



**FORTE BİLGİ İLETİŞİM
TEKNOLOJİLERİ VE SAVUNMA SANAYİ A.Ş.**

**HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİNDE ESAS ALINAN
VARSAYIMLARA İLİŞKİN GERÇEKLEŞME VE DEĞERLENDİRME
RAPORU**

(01/01/2023 – 30/06/2023 Dönemi)

**Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği’nin 29/5 Maddesi
Uyarınca Hazırlanmıştır.**

İÇİNDEKİLER

1. Raporun Konusu ve Gerekçesi.....	3
2. Açıklamalar.....	3
3. Halka Arza İlişkin Özet Bilgi.....	3
4. Fiyat Tespit Raporunda Yer Alan Değerleme Yöntemleri ve Hesaplamalar	3
4.1. İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi	5
4.2. Piyasa Çarpanları Analizi.....	6
4.3. Nihai Değer	7
5. Sonuç ve Değerlendirme.....	8

1. Raporun Konusu ve Gerekçesi

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII/128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29/5. Maddesi gereğince Forte Bilgi İletişim Teknolojileri ve Savunma San. A.Ş.'nin ("Forte Teknoloji" veya "Şirket") halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirmeler içeren bu rapor Denetimden Sorumlu Komite tarafından hazırlanmıştır.

2. Açıklamalar

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII/128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29. Maddesinin 5. Fıkrasında yer alan "Payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca finansal tablolarının kamuya açıklanmasını müteakip on iş günü içerisinde, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması ve söz konusu raporun ortaklığın internet sitesinde ve KAP'ta yayımlanması zorunludur. Bu yükümlülük ortaklık bünyesindeki Denetimden Sorumlu Komite tarafından yerine getirilir. Denetimden sorumlu komite kurma zorunluluğu bulunmayan ortaklıklar için bu yükümlülük Yönetim Kurulu tarafından yerine getirilir." Hükmü uyarınca, işbu rapor hazırlanarak kamuoyu ile paylaşılmaktadır.

3. Halka Arza İlişkin Özet Bilgi

Forte Bilgi İletişim Teknolojileri ve Savunma Sanayi A.Ş.'nin çıkarılmış sermayesinin 45.000.000 TL'den 67.000.000 TL'ye artırılması nedeniyle ihraç edilecek 22.000.000 TL nominal değerli 22.000.000 adet B Grubu paylarının halka arzına ilişkin İzahname ve Tasarruf Sahiplerine Satış Duyurusu, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 01/06/2023 tarihinde onaylanmıştır. Şirket'in paylarının halka arzı kapsamında 1 TL nominal değerli payın 12,12 TL Sabit Fiyatla Talep Toplama işlemleri 8-9 Haziran 2023 tarihleri arasında gerçekleştirilmiştir.

Halka Arz Özet Bilgileri	
1 Adet Payın Halka Arz Fiyatı (TL)	12,12
Halka Arz Edilen Pay Adedi	22.000.000,00
Şirket'in Elde Ettiği Brüt Halka Arz Geliri (TL)	266.640.000,00

4. Fiyat Tespit Raporunda Yer Alan Değerleme Yöntemleri ve Hesaplamalar

İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan 27.02.2023 tarihli Fiyat Tespit Raporu'nda kullanılan veriler, değerlendirme uzmanlarınca güvenilir olduğu kabul edilen Şirket yönetiminin sağladığı bilgilere, TMS/TFRS kapsamında RAM Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş. tarafından bağımsız denetimden geçirilmiş 31 Aralık 2020, 31 Aralık 2021 ve 31 Aralık 2022

tarihli konsolide finansal raporlara, kamuya açık olan kaynaklardan elde edilen bilgi ve bulgulara dayanmaktadır.

Şirketin pay başına değerinin belirlenmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır.

