



Obase Bilgisayar ve Danışmanlık Hizmetleri Ticaret A.Ş.

**Halka Arz Fiyat Tespit Raporuna İlişkin
Analist Raporu**



27 Temmuz 2022

İÇİNDEKİLER

1. Raporun Amacı.....	2
2. Planlanan Halka Arz Hakkında Özet Bilgi.....	2
3. Şirket Hakkında	2
4. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri	5
5. Kullanılan Değerleme Yöntemleri	5
6. Görüş	10

1. Raporun Amacı

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“Tacirler Yatırım”) tarafından, yetkili kuruluş Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş.’nin (“Kalkınma Yatırım Bankası”), Obase Bilgisayar ve Danışmanlık Hizmetleri Ticaret A.Ş. (kısaca “İhraççı”, “Obase” ya da “Şirket”) paylarının halka arzı kapsamında, hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmıştır. **Yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararına halka arz izahnamesini inceleyerek karar vermelidir.** Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Tacirler Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. Planlanan Halka Arz Hakkında Özet Bilgi

OBASE HALKA ARZ ÖZETİ	
İhraççı	Obase Bilgisayar ve Danışmanlık Hizmetleri Ticaret A.Ş.
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A. Ş.
Talep Toplama Tarihleri	28-29 Temmuz
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Aracılık Yöntemi	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemi
Dağıtım Yöntemi	Eşit
Çıkarılmış Sermaye	35.000.000 TL
Sermaye Artırımı (Nominal)	10.500.000 TL
Ortak Satışı (Nominal)	3.500.000 TL
Toplam Halka Arz Büyüklüğü	147.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	30,77%
Tahsisat	Yoktur
Halka Arz İskontosu	%20,8
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontolu)	10,50 TL
Fiyat İstikrarı	Ortak satışından elde edilecek toplam net fon tutarının %50’si ile fiyat istikrarı işlemlerinin gerçekleşmesi planlanmaktadır. Payların borsada işlem görmeye başlamasından itibaren en fazla 15 gün boyunca uygulanabilecektir.

Kaynak: Obase İzahnamesi

3. Şirket Hakkında

1995 yılında kurulan Şirket, bilgi teknolojileri sektöründe danışmanlık ve eğitim dahil olmak üzere, yazılım, hizmet ve donanım alanlarında faaliyet gösterir. Şirket’in ana faaliyet konusu her türlü bilgisayar ve bilgisayar programları, yazılımları, yedek parçaları, güç kaynakları, iş makineleri ile konu ile alakalı elektrikli cihazların imalatı, ithalatı, ihracatı, toptan ve perakende alımı, satımı ve ticareti yapmak, reklam faaliyetleri ve iş birliği anlaşmaları yürütmektir. Şirket, Türkiye ve ABD’deki ofislerinden, ulusal ve uluslararası şirketlere hizmet vermektedir. 31 Mart 2022 tarihiyle 223 kişilik kadrosuyla müşterilerine hizmet vermektedir.

3.1. Ortaklık Yapısı

Şirket'in 35.000.000 TL tutarındaki çıkarılmış sermayesinde mevcut ortaklardan Mehmet Haluk Alpay'ın 11.690.000 TL nominal değerde ve %33,4 oranında, mevcut ortaklardan Banu Dal'ın 11.655.000 TL nominal değerde ve %33,3 oranında ve Bülent Dal'ın 11.655.000 TL nominal değerde ve %33,3 oranında payı bulunmaktadır.

Halka arz kapsamında Mehmet Haluk Alpay'ın sahibi olduğu toplam 1.169.000 TL nominal değerli 1.169.000 adet B grubu nama yazılı payların, Banu Dal'ın sahibi olduğu 1.165.500 TL nominal değerli 1.165.500 adet B grubu nama yazılı payların ve Bülent Dal'ın sahibi olduğu 1.165.500 TL nominal değerli 1.165.500 adet B grubu nama yazılı payların halka arz edilmesi planlanmaktadır.

Aşağıdaki tablo, halka arz öncesi ve Halka Arz Edilecek Paylar'ın tamamının satılması halinde halka arz sonrası oluşacak Şirket sermaye yapısını göstermektedir.

