

Dof Robotik Sanayi A.Ş. Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analiz Raporu

İşbu analiz raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29/ 2. Maddesi kapsamında QNB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Invest") tarafından hazırlanmıştır.

Rapor, Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. ("Yatırım Finansman") tarafından Dof Robotik Sanayi A.Ş. ("Dof Robotik" veya "Şirket") için hazırlanan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu ("Fiyat Tespit Raporu") analiz etmek amacıyla hazırlanmıştır.

Bu rapor yalnızca Şirket hakkında hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin QNB Invest'in analizi olup yatırımcıların halka arza katılmasına ve/veya katılmamasına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin olarak KAP'ta yayınlanan izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

1. Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler	
Talep Toplama Tarihleri	3-4-5 Eylül 2025
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	125.000.000 TL nominal
Sermaye Artırımı	30.000.000 TL nominal
Mevcut Pay Satışı	15.000.000 TL nominal
Ek Satış	Yoktur.
Halka Açıklık Oranı	%29,03
Halka Arz Satış Fiyatı	45,00 TL
Halka Arz Büyüklüğü	2.025.000.000 TL

Kaynak: İzahname, KAP

Halka Arz Öncesi ve Sonrası Sermaye Hakkında Bilgi						
Ortağın Unvanı	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası		
	Pay Grubu	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Grubu	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
Mustafa Mertcan	A	4.000.000	3,20	A	4.000.000	2,58
	B	96.000.000	76,80	B	84.000.000	54,19
Bakıt Baydaliev	A	1.000.000	0,80	A	1.000.000	0,65
	B	24.000.000	19,20	B	21.000.000	13,55
Halka Açık Kısım	B	-	0,00	B	45.000.000	29,03
Toplam		125.000.000	100		155.000.000	100

Kaynak: İzahname, KAP

Halka arz, sermaye artırımı ve ortak satışı yolu ile gerçekleştirilecektir. Şirket, sermaye artışı yolu ile elde edilecek net gelirin %10'unu Üretim ve Ofis Alanlarının Genişlemesi, %5'ini GES ve Yeşil Dönüşüm, %5-10'unu AR-GE Yatırımları, %10'unu Pazarlama ve Satış, %10'unu Makine, Ekipman ve Proje Yatırımları, %5'ini Girişim Sermayesi Yatırımları, %15'ini Finansal Borç Ödemesi, %35-40'ını İşletme Sermayesi İhtiyaçlarında kullanmayı planlamaktadır.

Şirket Hakkında Özet Bilgi

Dof Robotik, 2014 yılında kurulmuş olup, Mustafa Mertcan şahıs firması ve Simülatör Makine Prodüksiyon Ltd. Şti.'nin sektördeki geçmişine (2006 yılına) dayanmaktadır. Firma ileri teknoloji, yapay zekâ, sanal ve artırılmış gerçeklik, hareket simülatörleri ve etkileşimli eğitim temelli eğlence oyunları gibi yüksek katma değerli robot ve yazılımlar ile temalı parklar ve endüstriyel sektörler için otonom teknolojiye sahip ürünler geliştiren, ürün yelpazesinin yaklaşık yüzde 90 oranına karşılık gelen kısmını "DOF Robotics" markasıyla dünyada %60'dan fazla ülkeye ihraç eden bir teknoloji firmasıdır.

Faaliyetler Hakkında Bilgi

Şirket'in ürün portföyü, tümü 35'ten fazla model tipi içeren "Eğlence Simülatörleri, Eğitim Simülatörleri, Çoklu Görev Yapabilen Sanayi Robotları, Video Oyunları ve Yazılımları" kırımında 3 ana kategori altında yapılandırılmıştır.

Eğlence Simülatörleri: Şirket'in üretilen 13 farklı eğlence simülatör ürünü bulunmaktadır. Bu simülatörlerin satışları tema park, eğlence merkezleri ve bireysel müşterilere yapılmaktadır. Bu ürünlere ek olarak müşteri taleplerine göre yeni ürün konseptleri ve tasarımları geliştirmektedir.

