

Forte Bilgi İletişim Teknolojileri ve Savunma Sanayi A.Ş.

05/06/2023

Bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesine dayanılarak Marbaş Menkul Değerler A.Ş. tarafından, İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, Forte Bilgi İletişim Teknolojileri ve Savunma Sanayi A.Ş. Fiyat Tespit Raporuna ilişkin değerlendirme raporu olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

## 1. HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Halka Arz Fiyatı	12,12 TL
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Dağıtım Yöntemi	Eşit Dağıtım
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	45.000.000
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	67.000.000
Halka Arz Miktarı Toplam Nominal	22.000.000
Sermaye Artırımı	22.000.000
Ortak Satışı	-
Halka Arz Büyüklüğü	266. 640.000 TL
Halka Açıklık Oranı	% 32,84
Ek Satış	-
Tahsisat Grupları:	
Yurt İçi Bireysel Yatırımcılara	-
Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılara	-
Şirket Çalışanları	-
Talep Toplama Tarihleri	08-09 Haziran 2023
BIST İşlem Kodu	FORTE.E
Halka Arza İlişkin Taahhütler	<b>Ortaklar tarafından verilen taahhütler:</b> Şirket tarafından payların borsada işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca bedelli ya da bedelsiz sermaye artırımı yapılmayacak ve dolaşımdaki paylar bu suretle artırılmayacaktır. Şirketin ortakları, payların borsada işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca sahip olduğu halka arza konu olmayan şirket payları üzerinden dolaşımdaki pay miktarını artıracak herhangi bir satış/işlem yapamayacak, 1 yıl boyunca halka arz fiyatından bağımsız olarak paylarını hiçbir şekilde satamayacaktır.

## 2. HALKA ARZ GELİRİNİN KULLANIM ALANI

- %20 AR-GE yatırımlarının yapılması kapsamında
- %35 Finansal borçların faiz ve anapara ödemelerinin yapılmasında
- %35 İşletme sermayesi kapsamında
- %5 Yurt dışı ofis/temsil ofislerinin açılışı, yurt dışı proje geliştirme ve operasyonel faaliyetlerin gerçekleştirilmesi kapsamında
- %5 Reorganizasyon, satış ve karlılık artışı odaklı operasyonel süreçlerin iyileştirilmesi kapsamında
- İhtiyaç duyulması haline yukarıda belirtilen fon kullanım kalemleri arasında %5 kadar geçiş yapılabilecektir.

## 3. ŞİRKET HAKKINDA GENEL BİLGİLER

Şirket, 2006 yılında kurulmuş olup Ankara merkezli bir teknoloji firmasıdır. Forte, bilgi teknolojileri alanında yazılım çözümleri üretmekte ve bu kapsamda müşterilerine çeşitli ürün ve hizmetler sunmaktadır. Şirket kuruluş yılı olan 2006 yılından bugüne sistem entegratörü olarak Türkiye'de kamu ve özel sektör kuruluşları için bilişim sistemleri tedarik, kurulum, alt yapı ve operasyon hizmeti vermektedir. Bu kapsamda Forte'nin ana faaliyet alanları; Kurumsal Ağ Çözümleri, Veri Merkezi Çözümleri, Ağ Güvenliği Çözümleri, Altyapı Çözümleri, Felaket Kurtarma, İş Sürekliliği ve Yedekleme Çözümleri, Sanallaştırma ve Konsolidasyon Çözümleri, Sunucu Sistemleri Çözümleri, Veri Depolama Sistemleri, Kapalı Devre Televizyon (CCTV) Sistemlerinden oluşmaktadır. Şirket, bilişim sektöründeki gelişmeye paralel olarak mevcutta yürüttüğü sistem entegratörü kimliğine ilave olarak BT Servis Yönetimi (ITSM), Dış Kaynak Personel Kiralama Hizmeti, Kurulum Hizmetleri, Saha Hizmetleri alanlarında da faaliyet göstermeye başlamıştır. Bu kapsamda Şirket, BT yazılım donanım tedariki, yazılım ve hizmet olmak üzere üç ana hizmet/faaliyet grubunda ürünler, hizmetler ve çözüm platformları geliştirmektedir.