- **Gelir Yaklaşımı:** İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi
- **Pazar Yaklaşımı:** Piyasa Çarpanları Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi: İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) şirketlerin faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratması muhtemel nakit akımlarının bugüne indirgenmesi temeline dayanan bir değerlendirme yöntemidir. İNA yöntemi birçok varsayıma dayanarak şirketlerin faaliyetlerinin içsel değerini bulmaya odaklanır, uzun vadeli potansiyelini yansıtır ve şirket özelindeki riskleri de belirli bir çerçevede barındırır. Bu yöntemin varsayımlara duyarlı olması bir dezavantaj gibi gözükse de statik olmayan iş modelleri için daha uygundur.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yönteminde şirketin gelecek yıllara ilişkin gelir ve giderlerine ait tahminler yapılmış ve bu tahminlere göre gelecek dönemde yaratacağı nakit akışları bugünkü değerine indirgenmiştir.

Piyasa Çarpanları Analizi: Piyasa çarpanları analizi, borsalarda işlem gören benzer şirketlerin işlem gördükleri güncel fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları finansal tablolardaki belirli verilerin oranlarını karşılaştırmaya dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Kolay uygulanması ve görece nesnel bir yöntem olması nedeniyle değerlemede en sık kullanılan yöntemlerdendir. Değerlemeye konu şirkete benzer şirketlerin her zaman bulunamaması ve bu şirketlerin yalnızca belirli bir dönemdeki finansal verilerin karşılaştırmaya baz teşkil etmesi dezavantajlarındandır. Ayrıca güncel piyasa fiyatlamalarına çok duyarlı olduğundan farklı dönemlerde değişen piyasa risk iştahına bağlı olarak değerlemeler oynaklık gösterir. Şirketlerin gelecek beklentilerinin tam olarak piyasa çarpanları ile yakalanması kolay değildir. Ayrıca dinamik iş modellerinin statik bir çarpana indirgenmesi riskleri bünyesinde barındırır.

Maliyet Yaklaşımı: 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 değer belirlendiği yaklaşımdır. Maliyet yaklaşımı UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 70.2. ve 70.3 numaralı maddelerinde yer verilen kriterleri nadiren sağlamaları nedeniyle normalde faal işletmelerin değerlemesinde uygulanamamaktadır. Bu nedenle Şirket'in değerlemesinde Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı kullanılmıştır.

4.1. İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

2023-2028 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 muhafazakâr 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 2028 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 değer %38,6'sı uç değerden kaynaklanmaktadır. Elde edilen İNA değeri farklı uç değer, AOSM ve EBITDA sapmaları ile test edilmiştir.

İNA (mTL)	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	Normalize	Uç değer
Net Satışlar	160	204	215	378	545	697	835	969	1.099	1.209	1.300	
Değişim		28%	5%	76%	44%	28%	20%	16%	13%	10%	7,5%	
EBITDA	15	50	34	93	124	159	190	221	251	276	297	
Değişim		245%	-33%	172%	34%	28%	20%	16%	14%	10%	8%	
EBITDA Marjı	9,1%	24,7%	15,8%	24,5%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	22,9%	22,9%	22,9%	
Esas Faaliyet Karı	14	50	33	90	119	151	181	210	237	260	280	
Değişim		250%	-34%	174%	32%	27%	19%	16%	13%	10%	7,5%	
Vergi			17,3%	11,4%	9,8%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	20,0%	20,0%	
Operasyonel Vergiler	-	-	(6)	(10)	(12)	(15)	(18)	(20)	(23)	(52)	(56)	
Amortisman	(0)	(1)	(1)	(3)	(5)	(7)	(9)	(11)	(15)	(16)	(17)	
Net Yatırım Giderleri	(2)	(4)	(7)	(20)	(23)	(30)	(35)	(41)	(47)	(51)	(55)	
Yatırım/Satış	1,5%	2,0%	3,3%	5,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	
Yatırım/Amortisman	5,1	4,8	5,7	7,2	4,5	4,1	3,8	3,6	3,2	3,2	3,2	
İşletme Sermayesi Değiş.	9	(20)	(33)	(64)	(45)	(11)	(32)	(31)	(30)	(25)	(21)	
Kaldıraçsız Nakit Akımı				(1)	44	103	105	129	152	148	165	1.016
Değişim					-%3399,1	%135,3	%1,8	%22,2	%18,0	-%2,7	%11,8	%5,0
AOSM				22,1%	22,1%	22,1%	22,1%	22,1%	22,1%	22,1%	22,1%	22,1%
İndirgenmiş Nakit Akımı				40	77	64	64	62	49	45	252	
Firma Değeri	652											
Uç Değer Payı	38,6%											
Uç Değer Büyüme	5,0%											
Uç Değer Çıkış Çarpanı	3,4											
Net Borç	45											
Piyasa Değeri	607											
Hisse Sayısı	45											
Hisse Fiyatı	13,50											

