

FORTE BİLGİ İLETİŞİM TEKNOLOJİLERİ VE SAVUNMA SANAYİ A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST
RAPORU

İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ
08 HAZİRAN 2023

1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İntegral Yatırım") tarafından, İfo Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin (İfo Yatırım) yetkili aracı kurum olduğu Forte Bilgi İletişim Teknolojileri ve Savunma Sanayi A.Ş.(kısaca "İhraççı", "Forte" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında İfo Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İntegral Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

FORTE BİLGİ İLETİŞİM TEKNOLOJİLERİ ve SAVUNMA SANAYİ A.Ş. HALKA ARZ ÖZET BİLGİ

İhraççı	Forte Bilgi İletişim Teknolojileri ve Savunma Sanayi A.Ş.
Halka Arz Eden Pay Sahibi	Forte Bilgi İletişim Teknolojileri ve Savunma Sanayi A.Ş.
Halka Arz Tarihleri	8 - 9 Haziran 2023
Halka Arz Fiyatı	12,12 TL
Halka Arz İskonto Oranı	23,60%
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Bedelli Sermaye Artırımı
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş	45.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş	67.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık	32,84%
Halka Arz Edilen Hisse Adedi	22.000.000 TL Lot
Ek Satış Hakkı	Yok

Fiyat İstikrarı İşlemleri ve Taahhütler

Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 2 (iki) yıl boyunca, Şirket paylarının dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde satışa veya halka arza konu edilmeyeceğine, bu doğrultuda bir karar alınmayacağına ve / veya Borsa İstanbul'a veya SPK'ya veya yurt dışındaki herhangi bir menkul kıymetlere ilişkin düzenleyici kurum, borsa veya kotasyon otoritesine başvuruda bulunulmayacağına ve bu süre boyunca ileride yeni bir satış veya halka arz yapılacağına dair bir açıklama yapılmayacağına ilişkin taahhütte bulunmuştur.

Tahsis Grupları ve Pay Oranları	Tamamen Eşit Dağıtım
Borsa Kodu	FORTE
İşlem Göreceği Pazar	Ana Pazar
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
SPK Onay Tarihi	1.06.2023

Kaynak: Forte izahnamesi, tasarruf sahiplerine satış duyurusu ve fiyat tespit raporu

3. ŞİRKET PROFİLİ

Şirket 'Forte Bilgi ve İletişim Teknolojileri Sanayi ve Ticaret A.Ş.' unvanıyla 2006 yılında Ankara'da kurulmuş olup 2021'de ticaret unvanını 'Forte Bilgi İletişim Teknolojileri ve Savunma Sanayi A.Ş.' olarak değiştirmiştir. Şirket'in ana faaliyet konusu; her türlü elektronik bilgi işlem ve iletişim makinelerinin alım-satımını yapmak ve ilgili ürünlerin teknik desteğini vermek; uygulama yazılımları, veri tabanı, işletim sistemi yazılımları, verimlilik artıran yazılımları üretmek, geliştirmek bunlarla ilgili Ar-Ge faaliyetlerini Hacettepe Üniversitesi Teknokent'te bulunan şubesinde gerçekleştirmektedir. Şirket'in yazılım çözümleri, Milli Savunma Bakanlığı ve Kara Kuvvetleri Komutanlığı gibi stratejik öneme sahip kurumlar tarafından kullanılmakta birlikte üçüncü taraflarca üretilmiş birçok yazılım ve donanımların entegratörü olarak da faaliyet göstermektedir.

Şirketin Operasyonları

Şirket operasyonel faaliyetleri kapsamında aşağıdaki hizmetleri sunmaktadır:

- Kurumsal, Veri Merkezi, Ağ güvenliği, Altyapı, Yedekleme Çözümleri
- Sanallaştırma ve Konsolidasyon Çözümleri
- Sunucu Sistemleri Çözümleri
- Veri Depolama Sistemleri
- Kapalı Devre Televizyon Sistemleri