Pay Sahibi	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası		
	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)	Grubu	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Grubu
Mehmet Haluk Alpay	2.805.600	8,02	A	2.805.600	6,17	A
	8.884.400	25,38	B	7.715.400	16,96	B
Banu Dal	2.797.200	7,99	A	2.797.200	6,15	A
	8.857.800	25,31	B	7.692.300	16,91	B
Bülent Dal	2.797.200	7,99	A	2.797.200	6,15	A
	8.857.800	25,31	B	7.692.300	16,91	B
Halka Açık	--	--	B	14.000.000	30,77	B
Toplam	35.000.000	100	A+B	45.500.000	100	A+B

Kaynak: Obase İzahnamesi

3.2. Finansal Tablolar

Şirket'in 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021, 31.03.2022 dönemleri bağımsız denetimden geçmiş finansal durum tablosu aşağıda sunulmuştur;

Finansal Durum Tablosu (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.03.2022
Nakit ve Nakit Benzerleri	4.022.328	14.687.574	14.445.291	24.908.941
Finansal Yatırımlar	582.844	--	--	--
Ticari Alacaklar	17.857.138	24.407.592	54.896.296	43.400.593
Diğer Alacaklar	23.194	112.624	219.432	268.044
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Alacaklar	--	--	--	1.492.842
Stoklar	232.410	232.410	232.410	232.410
Peşin Ödenmiş Giderler	6.432.879	5.809.271	13.873.825	19.854.766
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	191.351	317.043	46.117	2.743
Diğer Dönen Varlıklar	--	--	--	330.536
Toplam Dönen Varlıklar	29.342.144	45.566.514	83.713.371	90.490.875
Maddi Duran Varlıklar	1.285.283	2.062.244	2.352.129	2.742.080
Kullanım Hakkı Varlıkları	756.198	1.561.150	2.504.892	2.231.143
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	33.624.103	42.966.493	52.608.224	55.992.405
Peşin Ödenmiş Giderler	--	--	--	1.095.338
Ertelenmiş Vergi Varlığı	5.809.181	8.156.843	10.609.207	11.534.288
Toplam Duran Varlıklar	41.474.765	54.746.730	68.074.452	73.595.254

Toplam Varlıklar	70.816.909	100.313.244	151.787.823	164.086.129
Kısa Vade Borçlanmalar	1.727.098	1.826.717	6.758.955	4.900.102
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	81.417	5.950.612	6.202.058	7.408.933
Diğer Finansal Yükümlülükler	109.794	89.834	256.724	90.835
Ticari Borçlar	6.948.294	7.643.906	33.968.819	30.827.588
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	995.623	1.161.587	1.815.147	5.439.446
Diğer Borçlar	1.010.763	869.112	1.177.362	74.884
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler	7.002.277	8.818.346	15.771.499	24.880.575
Devlet Teşvik ve Yardımları	650.777	643.507	639.154	614.966
Kısa Vadeli Karşılıklar	962.320	1.475.853	1.816.442	1.941.093
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	19.488.363	28.479.474	68.406.160	76.178.422
Uzun Vadeli Borçlar	669.684	8.156.058	3.542.574	4.536.185
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler	614.451	155.367	100.226	1.170.164
Devlet Teşvik ve Yardımları	1.960.881	1.556.105	1.312.454	1.172.394
Uzun Vadeli Karşılıklar	3.217.885	3.873.611	5.125.654	5.287.511
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	6.462.901	13.741.141	10.080.908	12.166.254
Toplam Yükümlülükler	25.951.264	42.220.615	78.487.068	88.344.676
Ödenmiş Sermaye	1.000.000	1.000.000	1.000.000	35.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler ve Giderler	-524.479	-468.895	-760.865	-295.733
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	653.401	749.454	991.512	991.512
Geçmiş Yıllar Karları	35.325.498	42.758.317	54.099.424	38.070.108
Net Dönem Karı	8.411.225	14.053.753	17.970.684	1.975.566
Toplam Özkaynaklar	44.865.645	58.092.629	73.300.755	75.741.453
Toplam Kaynaklar	70.816.909	100.313.244	151.787.823	164.086.129

