

FORTE BİLGİ İLETİŞİM TEKNOLOJİLERİ VE SAVUNMA SANAYİ ANONİM ŞİRKETİ

“FİYAT TESPİT RAPORU” ANALİZİ

07 Haziran 2023

İÇİNDEKİLER

1 HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER		1
2 ŞİRKET HAKKINDA BİLGİLER		1
3 FİNANSAL BİLGİLER		3
4 DEĞERLEME		4
5 DEĞERLEME SONUCU		7
6 GÖRÜŞ		8



1. Halka Arza İlişkin Bilgiler

Tablo 1 – Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

İhraççı	Forte Bilgi İletişim Teknolojileri ve Savunma Sanayi A.Ş.
İhraççı Borsa Kodu	FORTE
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	45.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	67.000.000 TL
Ek Pay Satışı	-
Toplam Halka Arz Edilecek Pay	22.000.000 TL Sermaye Artırımı
Halka Arz Satış Fiyatı	12,12
Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Talep Toplama Tarihleri	08-09 Mayıs 2023
Halka Arz Büyüklüğü	266.640.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü (Ek satış dahil)	-

Kaynak: Forte Bilgi İletişim Teknolojileri ve Savunma Sanayi A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

Tablo 2 – Ortaklık Yapısı

Ortaklar	Pay Grubu	Nominal (TL)	Oran
Ali Celal Asiltürk	A	1.950.000	%42
	B	16.950.000	
Hasan Cengiz Bayrak	A	1.950.000	%36
	B	14.250.000	
Ebubekir Balıkcı	A	1.950.000	%22
	B	7.950.000	
Toplam	A+B	45.000.000	%100

Kaynak: Forte Bilgi İletişim Teknolojileri ve Savunma Sanayi A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

2. Şirket Hakkında Bilgiler

2.1. Faaliyet Konusu

Şirket, “Forte Bilgi ve İletişim Teknolojileri Sanayi ve Ticaret A.Ş.” unvanıyla 03 Mayıs 2006 tarihinde Ankara’da kurulmuş olup Eylül 2021’de ticaret unvanını “Forte Bilgi İletişim Teknolojileri ve Savunma Sanayi A.Ş.” olarak değiştirmiştir. Şirketin ana faaliyet konusu; her türlü elektronik bilgi işlem ve iletişim makinelerinin alım-satımını yapmak ve ilgili ürünlerin teknik desteğini vermek; uygulama yazılımları üretmek, geliştirmek, bunlarla ilgili ürünlerin teknik desteğini vermek; uygulama yazılımları üretmek, geliştirmek, bunlarla ilgili AR-GE faaliyetlerinde bulunmak ve bunlara ilişkin kurulum ve teknik destek sağlamaktır. Şirket, AR-GE faaliyetlerini, Hacettepe Üniversitesi Teknokent’te bulunan şubesinde gerçekleştirmektedir. Şirketin yazılım çözümleri, Milli Savunma Bakanlığı ve Kara Kuvvetleri Komutanlığı gibi stratejik öneme sahip kurumlar tarafından kullanılmakla birlikte üçüncü taraflarca üretilmiş birçok yazılım ve donanımların entegratörü olarak da faaliyet göstermektedir.

Forte, bilgi teknolojileri alanında yazılım çözümleri üretmekte ve bu kapsamda müşterilerine çeşitli ürün ve hizmetler sunmaktadır. Şirket, uzun yıllar sistem entegratörü olarak Türkiye'nin farklı coğrafyalarında kamu ve özel sektör kuruluşları için bilişim sistemleri tedarik, kurulum, alt yapı ve operasyon hizmeti vermiştir. Forte'nin entegratör olarak ana hizmetleri 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. Bilişim sektöründeki gelişmeye paralel olarak şirket, 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 donanım, yazılım ve hizmet olmak üzere üç ana hizmet/faaliyet grubunda ürünler, hizmetler ve çözüm platformları geliştirmektedir.

Şirket, 2019 yılı içerisinde yazılım alanında yetkinliklerini artırmak ve Entegre Lojistik Destek alanında yazılım geliştirme faaliyetlerinde bulunmak için ELD Bilişim Sanayi ve Ticaret A.Ş.'yi (ELD Bilişim) bünyesine katmıştır. Hacattepe Teknokent yerleşkesinde 2018 yılında kurulmuş olan ve sermayesinin tamamı Hasan Cengiz Bayrak'a ait olan ELD Bilişim'in sermayesinin %50'sine karşılık gelen payları satın almıştır. Şirket, ELD Bilişim'in kalan %50 payını da 03.09.2021 tarihinde satın almış olup bu kapsamda ELD Bilişim'in sermayesinin tamamına sahip olmuştur.