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Bu hesaplamalara göre 2023-2027 yılları için öngörülen FAVÖK marjları aşağıda gösterilmiştir.

	2022 G	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
FAVÖK (mTL)	92,6	123,9	158,6	190,3	221	251,3
FAVÖK MARJİ	24,5%	33,8%	27,9%	20,0%	16,1%	13,7%

4.2. Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasada sıklıkla tercih edilen değerlendirme yaklaşımlarından biri olan Pazar Yaklaşımı; değerlendirilecek varlığın gösterge niteliğindeki değerinin, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle belirlenmesine olanak sağlar. Pazar Yaklaşımı'nda, değerlendirme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik gösteren varlıkların aktif olarak işlem görmesi gerekmektedir. Değerlemesi yapılacak Şirket'e benzer şirketlerin bulunması, gerekli güvenilir bilginin mevcudiyeti ve halka açık şirketlere yatırım yapan yatırımcılar tarafından sıklıkla tercih edilen bir yöntem olması nedenlerinden dolayı Pazar Yaklaşımı'nın amacına uygun bir değerlendirme yöntemi olduğu düşünülmüş ve değerlendirme kapsamında kullanılmıştır.

Uluslararası Çarpanlar

30 uluslararası firma örnekleme kullanılmıştır. Aynı sektörde faaliyet gösteren yurt dışı benzer şirketler tespit edilmiş ve değer tespitinde uluslararası şirketlerin çarpanları kullanılmıştır. Yazılıma ek olarak sistem entegratörü firmalar seçilmeye çalışılırken EBITDA marjı, EBITDA büyümesi ve borçluluk açısından benzer örneklemin oluşturulması hedeflenmiştir. Çarpanların hesaplanmasında kullanılan piyasa değerleri 23 Şubat 2023 tarihlidir. Bu doğrultuda Pazar Yaklaşımı kapsamında EV/EBITDA, F/K, EV/Satış ve PD/DD çarpanları kullanılmıştır.

BİST Teknoloji Endeksi, Yurtiçi Benzerler ve Ana Pazar

Faaliyet alanı ve finansal benzerlikler dikkate alınmıştır. Şirket yazılım ve donanım satışında iştigal ettiği için BİST Teknoloji endeksinde yer alıp yazılım ve donanım satışı yapan 28 şirket belirlenmiştir. Faaliyet alanına ek olarak ilgili şirketlerin satış ve EBITDA büyümesi ile borçluluk açısından Şirket'e benzer olduğu dikkat çekmektedir. Yönetim'in benzer şirketler konusundaki görüşüne de başvurulmuştur. Şirket'in halka arz sonrası Ana Pazar'da işlem görmesi öngörüldüğü için Ana Pazar şirketlerinin çarpanları ile yazılım ve donanım satışına ek olarak sistem entegratörü olarak faaliyet gösterdiklerine kanaat getirilen KRONTEK, MIATK ve VBZY şirketlerinin çarpanları değerlemede BİST Benzerler olarak göz önünde bulundurulmuştur. EV/EBITDA ve F/K çarpanlarında 30x'un üstü ve 5x'in altı, EV/Satış ve PD/DD çarpanlarında 5x'in üstü örnekleme dahil edilmemiştir. Şirketlerin EV/EBITDA ve F/K çarpanlarına %50'şer ağırlık verilerek değer tespiti yapılmıştır.