Kaynak: Obase İzahnamesi

Şirket'in 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021, 31.03.2021 ve 31.03.2022 dönemleri bağımsız denetimden geçmiş özet kar veya zarar tablosu aşağıda sunulmuştur;

Özet Kar veya Zarar Tablosu (TL)	01.01.2019 31.12.2019	01.01.2020 31.12.2020	01.01.2021 31.12.2021	01.01.2021 31.03.2021	01.01.2022 31.03.2022
Hasılat	54.279.377	62.950.259	102.736.089	14.993.988	32.178.806
Satışların Maliyeti	-39.451.804	-45.130.220	-79.647.172	-14.856.858	-28.042.776
Brüt Kar	14.827.573	17.820.039	23.088.917	137.130	4.136.030
Brüt Kar Marjı	%27,32	%28,31%	%22,47	%0,91	%12,85
Genel Yönetim Giderleri	-5.360.283	-6.162.135	-8.121.801	-1.657.540	-3.621.476
Satış, Pazarlama ve Dağıtım Giderleri	-1.869.785	-1.603.551	-2.690.226	-750.877	-711.670
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	2.761.083	5.264.635	11.038.494	2.094.690	4.566.015
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-1.706.210	-4.400.692	-11.201.054	-1.506.003	-5.509.655
Faaliyet Karı	8.652.378	10.918.296	12.114.330	-1.682.600	-1.140.756
Faaliyet Karı Marjı	%15,94	%17,34	%11,79	%-11,22	%-3,55
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	42.242	78.362	210.938	--	148.515
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	--	--	--	--	--

Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/(Zararı)	8.694.620	10.996.658	12.325.268	-1.682.600	-992.241
Finansman Gelirleri	2.622.971	2.827.728	6.957.825	1.293.376	2.707.176
Finansman Giderleri	-4.652.540	-2.132.191	-3.691.780	-589.552	-780.733
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı	6.665.051	11.692.195	15.591.313	-978.776	934.202
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri (Geliri)	1.746.174	2.361.558	2.379.371	786.413	1.041.364
Dönem Karı (Zararı)	8.411.225	14.053.753	17.970.684	-192.363	1.975.566
Net Dönem Kar Marjı	%15,50	%22,33	%17,49	%-1,28	%6,14

Kaynak: Obase İzahnamesi

31.03.2022 tarihinde sona eren ara dönem itibarıyla, Şirket'in toplam varlıklarının %55'ini dönen varlıklar oluşturmakta olup, söz konusu aktiflerin %46,4'ü kısa vadeli yükümlülüklerden, %7,4'ü uzun vadeli yükümlülüklerden ve %46,2'si ise özkaynaklardan meydana gelmektedir. Toplam finansal borçlar 31.03.2022 tarihi itibarıyla toplam kaynakların %10,3'ünü toplam yükümlülüklerin de %19,2'sini oluşturmaktadır.

Dönen varlıkların toplam varlıklar içindeki payı 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 ve 31.03.2022 tarihlerinde sırasıyla %41, %45, %55 ve %55 olarak gerçekleşmiştir.

31.03.2022 tarihi itibarıyla 73 milyon TL seviyesinde olan toplam duran varlıkların 55,9 milyon TL'si maddi olmayan duran varlıklardan oluşmaktadır.

Şirket'in özkaynakları, 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 ve 31.03.2022 tarihlerinde, sırasıyla; 44.865.645 TL {Toplam Kaynakların %63'ü}, 58.092.629 (Toplam Kaynakların %58'i), 73.300.755 TL (Toplam Kaynakların %48'i), 75.741.453 TL (Toplam Kaynakların %46'si)'dir. 2022 yılında Şirket'in Ödenmiş Sermayesi 1.000.000 TL'den 35.000.000 TL'ye Net Dönem karı ve Geçmiş Yıllar Karları kullanarak çıkarılmıştır.

4. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri

Fonun Yatırım Konusu	Halka Arz Gelirine Oranı
Yeni ürün ve çözümlerin finansmanı ve mevcut ürünlerin geliştirilmesi	%25-%30
Yurt dışı yatırımlarda	%30-%35
Yurt içi pazarlama & satış faaliyetlerinde	%10-%13,75
İnsan kaynakları yatırımları	%10-%13,75
Şirket alımlarında kullanılması	%15-%17,5

Kaynak: Obase İzahname ve Fon Kullanım Raporu

5. Kullanılan Değerleme Yöntemleri

Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket için yapılan değerleme çalışmasında “Piyasa Çarpanları” ve “İndirgenmiş Nakit Akımları” yöntemleri kullanılmıştır.

5.1. “Çarpan Analizi” Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

Çarpan Analizi yöntemi ile yapılan piyasa değeri hesaplamasında; Firma Değeri/FAVÖK (“FD/FAVÖK”) oranı kullanılmıştır. Şirket için piyasa çarpanları yöntemiyle yapılan değerlemede baz

alınan rasyolarda yerli benzer şirketlerin piyasa çarpanları, yabancı benzer şirketlerin piyasa çarpanları, kullanılmıştır.

Çarpan Analizinde Kullanılan Yıllıklandırılmış Şirket Verileri (TL)

FAVÖK	24.011.679
Net Finansal Borçluluk	(10.723.072)

Kaynak: Obase Fiyat Tespit Raporu

5.1.1. Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Sonuçları

Yurt Dışı benzer şirketlerin FD/FAVÖK medyan çarpanı 16,83X olarak hesaplanmaktadır. Aşağıdaki tabloda yurt dışı benzer şirket olarak alınan şirketleri Capital IQ platformunda elde edilen 17.06.2022 kapanış tarihleri itibarıyla çarpan değerleri kullanılmıştır.

Yurt Dışı Şirket Çarpanları	Firma Değeri (USD)	FAVÖK* (USD)	FD/FAVÖK
Accenture plc	173.104	11.053	18,19X
Infosys Limited	72.201	4.128	18,32X
Cognizant Technology Solutions Corporation	33.946	3.432	9,89X
Fair Isaac Corporation	11.497	514	22,36X
Manhattan Associates, Inc.	6.834	150	45,44X
Arabian Internet and Communications Services Co. Ltd.	6.215	310	20,06X
MicroStrategy Incorporated	4.237	47	91,01X
Altair Engineering Inc.	3.993	43	92,46X
Teradata Corporation	3.887	363	10,71X
Perficient, Inc.	3.414	152	22,48X
DHC Software Co., Ltd.	3.195	82	40,41X
Netcompany Group A/S	2848	139	22,79X
Business- intelligence of Oriental Nations Corporation Ltd.	1567	45	36,35X
Insigma Technology Co., Ltd.	949	40	24,92X
Beyondsoft Corporation	637	87	7,62X
Shenzhen Farben Information Technology Co., Ltd.	623	22	30,01X
Absolute Software Corporation	602	1	634,51X
Digiwin Software Co., Ltd.	529	29	19,16X
Magnet Forensics Inc.	406	9	46,55X
PT Multipolar Technology Tbk	370	34	11,17X
Hunan Creator Information Technologies Co., LTD.	359	5	76,41X
All for One Group SE	322	51	7,03X
Information Services Group, Inc.	314	33	9,38X
Asseco Business Solutions S.A.	289	28	11,64X
Columbus A/S	156	11	15,46X
Primeton Information	146	1	288,50X
Computer Task Group, Incorporated	117	17	6,98X
arara inc.	51	0,11	479,74X
BPX S. A	13	6	2,55X
CNS Co Ltd.	11	5	2,67X
abc Multiactive Limited	5	3	1,76X
Acewin Agriteck Limited	1	2	0,30X
Medyan			16,83X

Kaynak: Obase Fiyat Tespit Raporu

(*) Yıllıklandırılmıştır.

Yurt Dışı FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özsermaye Hesabı Değeri (TL)

Yurt Dışı Medyan	16,83X
Obase FAVÖK	24.011.679
Firma Değeri	404.010.861
Net Nakit	10.723.072

Özkaynak Değeri**414.733.934**

Kaynak: Obase Fiyat Tespit Raporu

5.1.2. Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Sonuçları

Yurt İçi şirketlerin FD/FAVÖK medyan çarpanı 16,61X olarak hesaplanmaktadır. Aşağıdaki tabloda yurt içi benzer şirket olarak alınan şirketleri Bloomberg platformunda elde edilen 17.06.2022 kapanış tarihleri itibarıyla çarpan değerleri kullanılmıştır.