Şirketin yazılım projeleri, ilgili resmi kuruluşlar tarafından onaylanmakta ve onay sonrası şirket bazı vergi teşvikleri elde etmektedir. Bu çerçevede "4691 sayılı Teknoloji Geliştirme Bölgeleri Kanunu'nun geçici ikinci maddesi kapsamında, yönetici şirketlerin bu kanun dahilinde elde ettikleri kazançlar ile bölgede faaliyet gösteren gelir ve kurumlar vergisi mükelleflerinin, münhasıran bu bölgedeki yazılım ve AR-GE faaliyetlerinden elde ettikleri kazançları 31 Aralık 2028 tarihine kadar gelir ve kurumlar vergisinden müstesnadır" maddesi gereği geliştirme faaliyetleri sonucunda elde edeceği gelirler kurumlar vergisinden istisna kapsamındadır. Bunlara ek olarak 5510 sayılı Sosyal sigortalar ve Genel Sağlık Sigortası Kanunu uyarınca ve 5746 sayılı Araştırma ve Geliştirme Faaliyetlerinin Desteklenmesi Hakkında Kanunu uyarınca SGK primumi teşvikinden yararlanmaktadır.

3. Finansal Bilgiler

Tablo 3 – Forte Bilgi İletişim Teknolojileri ve Savunma Sanayi A.Ş. Karşılaştırmalı Bilanço

Finansal Durum Tablosu (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31.12.2020	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31.12.2021	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31.12.2022
VARLIKLAR			
Nakit ve Nakit Benzeri	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
Müşetri Söz. Doğ. Var.	-	-	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 Vergisiyle İlgili Varlıklar	-	57.373	-
Diğer Dönen Varlıklar	152.727	1.141.516	10.040.257
Toplam Dönen Varlıklar	182.327.043	178.289.698	365.028.864
Diğer Alacaklar	95.843	104.243	345.892
Finansal Yatırımlar	-	-	78.000
Stoklar	1.266.797	-	-
Maddi Duran Varlıklar	1.653.879	1.703.345	3.168.850
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	4.841.058	11.282.256	28.177.783
Kullanım Hakkı Varlıkları	747.015	815.115	3.460.910
Peşin Ödenmiş Giderler	3.982.000	186.211	702.163
Ertelenmiş Vergi Varlığı	750.875	1.873.702	761.377
Toplam Duran Varlıklar	13.337.467	15.964.872	36.694.975
TOPLAM VARLIKLAR	195.664.510	194.254.570	401.723.839
Kısa Vadeli Borçlanmalar	48.345	125.497	95.193.091
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	476.509	694.454	2.157.461
Ticari Borçlar	106.149.565	107.823.526	136.809.149
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	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
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	5.224.293	3.447.218	6.090.996
Türev Araçlar	1.229.900	-	1.328.720
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	6.768.076	983.383	1.720.808
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	125.772.693	117.013.581	245.412.023
Uzun Vadeli Borçlanmalar	405.069	290.368	1.495.147
Diğer Borçlar	2.062.906	-	-
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-	-	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	3.279.126	4.050.286	8.300.132
Ertelenmiş Gelirler	2.188.559	-	520.691
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	7.935.660	4.340.654	10.315.970
Toplam Yükümlülükler	133.708.353	121.354.235	255.727.993
Ödenmiş 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	2.201.959	2.201.959
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	18.925.225	2.267.892	25.724.243
Net Dönem Kar veya Zararı	31.293.528	23.456.351	73.189.495
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	9.279.139	-	-
Toplam Özkaynaklar	61.956.157	72.900.335	145.995.846
TOPLAM KAYNAKLAR	195.664.510	194.254.570	401.723.839

Kaynak: Forte Bilgi İletişim Teknolojileri ve Savunma Sanayi A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

Tablo 4 – Forte Bilgi İletişim Teknolojileri ve Savunma Sanayi A.Ş. Karşılaştırmalı Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide Finansal Tablolar		
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Hasılat	204.326.360	215.350.934	378.430.042
Satışların Maliyeti	-150.370.927	-176.519.253	-272.968.112
Brüt Kar	53.955.433	38.831.681	105.461.930
Genel Yönetim Giderleri	1.960.956	3.052.857	9.207.181
Pazarlama Giderleri	2.433.516	2.682.824	5.398.222
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	0	304.742	967.852
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
Faaliyet Karı	50.935.512	21.108.622	100.435.959
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (Net)	505.624	367.291	0
Finansman Gelir/Gider Öncesi Faaliyet Karı	51.441.136	21.475.913	100.435.959
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
Dönem Vergi Gideri	-6.055.669	-6.168.682	-12.441.102
Ertelenmiş Vergi Geliri/Gideri	-163.156	1.119.784	-1.135.821
Dönem Karı	40.876.291	23.456.351	73.189.495