### Şirket Sermayesinin Dağılımı:

Pay Sahibi	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Pay Tutarı (TL)	Oranı	Pay Tutarı (TL)	Oranı
			(%)		(%)
Ali Celal ASİLTÜRK	A	1.950.000	42,00	1.950.000	28,21
	B	16.950.000		16.950.000	
Hasan Cengiz BAYRAK	A	1.950.000	36,00	1.950.000	24,18
	B	14.250.000		14.250.000	
Ebubekir BALIKÇI	A	1.950.000	22,00	1.950.000	14,77
	B	7.950.000		7.950.000	
Halka Açık				22.000.000	32,84
<b>TOPLAM</b>		<b>45.000.000</b>	<b>100,00</b>	<b>67.000.000</b>	<b>100,00</b>

#### 4. DEĞERLEME ÖZETİ

İFO Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, pay başına değer belirlenmesinde Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı) yöntemine yer verilmiştir.

Şirket'in değerlemesinde İNA %70 ve Çarpan Analizi %30 ağırlıklandırılmış olup, 714 Mn TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. Buna göre, çıkarılmış sermayesi 45.000.000 TL olan Şirket'in halka arz pay başına değeri %23,6 iskonto ile 12,12 TL olarak hesaplanmıştır.

**Şirket 2023 EBITDA rakamını gerçekleştireceğine dair SPK'ya taahhütte bulunmuştur. Halka arz piyasa değeri 2022 gerçekleşen ve 2023 beklenen EBITDA verilerine göre sırasıyla 6,4x ve 4,8x EV/EBITDA çarpanlarına işaret etmektedir**

Değerleme Sonucu	Ağırlık	Özkaynak Değeri (Mn TL)
İndirgenmiş Nakit Akışları	70%	607
Piyasa Yaklaşımı - BİST Ana Pazar	15%	913
Piyasa Yaklaşımı – BİST Teknoloji Grubu	15%	1014
<b>Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri</b>	<b>100%</b>	<b>714</b>
Pay Adedi		45.000.000
<b>Ağırlıklandırılmış Pay Değeri</b>		<b>15,87</b>
<b>Halka Arz İskontosu</b>		<b>23,6%</b>
<b>Halka Arz Fiyatı</b>		<b>12,12 TL</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

#### 4.1. Çarpan Analizi Yöntemi

Forte'nin çarpan analizinde Borsa İstanbul-Anapazar, Borsa İstanbul Teknoloji grubu, Yurtiçi benzer şirketler (KRONT,MIATK ve VBTYZ) ve Yurt dışı benzer şirketler olmak üzere 4 grubun Fiyat/Kazanç ve FD/FAVÖK çarpanları incelenmiş, bunlardan BİST Ana pazar ve BİST Teknoloji grubu %15'er ağırlıklandırılarak çarpan analizi ile şirket değerine ulaşılmıştır.

Değerleme özeti	Ağırlık	Sonuç (Mn TL)
<b>İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi</b>		
Özsermaye Değeri	70%	607
Pay Başına Değer		13,50
<b>BİST Ana Pazar Medyanı</b>		
Özsermaye Değeri	15%	913
Pay Başına Değer		20,29
<b>BİST Teknoloji Grubu Medyanı</b>		
Özsermaye Değeri	15%	1.014
Pay Başına Değer		22,53
<b>Yurtiçi Benzerler Medyanı</b>		
Özsermaye Değeri	0%	1.466
Pay Başına Değer		32,59
<b>Yurtdışı Benzerler Medyanı</b>		
Özsermaye Değeri	0%	1.359
Pay Başına Değer		30,21

<b>Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri</b>		<b>714</b>
<b>Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer</b>		<b>15,87</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