Satışlar

Şirket'in gelirleri ticari mal (donanım) ve hizmet satışları ve yazılım gelirlerinden oluşmaktadır. Ticari mal ve hizmet satışı kategorisinde Şirket, müşterinin ihtiyacı doğrultusunda know-how'ını kullanarak proje özelinde en uygun olduğunu düşündüğü yazılım ve donanımları proje bazlı olarak tedarik etmektedir. Şirket tedarik ettiği ürünlerin kurulumunu ve entegrasyonunu yapmakta ayrıca eğitim ve satış sonrası hizmetlerini sağlamaktadır. Dolayısıyla Şirket'in ticari mal ve hizmet satışları kategorisindeki satışları bir distribütörlük, aracılık veya tedarik işleminden ziyade bir hizmet satışlarıdır. Şirket satışlarının baskın bölümü ticari mal ve hizmet satışlarından elde edilen gelirlerden, geri kalanı yazılım gelirlerinden oluşmaktadır. Mevcutta yürütülen projelerin tamamlanarak ticarileştirilmesi ve yıllar itibarıyla Şirket'in yetkinliklerinin artması akabinde daha büyük ihalelere iştirak edebilmesi, net satışlardaki düzenli büyüme trendini beraberinde getirmiştir. Şirket'in 2018, 2019, 2020 ve 2021 yıllarında yurt dışı satışı bulunmamakta olup satışlarının önemli bir kısmı kamu kurum ve kuruluşlarına yapılmaktadır. 2022 yılında ise 5,1 mn TL yurt dışı satış tutarı bulunmaktadır.

Net Satışlar (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Satışlar	160.148.100	204.326.360	215.350.934	378.430.042
Toplam	160.148.100	204.326.360	215.350.934	378.430.042

Kaynak: Forte Fiyat Tespit Raporu

3.1 Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Pay Grubu	Halka Arz Sonrası	
		Sermaye (TL)	Payı (%)		Sermaye (TL)	Payı (%)
Ali Celal Asiltürk	A	1.950.000	4,33%	A	1.950.000	2,91%
	B	16.950.000	37,67%	B	16.950.000	25,30%
Hasan Cengiz Bayrak	A	1.950.000	4,33%	A	1.950.000	2,91%
	B	14.250.000	31,67%	B	14.250.000	21,27%
Ebubekir Balıkçı	A	1.950.000	4,33%	A	1.950.000	2,91%
	B	7.950.000	17,67%	B	7.950.000	11,87%
Halka Açık Kısmı	B			B	22.000.000	32,84%
Toplam		45.000.000	100%		67.000.000	100%

Kaynak: Forte Fiyat Tespit Raporu

4. ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

4.1. Bilanço

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide Bilanço (TL)	2020	2021	2022
VARLIKLAR			
Aktifler	195.664.510	194.254.570	401.723.639
Nakit ve Nakit 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 Söz. Doğ. Var.	-	-	14.454.966
Stoklar	32.146.060	28.171.861	10.611.425
Peşin Ödenmiş Gid.	1.697.800	6.212.872	7.450.496
Cari Dön. Vergi Var.	-	57.373	-
Türev Araçlar	-	494.975	-
Diğ. Dön. Var.	152.727	646.541	10.040.257
Dönen Varlıklar	182.327.043	178.289.698	365.028.864
Diğer Alacaklar	95.843	104.243	345.892
Finansal Yatırım	-	-	78.000
Stoklar	1.266.797	-	-
Maddi Duran Varlıklar	1.843.028	4.260.144	3.168.850
Kullanım Hakkı Var.	747.015	815.115	3.460.910
Maddi Olmayan Duran Var.	4.841.058	11.282.256	28.177.783
Peşin Ödenmiş Gid.	3.982.000	186.211	702.163
Ertelenmiş Vergi Var.	750.875	1.873.702	761.377
Duran Varlıklar	13.337.467	15.964.872	36.694.975
KAYNAKLAR			
Özkaynak ve Yükümlülükler	195.664.510	194.254.570	401.723.839
Kısa Vad. Borç.	48.345	125.497	95.193.091
Uz. Vad. Borç. Kısa Vad. Kıs.	476.509	694.454	2.157.461
Ticari Borçlar	106.149.565	107.823.526	136.809.149
Çalış. Sağ. Fay. Kap. Borç.	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 Yüküml.	5.224.293	3.447.218	6.090.996
Diğ. Kısa Vad. Yüküml.	6.768.076	983.383	1.720.808
Kısa Vad. Yükümlülükler	125.772.693	117.013.581	245.412.023
Uzun Vad. Borç.	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 Yük.	-	-	-
Diğer Borçlar	2.062.906	-	-
Uzun Vad. Yükümlülükler	7.935.660	4.340.654	10.315.970
Sermaye	2.400.000	45.000.000	45.000.000
Diğ. Kap. Gelirler/(Giderler)	-13.694	-25.867	-119.851
Kardan Ayrı. Kısıt. Yed	71.959	2.201.959	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
Kont. Gücü Olma. Pay.	9.279.139	-	-
Ana Ortak. Özkaynakları	52.667.018	72.900.335	145.995.846

