktadır. Bu bağlamda kendisine hedef seçtiği sektörlerde ürünlerini nitelikli AR-GE personeli ve güncel teknolojiler ile geliştirmektedir.

3- Anahtar Teslim Yazılım Geliştirme Hizmetleri

Firma müşterilerinin ihtiyaçları doğrultusunda kamu ve özel sektörde bulunan kurumların yazılım ihtiyaçları için standartlara uygun yazılım çözümleri ve hizmetleri üretmektedir. Yazılım geliştirme projelerinde, aşağıdaki fazları Agile proje yönetimi ile PMP sertifikalı ekip ile yöneterek projelerin anahtar teslim olarak geliştirilmesi sağlanmaktadır. Ayrıca aşağıdaki alanlardan herhangi birisi için ayrıca da hizmet verebilmektedir.

4- Anahtar Teslim Sistem ve Altyapı Projeleri

Anahtar Teslim Sistem ve Altyapı projeleri ile Şirket, hizmet verdiği müşterilerin ihtiyaçları doğrultusunda müşterilere tamamen konusunda uzman, yetişmiş ve nitelikli personelleri ile uçtan uca test edilmiş ve kullanıma hazır çözümler sunmaktadır. Anahtar teslim proje çözümü, müşteri tarafından sağlanacak bir proje yönetimine ihtiyaç duyulmaması sebebiyle büyük bir avantajdır. Projenin tüm sorumluluğu Şirket'e ait olacağından, müşteri çok sayıda alt yükleniciyle bağlantıda bulunmak yerine, tek bağlantı noktası olarak, sadece VBT Yazılım ile bağlantıda olacaktır. Bu, müşterin proje üzerinde daha net ve kolay bir görüş alanına sahip olmasını sağlamaktadır.

Bu hizmet kapsamında tüm proje planlama ve yönetimi, ön tasarım ve başlangıç/planlama aşaması mühendisliği, altyapı hizmeti, detaylı tasarım, teknik danışmanlık ve dokümantasyon, satın alma, bilişim ekipmanları kurulumu ve devreye alma, entegrasyon, performans denetimi, operasyon, eğitim, bakım ve garanti destegi hizmetleri bulunabilmektedir. Diğer bir isimle uçtan uca projeler olarak isimlendirilebilir.

5- Teknolojik Ürün Satışı

Şirket, sektörün önde gelen güvenilir donanım ve yazılım üreticileri ile yüksek seviyedeki iş ortaklıkları ve sertifikasyonları ile teknolojiyi her zaman takip ederek kurumların iş yüklerine ve ihtiyaçlarına göre yüksek standartlı, güvenli, performanslı, kesintisiz ve uzun ömürlü donanım ve yazılım çözümleri sağlamaktadır

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Merkez: Büyükdere Cad. Metro City A Blok
No:171 K:1 34330 Levent / İSTANBUL
Boğaziçi Kurumlar V.D. 864 006 0171
Tic. Sic No: 336936 www.metroyatirim.com.tr
info@metroyatirim.com.tr

Bilişim dünyasının her alanında kullanılan donanım ve yazılım ürünleri, gerek performans, güvenlik ve ölçeklenebilirlik ihtiyaçlarının artışı doğrultusunda, gerekse uygulamaların hızlı gelişimi sonucu sürekli bir güncellenme ve yenilenme içerisindedir. Ürünlerin her ihtiyaca cevap verebilir nitelikte olması amacıyla ürün çeşitliliği hızlı şekilde artmaktadır. Aynı markanın dahi belirli bir çözümü adresleyen alternatif ürünleri gündeme gelmekte, modeller kendi içinde çeşitli alt kırılımlarla farklı ihtiyaçları adresleyebilmekte, yüksek ölçeklenebilirlik seviyeleri ile ileriye dönük değişken planlamalar yapılabilmektedir. Böyle bir çeşitliliğin söz konusu olduğu donanım ve yazılım dünyasında, ürün seçimi noktasında doğru kararlar alabilmek için derin ürün, çözüm ve marka bilgisi gerekmektedir.

Finansal tablo dönemleri itibariyle satış gelirlerinin ana kategoriler bazında sınıflandırılmasına ilişkin tabloya aşağıda yer verilmektedir.

BRÜT SATIŞLAR (TL)	31.12.2020	%	31.12.2018	%	31.12.2017	%
Lisans Satışları *	77.797.617	60	64.801.863	68	60.916.953	69
VBT Yazılımları**	52.219.994	40	30.618.567	32	27.704.114	31
VBT Ürünleri Lisans ve Bakım Satışları	*21.435.526*	*16*	*4.511.485*	*5*	*3.485.995*	*4*
-VBT Ürünleri Danışmanlık ve Eğitim Satışları	*27.408.362*	*21*	*24.338.840*	*26*	*21.108.927*	*24*
-VBT Ürünleri Diğer Hizmet Gelirleri	*3.376.106*	*3*	*1.768.242*	*2*	*3.109.192*	*4*
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.*

Şirketin Ortaklık Yapısı

Şirketin paylarından %5 ve fazlasına sahip olan gerçek ve tüzel kişiler aşağıda belirtilmiştir.

Doğrudan Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi										
No	Ortağın Adı, Soyadı / Unvanı	Grup	Nama / Hamiline	İmtiyaz	Sermaye Payı / Oy Hakkı					
					Son Genel Kurul Toplantısı (16.03.2021)			Son Durum (08.06.2021)		
					(TL)	Sermaye Pay (%)	Oy Hakkı (%)	(TL)	Sermaye Pay (%)	Oy Hakkı (%)
1	Birol Başaran	A	Nama	Var	1.000.000	5,00	20,83	1.000.000	5,00	20,83
		B	Hamiline	Yok	13.200.000	66,00	55,00	13.200.000	66,00	55,00
2	İpek Canan Başaran	B	Hamiline	Yok	2.000.000	10,00	8,33	2.000.000	10,00	8,33
3	Diğer	B	Hamiline	Yok	3.800.000	19,00	15,83	3.800.000	19,00	15,83
GENEL TOPLAM					**20.000.000**	**100,00**	**100,00**	**20.000.000**	**100,00**	**100,00**

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Merkez: Büyükdere Cad. Metro City
No:171 K:17 34330 Levent
Boğaziçi Kurumlar V.D.
Tic. Sic. No: ...936 www.metroyatirim.com.tr
info@metroyatirim.com

Sermayeyi temsil eden paylar hakkında bilgi:

Grubu	Nama / Hamiline Olduğu	İmtiyaz Türü	Bir Payın Nominal Değeri (TL)	Toplam Pay Adedi	Sermayeye Oranı (%)
A	Nama	Genel kurulda oy imtiyazı ve Yönetim Kurulu seçiminde imtiyaz,	1,00	1.000.000	5,00
B	Hamiline	Yoktur	1,00	19.000.000	95,00
		Toplam:	**1,00**	**20.000.000**	**100,00**

Halka Arz Sonrası Amaç ve Yatırım Planları

Halka Arz Gerekçeleri:

a) Şirket'in büyüme hedeflerinin devamı,
b) Planlanan yatırımların finansmanı,
c) Kurumsal yapının güçlendirilmesi,
d) Şeffaflık ve hesap verilebilirlik düzeyinin yükseltilmesi,
e) Şirket bilinirliğinin artırılması,
f) Rekabet gücünün artırılması,
g) Potansiyel müşteriler ve iş ortakları nezdinde mevcut güvenilirliğin ve saygınlığın artırılması,

Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri:

İleri teknoloji sektörleri içerisinde değerlendirilen yazılım sektörü, son yıllardaki hızlı gelişmesine paralel olarak yenilikçi ürün ve hizmetleri iç ve dış piyasalara sunmaktadır. Çok yüksek sabit sermaye anlamında yatırım maliyeti gerektirmemekle beraber sektörün en önemli girdisi iyi eğitilmiş personel ve AR-GE yatırımlarıdır. Ayrıca özellikle uluslararası piyasalarda Türk yazılım sektörünün planlı bir şekilde tanıtılması, pazarlama becerilerinin ve yeni ürün/hizmet kapasitesinin geliştirilmesi, uygulanabilir çözümler ve bunların iç ve dış piyasalara etkin sunumu; sektörün büyüme, gelişme ve ihracatı için önem arz etmektedir. Bu kapsamda Şirket'in halka açılma dolayısıyla elde edeceği kaynağın, sektörün genelinde yaygın finansal sorunların ve ihtiyaçların giderilmesinde kullanılmasının uygun olacağı öngörülmüştür.

Şirket 20.05.2021 tarihli ve 2021/23 sayılı Yönetim Kurulu kararı ile halka arzdan elde edilecek fonun kullanım yerlerine ilişkin rapor kabul edilerek karara bağlanmıştır. Sermaye artırımından elde edilecek fonun kullanım amacına ilişkin rapor aşağıdadır:

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 almalar ile ilgili olarak bazı şirketler belirlenmiş olmakla birlikte henüz herhangi bir resmi görüşme veya anlaşma yapılmamıştır. Bu satın almaların kapsamı aşağıdaki konulardan biri veya birkaçı olabilir:

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Merkez: Büyükdere Cad. Metro City
No:171 K.1 34330 Levent - İSTANBUL
Boğaziçi Kurumlar V.D.
Tic. Sic No:
www.metroyatirim.com.tr
info@metroyatirim.com.tr

- Piyasada bordro yöneten bir şirketin satın alınması yoluyla şirketin İnsan Kaynakları faaliyet alanı genişletilebilir.
- Kamu Yazılımları üzerine uzmanlaşmış bir şirket satın alınarak şirketin "Kamu Yazılımlarının" uygulama alanı artırılabilir.
- "Personel Temin" alanında faaliyet gösteren bir şirket satın alınarak nitelikli personel temin hizmetlerinin arttırılması sağlanabilir,
- E-Ticaret alanında yeni yazılımlar için E Ticaret alt yapısı hazır bir firma satın alınması suretiyle faaliyet alanı genişletilebilir.
- IBM çözümleri konusunda başka bir çözüm ortağı satın alınarak, IBM çözümlerinde gelişme kaydedilebilir.
- Telekom sektöründe faaliyet gösteren bir şirket satın alınarak GSM çözümlerinde söz sahibi olmak sağlanabilir.

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 Bakanlığına başvurmak suretiyle 240 m2'den 330 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. Şirket'in Ar-Ge Merkezi için bina arayışı devam etmekte olup, henüz bir anlaşma yapılmamıştır.

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. (E-Dönüşüm ,ERP vs..). 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, A.B.D ve Ortadoğu' da olmak üzere devam etmektedir.

4- İşletme sermayesi ihtiyacının karşılanması:

Şirket, sermaye artışından elde edeceği kaynağın Fon Kullanma raporunda **%15** 'ini İşletme 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.

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Merkez:Büyüdere Cad. Metro City İş Mrk.
No:171 K:7 34330 Levent - İSTANBUL
Boğazici Kurumlar V.D.
Tic. Sic No:
www.metroyatirim.com.tr
info@metroyatirim.com.tr

FİNANSAL TABLOLAR:

VBT Yazılım Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 Tarihli Finansal Durum Tabloları (Bilanço)
(Tüm tutarlar TL olarak gösterilmiştir.)

	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş		
	31.12.2020	**31.12.2019**	**31.12.2018**
VARLIKLAR			
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 Taraflardan Ticari Alacaklar	-	-	-
-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		265.032
Stoklar	4.347.659	1.598.117	158.505
Peşin Ödenmiş Giderler	10.645.420	14.378.394	9.744.941
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	-	80.035	14.667
Diğer Dönen Varlıklar	623.222	735.581	-
Duran Varlıklar	**20.171.054**	**14.420.117**	**12.231.681**
Ticari Alacaklar	-	-	512.527
Diğer Alacaklar	2.500	2.500	2.500
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	18.786	-	-
Maddi Duran Varlıklar	1.814.359	1.473.354	1.031.256
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	16.117.052	7.383.954	2.873.269
Kullanım Hakkı Varlıkları	587.732	710.485	973.986
Ertelenmiş Vergi Varlığı	-	-	144.974
TOPLAM VARLIKLAR	**124.586.341**	**78.621.700**	**70.014.427**

	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş		
	31.12.2020	**31.12.2019**	**31.12.2018**
KAYNAKLAR			
Kısa Vadeli Yükümlülükler	**71.965.203**	**41.431.120**	**42.350.582**
Kısa Vadeli Borçlanmalar	-	2.169.501	550.000
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	5.201.303	1.132.324	315.134
Diğer Finansal Yükümlülükler	60.521	206.934	31.646
Ticari Borçlar	47.286.631	24.900.462	27.451.752
-İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	-	-	-
-İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	*47.286.631*	*24.900.462*	*27.451.752*
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*
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	992.240	929.715	581.335
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler	13.291.024	5.840.681	9.712.551
Devlet Teşvik ve Yardımları	44.148	44.148	44.148
Kısa Vadeli Karşılıklar	865.854	822.608	569.876
-Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin	*865.854*	*822.608*	*569.876*