#### 4.2. İndirgenmiş Nakit Analizi

İNA yaklaşımı ile iskonto öncesi pay başı 13,50 TL değer. 2023-2029 arası dönemde Şirket yönetiminin beklediği nakit akış modeli aşağıda gösterilmektedir. 2023'te beklenen yıllık enflasyonun altında EBITDA büyüme modellenirken sonraki yıllarda net satış ve EBITDA büyümesi beklenen enflasyona yakındır. Yazılım gelirlerinin yüksek seyrettiği 2020 ve 2022 yıllarında ortalama EBITDA marjı %24,6 olmasına karşın projeksiyonda %22,8-22,9 bandında EBITDA marjı bütçelenmiştir. Yönetim gelecek yıllarda yazılım gelirinin donanım gelirini geçeceğini beklese de muhafazakar tarafta kalmak adına yazılım gelirlerinin toplam net satış payı geçmiş veriler kullanılarak tahmin edilmiş ve hiçbir dönem ticari taraf gelirini aşmaması sağlanmıştır. 2028 yılına kadar teknokent vergi avantajının kullanılacağı ve sonrasında nakit akımında normalizasyon olacağı varsayımıyla 2029 yılına kadar projeksiyon modellenmiştir. Büyümeyi destekleyebilmek adına geçmişte önemli bir işletme sermayesi ihtiyacı olmamasına rağmen işletme sermayesinin satış payının sektör ortalaması olan %22,3'ün üzerinde %23,2'de dengelendiği, vergi teşviklerinin ortadan kalktığı ve gelir büyümesinin normalize olduğu dönem normalize yıl seçiminde dikkate alınmıştır. Normalize yıl sonrası ise %5 uç değer (devam eden değer) büyümesi uygulanırken, uç değere karşılık gelen EV/EBITDA çıkış çarpanı seviyesi 3,4x olarak hesaplanmıştır. Buna göre İNA'da elde edilen değerlerin %38,6'sı uç değerden kaynaklanmaktadır. Elde edilen İNA değeri farklı uç değer, AOSM ve EBITDA sapmaları ile test edilmiştir.

Şirket'e ait toplam serbest nakit akımları aşağıdaki tabloda gösterildiği üzere uç değer büyüme oranı %5 kullanılarak hesaplanmıştır. Projeksiyon dönemi için ortalama %22,10 AOSM ile değerlendirilmesine indirgenmiş ve net finansal borç düşülerek özsermaye değeri 607 Mn TL olarak hesaplanmıştır. Pay başına değer ise 13,50 TL'ye tekabül etmektedir.

İNA(mn TL)	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	Normalize	Uç değer
<b>Net Satışlar</b>	<b>378</b>	<b>545</b>	<b>697</b>	<b>835</b>	<b>969</b>	<b>1.099</b>	<b>1.209</b>	<b>1.300</b>	
<i>Değişim</i>	76%	44%	28%	20%	16%	13%	10%	7,50%	
<b>EBITDA</b>	<b>93</b>	<b>124</b>	<b>159</b>	<b>190</b>	<b>221</b>	<b>251</b>	<b>276</b>	<b>297</b>	
<i>Değişim</i>	172%	34%	28%	20%	16%	14%	10%	8%	
<i>EBITDA Marjı</i>	24,50%	22,80%	22,80%	22,80%	22,80%	22,90%	22,90%	22,90%	
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>90</b>	<b>119</b>	<b>151</b>	<b>181</b>	<b>210</b>	<b>237</b>	<b>260</b>	<b>280</b>	
<i>Değişim</i>	174%	32%	27%	19%	16%	13%	10%	7,50%	
<i>Vergi</i>	11,40%	9,80%	9,70%	9,70%	9,70%	9,70%	20,00%	20,00%	
<b>Operasyonel Vergiler</b>	<b>-10</b>	<b>-12</b>	<b>-15</b>	<b>-18</b>	<b>-20</b>	<b>-23</b>	<b>-52</b>	<b>-56</b>	
<b>Amortisman</b>	<b>-3</b>	<b>-5</b>	<b>-7</b>	<b>-9</b>	<b>-11</b>	<b>-15</b>	<b>-16</b>	<b>-17</b>	
<b>Net Yatırım Giderleri</b>	<b>-20</b>	<b>-23</b>	<b>-30</b>	<b>-35</b>	<b>-41</b>	<b>-47</b>	<b>-51</b>	<b>-55</b>	
<i>Yatırım/Satış</i>	5,20%	4,20%	4,20%	4,20%	4,20%	4,20%	4,20%	4,20%	
<i>Yatırım/Amortisman</i>	7,2	4,5	4,1	3,8	3,6	3,2	3,2	3,2	
<b>İşletme Sermayesi Değiş.</b>	<b>-64</b>	<b>-45</b>	<b>-11</b>	<b>-32</b>	<b>-31</b>	<b>-30</b>	<b>-25</b>	<b>-21</b>	