İçerik, CGI ve Oyunlar: Şirket'in üretilen 21'den fazla farklı VR film ürünü ve etkileşimli donanımsal yarış oyunları "Uzay Madenci, Meteor Vurma ve Angry Birds" oyunları bulunmaktadır. Bu film ve oyunların kurulumu yapılan simülatörlere lisanslanarak müşterilere çeşitlilik sağlaması amaçlanmıştır. Şirket, eğitim unsurları barındıran denizaltı, zamanda yolculuk ve uzay temalı ortam ve simülatörlere uyumlu özel içerikler geliştirmektedir.

Robotik Çözümler: Dof Robotik, pandemi döneminde Ar-Ge çalışması yaparak tam otonom bir robot olan AMR (Otomatik Mobil Robotu) tasarlamıştır. Bu araç salgın esansında hastane ve kapalı alanların sterilize edilmesi için kullanılmış olup Şirket'e ait yazılım ve mekanik tasarıma sahiptir. Günümüzde robotun geliştirilmesine devam edilerek yapay zekâ entegreli çalışma prensibine dayandırılmıştır.

Şirket'in müşteri segmentasyonu 7 ana kanaldan oluşmaktadır ve her müşteri kanalına spesifik karakter özellikleri tanımlanmıştır.

Yatırım Finansman tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporuna göre Şirket'in mevcut durumdaki iş modeli olan Yüksek Teknoloji Robot Satışları İş Modeline (Attractions) ek olarak gelecek dönemlerde İşletmecilik Yatırımları (LBE) ve Gelir Paylaşımı Yatırımları (RS) İş Modellerine de yatırım yapmayı planladığı belirtilmiştir. İşletmecilik Yatırımları İş Modeli, Şirket'in kendi tema parkı ürünlerini turistik veya yoğun nüfuslu konumlarda sunma stratejisine dayanmaktadır. Gelir Paylaşımı Yatırımları İş Modeli ise Şirket'in işletmeye verilecek olan iş ünitesini geliştirmesine, üretilen ve işletilen alanda bakım-onarım servisi sağlamasına dayanmaktadır. Şirket, mevcut durumda İşletmecilik Yatırımları İş Modeli kapsamında Türkiye'de 3 farklı konumda faaliyet gerçekleştirmek üzere sözleşmeler imzalamıştır ve 2025 yılı itibarıyla ilgili sözleşmelerden gelir üretiminin başlaması beklenmektedir. Diğer bir taraftan Gelir Paylaşımı Yatırımları İş Modeli'nin de 2025 yılında operasyonlarına başlamasına ancak 2026 ve 2027 yılları arasında operasyonların daha belirginleşmesi planlanmaktadır.

Şirket'in 2025 yılı itibarıyla ürün bazında yıllık üretim kapasitesinin detayları aşağıdaki gibidir:

Ürün Çeşidi	Kapasite
Çok Eksenli Hareketli Sinema Sistemleri	144
Etkileşimli Sanal Gerçeklik Yazılım Paketi	1
Artırılmış Gerçeklik Uygulama Yazılımı	1
Hurricane	72
Hurricane Style 01	72
Hurricane Style 02	72
Süpernova	108
Riot	72
Big Truck 360	36
Flying Theatre	24
XD Theatre	36
Digital Theme Park	2
City Fly	120
Pterosaur	96
Monster Jr	600
Angrybirds	600
Voyager	600

Mali Tablolar

Şirket'in 31.12.2022, 31.12.2023, 31.12.2024, 30.06.2024 ve 30.06.2025 dönemlerine ait özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu ana kalemleri aşağıdaki gibidir:

Özet Gelir Tablosu (TL)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.06.2024	30.06.2025
Hasılat	156.342.926	422.892.272	628.321.226	151.903.575	267.022.962
Satışların Maliyeti	-83.686.976	-130.783.032	-212.705.658	-78.607.014	-98.429.388
Brüt Kar	72.655.950	292.109.240	415.615.568	73.296.561	168.593.574
Brüt Kar Marjı (%)	46,47%	69,07%	66,15%	48,25%	63,14%
Esas Faaliyet Karı	33.702.079	195.882.846	238.400.834	25.993.604	67.287.658
Esas Faaliyet Kar Marjı (%)	21,56%	46,32%	37,94%	17,11%	25,20%
Dönem Karı/Zararı	17.092.249	167.076.883	173.439.219	181.502	18.589.031
Net Kar Marjı (%)	10,93%	39,51%	27,60%	0,12%	6,96%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

