



Forte Bilgi İletişim Teknolojileri ve Savunma Sanayi A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu

27 Şubat 2023



İçindekiler	Sayfa
• Kısaltmalar	3
• Raporun Amacı & Etik İlkeler	4
• Yönetici Özeti	6
• Şirket	9
• Sektör	13
• Satışlar	16
• Finansal Analiz	24
• Değerleme Yöntemleri	31
• İndirgenmiş Nakit Akışı	32
• Piyasa Çarpanları	41
• Nihai Değer	46
• Temel Yatırım Unsurları	47
• Riskler	49

KISALTMALAR

Kısaltma

A.Ş.	Anonim Şirket
AB	Avrupa Birliği
A.B.D.	Amerika Birleşik Devletleri
ABD Doları, USD	Amerika Birleşik Devletleri'nin resmi para birimi
AOSM	Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti
AR-GE	Araştırma ve geliştirme
BT	Bilgi Teknolojileri
BİST	Borsa İstanbul
BİT	Bilgi ve İletişim Teknolojileri
CEO	İcra Komitesi Başkanı
CRR	Sermaye Yeterlilik Oranı (Toplam Yatırım/Satış)
EBITDA	FAVÖK-Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar
EBIT	Esas Faaliyet Karı
EV	Firma Değeri
EVA	Ekonomik Katma Değer
FVFM	Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli
GSYH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IDC	International Data Corporation
İNA	İndirgenmiş nakim akımları
Info Yatırım	Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
IoT	Nesnelerin İnterneti
Kurul, SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
KKO	Kapasite Kullanım Oranı
M.D.	Mevcut Değer
ROA	Aktif Karlılık
ROIC	Yatırımın Getirisi
ROE	Özkaynak Getirisi
SMM	Satılan Malın Maliyeti
TL	Türk Lirası
TÜBİSAD	Bilişim Sanayicileri Demeği
YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

RAPOR ÖZETİ

Raporun Amacı

Bu rapor, Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Info Yatırım) ile Forte Bilgi İletişim Teknolojileri ve Savunma Sanayi A.Ş. (Şirket) arasında 27 Nisan 2022 tarihinde imzalanmış olan halka arza aracılık sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerlerin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Etik İlkeler

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket pay sahiplerine zarar vermeyecek bir şekilde yürütülmüştür.

Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.

Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamıştır.

Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görev kabul edilmemiştir. Değerleme projesi gizlilik içerisinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.

Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.

Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.

Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız ve objektif tavsiyelere bağlı değildir.

Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

Sınırlayıcı Şartlar

Değerlememizde kullanılan veriler, Şirket adına Ram Bağımsız Denetim ve Danışmanlık Anonim Şirketi tarafından 2020-2021 ve 2022 dönemleri için hazırlanan bağımsız denetim raporuna, kamuya açık olan kaynaklardan elde edilen bilgilere Bloomberg-Finnet-Rasyonet veri tabanına ve talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilere dayanmaktadır.

Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere Info Yatırım'a sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmıştır.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği ve Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır. Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup, güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Farklı tarihlerdeki finansal verilerle değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir. Tarafımızca Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki, vergisel ve finansal durum tespit çalışması yapılmamıştır.

Değerlemesi Yapılacak Varlık

Yapılan değerlendirme kapsamında Şirket paylarının tamamının değeri bulunarak 1 TL nominal değerli payın değeri hesaplanmıştır.

Değerleme Tarihi

Değerleme tarihi 23 Şubat 2023 olup rapor tarihi olan 27 Şubat 2023'tür.

Değerleme Para Birimi

Yapılan değerleme çalışmasında para birimi olarak Türk Lirası kullanılmıştır.

Değer Esası

Değerleme görevinin koşulları ve amacına uygun şekilde değer esası olarak Pazar Değeri dikkate alınmıştır.

Uluslararası değerleme standartları uyarınca Pazar Değeri, bir varlık ya da yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda, istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında, tarafların bilgili ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri muvazaasız bir işlem ile değerlendirme tarihi itibarıyla el değiştirmesinde kullanılması gerekli görülen tahmini tutardır.

Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar Başlığının F Maddesinin 9. Maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Değerleme Uzmanına İlişkin Bilgiler

Hüseyin GÜLER, Genel Müdür Yardımcısı

Hüseyin Güler, 2006 yılında Marmara Üniversitesi Sermaye Piyasası ve Borsa Bölümünden mezun olup, 2010 yılında Marmara Üniversitesi'nde Sermaye Piyasası alanında yüksek lisans derecesine sahip olmuştur. 2005 – 2013 yılları arasında Turkish Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'de Kurumsal Finansman ve Araştırma departmanlarında görevler üstlenmiştir. 2005 yılından itibaren yapılan gerek lider olarak gerekse de konsorsiyum üyesi olarak girilen halka arzlarda aktif rol almış, şirket değerlemesi, halka arz, sermaye artırımına aracılık, pay alım teklifi projelerinde çeşitli görevler üstlenmiştir. Araştırma bölümünde günlük raporlamalara ek olarak dayanıklı tüketim, enerji, çimento, hava-ulaşım, gayrimenkul sektörlerine yönelik şirket değerlendirme ve sektör raporları da hazırlamıştır. Mart 2013 – Nisan 2019 dönemleri arasında A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'de kurumsal finansman müdürü olarak görev yapmış olan Hüseyin GÜLER, 8 şirketin halka arz projesi, 2 şirketin de özel sektör bono ihracı projelerinde görev almıştır. Bununla birlikte halka arz konsorsiyum üyelikleri, sermaye artırım, pay alım teklifi ve ayrılma hakkı işlemlerine aracılık, marka ve şirket değerlemesi projelerini aktif olarak yürütmüştür. 2019 yılı Nisan ayından itibaren Info Yatırım'da kurumsal finansmandan sorumlu genel müdür yardımcısı olarak görev yapan Hüseyin Güler, Info Yatırım bünyesinde 15 şirketin halka arz projesi, 7 şirketin özel sektör bono ihracı, çeşitli şirketlerin sermaye artırım, pay alım teklifi & ayrılma hakkı ve değerlendirme projelerini yürütmüş olup, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3, Türev Araçlar ve Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı'na sahiptir.