Kaynak: Forte Fiyat Tespit Raporu

4.2. Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (TL)	2020	2021	2022	2019 - 2022 YBBO
Hasılat	204.326.360	215.350.934	378.430.042	33,20%
Değişim	27,6%	5,4%	75,7%	
Satışların Maliyeti	-150.370.927	-176.519.253	-272.968.112	24,60%
Brüt Kar	53.955.433	38.831.681	105.461.930	76,60%
Brüt Marj	26,4%	18,0%	27,9%	
Genel Yönetim Giderleri	-1.960.956	-3.052.857	-9.207.181	61,70%
Değişim	-10,0%	55,7%	201,6%	
Satış Pazarlama Dağ. Giderleri	-2.433.516	-2.682.824	-5.398.222	24,00%
Değişim	-14,20%	10,2%	101,2%	
ARGE Giderleri	-	-304.742	-967.852	
EBITDA	50.418.554	34.030.394	92.635.013	85,00%
Değişim	244,80%	-32,50%	172,21%	
EBITDA Marjı	24,7%	15,8%	24,5%	
Amortisman	-857.593	-1.239.136	-2.746.338	80,00%
EBIT	50.935.512	21.108.622	100.435.959	84,80%
Değişim	220,3%	-58,6%	a.d.	
EBIT Marjı	24,9%	9,8%	26,5%	
Esas Faaliyet. Diğ. Gel.	7.664.013	16.506.189	43.938.420	99,10%
Esas Faaliyet. Diğ. Gid.	-6.289.462	-28.188.825	-33.391.136	106,00%
Yat. Faal. Gel. Net	505.624	367.291	-	
Fin. Gel	1.160.489	13.626.236	8.158.608	15,30%
Fin. Gid.	-5.506.509	-6.596.900	-21.828.149	46,90%
Vergi Öncesi Kar	47.095.116	28.505.249	86.766.418	81,40%
Vergi	-6.055.669	-6.168.682	-12.441.102	
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	-163.156	1.119.784	-1.135.821	
Net Kar	40.876.291	23.456.351	73.189.495	88,40%
Değişim	273,5%	-42,6%	212,0%	
Net Marj	20,0%	10,9%	19,3%	

Kaynak: Forte Fiyat Tespit Raporu

5. HALKA ARZDAN ELDE EDİLECEK FONUN KULLANIM YERİ

Fonun Kullanım Yeri	Fonun Kullanım Oranı (%)
AR-GE Yatırımları	20%
Finansal Borçların faiz ve anapara ödemesi	35%
İşletme sermayesi ihtiyacının finanse edilmesi	35%
Yurtdışı proje geliştirme ve operasyonel faaliyetlerin gerçekleştirilmesi	5%
Reorganizasyon, satış ve karlılık artışı odaklı operasyonel süreçlerin iyileştirilmesi	5%
Toplam	100%

Kaynak: Fon Kullanım Yeri Raporu ve Yönetim Kurulu Kararı Raporu

6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda çarpan analizi yöntemi ve indirgenmiş nakit akımı yöntemi kullanılmıştır. Hedef özsermaye değerinin hesaplanmasında piyasa çarpanları analizine %30, indirgenmiş nakit akımı analizine %70 ağırlık verilmiştir.

6.1 İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

İndirgenmiş nakit akımları analizi kapsamında Şirket tarafından sağlanan varsayımlar ve projeksiyonlar kullanılarak değer tespiti gerçekleştirilmiştir. Projeksiyonlar 2023 – 2029 yılları arası dönemi kapsamaktadır.