Şirket'in 31.12.2022, 31.12.2023, 31.12.2024 ve 30.06.2025 dönemlerine ait özel bağımsız denetimden geçmiş bilançosunun ana kalemleri aşağıdaki gibidir:

Özet Bilanço (TL)	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.06.2025
Dönen Varlıklar	121.312.385	403.308.374	914.894.068	1.024.187.340
Duran Varlıklar	295.638.380	419.713.223	560.769.572	650.359.623
TOPLAM VARLIKLAR	416.950.765	823.021.597	1.475.663.640	1.674.546.963
Kısa Vadeli Yükümlülükler	86.665.865	225.601.100	592.616.018	710.930.776
Uzun Vadeli Yükümlülükler	251.895.665	424.867.617	543.133.056	558.738.759
Özkaynaklar	78.389.235	172.552.880	339.914.566	404.877.428
Ödenmiş Sermaye	27.000.000	27.000.000	125.000.000	125.000.000
TOPLAM KAYNAKLAR	416.950.765	823.021.597	1.475.663.640	1.674.546.963

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

2. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na konu değerleme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) ve Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmıştır. Yapılmış olan çarpan analizinde yurt dışında faaliyet gösteren benzer şirketler ve Şirket'in faaliyet gösterdiği alan gereği BİST Bilişim Endeksi içinde bulunan şirketlerden oluşturulan örneklem yurt içi benzer şirketler olarak değerlendirilmiş, Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanı üzerinden analiz yapılmıştır. Değerleme çalışmasında İNA Analizine %35 ve Çarpan Analizine %65 ağırlıklandırma uygulanmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizine ilişkin;

- İNA çalışması şirketin 2025 - 2034 yıllarına ilişkin tahminleri içermektedir.

İNA (mn ABD Doları)	2Y25T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	Terminal Yıl
Net Satışlar	18.8	32.7	38.7	48.8	63.1	75.2	82.8	94.3	100.9	106.8	
<i>Değişim</i>		74%	18%	26%	29%	19%	10%	14%	7%	6%	
FAVÖK	9.6	13.8	18.1	24.9	36.3	45.3	51.0	57.7	61.5	64.7	
<i>Değişim</i>		44%	32%	37%	46%	25%	13%	13%	7%	5%	
<i>FAVÖK Marjı</i>	50.9%	42.2%	46.8%	51.0%	57.5%	60.3%	61.6%	61.2%	60.9%	60.6%	
Vergi	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Operasyonel Vergiler	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Amortisman	- 0.9	- 1.2	- 2.3	- 3.8	- 5.2	- 6.3	- 6.2	- 6.2	- 5.7	- 5.0	
Net Yatırım Giderleri	- 0.6	- 1.8	- 6.1	- 7.7	- 9.8	- 5.9	- 1.7	- 6.1	- 5.0	- 6.2	
<i>Yatırım/Satış</i>	3.0%	5.5%	15.7%	15.8%	15.6%	7.8%	2.1%	6.5%	5.0%	5.8%	
<i>Yatırım/Amortisman</i>	63%	153%	269%	203%	189%	94%	27%	98%	88%	125%	
İşletme Sermayesi Değişimi	- 1.6	- 8.0	- 3.5	- 5.5	- 7.8	- 6.6	- 4.2	- 6.3	- 3.7	- 3.3	
Kaldıraçsız Nakit Akımı	7.4	4.0	8.6	11.7	18.7	32.9	45.1	45.3	52.9	55.3	458.2
<i>Değişim</i>		-47%	117%	36%	60%	75%	37%	0%	17%	5%	
AOSM	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%	
İndirgenmiş Nakit Akımı	7.0	3.3	6.3	7.6	10.7	16.6	20.2	17.9	18.5	17.0	

Uç Değer Büyüme	1%
Net Borç	24.1
İNA Toplam Değeri	125.1
Uç Değerin Bugünkü Değeri	141.3
Firma Değeri	266.4
Piyasa Değeri	242.3

- Değerleme çalışmasında AOSM hesaplamasında risksiz faiz oranı 2025-2034 yılları arasında referans olarak Türkiye Devleti 10 yıllık ABD Doları cinsi Eurobond'un getiri oranındaki değişimler ele alınmış, 2025 yılının başından bu yana getirisi %7,46 olarak hesaplanmıştır ve ihtiyatlılık kapsamında söz konusu oran %8,00 olarak kullanılmıştır.
- Piyasa risk primi %6,0 olarak sabit tutulmuş ve 1,0x beta katsayısı kullanılarak tüm periyodlar için AOSM %13,18 olarak hesaplanmıştır.