Temur KAYHAN, Kurumsal Finansman Departmanı Müdür

Boğaziçi Üniversitesi Matematik bölümünden 2007 yılında mezun olmuştur. 2010 yılında Bilgi Üniversitesinde finans masterını 2017 yılında Yeditepe Üniversitesinde finansal iktisat alanında doktorasını tamamlamıştır. İş hayatına 2007-2010 yılları arasında Kuveyttürk Katılım bankasında Hazine analisti olarak başlamıştır. Bu süre zarfında bankanın döviz pozisyonunun yönetilmesinde, türev ürünlerin fiyatlanmasında, geliştirilmesinde ve müşterilere uygun türev ürün çözümlerinin tespit edilmesinde görev almıştır. 2011 yılında bir aracı kurum olan Bizim Menkul Değerler A.Ş.'de kurumsal finansman ve araştırma departmanında sermaye piyasalarına adım atmıştır. Bu dönem zarfında çok sayıda halka arz, bedelli sermaye artışı, proje finansmanı ve due diligence projesinde yer almıştır. 2017 sonunda Bahreyn merkezli Investrade Portföy Yönetim A.Ş.'nin kuruluşu ve lisans alım sürecini yönetmiş ve kurucu portföy yöneticisi olarak çalışmaya başlamıştır. Toplamda 25 mn USD tutarındaki fonun yönetimini gerçekleştirmiştir. 2020 Aralık ayında Info Yatırım kurumsal finansman departmanında kurumsal finansman müdürü olarak çalışmaya başlamıştır. 2021-2022 arası dönemde 10'dan fazla şirketin halka arzında görev almıştır. 15 yıllık finansal piyasalar tecrübesi bulunmaktadır.

FORTE FİYAT TESPİT RAPORU

Savunma Sanayi Yazılım Çözümleri Ön Planda

1 2006 yılında kuruldu. Şirket, 2006 tarihinde Ankara'da kurulmuş olup Eylül 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 faaliyetlerinde bulunmak ve bunlara ilişkin kurulum ve teknik destek sağlamaktır. Şirket, Ar-Ge faaliyetlerini, Hacettepe Üniversitesi Teknokent'te bulunan şubesinde gerçekleştirmektedir. Şirket'in yazılım çözümleri, Milli Savunma Bakanlığı ve Kara Kuvvetleri Komutanlığı gibi stratejik kurumlar tarafından kullanılmakla birlikte üçüncü taraflarca üretilmiş birçok yazılım ve donanımın entegratörü olarak da faaliyet gösterilmektedir.

2 ELD Bilişim satın alınarak yazılıma yatırım yapıldı. Forte'nin 45 mn TL tutarındaki mevcut sermayesinin %42'lik kısmına karşılık gelen paylar Ali Celal Asiltürk'e, %36'lık kısmına karşılık gelen paylar Hasan Cengiz Bayrak'a, %22'lik kısmına karşılık gelen paylar ise Ebubekir Balıkcı'ya aittir. Şirket, 2019 yılı içerisinde yazılım alanında yetkinliklerini artırmak için Hacettepe Teknokent yerleşkesinde ELD Bilişim Sanayi ve Ticaret A.Ş. (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.

3 Güçlü yazılım portföyü. Şirket, donanım segmentinde sistem entegratörü olarak kurulmuştur. İlgili alan donanım parçalarının optimize edilmesinden kuruluş, güvenlik, yedekleme ve bakım hizmetlerini kapsamaktadır. Bu yüzden klasik al-satıcılarda kar marjı oldukça düşük olmasına rağmen Şirket'in donanım segmentinde brüt kar marjı %15'in üzerindedir. Şirket sistem entegratörlüğüne ek olarak yazılımı da portföye ekleyerek tamamlayıcı bir iş modeli kurmayı hedeflemektedir. Faaliyet giderlerinde giderleşen ARGE giderlerine ek olarak 2022/12 itibarıyla 17,7 mn TL'ye ulaşan aktifleşen ARGE harcamaları geliştirilen yazılımlar için katılan yatırımlardır. Ayrıca 2021 yılında %50'lik pay için 12,5 mn TL ödenerek alınan ELD Bilişim tamamen yazılım sektörüne odaklanmış bir şirkettir. Gerek ELD Bilişim paylarının satın alınması gerekse yazılım geliştirilmesi için yapılan yatırımların katkısı ile Şirket'in yazılım gelirlerinin 2022 sonunda 53,6 mn TL'ye ulaşmıştır. Şirket yazılım tarafında büyümek için iştirak ve ARGE yatırımlarına ek olarak pazarlama ve genel yönetimde personel sayısını artırmış ve projeksiyonda artırmaya devam etmiştir. Yazılım projelerinde brüt kar marjının donanım projelerine göre daha yüksek olması sözleşmelerin devreye girmesi ile marjda önemli bir potansiyeli ortaya çıkaracaktır. Forte, uluslararası şirketlere göre önemli maliyet avantajına sahip olup savunma sanayi gibi uzmanlık gerektiren niş bir alanda faaliyet göstermektedir.