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Merkez:Büyüdere Cad. Metro Sayı Ağaç
No:17 K.17 34330 Levent İSTANBUL
Boğaziçi Kurumlar V.D.854 006 3770
Tic. Sic No:358936 www.metroyatirim.com.tr
info@metroyatirim.com.tr

Karşılıklar			
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	1.193.063	-	-
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	13.580	-	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
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yüküm.	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 Karşılıklar	*2.499.646*	*2.023.079*	*1.707.378*
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	1.175.906	638.956	-
ÖZKAYNAKLAR	**43.137.308**	**27.844.996**	**18.150.713**
Ödenmiş Sermaye	20.000.000	10.000.000	10.000.000
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	-313.192	-525.158	-761.620
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	1.774.852	1.034.552	687.715
Geçmiş Yıllar Karı/Zararı (-)	6.595.302	7.862.526	1.943.883
Net Dönem Karı/Zararı (-)	15.080.346	9.473.076	6.280.735
TOPLAM KAYNAKLAR	**124.586.341**	**78.621.700**	**70.014.427**

VBT Yazılım Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş 1 Ocak 2018-31 Aralık 2018, 1 Ocak 2019-31 Aralık 2019 ve 1 Ocak 2020-31 Aralık 2020 Dönemlerine Ait Kar veya Zarar ve Diğer Kapsamlı Gelir Tablosu
(Tüm tutarlar TL olarak gösterilmiştir.)

KAR veya ZARAR KISMI (TL)	**Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş**		
	01 Ocak - 31 Aralık 2020	**01 Ocak - 31 Aralık 2019**	**01 Ocak - 31 Aralık 2018**
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER			
Hasılat	130.017.611	95.420.430	88.621.067
Satışların Maliyeti (-)	-104.982.161	-75.077.739	-74.027.354
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar	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
FAALİYET KARI / ZARARI (-)	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
FİNANSMAN GİD. ÖNCESİ FAALİYET Kar/Zarar	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 FAAL. VERGİ ÖNCESİ Kar/Zararı	16.964.622	10.190.311	6.541.674
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir / Gideri (-)	(1.884.276)	(717.235)	(260.939)
- Dönem Vergi Gelir / Gideri (-)	-1.400.317	0	0
- Ertelenmiş Vergi Geliri / Gideri (-)	-483.959	-717.235	-260.939
SÜRDÜRÜLEN FAAL. DÖNEM KÂRI/ZARARI	15.080.346	9.473.076	6.280.735

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Merkez: Büyükdere Cad. Metro City A Blok
No:171 K.17 34330 Levent - İSTANBUL
Boğaziçi Kurumlar V.D.854 006 3771
Tic. Sic No:3[illegible]36 www.metroyatirim.com.tr
info@metroyatirim.com.tr

Dönem Karının/Zararının Dağılımı			
-Azınlık Payları	-	-	-
-Ana Ortaklık Payları	15.080.346	9.473.076	6.280.735
Pay Başına Kazanç/Kayıp	0,75	0,95	0,63
KARLILIK ORANLARI (%)			
Brüt Kar Marjı	19,26	21,32	16,47
Faaliyet Kar Marjı	13,71	10,39	3,29
Net Kar Marjı	11,60	9,93	7,09

3.KULLANILAN DEĞERLEME YÖNTEMLERİ:

Değerleme çalışması; SPK' nun III-62.1 "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" i gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında yürütülmüş ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olmasına özen gösterilmiştir. Buna göre; Şirket değerlemelerinde üç temel yaklaşım uygulanır. Bu temel değerleme yaklaşımlarının her biri farklı, ayrıntılı uygulama yöntemlerini içerir. Değerleme yaklaşımlarının uygun ve değerlenen varlıkların içeriği ile ilişkili olmasına dikkat edilmesi gerekir. Bu yöntemler;

a) Pazar Yaklaşımı, (Piyasa Çarpanları)
b) Gelir Yaklaşımı, (İndirgenmiş Nakit Akımları İNA)
c) Maliyet Yaklaşımı

olarak sıralanabilir.

Pazar yaklaşımı varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımı ifade eder. Piyasa Çarpanları olarak da bilinen bu yöntem piyasa bazlı bir değerleme yöntemidir. Bu yöntem ile Şirkete benzer başka şirketler ya da Şirketin faaliyetleri ile ilgili pazarların piyasa çarpanları üzerinden Şirket değeri hesaplanmaktadır. Piyasa bazlı bir değerleme yöntemi olması sayesinde, değerlendirilen Şirketin piyasa şartlarındaki değerini göstermesi açısından önemli bir yöntemdir. Öte yandan piyasada volatilitenin yüksek olduğu dönemlerde çarpanlar da hızla değiştiğinden, Şirket değerlemesi de değişkenlik gösterebilmektedir.

Gelir yaklaşımı, gösterge niteliğindeki değerin, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlar. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir. Bu yöntemin zayıf yönü geleceğe yönelik bir takım varsayımlar içermesidir. Bu varsayımların gerçekleşmemesi ya da öngörülerden sapması durumunda Şirket değeri de değişebilecektir.

Maliyet yaklaşımı, bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir. Maliyet yaklaşımı Uluslararası Değerleme Standartları 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 70.2 veya 70.3 nolu maddelerinde yer verilen kriterleri nadiren sağlamaları

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Merkez: Büyüdere Cad. Metro City A Blok
No:171 K:17 34330 Levent - İSTANBUL
Boğaziçi Kurumlar V.D.854 006 377
Tic. Sic No: 358936 www.metroyatirim.com.tr
info@metroyatirim.com.tr

nedeniyle normalde işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde, uygulanamamaktadır

Buna göre VBT Yazılım' ın faaliyet gösterdiği sektör göz önüne alındığında; Şirket için yapılan değerleme çalışmasında "**Pazar Yaklaşımı**" ile "**Gelir Yaklaşımı**" yöntemleri kullanılmıştır.

3.1."PAZAR YAKLAŞIMI" YÖNTEMİ İLE PİYASA DEĞERİ TESPİTİ

Piyasa Çarpanları olarak da bilinen bu yöntem piyasa bazlı bir değerleme yöntemidir.
"Pazar Yaklaşımı" yöntemi ile yapılan piyasa değeri hesaplanmasında;

1) **"Fiyat / Kazanç" (F/K)**
2) **"Firma Değeri / FAVÖK" (FD/FAVÖK)**
3) **"Firma Değeri / Satışlar" (FD/Satışlar)**

oranlarına yer verilmiştir.