Çarpan Değerlemesi

Tüm örneklem gruplarında piyasa yaklaşımından değer bulunurken F/K ve EV/EBITDA çarpanları kullanılmıştır. İlgili çarpanların şirketlerin ürettiği değeri daha doğru yansıttığı düşünülmüştür. PD/DD ve Ev/Satış çarpanları edilgen yapıda olmaları nedeniyle yurt içi çarpanlardan değer elde edilirken EV/EBITDA ve F/K çarpanları dikkate alınmıştır. Yurt içinde işlem gören şirketler için 2023 EBITDA tahmini bulunmazken yurt dışı benzer şirketlerde Bloomberg veri terminalinden alınan 2023 EBITDA tahminleri de değer hesaplamasında kullanılmıştır. Böylece artan kur akabinde yaşanan fiyat artışlarını, pandeminin yarattığı baz etkisini ve Şirket'in yeni sözleşmelerinden kaynaklanacak büyümeyi değere yansıtmak amaçlanmıştır; EV/EBITDA23T çarpanı ile de değer tespiti gerçekleştirilmiştir. Yurtdışı çarpanlarda cari EV/EBITDA, EV/EBITDA23T ve cari F/K çarpanlarına sırasıyla %25, %25 ve %50'şer ağırlık verilmiştir.

4.3. Nihai Değer

2021 yılının son çeyreğinde kurda ve enflasyonda başlayan sert hareket birçok şirket için cari öz kaynak, aktif ve EBITDA büyüklüklerini önemsiz kılmaktadır. Şirketler yılsonu yeniden değerlemeleri ile yeni ortamda aktif ve öz kaynaklarının gerçek değerini ortaya koymak istemektedir. Aynı şekilde fiyatlarda görülen yüksek artışlar son 4 çeyrek verileri yerine 2023 yılı EBITDA'sını şirketler için gösterge kılmaktadır. Ayrıca Şirket 2023 EBITDA rakamının gerçekleştirileceğine dair SPK'ya taahhütte bulunmuştur. Bu durum beklenti kaynaklı değerlemeyi öne çıkarmaktadır. Ayrıca Şirket'in portföye katmasını beklediği yeni projelerin etkisi 2023 EBITDA'sında kendini gösterecektir. Çarpanlardan gelen değer yüksek olması ve muhafazakâr tarafta kalmak adına İNA'dan kaynaklanan değere %70 ağırlık verilirken yurtdışı benzer şirket çarpanlarının ağırlığı modelde dikkate alınmamıştır. Çarpanlara verilecek ağırlıklandırmada BİST Teknoloji Grubu, Yurtdışı Benzerler ve Ana Pazar Endeksi'ne sırasıyla %15, %0 ve %15 ağırlık verilmiştir. Geleneksel değerlendirme metodolojilerine göre pay değerini belirlerken elde edilen değere %23,6 halka arz iskontosu uygulanmıştır. Baz değere ek olarak iyimser ve kötümser nakit akış modellemesi ve piyasa çarpanlarına göre duyarlılık yapılmış, baz değer için değer aralığı belirlenmiştir. Halka arz iskontosu öncesi 714 mn TL adil piyasa değeri elde edilirken, iskonto sonrası 545 mn TL piyasa değeri ve 12,12 TL pay başı değere ulaşılmıştır.

Değerleme Özeti	Değer (mTL)	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
Metodolojiler			
İNA	607	70,0%	13,50
BİST Ana Pazar	913	15,0%	20,29
BİST Teknoloji Grubu	1.014	15,0%	22,53
Yurtiçi Benzerler	1.466	0,0%	32,59
Yurtdışı Benzerler	1.359	0,0%	30,21
Halka Arz Piyasa Değeri	714	100%	15,87
Halka Arz İskontosu	-23,6%		
Nihai Değer	545		12,12
Değer Çarpanları			
	2022	2023T	
EV/EBITDA	6,4	4,8	
F/K	7,5	m.d.	
EV/Net Satış	1,6	1,1	
PD/DD	3,7	m.d.	

5. Sonuç ve Değerlendirme

Şirket'in 15.08.2023 tarihinde açıklamış olduğu 30.06.2023 tarihli finansalları ile İno Yatırım'ın 02.06.2023 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayımladığı 27.02.2023 tarihli fiyat tespit raporu arasındaki varsayımlar ile gerçekleştirmelerin özet gösterimi aşağıda yer almaktadır.