Yurt İçi Şirket Çarpanları	Firma Değeri (TL)	FAVÖK*(TL)	FD/FAVÖK
Arena Bilgisayar Sanayi ve Ticaret A.Ş.	3779	226	16,7X
Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	3683	282	13,07X
ATP Ticari bilgisayara Ağı ve Elektrik Güç Kaynakları Üretim Pazarlama ve Ticaret A.Ş.	2149	55	39,40X
Matriks Bilgi Dağıtım Hizmetleri A.Ş.	1380	35	39,87X
MİA Teknoloji A.Ş.	1302	75	17,34X
Ard Grup Bilişim Teknolojileri A.Ş.	883	157	5,62X
Fonet Bilgi Teknolojileri A.Ş.	579	41	14,10X
VB T Yazılım A.Ş.	470	28	16,61X
Kafein Yazılım Hizmetleri Ticaret A. Ş.	436	64	6,77X
Link Bilgisayar Sistemleri Yazılımı ve Donanımı Sanayi ve Ticaret A.Ş.	265	12	22,31X
Smartiks Yazılım A.Ş.	188	21	8,81X
Medyan			16,61X

Kaynak: Obase Fiyat Tespit Raporu

(*) Yıllıklandırılmıştır.

Yurt İçi FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özsermaye Hesabı Değeri (TL)

Yurt İçi Medyan	16,61X
FAVÖK	24.011.679
Şirket Değeri	398.833.988
Net Nakit	10.723.072
Özsermaye Değeri	409.462.032

Kaynak: Obase Fiyat Tespit Raporu

5.1.3. “Çarpan Analizi” Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti Sonucu

Şirket'in firma değeri Yurt İçi FD / FAVÖK çarpanı ve Yurt Dışı FD/FAVÖK çarpanı yöntemi ile ayrı ayrı hesaplanmıştır. Hesaplanan firma değerlerinden 31.03.2022 tarihli net borç çıkartılarak her iki çarpan analizine istinaden nihai özkaynak değeri tespit edilmiş ve hesaplanan iki ayrı özkaynak değerinin ortalaması alınarak Şirket'in FD/FAVÖK çarpan analizine göre özkaynak değeri hesaplanmıştır. Aşağıdaki tabloda bu yöntemle hesaplanan özkaynak değerleri verilmektedir.

FD/FAVÖK Çarpan Analizine Göre Ortalama Özkaynak Değeri	Değer (TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Değer
Yurt İçi Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	409.462.032	50%	204.731.016
Yurt Dışı Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	414.733.934	50%	207.366.967
FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri		100%	412.097.983

Kaynak: Obase Fiyat Tespit Raporu

5.2. “İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi” Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş. tarafından yapılan INA Analizinde 2022(Nisan-Aralık) – 2030 arası dönem için nakit akım projeksiyonu yapılmıştır. Gelir ve gider projeksiyonlarında aşağıdaki varsayımlar çerçevesinde tahminler yapılmıştır.