F/K oranı; şirketin hisse senedi fiyatının, hisse başına kârına bölünmesiyle bulunan bir göstergedir. Şirketin geçmiş dönem verileri göz önüne alındığında istikrarlı bir kar marjı sergilemesi, F/K çarpanının Şirket değerlemesinde sıklıkla kullanılması ve hisse senetleri arasında karşılaştırma yapmaya uygun olması dikkate alınarak F/K çarpanı değerlemede kullanılmıştır.

FD/FAVÖK; Şirket' in firma değerinin, faiz-amortisman-vergi öncesi kara bölünmesiyle elde edilir. Şirket' in nakit yaratma kapasitesi, ülkeler arası vergilendirme farklılıklarını ortadan kaldırması, Şirketin gelecekte kar yaratma kapasitesini göstermesi, Şirketin faaliyetlerinden sağladığı karları dikkate alarak faaliyet karı üzerinden analizi mümkün kılması nedeniyle FD/FAVÖK çarpanı değerlemede kullanılmıştır.

FD/Satışlar; Şirket' in firma değerinin, cirosuna bölünmesiyle elde edilir. Özellikle farklı muhasebe tekniklerinin etkilerinden arınmak ve farklı borç yapılarındaki şirketleri karşılaştırmak için kullanılan çarpanlardan biridir. Şirketin nakit yaratma kabiliyetini göstermese de büyüme potansiyelini yansıtan bir çarpandır. Şirket' in cirosu üzerinden analizi mümkün kılması nedeniyle FD/Satışlar çarpanı değerlemede kullanılmıştır.

Değerleme çalışmasında çarpanların ortalamasının hesaplanmasında **medyan** kullanılmıştır.

Şirket'in ana faaliyet konusu bilgisayar yazılımıdır. Şirket için piyasa çarpanları yöntemiyle yapılan değerlemede baz alınan rasyolarda ***(i)*** BİST-Ana Pazar ve ***(ii)*** BİST-Bilişim Sektörü olarak sınıflandırılan halka açık ortaklıkların 08.06.2021 tarihi itibarıyla hesaplanan oranları kullanılmıştır.

Pazar Yaklaşımı Yönteminde; BIST-Bilişim Sektörü, Şirketin faaliyet konusu ile doğrudan yakınlık gösterdiği için, BIST- Ana Pazar, Şirketin halka arz sonrasında işlem göreceği Pazar olması nedeniyle değerleme çalışmasına dahil edilmiştir. Gerek BİST Ana Pazar, gerekse BIST-Bilişim Sektöründe baz alınan veriler çarpan analizi uygulanabilmesi için gerekli güvenilirliğe sahiptir. BİST 100 ve Yıldız Pazarda işlem gören Şirketler ise büyüklük olarak VBT Yazılım' dan çok farklı ölçeğe sahip oldukları için pazar yaklaşımına dahil edilmemişlerdir. Ayrıca BIST-Bilişim sektöründe yer alan **Escom** şirketine ait çarpanlar aşırı

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Merkez:Büyüdere Cad. Metro City A Blok
No:171 K:37 34330 Levent - İSTANBUL
Boğaziçi Kurumlar V.D.854 0[illegible]
Tic. Sic No:[illegible]936 www.metroyatirim.com.tr
info@metroyatirim.com.tr

uç kabul edilmiş ve değerlemeyi yukarı yönde etkileyen bu şirketin çarpanları medyan hesabına dahil edilmemiştir.

i) BİST-Ana Pazar

Değerlemede baz alınan BİST Ana Pazar şirketlerinin 08.06.2021 tarihi itibariyle ortalama rasyoları aşağıdaki gibidir. VBT Yazılım' ın faaliyet alanı gereği, mali sektör şirketleri ve mükerrer işlem yapılmaması için Bilişim Sektörü Şirketleri hariç tutularak hesaplanmıştır.

Şirketler	Fd/Favök	Fiyat/Kazanç	Fd/Satışlar
Medyan	14,62	23,82	3,17

Kaynak: Finnet

ii) BİST-Bilişim Sektörü

Değerlemede baz alınan BİST Bilişim Sektörü şirketlerinin 08.06.2021 tarihi itibariyle rasyoları aşağıdaki gibidir.

Şirketler*	Fd/Favök	Fiyat/Kazanç	Fd/Satışlar
~~*ALCTL*~~	~~*5,015*~~	~~*10766,23*~~	~~*0,54*~~
~~*ARDYZ*~~	~~*14,36*~~	~~*15,44*~~	~~*8,15*~~
~~*ARENA*~~	~~*8,94*~~	~~*25,34*~~	~~*0,3*~~
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*~~	~~*18,2*~~	~~*8,06*~~
~~INDES~~	~~*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*~~
~~*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**

Kaynak: Finnet

**BIST 100 ve Yıldız Pazarda işlem gören Şirketler ise büyüklük olarak VBT Yazılım' dan çok farklı ölçeğe sahip oldukları için pazar yaklaşımına dahil edilmemişlerdir*
***Escom şirketine ait çarpanlar aşırı uç kabul edilmiş ve değerlemeyi yukarı yönde etkileyen bu şirketin çarpanları medyan hesabına dahil edilmemiştir.*

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Merkez: Büyükdere Cad. Metro City İş Mrk.
No: 171 K: 17 34330 Levent / İSTANBUL
Boğaziçi Kurumlar V.D. 854 0[illegible]
Tic. Sic No: [illegible]936 www.metroyatirim.com.tr
www.metroyatirim.com.tr

iii) SONUÇ

Oran analizinde baz alınan rasyolar aşağıdaki tabloda toplu olarak gösterilmiştir.

08/06/2021 İtibariyle Değerleme Oranları			
Pazar ve Sektör Verileri	**Fd/Favök**	**F/K**	**Fd/Satışlar**
Bist Ana Pazar	14,62	23,82	3,17
BİST Bilişim Sektörü	15,59	26,11	2,59
Ortalama*	**15,10**	**24,96**	**2,88**

Kaynak: Finnet

**Ortalama hesaplanırken, Pazar ve sektörler eşit ağırlıklandırılmıştır.*

Piyasa Çarpanları için kullanılan Şirket verileri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

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

VBT Yazılım için BİST Ana Pazar ve BİST Bilişim Sektörü' nün iş bu rapor tarihinden bir (1) iş günü öncesi 08.06.2021 tarihli rasyoları ile hesaplanan piyasa değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Karşılaştırılan Pazar ve Sektörler	Piyasa Değerleri (TL)		
	Fd/Favök*	**F/K**	**Fd/Satışlar***
Bist Ana Pazar	348.401.525	359.138.440	478.068.626
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 Şirketin net borçluluk durumu hesaplamaya dahil edilmiştir.*

Oran Analizi yöntemiyle, VBT Yazılım için tüm rasyolarının verdiği değerlemelerin eşit ağırlıklı ortalamasına göre 391.500.248 TL' lik piyasa değerine ve 19,58 TL birim pay değerine ulaşılmıştır.