4 Değerleme. İNA ve piyasa çarpanları yaklaşımları kullanılmış ve 545 mn TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Belirlenen değer 2022/12 ve 2023T EBITDA beklentilerine göre sırasıyla 6,4x ve 4,8x EV/EBITDA çarpanlarına işaret etmektedir. Özellikle satışların dönerselliğinden dolayı son çeyrekte gerçekleşen gelir ve kar rakamının diğer dönemlere kıyasla oldukça yüksek seviyelere ulaşması nedeniyle 2023 EBITDA'sı çarpanları yorumlamak adına daha adil bulunmaktadır.

Gelir Tablosu (mTL)	2021	2022	2023T
Net Satışlar	215,4	378,4	544,7
EBITDA	34,0	92,6	123,9
EBITDA Marjı	16%	24%	23%
Net Kar	23,5	73,2	m.d.

Değer	mTL
Piyasa Değeri	545
Net Borç (2022/12)	45
Firma Değeri	590
Bilanço (mTL)	2022/12
Dön. Varlıklar	365
Duran Varlıklar	37
Aktifler	402
Kısa Vad. Borç.	245,4
Uzun Vad.Borç.	10,3
Özkaynak	146,0
Finansal Borç	99,4

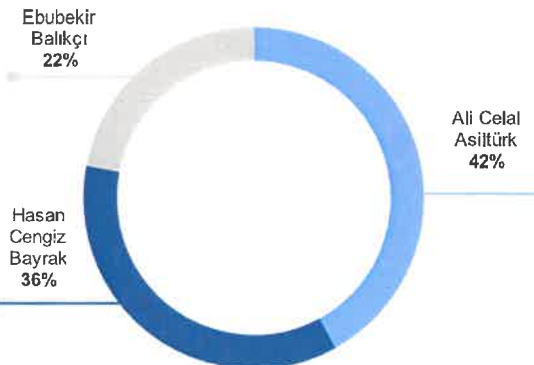
Değer Çarpanları

EV/EBITDA 22/12	6,4x
F/K 22/12	7,5x
PD/DD 22/12	3,7x
EV/Satış 22/12	1,6x
Net Borç/EBITDA	0,5x

Piyasa Çarpanları	EV/EBITDA 22/12
Yurtiçi Benzerler	19,4x
BIST Teknoloji Grubu	12,8x
Yurtdışı Çarpanlar	12,5x
Ana Pazar	11,3x

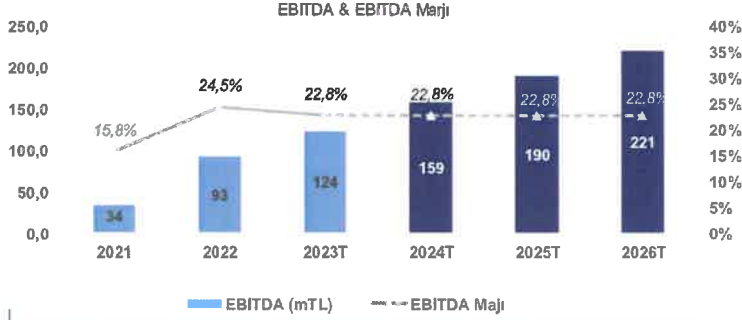
Piyasa Çarpanları	F/K 22/12
Yurtiçi Benzerler	16,2x
BIST Teknoloji Grubu	12,1x
Yurtdışı Çarpanlar	20,9x
Ana Pazar	11,3x

Ortaklık Yapısı



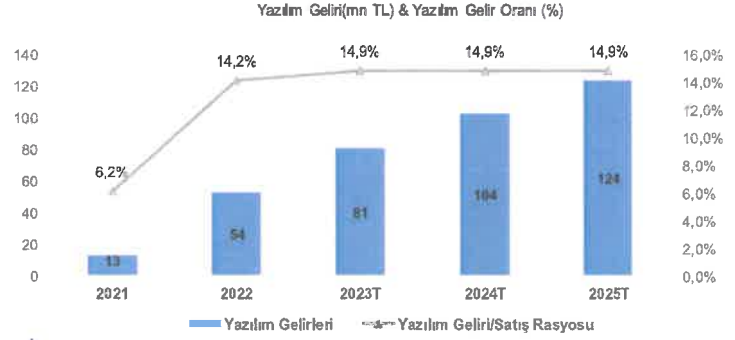
Yatırım Tezi

Grafik:1 Kar marjı yüksek yazılım gelirlerinin ciro payının artması ile EBITDA marjının geçmiş yıl ortalamalarının üzerinde %22,8 seviyesine gelmesi beklenmektedir...



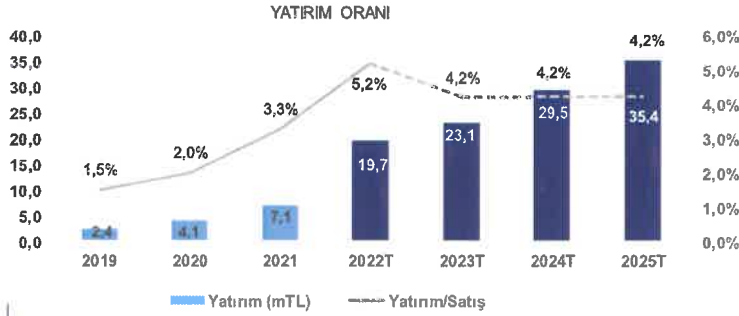
Kaynak: Şirket Tahminleri

Grafik:2 2022 yılında önemli oranda artan yazılım gelirlerinin ilerleyen yıllarda toplam cironun %14,9 seviyesine ulaşması beklenmektedir...