Kaynak: Forte Bilgi İletişim Teknolojileri ve Savunma Sanayi A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

4. Değerleme

Info Yatırım, Forte Bilgi İletişim Teknolojileri ve Savunma Sanayi A.Ş.’nin halka arz fiyatının tespitinde piyasa yaklaşımı ve gelir yaklaşımı yöntemlerini birlikte kullanmıştır. Nihai değer tespiti aşamasında piyasa yaklaşımı çerçevesinde BİST Ana Pazar ve BİST Teknoloji Grubu şirket çarpanlarına göre hesaplanan değer ile indirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizine göre tespit edilen değeri sırasıyla %15, %15 ve %70 şeklinde ağırlıklandırılmıştır.

4.1. Piyasa Çarpanları Analizi

Uluslararası piyasa çarpanları kapsamında, aynı sektörde faaliyet gösteren yurtdışı 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 20 Şubat 2023 tarihlidir. 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. Değerleme yapılırken EV/EBITDA 23T ve F/K 4Ç çarpanlarına sırasıyla %25, %25 ve %50 ağırlık verilmiştir.

Şirket yazılım ve donanım satışlarında iştigal ettiği için BİST Teknoloji endeksinde yer alıp yazılım ve donanım satışı yapan 28 şirket belirlenmiştir. Şirketin 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 VBZYZ şirketlerinin çarpanları değerlendirilerek BİST Benzer olarak göz önünde bulundurulmuştur. EV/EBITDA ve F/K çarpanlarında 30x’un üstü ve 5x’in altı, EV/Satışlar ve PD/DD çarpanlarında 5x’in üstü örnekleme dahil edilmemiştir. Şirketlerin EV/EBITDA ve F/K çarpanlarına %50’şer ağırlık verilerek değer tespiti yapılmıştır.

Tüm örneklem guruplarında piyasa yaklaşımından değer bulunurken F/K ve EV/EBITDA çarpanları kullanılmıştır. Şirketlerin PD/DD rasyoları ROE rasyolarına göre farklılık arz ederken EV/Satışlar rasyoları daha çok EBITDA marjları ile koreledir. Her iki rasyo, hesaplanış biçimi anlamında üretilen kar ya da EBITDA'yı doğrudan barındırmamaktadır. Diğer bir ifade ile PD/DD ve EV/Satışlar çarpanlar edilgen yapıda olmaları nedeniyle yurt içi çarpanlardan değer elde edilirken EV/EBITDA ve F/K çarpanları dikkate alınmıştır. Diğer bir ifade ile net kar ve operasyonu dikkate almayan çarpanları düzenli kar ve/veya EBITDA üreten şirketlerin değerlemesinde kullanmayı makul görmemekteyiz. EV/Satış ve PD/DD rasyoları yeniden yapılanma nedeniyle kar elde edemeyen şirketler için daha uygun görülmektedir. Kardan ziyade satışların önemli olduğu perakende şirketlerinde EV/Satışlar tercih edilirken finansal kurumlar ve GYO'lar için PD/DD daha uygun görülmektedir. Yurt içinde işlem gören şirketler için 2023 EBITDA tahmini bulunmazken yurt dışı benzer şirketlerde Bloomberg veri terminalinden alınan 2023 EBITDA tahminleri de değer hesaplanmasında kullanılmıştır. Böylece artan kur akabinde yaşanan fiyat artışlarını, pandeminin yarattığı baz etkisini ve Şirketin yeni sözleşmelerinden kaynaklanacak büyümeyi değere yansıtmak amaçlanmıştır; EV/EBITDA 23T çarpanı ile de değer tespiti gerçekleştirilmiştir. Yurtdışı çarpanlarda cari EV/EBITDA, EV/EBITDA 23T ve cari F/K çarpanlarına sırasıyla %25, %25 ve %50'şer ağırlık verilmiştir.