Projeksiyonunda, 2023'te beklenen yıllık enflasyon oranının altında EBITDA büyüme modellenirken sonraki yıllarda net satış ve EBITDA büyümesi, beklenen enflasyona yakın olmakla birlikte EBITDA marjı %22,8 - %22,9 bandında bütçelenmiştir. Şirket yönetimi, gelecek yıllarda yazılım gelirinin donanım gelirini geçeceğini beklese de muhafazakar yaklaşım adına yazılım gelirlerinin toplam net satış payı geçmiş veriler kullanılarak tahmin edilmiştir. Projeksiyonda 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 için %5 uç değer büyümesi uygulanırken uç değere karşılık gelen EV/EBITDA çıkış çarpanı seviyesi 3,4x olarak alınmıştır. İNA'dan elde edilen değerlerin %38,6'sının uç değerden kaynaklanmaktadır.

Projeksiyonda Şirket'in donanım ve hizmet gelirleri beklenen enflasyon ve genel ekonomik büyümenin yarısının bileşik etkisi ile artırılmıştır. Şirket'in brüt kar marjının 2023 ve sonrası için %16,8 olacağı varsayılmıştır. Projeksiyonda donanım ve hizmet gelirlerinin %17,6'sı kadar Şirket'in yazılım geliri elde edeceği modellenmiştir.

Şirket'in brüt kar marjı 2020 -2022 yıllarında sırasıyla %26,4 , %18,0 ve %27,9 olarak gerçekleşmiştir. Projeksiyon döneminde ise ortalama brüt kar marjının %26,1'de dengeleneceği bütçelenmiştir.

Projeksiyonda kapsamında genel yönetim giderinin 2023 yılında %48,8 artarak 13,7 milyon TL olacağı, sonraki yıllarda ise beklenen enflasyonun hafif üzerinde artışlar modellenmiştir. Pazarlama giderlerinin ise geçmiş yıllara kıyasla muhafazakar tarafta kalmak ve büyüme beklentilerini destekleyebilmek adına projeksiyon döneminde, ilgili satış oranı %1,63'e kadar artırılmıştır.

Toplam yatırım/satış rasyosu 2019 -2022'de ortalama %3 olarak gerçekleşmesine rağmen muhafazakar tarafta kalmak için projeksiyonda yatırım/satış rasyosu %4,2 olarak kabul edilmiştir. Teknokent vergi teşvikleri kapsamında 2028 yılına yazılım projeleri için vergi teşvikinin olacağı modelde dikkate alınırken bu durum AOSM hesaplamasına da entegre edilmiştir.

Şirket 2019 – 2022 döneminde yıllık bileşik %85 EBITDA büyümesi gerçekleştirmiştir. 2022 – 2027 döneminde ise beklenen yıllık bileşik büyüme oranı EBITDA için geçmiş ortalamasının altında %22,1'dir. Şirket 2020 – 2022 döneminde ortalama %21,7; 2022'de ise %24,5 EBITDA marjı üretirken 2023 – 2027 arasında EBITDA marjının %22,8 olarak gerçekleşmesi öngörülmektedir. Yönetim portföyde ağırlığı

artan yazılım projelerinin etkisiyle kar marjının %30'a yakınsayacağı beklemeyle birlikte muhafazakar tarafta kalmak adına geçmiş ortalama ve 2022 gerçekleşmesinden önemli bir ayrışma modele yansımamıştır.

Projeksiyonda 10 yıllık devlet tahvilinin 24 Şubat 2023 kapanışı %10,49 olmasına ve 3-6-12 aylık ortalamalarının aritmetik ortalaması %12,4 risksiz getiri olarak hesaplanmasına rağmen muhafazakar kalmak adına risksiz getiri %16 olarak belirlenmiştir. Projeksiyonda piyasa algısını en iyi yansıttığı düşünülen %5,5 sermaye piyasası risk primi kullanılmıştır. Projeksiyonda son dönemde düşen faiz oranını dengelemek adına %1 şirkete özgü risk primi modele eklenmiştir. Projeksiyonda kaldıraçlı beta 0,91x olarak tespit edilmesine rağmen muhafazakar tarafta kalmak adına beta 1x olarak alınmıştır. Projeksiyonda özsermaye risk primi %22,5, özsermaye maliyeti %22,5, borç maliyeti %24,5 ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ise %22,1 alınmıştır.