- Yurt içi satışlarda perakende, ulaşım, telekomünikasyon ve finans sektörlerinde büyümelerle birlikte dijitalleşme yatırımlarının ve Şirket’in sunduğu ürün ve hizmetlere olan talebin de artması beklenmektedir. Yurt dışı satışların temelde küresel yapay zekâ tabanlı ürün ve hizmet sektöründeki dinamikler ölçüsünde şekilleneceği varsayılmıştır. Şirket’in cirosunun yıllık ortalama %29,9 oranında artacağı varsayımıyla oluşturulmuştur.
- Şirket’in maliyetlerinin hasılatı oranının nakit akış projeksiyonlarında geçmiş yıllar ortalamaları dikkate alınarak %60-61 seviyelerinde gerçekleşeceği öngörülmüştür.
- Şirket’in faaliyet giderlerinin ciroya oranının nakit akış projeksiyonlarında geçmiş yıllar ortalamaları dikkate alınarak ortalama %11 seviyelerinde gerçekleşeceği öngörülmüştür.
- Şirketin 2021 yıl sonu itibarıyla ticari faaliyetlerine ilişkin işletme sermayesinin ciroya oranı %5 seviyesinde hesaplanmıştır. Değerlemeye konu dönem ve yıllar itibarıyla 2021 yıl sonuna benzer olarak %5 seviyesinde gerçekleşeceği varsayılmıştır.
- Maddi duran varlık yatırımlarının projeksiyon dönemi boyunca satışların %0,5’i seviyesinde gerçekleşeceği varsayılmıştır. Şirket’in gelecek yıllar büyüme beklentisi ile AR-GE yatırımları paralellik göstermesi sebebi ile yapılacak AR-GE yatırımları yıllık bazda artan bir trendde öngörülmüştür.

Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti	2022 Mart-Aralık	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Risksiz Faiz Oranı (RF)	21,20%	21,20%	20,20%	18,20%	16,20%	16,20%	16,20%	16,20%	16,20%
Piyasa Risk Primi (Rm-Rf)	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Kaldıraçlı Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Özkaynak Maliyeti	26,7%	26,7%	25,7%	23,7%	21,7%	21,7%	21,7%	21,7%	21,7%
Özkaynak/ (Borç + Özkaynaklar)	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
Borçlanma Maliyeti (Rd)	22%	22%	21,2%	19,2%	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%
Borç/ (Borç + Özkaynak)	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Efektif Vergi Oranı	0%	0%	5,30%	11,40%	12,00%	12,40%	13,10%	13,80%	14,10%
AOSM	25,80%	25,8%	24,5%	22,3%	20,4%	20,4%	20,3%	20,3%	20,3%

Kaynak: Obase Fiyat Tespit Raporu

- Uç değer hesaplaması için büyüme oranı, %5 olarak alınmıştır.
- Uç değer hesaplaması için 2030 yılı satışları uç değer büyüme oranı kullanılarak artırılmış ve uç değer hesaplamasına baz edilecek normalize bir yılın nakit akışı hesaplanmıştır.
- Nakit akışlarına göre Şirket Değeri 31.03.2022 itibarıyla hesaplanmış, ilgili tarihteki net borç düşülerek özkaynak değeri hesaplanmıştır.
- İndirgenmiş nakit akım analizine göre özkaynak değeri 516,788 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Hazırlanan projeksiyonlara göre nakit akışı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Bin TL	2022 Nisan Aralık	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Terminal
Net Satışlar	170.026	307.682	379.173	472.019	575.583	683.777	803.468	941.711	1.086.984	1.141.334
Satışların Maliyeti (Amortisman Dahil)	130.769	239.515	293.897	364.587	449.103	536.918	625.649	724.578	835.138	879.900
Esas Faaliyet Karı	39.257	68.167	85.276	107.432	126.480	146.860	177.820	217.133	251.846	261.434
FAVÖK	46.007	82.648	107.452	138.227	166.770	197.609	231.327	269.925	310.005	325.506
FAVÖK Marjı	27	27	28	29	29	29	29	29	29	29
Efektif Vergi Oranı (t)	0	0	5	11	12	12	13	14	14	20
Esas Faaliyet Karı * (1-t)	39.257	68.167	80.729	95.238	111.346	128.645	154.505	187.161	216.272	209.147
Amortisman (Ar-Ge ve diğer) (+)	6.750	14.481	22.176	30.795	40.290	50.750	53.507	52.792	58.159	61.067
Yatırım Harcamaları (Ar-Ge ve diğer) (-)	27.406	38.476	43.093	47.474	52.300	57.618	63.475	69.929	77.038	61.067
İşletme Sermayesi İhtiyacı (+)	-5.719	-19.641	-10.864	-12.199	-14.630	-17.785	-17.174	-21.532	-20.859	-21.902
Serbest Nakit Akışı (SNA) (=)	12.882	24.532	48.948	66.360	84.705	103.993	127.363	148.492	176.533	187.244
İndirgeme Oranı	25,80%	25,80%	24,57%	22,36%	20,39%	20,37%	20,35%	20,33%	20,31%	
İndirgenmiş SNA Değerleri	11.820	18.413	29.492	32.675	34.645	35.335	35.959	34.842	34.428	
Net Satışlar Değişim (%)	--	52	23	24	22	19	18	18	15	
Satışların Maliyeti (Amortisman Dahil) Değişim (%)	--	48	23	24	23	20	17	17	15	
Esas Faaliyet Karı Değişimi (%)	--	73	25	26	18	16	21	22	16	
FAVÖK Değişim (%)	--	70	30	29	21	18	17	17	15	
Uç Değer Hesabı										
Uç Değer Büyüme Oranı		5%								
Uç Değer (Bin TL)		1.222.695								
Uç Değerin Bugünkü Değeri (Bin TL)		238.455								
İNA Sonucu										
Uç Değer		238.455								
SNA Değerlerinin Toplamı		267.610								
Yıllık Ortalama Ciro Büyümesi (2022-2030)		20,50%								
Yıllık Ortalama Ciro Büyümesi (2019-2021)		23,70%								
Firma Değeri		506.065								
(-) Finansal Borç		14.186								
(+) Hazır Değerler		24.909								
Özsermaye Değeri		516.788								