3.2. "GELİR YAKLAŞIMI" YÖNTEMİ İLE PİYASA DEĞERİ TESPİTİ

Gelir yaklaşımının çok sayıda uygulama yolunun bulunmasına karşın, gelir yaklaşımı kapsamındaki yöntemler fiilen gelecekteki nakit tutarların bugünkü değere indirgenmesine dayanmaktadır.

İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) Yöntemi;

Uluslararası alanda kabul görmüş ve şirketlerin orta-uzun vadeli değerlerini yansıtan İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi' ne göre firma değeri veya şirket paylarının değeri, Şirket'in faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratması muhtemel nakit akımlarının bugüne indirgenmiş değeri olarak kabul edilir.

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Merkez:Büyükdere Cad. Metro City A Blok
No:171 K:17 34330 Levent / İSTANBUL
Boğazici Kurumlar V.D.854 005 3771
Tic. Sic No:[illegible]936 www.metroyatirim.com.tr
info@metroyatirim.com.tr

Nakıt akımları projeksıyonları, genellıkle 5 ıla 10 yıllık zaman dılımı ıçın yapılmakta ve projeksiyon döneminin son senesindeki nakit akımı baz alınarak nihai değer (uç değer) hesaplanmaktadır. Teknoloji Geliştirme Bölgeleri Kanunu uyarınca, Bölgede faaliyet gösteren gelir ve kurumlar vergisi mükelleflerinin, münhasıran bu Bölgedeki yazılım, tasarım ve Ar-Ge faaliyetlerinden elde ettikleri kazançları 31/12/2028 tarihine kadar gelir ve kurumlar vergisinden müstesnadır. Ayrıca, Bölgede çalışan; Ar-Ge, tasarım ve destek personelinin bu görevleri ile ilgili ücretleri 31/12/2028 tarihine kadar her türlü vergiden müstesnadır. Bu vergi teşvikinin süresi daha önce uzatılmıştır ve 31/12/2028 tarihinin de uzatılma beklentisi vardır.

Bu yönteme göre; şirketin gelecekte elde edeceği tahmin edilen nakit akımlarının, bugünkü değerine indirgenmesi sonucunda şirketin gerçek değerine ulaşılmaktadır. Esas faaliyet karından, vergi, işletme sermayesi değişimi ve nakit akım tablosunda yer verilen yatırım faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akışları da düşürülüp, amortisman eklenmek suretiyle ilgili yıla ait serbest nakit akımı hesaplanmaktadır. İlgili projeksiyon döneminde gerçekleşeceği varsayılan serbest nakit akımları da ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti (AOSM) ile bugüne indirgenip nihai olarak da net finansal borç düşülerek Şirket değeri tespit edilir. Bu yöntemin zayıf yönü geleceğe yönelik bir takım varsayımlar içermesidir. Bu varsayımların gerçekleşmemesi ya da öngörülerden sapması durumunda şirket değeri de değişebilecektir.

Şirket'in **"İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi"**ne göre yapılan değerlemesinde kullanılan temel varsayımlar aşağıda sıralanmıştır:

1) Projeksiyonlar Türk Lirası üzerinden yapılmıştır. Aksi belirtilmedikçe tüm parasal büyüklükler TL cinsindendir.
2) İndirgenmiş Nakit Akımı analizi gelecek beş yıllık dönem esas alınarak hesaplanmıştır.
3) 2021-2025 yıllarını kapsayan analize konu olan dönemde Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesaplamasında kullanılan terimler ve hesaplanmaları aşağıda gösterilmiştir.

Projeksiyon döneminde ulaşılması öngörülen nakit akışları ve diğer finansal verilerin, projeksiyon dönemine göre belirlenen makul bir geçmiş dönemde değerleme konusunun gerçekleşen ilgili nakit akışları ve diğer finansal verileri ile uyumlu, tutarlı ve bu veriler çerçevesinde öngörülebilir olmasına özen gösterilmiştir.

Risksiz Faiz Oranı (R_F): Projeksiyon dönemi ile uyumlu olması açısından Türkiye 5 yıllık tahvil faizinin (TRT110226T13) oranı olan **%18,38**' in kullanılması uygun görülmüştür.

Piyasa Ortalama Getiri Beklentisi (R_M) : Piyasanın Getiri Beklentisini göstermektedir. BIST-100 endeksi, BİST' in genel trendini göstermesi açısından en köklü ve yakından izlenen endekslerin başında gelmektedir. BİST- 100 endeksinin 2010-2020 yılları arasında son 10 yıl, 9 yıl, 8 yıl, 7 yıl, 6 yıl ve 5 yıl şeklinde hesaplanan yıllık bileşik getiri oranı %8,39 ile %15,54 aralığındadır.

Piyasa Risk Primi (R_P) : Piyasa ortalama getiri beklentisi ile risksiz faiz oranı arasındaki farktır. Formülasyonu R_M-R_F olarak ifade edilir. Buna göre son 10 yılın maksimum bileşik getirisinin gerçekleşmesi temel alınsa bile;

$R_P = R_M - R_F = 15,54 - 18,39 = -2,85$ rakamına ulaşılmaktadır.

Öte yandan New York Üniversitesi profesörlerinden Aswath Damodaran tarafından hazırlanan çalışmaya göre Türkiye için ülke risk primi %5,33 seviyesindedir. http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Merkez: Büyüdere Cad. Metro City Ayazağa
No:171 K.17 34330 Levent - İSTANBUL
Boğaziçi Kurumlar V.D.854 008 3771
Tic. Sic No:35[illegible]8 www.metroyatirim.com.tr
info@metroyatirim.com.tr

Uygulamada ise; BIST' te son 3 yılda gerçekleşen halka arzlarda risk primi % 5 - 6,5 bandı aralığında kullanılmaktadır BIST' deki genel eğilim, Şirketin düşük borçluluk yapısı ve Aswath Damodaran' ın çalışmaları da göz önünde bulundurulduğunda piyasa risk primi olarak **%6** oranının kullanması uygun görülmüştür.