AOSM	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Risksiz Faiz Oranı	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
İşlem Görmüş Aktif Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Özsermaye Piyasa Risk Primi	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Özsermaye Maliyeti	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
Borç Maliyeti	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Toplam Finansmandaki Özsermaye Oranı	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%
Kurumlar Vergisi Oranı	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%

Kaynak: Yatırım Finansman

Çarpan Analizine ilişkin;

- Çarpan analizinde yurt içi BIST Endeksi içerisindeki Şirketlerden oluşturulan Örneklem ile yurt dışı benzer şirketler eşit şekilde ağırlıklandırılarak FD/FAVÖK çarpanı üzerinden gerçekleştirilmiştir.
- Yurt içi benzer şirketlerle yapılan değerlemede BIST Bilişim Endeksi Şirketleri için 20,40x FD/FAVÖK değeri ve yurt dışı benzer şirketleri üzerinden yapılan değerlemede 18,05x FD/FAVÖK çarpanı elde edilmiştir.

Piyasa Çarpanları Analizi	FD/FAVÖK	Ağırlık	Özsermaye Değeri	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (mn ABD Doları)
BIST Bilişim Endeksi Şirketleri Örneklemi	20.40x	50%	187.2	93.6
Yurt Dışı Benzer Şirketleri	18.05x	50%	165.6	82.8
Firma Değeri		100%		176.4
Özsermaye Değeri				152.3

Kaynak: Yatırım Finansman

- Çarpan analizi sonucu 152,3 milyon ABD Doları ağırlıklı özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Değerleme Sonuçları

- Değerleme çalışmasında İNA Analizine %35 ve Çarpan Analizine %65 oranda ağırlık verilmiştir.
- Buna göre 184 milyon ABD Doları halka arz öncesi piyasa değerine ulaşılmış ve halka arz öncesi özsermaye değerine %25,09 oranında halka arz iskontosu uygulanmıştır. Daha sonra 21/08/2025 tarihli USDTRY döviz kuru üzerinden TL cinsine çevrilmiş ve 5.632 milyon TL nihai değere ulaşılmıştır.
- Böylelikle hisse başına fiyat 45,00 TL olarak hesaplanmıştır.

Özsermaye Değeri (mn ABD Doları)	Özkaynak Değeri	Ağırlık	Ağırlıklı Piyasa Değeri (mn ABD Doları)
İNA	242	35%	85
Çarpan Analizi	152	65%	99
İskontosuz Özsermaye Değeri			184
İskontosuz Özsermaye Değeri (mn TL)			7.509
Ödenmiş Sermaye (mn TL)			125
İskontosuz Hisse Fiyatı (TL)			60,07
İskontolu Hisse Fiyatı (TL) (%25,09 iskonto oranı)			45.0

Kaynak: Yatırım Finansman

3. Değerleme Hakkında Nihai Görüşümüz

Fiyat Tespit Raporu'nda verilen şirket ve finansal bilgilerinin yeterli olduğunu düşünüyoruz. Değerleme sonucu bulunan firma değerine uygulanan %25 halka arz iskontosunu makul buluyoruz. Belirlenen değerleme yöntemleri ve ilgili varsayımlar dikkate alındığında 45,00 TL olarak belirlenen halka arz fiyatının da makul olduğu düşünülmektedir. Değerlemeyle ilgili ek görüşlerimiz aşağıdaki gibi özetlenmiştir:

- Genel itibarıyla İNA analizlerinde yer alan bilgilerin yeterince detaylı ve anlaşılabilir olduğunu düşünüyoruz.
- 2025-2034 yılları için %13,2 AOSM varsayımını makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde yurt içi ve yurt dışı benzerler örneklemelerini doğru buluyoruz.

Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından gerçekleştirilen değerleme çalışmasında kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmaları dikkate alarak yaptığımız incelemeler sonucunda, belirlenen 45,00 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varmış bulunmaktayız.