Kaldıraçsız Nakit Akım	-1	44	103	105	129	152	148	165	1.016
Değişim		-%3399,1	135,30%	1,80%	22,20%	18,00%	-2,70%	11,80%	5,00%
AOSM	22,10%	22,10%	22,10%	22,10%	22,10%	22,10%	22,10%	22,10%	22,10%
İndirgenmiş Nakit Akım		40	77	64	64	62	49	45	252
Firma Değeri	652								
Uç Değer Payı	38,60%								
Uç Değer Büyüme	5,00%								
Uç Değer Çıkış Çarpanı	3,4								
Net Borç	45								
Piyasa Değeri	607mn								
Hisse Sayısı	45mn								
Hisse Fiyatı	13,5								

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

## 5. DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

- Forte Bilgi İletişim A.Ş.’nin Fiyat Tespit Raporunda yer alan bilgilerin açıklayıcı ve verilerle desteklenmiş olduğunu düşünmekteyiz. Şirket’e, sektöre ve Şirket’in sektördeki yerine ilişkin olarak verilen bilgi ve verilerin yeterince açıklayıcı olduğunu düşünüyoruz.
- Şirket’in halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde iki temel olarak Pazar yaklaşımı - Piyasa Çarpanları Analizi (“Çarpan Analizi”) ve Gelir Yaklaşımı - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi (“İNA”) kullanılmış olmasını, İndirgenmiş Nakit Akımı Analizine (İNA) %70 ve Piyasa Çarpanları Analizine %30 ağırlık verilmiş olmasını uygun buluyoruz.
- İNFO Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu’nda Çarpan Analizi ve İNA ile Şirket’in halka arz öncesi özkaynak değeri 714 Mn TL olarak hesaplanmış olup, halka arz öncesi özsermaye değeri üzerinden, %23,6 halka arz öncesi iskonto oranı uygulanarak, halka arz fiyatı hisse başına 12,12 TL olarak hesaplanmış olmasını makul buluyoruz.

**EK 1: Forte Bilgi İletişim Teknolojileri ve Savunma Sanayi A.Ş. Özet Bilançolar**

<b>VARLIKLAR- TL</b>	<b>31.12.2020</b>	<b>31.12.2021</b>	<b>31.12.2022</b>
<b>Aktifler</b>	<b>195.664.510</b>	<b>194.254.570</b>	<b>401.723.839</b>
Nakit ve Benzerleri	55.161.277	27.557.017	55.142.251
Ticari Alacaklar	83.375.815	114.840.624	175.707.414
Diğer Alacaklar	9.793.364	308.435	622.055
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Varlıklar	-	-	14.454.966
Stoklar	32.146.060	28.171.861	101.611.425
Peşin Ödenmiş Giderler	1.697.800	6.212.872	7.450.496
Cari Dönem Vergi Varlıkları	-	57.373	-
Türev Araçlar	-	494.975	-
Diğer Dönen Varlıklar	152.727	646.541	10.040.257
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>182.327.043</b>	<b>178.289.698</b>	<b>365.028.864</b>
Diğer Alacaklar	95.843	104.243	345.892
Finansal Yatırım	-	-	78.000
Stoklar	1.266.797	-	-
Maddi Duran Varlıklar	1.653.879	1.703.345	3.168.850
Kullanım Hakkı Varlıkları	747.015	815.115	3.460.910
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	4.841.058	11.282.256	28.177.783
Peşin Ödenmiş Giderler	3.982.000	186.211	702.163
Ertelenmiş Vergi Varlığı	750.875	1.873.702	761.377
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>13.337.467</b>	<b>15.964.872</b>	<b>36.694.975</b>