Kaynak: Obase Fiyat Tespit Raporu

5.3. Değerleme Sonucu

OBASE şirket değerlemesi İndirgenmiş Nakit Akımları %50, Piyasa Çarpanı analizi %50 ağırlık verilerek hesaplanmıştır. Değerleme sonucunun özeti aşağıda olan tabloda yer almaktadır. Buna göre Şirket için Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri 464,443 milyon TL olarak hesaplanmaktadır.

Değerleme Yöntemleri Sonuçları	Özkaynak Değeri
FD/FAVÖK Özsermaye Değeri (%50)	412.097.983
İNA Özsermaye Değeri (%50)	516.788.803
OBASE Ortalama Özsermaye Değeri	464.443.393
Ödenmiş Sermaye	35.000.000
Pay Başına Fiyat (TL)	13,27
İskonto Oranı	20,80%
Halka Arz Fiyatı	10,5

Kaynak: Obase Fiyat Tespit Raporu

Söz konusu değere, halka arz iskontosu olarak %20,8 oranında bir iskonto uygulanarak halka arz iskontosu sonrası piyasa değeri 367,5 milyon TL ve pay başı değer de 10,50 TL olarak hesaplanmaktadır.

6. Görüş

- Obase Bilgisayar ve Danışmanlık Hizmetleri Ticaret A.Ş.'nin Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nun açık, net ve anlaşılır olduğu görüşündeyiz.
- Değerleme için İNA Analizi ve Çarpan Değerlemesi yöntemleri kullanılmıştır.
- İNA yöntemi için kullanılan hasılat projeksiyonlarının detaylı bir şekilde paylaşılması gerektiği görüşündeyiz. Öyle ki, satışların ürün bazında kırılımı incelendiğinde ürün bazında hasılatın, karlılık marjlarına etkisinin belirleyici olduğu gözlemlenmektedir.
- İşletme sermayesine ilişkin projeksiyonların detaylı olarak paylaşılmasının makul olacağı görüşündeyiz.
- İNA analizi yönteminde kullanılan AOSM'nin makul olduğu görüşündeyiz ancak, efektif vergi oranının hangi varsayımlar altında hesaplamaya dahil edildiğine ilişkin bilgilerin paylaşılmasının makul olacağı görüşündeyiz.
- Çarpan değerlendirme için yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler seçilmiş ve FD/FAVÖK çarpan değeri kullanılarak bir değerlendirme yapılmıştır. Uç değerlerin elemine edilmesini makul bulmakla birlikte uç değerlerin nasıl belirlendiğinin açıklanmasının makul olacağı görüşündeyiz.

İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Analizleri Yöntemlerine göre hesaplanan piyasa değerine %20,8 iskonto uygulanmış 10,50 TL pay başına değeri, yukarıda belirtilen çekincelerimiz dışında, makul bulmaktayız.