İNA (Milyon TL)	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	Normalize	Normalize	Uç Değer
Net Satışlar	160	204	215	378	545	697	835	969	1.099	1.209	1.300,0		
Değişim		28%	5%	76%	44%	28%	20%	16%	13%	10%	7,5%		
EBITDA	15	50	34	93	124	159	190	221	251	276	297,0		
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	14,0	50,0	33,0	90,0	119,0	151,0	181,0	210,0	237,0	260,0	280,0		
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	0	0	-6	-10	-12	-15	-18	-20	-23	-52	-56,0		
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	-21,000		
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%	22,1%	22,1%
İndirgenmiş Nakit Akımı					40	77	64	64	62	49	45,0	252,0	

Kaynak: Forte Fiyat Tespit Raporu

Firma Değeri	652
Uç Değer Payı	38,60%
Uç Değer Büyüme	5,0%
Uç Değer Çıkış Çarpanı	3,40
Net Borç	45
Piyasa Değeri	607
Hisse Sayısı	45
Hisse Fiyatı	13,50

Kaynak: Forte Fiyat Tespit Raporu

6.2 Piyasa Çarpanı

Piyasa çarpanları analizi, Borsa İstanbul'da yurtdışındaki borsalarda işlem gören ve Forte ile benzer faaliyet alanına sahip olmaları nedeniyle karşılaştırılabilir şirketlerin finansal tablolarından elde edilen sonuçlar ve oranlarından hareketle yapılan bir değerlendirme yöntemidir.

Çarpan analizi yapılırken, şirket değerlemelerinde sıkça tercih edilen FD/FAVÖK ve F/K çarpanı kullanılmıştır. Şirketlerin FD/FAVÖK VE F/K çarpanlarına %50'şer ağırlık verilerek değer tespiti yapılmıştır. Analiz yapılırken şirketin 2022 yılı FAVÖK tutarı dikkate alınmıştır. Şirketin FD/FAVÖK oranı yurtiçi ve yurtdışında faaliyet alanı benzer şirketler ile kıyaslanmıştır. Yurt dışı benzer şirket çarpanları üzerinden değerlendirme yapılırken FD/FAVÖK 4Ç, FD/FAVÖK23T ve F/K 4Ç çarpanlarına sırasıyla %25, %25 ve %50 ağırlık verilerek nihai piyasa değeri tespit edilmiştir.

Şirket'in halka arz sonrası Ana Pazar'da işlem görmesi ön görüldüğü için Ana Pazar şirketlerinin çarpanları ile yazılım ve donanım satışına ek olarak sistem entegratörü olarak faaliyet gösterdiklerine kanaat getirilen KRONTEK, MIATK ve VBTYZ şirketlerinin çarpanları değerlemede BIST Benzerler olarak göz önünde bulundurulmuştur.

Dikkate alınan benzer şirketlerin çarpanları arasında uç değer olarak, FD/FAVÖK ve F/K çarpanları için 30x'un üzerindeki değerler ve 5x'in altındaki değerler kullanılmamıştır.

Yurt dışı benzer şirket çarpanları 1.359 mn TL piyasa değerine işaret etmektedir. BIST Teknoloji Endeksi, BIST Benzerler ve Ana Pazar Endeksi'nde sırasıyla 1.014 mn TL, 1.466 mn TL ve 913 mn TL piyasa değerlerine ulaşılmıştır.

Sonuç olarak, çarpan çalışmasına değerlendirilmede %30 ağırlık verilmiş olup %15'i BIST Ana Pazar'dan %15'i ise BIST Teknoloji çarpanı üzerinden hesaplanan değerden gelmektedir. Yurt içi benzer ve yurt dışı benzer şirket çarpanları kullanılarak hesaplanan değerlere %0 ağırlık verilmiştir.