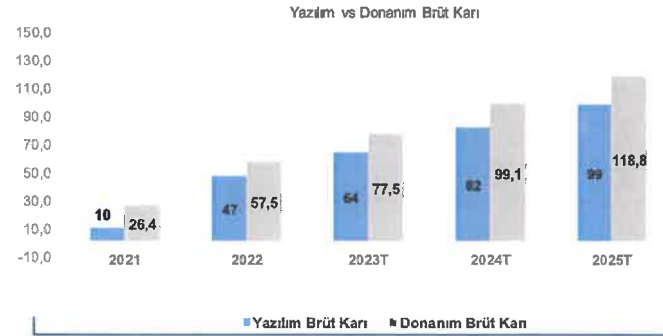
Kaynak: Şirket

Grafik:3 Yatırım harcamaları maddi duran varlık ve ürün geliştirme için yapılan yazılım harcamalarından oluşurken yatırım/satış rasyosunun %4,2 seviyesine oturması beklenmektedir...



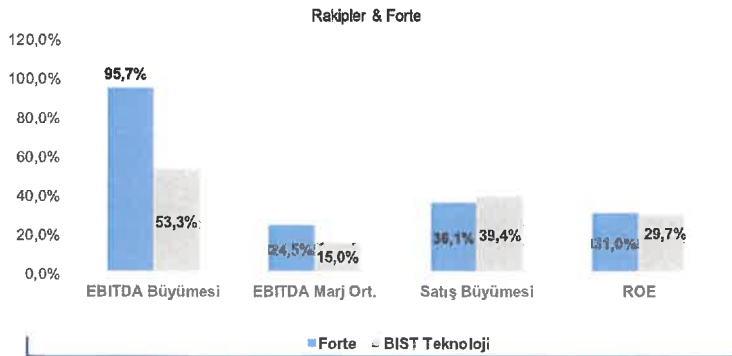
Kaynak: Şirket

Grafik:4 Yazılım gelirlerinin toplam gelire oranının yıllar itibarı %14,9 seviyesine çıkması beklenirken yüksek kar marjı nedeniyle toplam brüt kar rakamının %43'ünün yazılımdan kaynaklanması beklenmektedir...



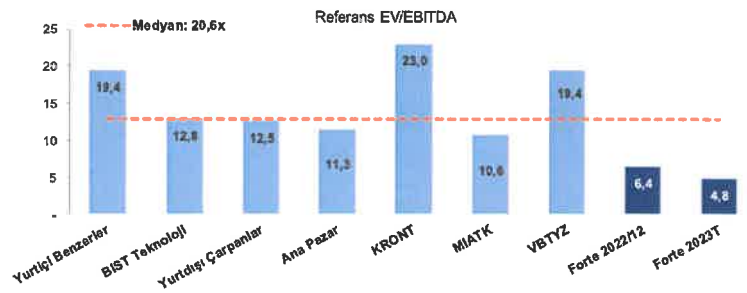
Kaynak: Şirket

Grafik:5 Değerleme çarpanlarında en etkili faktör olduğunu düşündüğümüz EBITDA büyümesinde Forte rakiplerine kıyasla daha iyi bir seviyede yer almakta...



Kaynak: Şirket

Grafik: 6 Ulaşılan halka arz değeri mevcut karlılık seviyesinde referans değerlerin altındadır...



Kaynak: Bloomberg & Finnet

Değerleme

Halka arz iskontosu öncesi 714 mn TL adil piyasa değeri elde edilirken halka arz iskontosu sonrası 545 mn TL değere ulaşılmıştır

Şirket'in 2023 EBITDA beklentisi için taahhüt vermesi sebebiyle 2022 EBITDA verisi yerine 2023 EBITDA tahminine göre değerleme çarpanlarının yorumlanması daha makul görülmektedir.

Halka arz fiyatı ile belirlenen Şirket değeri, 2022 gerçekleşen ve 2023'te beklenen EBITDA verilerine göre sırasıyla 6,4x ve 4,8x EV/EBITDA çarpanlarına işaret etmektedir

Duyarlılık analizinde Şirket'in değer aralığı 330 mn TL ve 756 mn TL bandında hareket etmektedir

Değerleme Özeti

%23,6 halka arz iskontosu. İNA yöntemine %70 ağırlık verilirken mevcut piyasa algısını da yansıtmak adına piyasa çarpanlarına %30 ağırlık verilerek şirket değeri tespit edilmiştir. Geleneksel değerleme metodolojilerine göre halka arz fiyatı belirlenirken tespit 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.

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

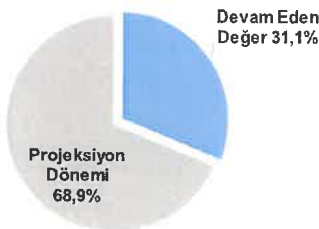
Değer Çarpanları	2022	2023T
EV/EBITDA	6,4	4,8
F/K	7,5	m.d.
EV/Net Satış	1,6	1,1
PD/DD	3,7	m.d.