<b>KAYNAKLAR (TL)</b>	<b>31.12.2020</b>	<b>31.12.2021</b>	<b>31.12.2022</b>
<b>Özkaynak ve Yükümlülükler</b>	<b>195.664.510</b>	<b>194.254.570</b>	<b>401.723.839</b>
Kısa Vadeli Borçlar	48.345	125.497	95.193.091
Uzun Vadeli Borçların Kısa Vadeli Kısımları	476.509	694.454	2.157.461
Ticari Borçlar	106.149.565	107.823.526	136.809.149
Çalışanlara Sağlanan Faydalar	182.646	393.831	1.278.186
Diğer Borçlar	5.659.977	2.297.660	449.696
Ertelenmiş Gelirler	33.382	1.248.012	383.916
Türev Araçlar	1.229.900	-	1.328.720
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	5.224.293	3.447.218	6.090.996
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	6.768.076	983.383	1.720.808
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>125.772.693</b>	<b>117.013.581</b>	<b>245.412.023</b>
Uzun Vadeli Borçlar	405.069	290.368	1.495.147
Ertelenmiş Gelirler	2.188.559	-	520.691
Uzun Vadeli Karşılıklar	3.279.126	4.050.286	8.300.132
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-	-	-
Diğer Borçlar	2.062.906	-	-

<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>7.935.660</b>	<b>4.340.654</b>	<b>10.315.970</b>
Sermaye	2.400.000	45.000.000	45.000.000
Diğer Kapsamlı Gelirler/(Giderler)	(13.694)	(25.867)	(119.851)
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	71.959	2.20.959	2.201.959
Geçmiş Yıl Karları	18.925.225	2.267.892	25.724.243
Net Kar	31.293.528	23.456.351	73.189.495
<b>Kontrol Gücü Olmayan Paylar</b>	<b>9.279.139</b>	-	-
<b>Ana Ortaklık Özkaynakları</b>	<b>52.677.018</b>	<b>72.900.335</b>	<b>145.995.846</b>

## EK 2: Forte Bilgi İletişim Teknolojileri ve Savunma Sanayi A.Ş. Gelir Tablosu

(TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
<b>Net Satışlar</b>	<b>204.326.360</b>	<b>215.350.934</b>	<b>378.430.042</b>
Değişim	27,6%	5,4%	75,7%
Satışların Maliyeti	(150.370.927)	(176.519.253)	(272.968.112)
<b>Brüt Kar</b>	<b>53.955.433</b>	<b>38.831.681</b>	<b>105.461.930</b>
Brüt Marj	26,4%	18,0%	27,9%
Genel Yönetim Giderleri	(1.960.956)	(3.052.857)	(9.207.181)
Değişim	-10,0%	55,7%	201,6%
Satış Pazarlama Dağıtım Giderleri	(2.433.516)	(2.682.824)	(5.398.222)
Değişim	-14,2%	10,2%	101,2%
ARGE Giderleri	-	(304.742)	(967.852)
<b>EBITDA</b>	<b>50.418.554</b>	<b>34.030.394</b>	<b>92.635.013</b>
Değişim	244,8%	-32,5%	172,2%
EBITDA Marjı	24,7%	15,8%	24,5%
Amortisman	(857.593)	(1.239.136)	(2.746.338)
<b>EBIT</b>	<b>50.935.512</b>	<b>21.108.622</b>	<b>100.435.959</b>
Değişim	220,3%	-58,6%	a.d.
EBIT Marjı	24,9%	9,8%	26,5%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	7.664.013	16.506.189	43.938.420
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(6.289.462)	(28.188.825)	(33.391.136)
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler Net	505.624	367.291	-
Finansman Gelirleri	1.160.489	13.626.236	8.158.608
Finansman Giderleri	(5.506.509)	(6.596.900)	(21.828.149)
Vergi Öncesi Kar	47.095.116	28.505.249	86.766.418
Vergi	(6.055.669)	(6.168.682)	(12.441.102)
Ertelenmiş Vergi Geliri/Gideri	(163.156)	1.119.784	(1.135.821)
<b>Net Kar</b>	<b>40.876.291</b>	<b>23.456.351</b>	<b>73.189.495</b>
Değişim	273,5%	-42,6%	212,0%
Net Marj	20,0%	10,9%	19,3%

Burada yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Marbaş Menkul Değerler A.Ş. tarafından, karşılığında herhangi bir maddi menfaat temin edilmeksizin, genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan bilgiler yatırımcılar tarafından danışmanlık faaliyeti olarak kabul edilmemeli ve yatırım kararlarına esas olarak alınmamalıdır. Bu bilgiler, belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte ve bu yönde herhangi bir şekilde taahhüt veya garantimiz bulunmamaktadır. Bu itibarla bu sayfalarda yer alan ve hiç bir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan hususlar hakkında herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Marbaş Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.