Tablo 5 – Kayseri Şeker A.Ş. Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları

Milyon TL	Değer
Forte EBITDA 2022/12	93
Yurtiçi Benzer Şirket Medyan EV/EBITDA	19,4
Yurtiçi Benzer Şirketleri EV/EBITDA Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.793
Forte Net Borç 2022/12	45
Yurtiçi Benzer Şirketler EV/EBITDA Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.748
EV/EBITDA Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	%50
Milyon TL	Değer
Forte Net Kar 2022/12	73
Yurtiçi Benzer Şirketler Medyanı F/K	16,2
Yurtiçi Benzer Şirketleri F/K Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.185
F/K Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	%50
Yurtiçi Benzer Şirketlerden Gelen Nihai Piyasa Değeri	1.466

Milyon TL	Değer
Forte EBITDA 2022/12	93
BİST Ana Pazar Şirketleri Medyan EV/EBITDA	11,3
BİST Ana Pazar Şirketleri EV/EBITDA Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.047
Forte Net Borç 2022/12	45
BİST Ana Pazar Şirketleri EV/EBITDA Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.002
EV/EBITDA Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	%50
Milyon TL	Değer
Forte Net Kar 2022/12	73
BİST Ana Pazar Şirketleri Medyan F/K	11,3
BİST Ana Pazar Şirketleri F/K Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	824
F/K Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	%50
Ana Pazar Şirketleri Çarpanına Göre Hesaplanan Nihai Piyasa Değeri	913

Milyon TL	Değer
Forte EBITDA 2022/12	93
BİST Teknoloji Şirketleri Medyan EV/EBITDA	12,8
BİST Teknoloji Şirketleri EV/EBITDA Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.185
Forte Net Borç 2022/12	45
BİST Teknoloji Şirketleri EV/EBITDA Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.140
EV/EBITDA Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	%50
Milyon TL	Değer
Forte Net Kar 2022/12	73
BİST Teknoloji Şirketleri Medyan F/K	12,1
BİST Teknoloji Şirketleri F/K Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	888
F/K Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	%50
BİST Teknoloji Şirketleri Çarpanına Göre Hesaplanan Nihai Piyasa Değeri	1.014

Milyon TL	Değer
Forte EBITDA 2022/12	93
Yurtdışı Benzer Şirket Medyan EV/EBITDA	12,5
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.159
Forte Net Borç 2022/12	45
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.114
EV/EBITDA Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık	%25
Milyon TL	Değer
Forte EBITDA 2023T	124
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA 2022T	10,6
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA 2022T Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.310
Forte Net Borç 2022/12	45
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA 2022T Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.264
EV/EBITDA 2022T Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	%25
Milyon TL	Değer
Forte Net Kar 2022/12	73
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan F/K	20,9
Yurtdışı Benzer Şirketler F/K Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.529
F/K Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	%50
Yurtdışı Benzer Şirketler Gelen Nihai Piyasa Değeri	1.359

Kaynak: Forte Bilgi İletişim Teknolojileri ve Savunma Sanayi A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

4.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İnfo Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nun Forte Bilgi İletişim Teknolojileri ve Savunma Sanayi A.Ş. İNA analizinde uygulanan varsayımlar aşağıdaki gibidir:

- ✓ İNA yönteminde gelir tablosu ve bilanço kalemleri Şirket yönetiminin beklentileri ve İnfo Yatırım'ın tahminleri doğrultusunda geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2022-2027 yılları için projekte edilmiştir.
- ✓ Forte Bilgi İletişim'in net satışları 2019-2022 arasından yıllık bileşik %33,2'lik büyüme yakalarken 2022-2027 arasında yıllık bileşik büyüme geçmişin altında %23,8 olarak

tahmin edilmiştir.

- ✓ Projeksiyonda pazarlama personel sayısı artırılmış olup, ELD Bilişim'in satın alınması ve AR-GE yatırımları gelecekte yazılım gelirlerinin satış payını yükseltmek için alınmış aksiyonlar olsa da geçmiş yılların ortalama yazılım gelir/satış payı projeksiyonda değiştirilmemiştir.
- ✓ 2022'de gerçekleşen EBITDA marjının altında bir marj projeksiyon boyunca tahmin edilmiştir.
- ✓ Gelir projeksiyonunu destekleme amaçlı genel yönetim giderlerinin beklenen enflasyonun üzerinde artacağı modellenmiştir.
- ✓ Pazarlama gideri satış payının geçmiş ortalamanın üzerine çıkarak projeksiyonda büyümeyi destekleyeceği varsayılmıştır. Projeksiyondaki büyümeyi destekleyebilmek adına işletme sermayesi satış payı ve yatırım/satış payı geçmiş yıl ortalamasının üzerine çıkartılmıştır.
- ✓ Değerleme standartlarının izin verdiği ölçüde nakit akımlarının dönem ortasında oluşacağı varsayılırken uç değer büyüme oranı nominal ekonomik büyüme oranının altında tutulmuş ve %5 olarak alınmıştır. Uç değer büyüme oranına karşılık gelen EV/EBITDA çıkış çarpanı ise 3,4 ile muhafazakar bir seviyeye işaret etmektedir.
- ✓ Forte, 2019-2022 döneminde yıllık bileşik %85 EBITDA büyümesi gerçekleştirirken 2022-2027 döneminde beklenen yıllık bileşik büyüme oranı EBITDA için geçmiş ortalamanın altında %22,1'dir.