İNA Duyarlılık Analizi

Piyasa çarpanları ve İNA yaklaşımı için iyimser ve kötümser senaryolar simüle edilmeye çalışılmış; değerlerin oynaklığı ortaya konulmuştur. Baz senaryoda İNA değerinin yaklaşık %68,9'u projeksiyon dönemindeki beklentilerden kaynaklanırken, İNA modeli iyimser ve kötümser senaryolarda 381 - 655 mn TL bandında hareket etmektedir. Tüm değer senaryoları ise 330 mn TL ve 756 mn TL bandında hareket etmektedir.

Grafik: 9 Duyarlılık Analizi

Firma Değeri Kırılımı



(1) BİST Benzerler

507 mTL

658 mTL

(2) BİST Teknoloji Grubu

330 mTL

572 mTL

(3) Yurtdışı Benzerler

482 mTL

732 m TL

(4) Ana Pazar

495 mTL

756 mTL

(5) İNA

381 mTL

655 mTL

INFO

YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Saray Mh. 1. Akm. Büyükdere Yolu No: 100

Plaza 2 Blok Kat: 4 Kat: 7 D: 16 Üsküdar / İST.

Tel: 0212 319 26 00 Fax: 0212 692 10 75

Büyükdere Şubesi: 0212 319 26 00

Mersis No: 087900067800001 Tic. Sic. No: 271081

Şirket Profili

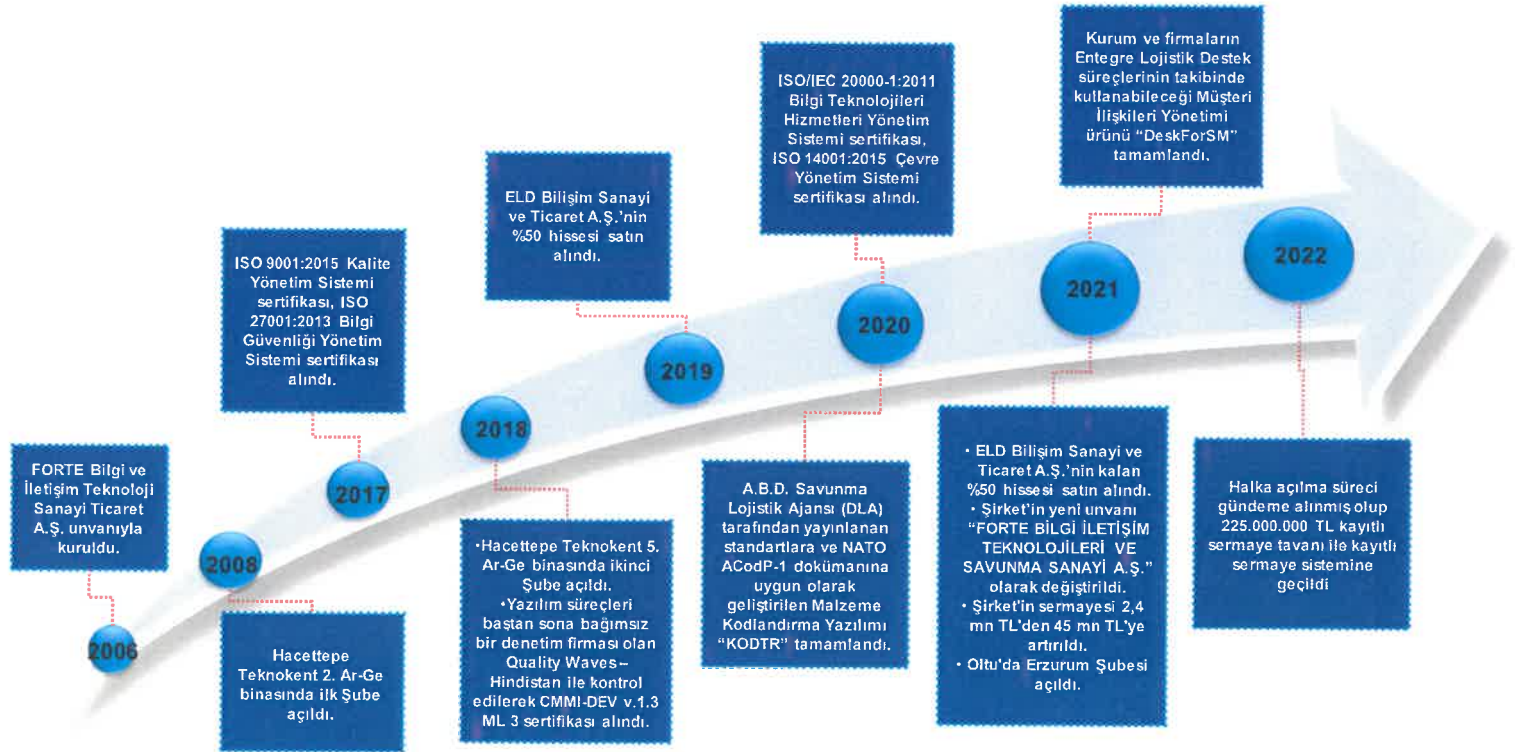
2021'de unvan değişikliği ve sermaye artırımları

2021 Eylül'de Şirket'in sermayesi, tamamı geçmiş yıllar karlarından karşılanmak üzere 2,4 m TL'den 45,0 m TL'ye artırılmıştır

Şirket'in müşteri portföyünde Milli Savunma Bakanlığı ve Kara Kuvvetleri Komutanlığı gibi stratejik ve saygın kurumlar bulunmaktadır

2006 yılında kuruldu. 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. 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 faaliyetlerinde bulunmak ve bunlara ilişkin kurulum ve teknik destek sağlamaktır. Şirket, Ar-Ge faaliyetlerini, Hacettepe Üniversitesi Teknokent'te bulunan şubesinde gerçekleştirmektedir. Şirket'in yazılım çözümleri, Millî 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.