Beta Katsayısı B: Beta katsayısı, pazardaki değişkenliğin hisse fiyatındaki değişkenliğe oranıdır. Bir hisse senedinin beklenen getirisi, bu hisse senedinin Beta katsayısı ile doğrudan ilgilidir.

Eğer Beta=0 ise; beklenen getiri risksiz faiz oranına eşittir.

Eğer Beta>1 ise; beklenen getiri daha çok riskli

Eğer Beta<1 ise; beklenen getiri daha az riskli olacaktır.

Borsa İstanbul' da işlem gören Bilişim Sektörü şirketlerinin (Yıldız Pazar hariç) kaldıraçlı Beta değeri hesaplandığında 0,87 değerine ulaşılmıştır. Öte yandan, Borsa İstanbul' da yapılan ilk halka arzlarda halka arz edilen şirket için Beta değeri genel olarak 1 alınmaktadır. Değerlemede muhafazakar davranmak adına VBT Yazılım için de Beta katsayısı "**1**" olarak hesaplanmaya dahil edilmiştir.

Terminal Büyüme: Şirket'in 2025 yılından sonrasına ilişkin terminal (nihai) büyüme oranı **%5** olarak alınmıştır.

Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti: Teknoloji Geliştirme Bölgeleri Kanunu uyarınca, Bölgede faaliyet gösteren gelir ve kurumlar vergisi mükelleflerinin, münhasıran bu Bölgedeki yazılım, tasarım ve Ar-Ge faaliyetlerinden elde ettikleri kazançları 31/12/2028 tarihine kadar gelir ve kurumlar vergisinden müstesnadır. Ayrıca, Bölgede çalışan; Ar-Ge, tasarım ve destek personelinin bu görevleri ile ilgili ücretleri 31/12/2028 tarihine kadar her türlü vergiden müstesnadır. İndirim ve istisna kapsamına girmeyen gelirler için 2021-2025 yılı için önceki 3 yılın ortalama vergi oranı kullanılmıştır. 2021 yılında bu oran %7,38' dir. Buna göre bu dönemde ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır. Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti = Borçlanma Faizi*(1-%7,38) = %11,65*0,9262= %10,79 olarak hesaplanmıştır. 31/12/2028 tarihinde sona erecek vergi teşvikinin süresi daha önce uzatılmıştır ve 31/12/2028 tarihinin de uzatılma beklentisi vardır. Öte yandan teşviklerin 31/12/2028 tarihinde sona ermesi durumunda bu durum AOSM= %11,65*(1-%20)= %9,32 olacak ve AOSM oranı düşecektir. Ancak değerlemede muhafazakar davranmak adına Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti nin projeksiyondaki 2025 yılı ve sonrasına ait dönemde de aynı şekilde **%10,79** olarak kullanılması uygun görülmüştür.

Sermaye Maliyeti (R_E): Piyasa risk priminin beta katsayısı ile çarpılması sonucu elde edilen rakamın risksiz faiz oranına eklenmesi ile hesaplanmakta olup;

$R_E = R_F + B * R_P$ yani $R_E = 18,38 + 1 * 6 = 24,38$ olarak hesaplanmıştır.

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Merkez: Büyükdere Cad. Metro City A Blok
No:171 K:17 34330 Levent - İSTANBUL
Boğaziçi Kurumlar V.D.
Tic. Sic No:
www.metroyatirim.com.tr
info@metroyatirim.com.tr

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 %**

**AOSM (Ağırlıklı Sermaye Maliyeti): İskonto oranı olarak da adlandırılan bu veriye aşağıdaki şekilde ulaşılabilir*

	(TL)
Kısa vadeli borçlanmalar	5.261.824
Uzun vadeli finansal borçlanmalar	4.565.189
Özkaynaklar	43.137.308
Borçluluk Oranı	% 18,55

AOSM = Sermaye Maliyeti * (1-borçluluk oranı) + Vergi Sonrası borçlanma maliyeti * (borçluluk oranı)

AOSM = 24,38*(1-0,1855) +10,79*0,1855 = 21,86

Böylelikle indirgenmiş nakit akımı (İNA) hesabında kullanılacak AOSM oranı %21,86 olarak hesaplanmıştır.

Şirket'in mevcut faaliyetlerine dayanan satış gelirleri projeksiyonlarında, toplam satışların Makro Ekonomik ve sektörel beklentileri yansıtacak şekilde artacağı tahmin edilmiştir. Öte yandan halka arzdan sağlanacak gelir ve bu gelirin sağlayacağı fayda ihtiyatlık açısından değerlemeye dahil edilmemiştir. Yöntemin doğası gereği, finansal gelir-gider kalemleri dikkate alınmamış, değerleme Favök karı üzerinden yapılmıştır.

Şirket'in indirgenmiş nakit akımları analizine göre değerlemesinin yapılabilmesi için ileriye dönük serbest nakit akımları hesaplanmış ve daha sonra söz konusu serbest nakit akımları ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üzerinden iskonto edilerek *(Serbest Nakit Akımları*İskonto Oranı)* bugünkü değerine indirgenmiştir. Projeksiyon dönemi 2021-2025 yılları arasında altı yıllık dönemi kapsamaktadır. Serbest nakit akımlarının toplamından finansal borçlar düşülüp nakit benzeri hazır değerler eklenerek Şirket'in nihai değerine ulaşılmaktadır.

31.12.2020 itibariyle Şirket'in net finansal borçluluk durumu aşağıdaki gibidir.

	(TL)
Kısa vadeli borçlanmalar	5.261.824
Uzun vadeli finansal borçlanmalar	4.565.189
Nakit Benzerleri	75.739.812
Net Nakit	65.912.799

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Merkez: Büyüdere Cad. Metro Ç... No: 171 K:12-34330 Levent - İSTANBUL
Boğaziçi Kurumlar V.D. 8... 006 ...
Tic. Sic No: ...936 www.metroyatirim.com.tr
info@metroyatirim.com.tr

Serbest nakit akımları hesaplanırken öncelikle 2021-2025 yılları için faiz ve vergi öncesi kâr tahminleri yapılmıştır. Bu kâr rakamından vergiler düşüldükten sonra Şirket'in yatırım yapmak için elinde kalan nakit kaynak rakamı bulunmuştur. Bu rakamdan net yatırım harcamalarının ve işletme sermayesi gereksiniminin düşülmesiyle serbest nakit akımlarına ulaşılmıştır.