Çarpan Değerlemesi	(Mn TL)
Forte EBITDA 2022/12	93,0
Yurtiçi Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x)	19,4
Yurtiçi Benzer Şirketleri EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.793
Forte Net Borç 2022/12	45
Yurtiçi Benzer Şirketleri EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.748
EV/EBITDA (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
Forte Net Kar 2022/12	73,0
Yurtiçi Benzer Şirketler Medyan F/K (x)	16,2
Yurtiçi Benzer Şirketleri F/K (x) Çarpanına göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.185
F/K Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
Yurtiçi Benzer Şirketlerden Gelen Nihai Piyasa Değeri	1466,0

Kaynak: Forte Fiyat Tespit Raporu

Çarpan Değerlemesi	(Mn TL)
Forte EBITDA 2022/12	93,0
BIST Ana Pazar Şirketleri Medyan EV/EBITDA (x)	11,3
BIST Ana Pazar Şirketleri EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.047
Forte Net Borç 2022/12	45
BIST Ana Pazar Şirketleri EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.002
EV/EBITDA (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
Forte Net Kar 2022/12	73,0
BIST Ana Pazar Şirketleri Medyan F/K (x)	11,3
BIST Ana Pazar F/K (x) Çarpanına göre Hesaplanan Piyasa Değeri	824
F/K Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
BIST Ana Pazar Şirketleri Çarpanına Göre Hesaplanan Nihai Piyasa Değeri	913,0

Kaynak: Forte Fiyat Tespit Raporu

Çarpan Değerlemesi	(Mn TL)
Forte EBITDA 2022/12	93,0
BIST Teknoloji Şirketleri Medyan EV/EBITDA (x)	12,8
BIST Teknoloji Şirketleri EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.185
Forte Net Borç 2022/12	45
BIST Teknoloji Şirketleri EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.140
EV/EBITDA (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
Forte Net Kar 2022/12	73,0
BIST Teknoloji Şirketleri Medyan F/K (x)	12,1
BIST Teknoloji Şirketleri F/K (x) Çarpanına göre Hesaplanan Piyasa Değeri	888
F/K Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
BIST Teknoloji Şirketleri Çarpanına Göre Hesaplanan Nihai Piyasa Değeri	1014,0

Kaynak: Forte Fiyat Tespit Raporu

Çarpan Değerlemesi	(Mn TL)
Forte EBITDA 2022/12	93,0
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x)	12,5
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.159
Forte Net Borç 2022/12	45
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.114
EV/EBITDA (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	25%
Forte EBITDA 2023T	124,0
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA 2022T (x)	10,6
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.310
Forte Net Borç 2022/12	45
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.264
EV/EBITDA (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	25%
Forte Net Kar 2022/12	73,0
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan F/K (x)	20,9
BİST Teknoloji Şirketleri F/K (x) Çarpanına göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.529
F/K Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Nihai Piyasa Değeri	1359,0

Kaynak: Forte Fiyat Tespit Raporu

Sonuç

Sonuç olarak, indirgenmiş nakit akımına %70, çarpan analizi yöntemine %30 ağırlık verilerek 545 milyon TL hedef değere ulaşılmıştır. Bulunan hedef değere %23,6 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 12,12 TL hedef fiyat belirlenmiştir.

Değerleme Özeti	Değer (Mn TL)	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
İNA	607	70%	14
BİST Ana Pazar	913	15%	20
BİST Teknoloji Grubu	1.014,00	15%	22,53
Yurtiçi Benzerler	1466	0%	32,59
Yurtdışı Benzerler	1359	0%	30,21
Halka Arz Piyasa Değeri	714	100%	15,87
Halka Arz İskontosu (%)	-23,6%		
Nihai Değer	545,00		12,12

Kaynak: Forte Fiyat Tespit Raporu

7. GÖRÜŞ

İnfo Yatırım Menkul Değerler tarafından şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz.

- Fiyat tespit edilirken uygulanan yöntemlerde hem indirgenmiş nakit akışı, hem de benzer şirket çarpanı analizleri yapılmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının kullanılmasını ve medyan alınmasını makul buluyoruz.
- Fiyat tespit edilirken uygulanan %23,6 iskonto oranının uygun olduğu görüşündeyiz.
- Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplanırken kullanılan oranları makul buluyoruz.

Sonuç olarak, Forte için hesaplanan hedef değere %23,6 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 12,12 TL hedef fiyat belirlenmiştir. Yukarıda belirtmiş olduğumuz görüşler dikkate alınmak kaydıyla makul olduğu görüşündeyiz.

Yasal Uyarı Notu: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. İçerik kesinlikle mali, hukuki, vergi veya diğer konularda bir tavsiye niteliği taşımadığı gibi, tamamen içeriğe dayalı olarak yatırım yapılmamalı veya karar alınmamalıdır. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır. Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez.

Çekince: Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo ve grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.