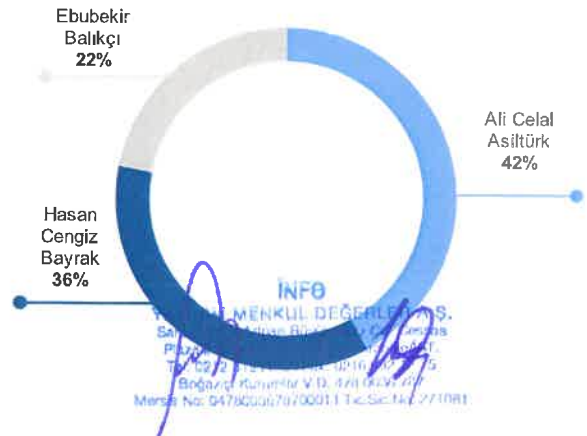
Ana ortaklar. Forte'nin 45.000.000 TL tutarındaki mevcut sermayesinin %42'lik kısmına karşılık gelen 18.900.000 TL nominal değerli paylar Ali Celal Asiltürk'e, %36'lık kısmına karşılık gelen 16.200.000 TL nominal değerli paylar Hasan Cengiz Bayrak'a, kalan %22'lik kısmına karşılık gelen 9.900.000 TL nominal değerli paylar ise Ebubekir Balıkcı'ya aittir. 5.850.000 TL nominal değerli A grubu imtiyazlı payların 1.950.000 adedi Ali Celal Asiltürk'e, 1.950.000 adedi Hasan Cengiz Bayrak'a, 1.950.000 adedi Ebubekir Balıkcı'ya aittir. 2013 Aralık'ta Şirket'in sermayesi, tamamı geçmiş yıllar karlarından karşılanmak üzere 200.000 TL'den 1 m TL'ye; 2016 Haziran'da 395.200 TL'si özel fonlardan, 4.800 TL'si nakden karşılanmak üzere 1,4 m TL'ye; 2017 Mart'ta 978.000 TL'si diğer sermaye yedeklerinden, 22.000 TL'si nakden karşılanmak üzere 2,4 m TL'ye; 2021 Aralık'ta tamamı geçmiş yıllar karlarından karşılanmak üzere 45,0 m TL'ye artırılmıştır.



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%

Ortaklık Yapısı



Şirket Profili

Şirket'in artan iş hacmi personel sayısında önemli bir gelişimi beraberinde getirmiş olup 2018-2022 arasında personel sayılarının yıllık bileşik büyüme oranı %30 olarak gerçekleşmiştir

Yazılım segmentindeki gücünü artırma amaçlı ELD Bilişim'in tamamı 2021 yılında gruba konsolide edilmiştir

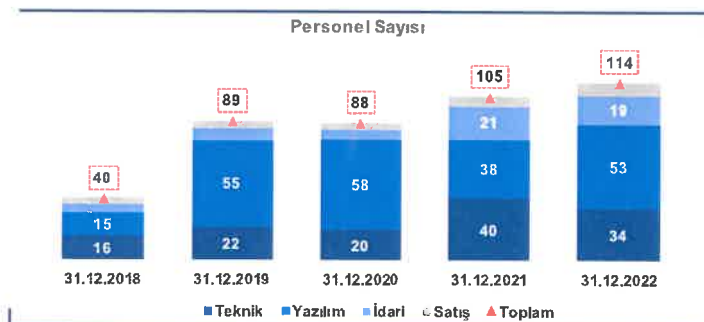
Forte, 31.12.2022 döneminde 7,4 m TL teşvik ve yardımlardan faydalanmıştır

Personel sayısı. Şirket'in 2018 yılında 40 olan personel sayısı 2019 yılında 89'a, 2020 yılında 88'e, 2021 yılında 105'e, 2022'de 114'e yükselmiştir. 31.12.2022 dönemi itibarıyla personelin %85'i Forte bünyesinde, %15'i ELD Bilişim bünyesinde bulunmakla birlikte %76'sı teknik ve yazılım personellerinden oluşmaktadır.

Sunulan hizmetler. 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.

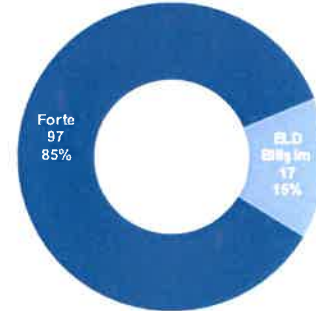
Bağlı ortaklık. Şirket, 2019 yılı içerisinde yazılım alanında yetkinliklerini artırmak ve Entegre Lojistik Destek alanında yazılım geliştirme faaliyetlerde bulunmak için ELD Bilişim Sanayi ve Ticaret A.Ş.'yi (ELD Bilişim) bünyesine katmıştır. Hacettepe Teknokent yerleşkesinde 2018 yılında kurulmuş olan 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.

Teşvik ve yardımlar. Şirket'in 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 primi teşvikinden yararlanmaktadır.



Fiyat Tespit Raporunda yıl sonu personel sayısı, Bağımsız Denetim Raporunda yıllık ortalama personel sayısı verilmiştir. Bu nedenle Fiyat Tespit Raporu ve Bağımsız Denetim Raporundaki personel sayıları farklılık gösterebilir.