KAR veya ZARAR KISMI (TL)	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş		
	01 Ocak - 31 Aralık 2020	01 Ocak - 31 Aralık 2019	01 Ocak - 31 Aralık 2018
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER			
Hasılat	**130.017.611**	**95.420.430**	**88.621.067**
Satışlardaki Büyüme(%)	36,26	7,67	-
Satışların Maliyeti (-)	(104.982.161)	(75.077.739)	(74.027.354)
Maliyetlerin Satışlara Oranı (%)	39,83	1,42	-
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar	**25.035.450**	**20.342.691**	**14.593.713**
Brüt Kar Marjı %	19,26	21,32	16,47
Faaliyet Giderleri	(7.215.791)	(10.461.501)	(11.677.017)
ESAS FAALİYET KARI / ZARARI	**17.819.659**	**9.911.190**	**2.916.696**
Esas Faaliyet kar Marjı	13,71	10,39	3,29

Satışlardaki Büyüme: 2018 yılında net satış hasılatı 88,6 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in cirosu yıllar içerisinde artış eğilimi göstermiş ve 2019 yılında 95,4 milyon TL seviyesine, 2020 yılında ise 130 milyon TL seviyesine yükselmiştir. Her geçen yıl cirodaki artışın sebebi mevcuttaki yürütülen projelerin bitip ticarileşmiş olması ve yıl itibarı ile firma yetkinliklerin artması sebebiyle daha büyük işlere iştirak edebilmesinden kaynaklanmaktadır. Satışlardaki artış trendinin önümüzdeki yıllarda da devam etmesi öngörülmektedir. Gerek mevcut gerçekleşmeler gerekse Şirketin gelecek projeksiyonları göz önüne alınarak, Şirket için 5 yıllık projeksiyon döneminde yıllık % 20 oranında yıllık ciro artışı gerçekleştireceği tahmini değerlemede kullanılmıştır.

Maliyetler: Maliyetlerin satışlara oranı 2018 yılında % 83,53, 2019 yılında % 78,68, 2020 yılında ise % 80,74 seviyesindedir. 2021 yılı için bu oran % 79,73 olarak hesaplanmış olup, projeksiyon döneminde bu yüzdenin kademeli olarak azalarak 2025 yılında %78,39 seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmektedir.

Esas Faaliyet Karı; Şirketin esas faaliyet karı yıllar içerisinde artmakta olup, kar marjlarında da artış söz konusudur. 2018 yılında %3,29 olan esas faaliyet kar marjı 2019 yılında %10,39 2020 yılında %13,71 olarak gerçekleşmiştir. Yapılan projeksiyonda 2021 yılı için esas faaliyet kar marjının % 12,94 olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür. Projeksiyon döneminde bu yüzdenin kademeli olarak artarak 2025 yılında %16,80 seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmektedir.

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Merkez: Büyüdere Cad. Metro City A Blok
No:171 K.17 34330 Levent - İSTANBUL
Boğaziçi Kurumlar V.D.854 [illegible]
Tic. Sic No: [illegible] www.metroyatirim.com.tr
info@metroyatirim.com.tr

Net işletme sermayesinin hesaplanmasında 2019-2020 yıllarından hareket edilmiş olup, işletme sermayesi ihtiyacı yıllar itibariyle aşağıdaki gibi belirlenmiştir.

Net İşletme Sermayesi	2021 T	2022 T	2023 T	2024 T	2025 T
Net Satışlar	**156.021.133**	**187.225.360**	**224.670.432**	**269.604.518**	**323.525.422**
SMM (-)	**-124.388.424**	**-149.839.962**	**-178.479.708**	**-213.253.461**	**-253.601.349**
Ticari Alacaklar	17.098.206	15.418.282	21.561.678	24.038.170	29.947.310
Stoklar	3.899.544	5.451.406	6.044.328	7.490.225	8.747.878
Ticari Borçlar	48.641.333	63.042.863	72.442.997	88.140.204	103.875.267
NET İŞLETME SERMAYESİ	**(27.643.582)**	**(42.173.174)**	**(44.836.992)**	**(56.611.810)**	**(65.180.079)**
Değişim	**8.129.615**	**(14.529.592)**	**(2.663.817)**	**(11.774.819)**	**(8.568.269)**
Ortalama Tahsilat Süresi/Gün	40,0	30,1	35,0	32,5	33,8
Ortalama Stokta Kalma Süresi/Gün	11,4	13,3	12,4	12,8	12,6
Ortalama Borç Ödeme Süresi/Gün	142,7	153,6	148,1	150,9	149,5

METRO YATIRIM MENKUL DEGERLER A.S.
Merkez:Büyükdere Cad. Metro City
No:171 K.17 34330 Levent - Istanbul
Boğaziçi Kurumlar V.D.
Tic. Sic. No:
www.metroyatirim.com.tr
@metroyatirim.com.tr

İndirgenmiş Nakit Akımı:

VBT Yazılım - Değerleme (TL)	2021 T	2022 T	2023 T	2024 T	2025 T
Net Satışlar	**156.021.133**	**187.225.360**	**224.670.432**	**269.604.518**	**323.525.422**
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 (E)	**20.185.066**	**26.086.583**	**32.506.508**	**41.968.108**	**54.368.002**
Vergi (V)	-1.489.279	-2.219.413	-2.924.836	-3 481.071	-4.675.671
Yatırım Harcamaları (Y)	-10.258.614	-13.308.669	-14.786.442	-17 400.748	-19.353.400
Δ Çalışma Sermayesi (Ç)	-8.129.615	14.529.592	2.663.817	11 774.819	8.568.269
Amortisman (A)	3.323.034	4.646.147	6.921.169	9 171.798	12.155.127
Serbest Nakit Akışı (E+V+Y+Ç+A)	**3.630.592**	**29.734.240**	**24.380.217**	**42.032.906**	**51.062.325**
İndirgeme 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	**2.979.349**	**20.023.710**	**13.473.149**	**19.061.839**	**19.002.897**
İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı 2021-2025 dönemi toplam (1)	**74.540.943**				

Terminal Büyüme Oranı	5,0%
Uç Dönem Serbest Nakit Akımları	51.062.325*(1+%5)/(%21,86-%5)= **318.030.377**
İndirgenmiş Devam Eden Şirket Değeri (2)	318.030.377/(1+%21,86)^5= **118.355.334**
Firma Değeri (1)+(2)	**192.896.277**
Net Nakit	**65.912.799**
Tahmini Gerçeğe Uygun Değer	**258.809.076**
Tahmini Birim Pay Değeri	**12,94**