Şirket'e ait toplam serbest nakit akışlar ve uç değer, projeksiyon dönemi için ortalama %22,1 AOSM ile değerlendirilmiştir ve net finansal borç düşülerek özsermaye değeri 45 milyon TL olarak hesaplanmıştır. Pay başına değer ise 13,50 TL'ye tekabül etmektedir.

5. Değerleme Sonucu

İnfo Yatırım tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında, piyasa çarpanları analizi kapsamında yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler ile indirgenmiş nakit akımları metodları incelenmiş olup, nihai aşamada piyasa yaklaşımı çerçevesinde BİST Ana Pazar ve BİST Teknoloji Grubu şirket çarpanlarına göre hesaplanan değer ile İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizine göre tespit edilen değeri sırasıyla %15, %15 ve %70 şeklinde ağırlıklandırılarak şirket değeri tespit edilmiştir. **Bu analiz sonucunda Forte Bilgi İletişim A.Ş. için ulaşılan piyasa değeri 714 milyon TL olup tespit edilen değere %23,6 oranında halka arz iskontosu uygulanmış olup, halka arz iskontosu sonrası pay başına fiyat 12,12 TL olarak belirlenmiştir.**

Tablo 6 – Forte Bilgi İletişim A.Ş. Değerleme Sonuç Tablosu

Değerleme Özeti	Değer (milyon TL)	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
Metodolojiler			
İNA	607	%70	13,50
BİST Ana Pazar	913	%15	20,29
BİST Teknoloji Grubu	1.014	%15	22,53
Yurtiçi Benzerler	1.466	%0	32,59
Yurtdışı Benzerler	1.359	%0	30,21
Halka Arz Piyasa Değeri	714	%100	15,87
Halka Arz İskontosu	%23,6		
Nihai Değer	545		12,12

Kaynak: Forte Bilgi İletişim Teknolojileri ve Savunma Sanayi A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

6. Görüş

- ✓ Fiyat Tespit Raporu'nda, Forte Bilgi İletişim A.Ş. ve sektör hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğu görüşündeyiz.
- ✓ Değerleme yöntemi olarak piyasa çarpanların ve indirgenmiş nakit akımları analizlerinin birlikte kullanılmış olmasını ve piyasa çarpanlarında yurt içi ve yurt dışı benzer şirket ayrımı yapılarak değerın daha sağlıklı tespit edilmesine katkı sağladığı görüşündeyiz. Ayrıca piyasa çarpanları analizinde BİST Ana Pazar ve BİST Teknoloji Grubu ayrımının dikkate alınmasının makul ve PD/DD ve EV/Satışlar çarpanlarının kullanılmama gerekçelerinin tatmin edici şekilde açıklandığı görüşündeyiz.
- ✓ Nihai değerin tespit edilmesi aşamasında piyasa çarpanları kapsamında BİST Ana Pazar ve BİST Teknoloji Grubu'nun %15 - %15 şeklinde ve İndirgenmiş Nakit Akımları'nın %70 şeklinde ağırlıklandırılmasını makul buluyoruz.
- ✓ İndirgenmiş nakit akımları kapsamında kullanılan varsayım ve tahminler ile bunlara yönelik yapılan açıklamaların anlaşılır ve makul olduğu görüşündeyiz.
- ✓ **Sonuç olarak, yapılan incelemeler sonucunda ve İzahnamede yer alan riskler de saklı kalmak kaydıyla, Forte Bilgi İletişim A.Ş. için %23,6 halka arz iskontosunun ve iskonto sonrası 12,12 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatini taşıyoruz.**

Yasal Çekinceler

Burada yer alan bilgiler INVESTAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, SPK tarafından yetkilendirilmiş yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak sözleşme imzalanmak suretiyle kişiye özel olarak sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Tüm veriler, INVESTAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan veya zararlardan kurum çalışanları ile INVESTAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Sorumlu değildir.