Personelin Dağılımı (31.12.2022)



Bağlı Ortaklıklar					
Ticaret Unvanı	Faaliyet Alanı	Sermayesi	Forte'nin Payı	Yedekler	Olağan Faaliyetlerden Kar / Zarar
ELD Bilişim Sanayi Ticaret A.Ş.	Yazılım	50.000	100%	1.454.444	29.708.134

31.12.2022 itibarıyla

Kaynak: Şirket

Devlet Teşvik ve Yardımları (TL)				
İlgili Kanunlar	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
4691 sayılı Kanun Gelir Vergisi Teşviki	1.364.721	1.155.267	2.291.119	4.954.282
4691 sayılı Kanun Damga Vergisi Teşviki	50.334	46.326	85.827	142.859
5510 sayılı Kanun SGK Teşviki	329.137	329.174	585.032	1.099.534
5746 sayılı Kanun SGK Teşviki	441.612	423.097	714.164	1.250.974
TOPLAM	2.185.804	1.953.864	3.676.142	7.447.649
Satışlara Oranı	1,4%	1,0%	1,7%	2,0%

Kaynak: Şirket

INFO
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Saray Mh. Dr. Adnan Büyükdere Cd. Cessas
Plaza 2.Blok No: K:7 D: 16 Kat: 7/1
Tel: 0212 319 71 00 Fax: 0212 312 12 75
B-Sağlık Kurumlar V.D. 4/11 0034/787
Mersis No: 047800367800011 Tic.Sic.No: 271091

Yönetim Kurulu

Ali Celal
ASILTÜRK
YK Başkanı

► Eskişehir Anadolu Üniversitesi İşletme Fakültesinden 1986 yılında mezun oldu. 1986 ile 2002 yılları arasında sırasıyla Bifer Madencilik A.Ş. ve İstanbul Entegre Kireç Fabrikasında çeşitli görevlerde bulunduktan sonra, Hak-İş Konfederasyonunda uzman, Türkiye Vakıflar Bankası Genel Sekreteri ve Ankara Büyükşehir Belediyesi BUGSAŞ' da Genel Müdür olarak görevlerini icra etti. Profesyonel iş hayatına ortağı olduğu ve yönetim kurulu başkanlığını yürüttüğü Şirket, Asilpet İnşaat Ltd. Şti. MCM Savunma Sanayi Tic. Ltd. Şti.'de devam etmektedir. Millî Gençlik Vakfı Mütevelli Heyeti Üyesi ve Cansuyu Yardımlaşma ve Dayanışma Derneği Kurucu Üyesidir.

Hasan
Cengiz
BAYRAK
YK Üyesi

► 2003 yılında Hacettepe Üniversitesi Bilgisayar Mühendisliği bölümünde lisansını tamamladı. Kara Kuvvetleri Komutanlığı'nda subay olarak Lojistik Bilgi Sistemi/Yönetim Bilgi Sistemleri kapsamındaki yazılımların geliştirilmesi ve NATO Stok numarası faaliyetlerinde çalıştı. 2013 – 2014 yılları arasında YATEM firmasında proje yöneticisi olarak görev aldı. 2014 – 2018 yılları arasında HAVELSAN'da proje yöneticisi, proje müdürü ve Askeri Projeler Grup Müdürü olarak çalıştı. 2018 yılında ELD Bilişim Sanayi ve Ticaret A.Ş. firmasını kurdu. Hasan Cengiz Bayrak halen Şirket'te yönetim kurulu üyesi olarak görev yapmaktadır.

Ebubekir
BALIKÇI
YK Üyesi

► Bilişim sektöründeki kariyerine teknik uzman olarak başlayıp, 2008 yılında Şirket bünyesinde Kurumsal Satış Yöneticisi olarak kariyerine devam etti. Şirket bünyesindeki 13 yılında kamu ve özel sektörde birçok projede yer aldı. Sırasıyla Kurumsal Satış Yöneticisi, Satın Alma ve Satış Müdürü, Kamu Satış Müdürü olarak görev aldı. Ebubekir Balıkcı halen Şirket bünyesinde Kamu İş Geliştirme ve Pazarlama Direktörü olarak devam ediyor. Şirket bağlı ortaklığı olan ELD Bilişim Sanayi ve Ticaret A.Ş.'de yönetim kurulu üyesi tüzel kişi olan Şirket'i temsil eden gerçek kişi yönetim kurulu üyesidir.

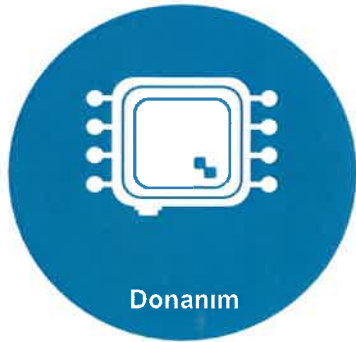
Hasan
SEZER
YK Üyesi

► 1982 yılında Gazi Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık bölümünde lisansını tamamladı. Ziraat Bankasında müfettiş, müdür yardımcısı, şube müdürü, Sermaye Piyasaları Müdürlüğü'nde Daire Başkanı olarak görev aldı. Ziraat Yatırım AŞ ve Halk Yatırım AŞ de Genel Müdürlük yaptı. 2003-2010 yılları arasında Halk Bankası Yönetim Kurulu Başkan Vekili, 2010-2011 yılları arasında Vakıflar Bankası Yönetim Kurulu Başkanlığı, 2011-2013 yılları arasında TMSF Başkanlık Müşaviri olarak görev aldı. 2013-2019 yılları arasında ise Nuh Çimento, Panora GYO ve Gübre Fabrikaları gibi SPK'ya tabi şirketlerde Yönetim Kurulu Üyesi olarak bulundu. Hacı Bayram Veli Üniversitesi'nde 2019-2020 döneminde misafir öğretim görevlisi olarak ders verdi.