4.SONUÇ

Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri (TL)	Hisse Başına Değer (TL)
1) Piyasa Çarpanları Yöntemi	391.500.248	19,58
2) İNA Yöntemi	258.809.076	12,94
Ağrlıklandırılmış Şirket değeri, (Piyasa Çarpanları %40, İNA %60 Ağırlık)	**311.885.545**	**15,59**
İskonto Tutarı (% 20)	62.377.109	
İskontolu Şirket Değeri	**249.508.436**	**12,48**

Tablodan da görüleceği üzere değerlemede muhafazakar davranmak adına iki yöntemden daha yüksek sonuç veren Pazar Yaklaşımı Yöntemine %40, daha düşük sonuç veren Gelir Yaklaşımı Yöntemine %60 ağırlık verilmiştir. Sonuç olarak VBT Yazılım için yapılan değerleme çalışmaları neticesinde Şirket değeri **311.885.545 TL** olarak hesaplanmıştır. Şirket'in mevcut çıkarılmış sermayesi olan 20.000.000 TL'ye göre birim pay değeri 15,59 TL'ye karşılık gelmektedir.

Şirket'in birim halka arz fiyatı, bulunan birim pay değerine **% 20** oranında **halka arz iskontosu** uygulanarak, **12,48 TL** olarak belirlenmiştir. Değerlemede kullanılan verilerin ve yöntemlerin; güvenilir, adil, uygun ve makul olduğunu beyan ederiz.

VBT YAZILIM A.Ş. HALKA ARZ ÖZETİ	
Çıkarılmış Sermaye	20.000.000 TL
Ortak Satışı	2.000.000 TL
Sermaye Artırımı	6.000.000 TL
Halka Arz Edilecek Toplam Nominal Tutar	8.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	26.000.000 TL
Halka Açılacak Oran	30,77 %
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz İskontosu	20 %
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontolu)	12,48
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontosuz)	15,59
Şirket Değeri (İskontolu)	249.508.436
Şirket Değeri (İskontosuz)	311.885.545

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Merkez: Büyüdere Cad. Metro City A Blok
No: 171 K 17 34330 Levent - İSTANBUL
Boğaziçi Kurumlar V.D.854 008 3721
Tic. Sic No: 36936 www.metroyatirim.com.tr
info@metroyatirim.com.tr

	Bist Ana Pazar*	Bilişim Sektörü*	VBT Yazılım Halka Arz Öncesi	VBT Yazılım Halka Arz Sonrası
F/K	23,82	26,11	16,55	21,52
Fd/Favök	14,62	15,59	9,50	9,68
Fd/Satışlar	3,17	2,59	1,41	1,44

**08/06/2021 itibariyle Finnet sistemi üzerinden alınmış bu oranlarda Katsayılar hesaplanırken medyan değerler kullanılmıştır.*

Kullanılan varsayımların ve indirgeme oranlarının değişmesi / değiştirilmesi, farklı değerleme yöntemleri uygulanması veya farklı tarihlerdeki finansal verileri ile piyasa çarpanlarının kullanılması durumunda Şirket için buradaki değerlerden daha farklı değerlere ulaşılması mümkün olabilir.

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Merkez:Büyüdere Cad. Metro City A Blok
No:171 K:17 34330 Levent - İSTANBUL
Boğazici Kurumlar V.D.854 006 3771
Tic. Sic No:[illegible]936 www.metroyatirim.com.tr
[illegible]@metroyatirim.com.tr

Çiğdem ÖZTÜRK PULATOĞLU
Yönetim Kurulu Başkanı

Özgecan FIRILDAK
Genel Müdür Yardımcısı

Ekler;
Ek1 – Aracı Kurum Yetkinlik ve Bağımsızlık Beyan
Ek2 - Değerlemeyi gerçekleştirenin, değerlemeyi bütün yönleriyle yürütebilecek gerekli tüm teknik nitelik, deneyim ve bilgiye sahip olduğuna ve bağımsızlık ilkelerine uyduğuna ilişkin beyanı, lisans/sicillerini doğrulama için kullanılabilecek internet adresi.
Ek3 - 31.12.2018, 31.12.2019 ve 31.12.2020 tarihli hesap dönemlerine ilişkin finansal tablolar ile söz konusu finansal tablolara ait özel bağımsız denetim raporu

METRO
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu Ek-1

Tarih : 09.06.2021

SERMAYE PİYASASI KURULU
BAŞKANLIĞI'NA
Eskişehir Yolu 8. Km No: 156
06530 ANKARA

SORUMLULUK BEYANI

Kurul Karar Organı' nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu' nun 11.04.2019 tarih 2019/19 sayılı 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, Sermaye piyasası aracı notunun bir parçası olan bu **VBT Yazılım A.Ş.** Fiyat Tespit raporumuzda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü makul özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

METRO YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Merkez: Büyükdere Cad. Metro City A Blok
No:171 K:17 34330 Levent - İSTANBUL
Boğaziçi Kurumlar V.D.854 006 3771
Tic. Sic No:358936 www.metroyatirim.com.tr
info@metroyatirim.com.tr

Çiğdem ÖZTÜRK PULATOĞLU
Yönetim Kurulu Başkanı

Serhan İÇER
Genel Müdür

Fiyat Tespit Raporu Ek-2

VBT YAZILIM A.Ş. FİYAT TESPİT RAPORU SORUMLULUK BEYANI

Tarih: 09.06.2021

Kurul Karar Organı' nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu' nun 11.04.2019 tarih, 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. Bendi" çerçevesinde verdiğiniz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu' nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, VBT Yazılım A.Ş. için hazırlamış olduğumuz Fiyat Tespit Raporumuzda yer alan bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

SORUMLU DEĞERLEME UZMANI

Özgecan FIRILDAK
Genel Müdür Yardımcısı /
Kurumsal Finansman

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Merkez:Büyükdere Cad. Metro City A Blok
No:171 K.17 34330 Levent - İSTANBUL
Boğaziçi Kurumlar V.D.854 006 3771
Tic. Sic. No:358936 www.metroyatirim.com.tr
info@metroyatirim.com.tr

Çiğdem ÖZTÜRK PULATOĞLU
Yönetim Kurulu Başkanı

Serhan İÇER
Genel Müdür

Sorumlu Değerleme Uzmanının lisans/sicillerini doğrulama için kullanılabilecek internet linki:
https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/A48D13F8-B6B4-44DA-A120-7D5FCDA47BFC