(Milyon TL)	30.06.2022	30.06.2023	30.06.2023 / 30.06.2022 Değişim	31.12.2023 Tahmini	Gerçekleşme Oranı
Hasılat	85,1	201,9	137,3%	544,7	37,1%
Satışların Maliyeti	66,1	136,7	106,8%	402,5	34,0%
Brüt Kar	19,0	65,2	243,5%	142,3	45,9%
Brüt Kar Marjı	22,3%	32,3%		26,1%	
Faaliyet Giderleri	4,7	16,0	243,0%	23,4	68,4%
Esas Faaliyet Karı	14,3	49,2	243,7%	118,8	41,4%
Esas Faaliyet Kar Marjı	16,8%	24,4%		21,8%	
FAVÖK	15,5	51,1	229,0%	123,9	41,2%
FAVÖK Marjı	18,3%	25,3%		22,8%	

Şirket'in 2022 yılının ilk yarısında 85,1 milyon TL olan hasılatı 2023 yılının aynı döneminde %137,3 artışla 201,9 milyon TL'ye yükselirken, satışların maliyeti ise aynı dönemde 66,1 milyon TL'den %106,8 artışla 136,7 milyon TL'ye yükselmiş olup bu doğrultuda brüt karı 2022 yılının ilk yarısındaki 19,0 milyon TL'den 2023 yılının aynı döneminde %243,5 artışla 65,2 milyon TL'ye yükselmiştir. 2023 yılı sonu için öngörülen 142,3 milyon TL'lik brüt karın %45,9'u ilk yarı itibarıyla gerçekleştirilmiştir.

2022 yılının ilk yarısında %22,3 olan brüt kâr marjı 2023 yılının aynı döneminde %32,3'e yükselirken, %26,1 olarak öngörülen yıllık hedefin üzerinde gerçekleşme yaşanmıştır.

Şirketin 2022 yılının ilk yarısında 4,7 milyon TL olan faaliyet giderleri 2023 yılının aynı döneminde %243,0 artışla 16,0 milyon TL'ye yükselirken, 2023 yılı için tahmin edilen 23,4 milyon TL'lik faaliyet giderlerinin %68,4'üne ilk yarı itibarıyla ulaşılmıştır.

Şirketin 2022 yılının ilk yarısında 14,3 milyon TL olan esas faaliyet karı 2023 yılının aynı döneminde %243,7 artışla 49,2 milyon TL'ye yükselirken, 118,8 milyon TL olarak öngörülen 2023 yılı hedefinin %41,4'ü ilk yarı itibarıyla gerçekleştirilmiştir.

2022 yılının ilk yarısında %16,8 olan esas faaliyet kar marjı, 2023 yılının aynı döneminde %24,4'e yükselirken %21,8 olarak öngörülen marjın üzerine çıkmıştır.

Bu kapsamda Şirketin 2022 yılının ilk yarısında 15,5 milyon TL olan FAVÖK'ü 2023 yılının aynı döneminde %229,0 artışla 51,1 milyon TL'ye yükselirken, 2023 yılının tamamı için öngörülen 123,9 milyon TL'lik hedefin %41,2'si ilk yarı itibarıyla gerçekleştirilmiştir.

FAVÖK marjı ise 2022 yılının ilk yarısındaki %18,3'ten 2023 yılının aynı döneminde %25,3'e yükselirken %22,8 olarak öngörülen marjın üzerinde gerçekleşme yaşanmıştır.

Şirketin 2022 yılının ilk yarısında 11,1 milyon TL olan net karı ise 2023 yılının aynı döneminde %430,9 artışla 58,7 milyon TL'ye yükselmiştir.

Şirketin faaliyet gösterdiği sektör itibarıyla faaliyetlerin genellikle yılın ikinci yarısında yoğunlaşması göz önünde bulundurulduğunda ilk yarı itibarıyla açıklanan sonuçların beklentilerin üzerinde olduğu değerlendirilmiştir.

Saygılarımızla

Denetimden Sorumlu Komite