Ahmet
EROĞLU
Bağımsız
YK Üyesi

► 1967 yılında Osmaniye'de doğan Eroğlu ODTÜ İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Kamu Yönetimi bölümünden mezun oldu. Ziraat Bankası'nda uzman olarak çalıştı ve 1997 yılında Başbakanlık Müşavirliği'ne atandı. Aynı zamanda 1993-2002 yılları arasında TBMM'de Milletvekili Danışmanlığı görevinde de bulundu. 2004 yılında Kazakistan Ziraat International Bank'a Genel Müdür Yardımcısı olarak atandı ve 2008 yılı sonunda Genel Müdür oldu. 2011'de Halk Sigorta Genel Müdür Yardımcılığı görevine atandı. Türkiye Bedensel Engelliler Derneği Başkan Vekilliği görevini de yürütmekte olan Eroğlu; birçok dernek ve vakıfta da kuruculuk ve yöneticilik yapmaktadır.

Şirket'in Ana Faaliyet Alanları



Donanım



Yazılım



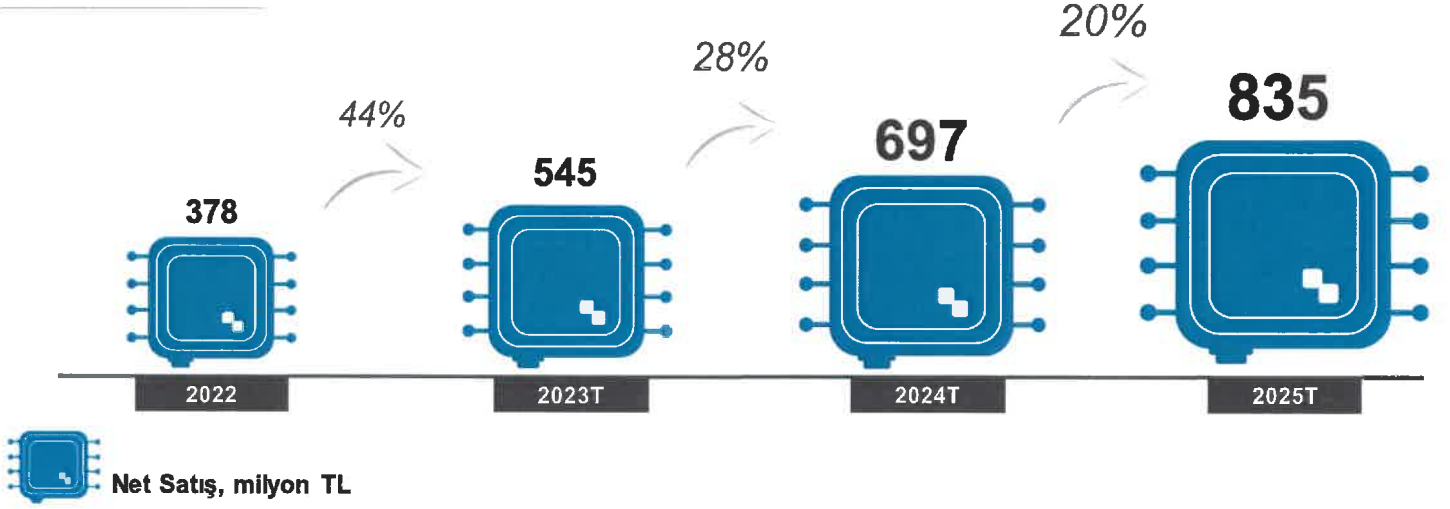
Hizmet

FAALİYET ÖZETİ

Ortaklar & Kuruluş	Ürünler & Mali Veriler	Projeler	Sektör																		
Ortaklar 42% Ali Celal Asiltürk 36% Hasan Cengiz Bayrak 22% Ebubekir Balıkcı	Ana Faaliyet Alanları Bilgi Teknolojileri Donanım Bilgi Teknolojileri Yazılım Bilgi Teknolojileri Hizmet	31.12.2022 itibarıyla yazılım projeleri (Forte + ELD): • Milli Savunma Bakanlığı Bilgi Sistemi Modernizasyon Projesi • Fabrika Üretim Yönetimi Sistemi Projesi • Entegre Lojistik Destek Sistemi • Akıllı Proje Portföy Yönetim ve Analiz Sistemleri • İnteraktif Teknik Dokümantasyon Sistemi Görüntüleyici • İnteraktif Teknik Dokümantasyon Sistemi Görüntüleyici Editör • Malzeme Kodlama ve Entegre Lojistik Bilgi Sistemi • Elektronik Dokümantasyon Yazılımı (Edok Projesi) • Müşteri İlişkileri Yönetimi Yazılımı (Crm Projesi) • Ağ Yönetim Sistemi (FornetPlan) • Teşkilat Bilgi Sistemi	Bilgi ve İletişim Teknolojileri (BİT) sektörü, OECD tarafından; "veri ve bilgileri elektronik olarak yakalayan, gösteren, ileten, görüntülemeye imkân veren, saklayan üretim ve hizmetlerin bütünü" olarak tanımlanmıştır. Dünyanın en büyük endüstrilerinden biri olan BİT pazarının 2022'de 5,5 trilyon USD'nin üzerine çıkacağı ve 2023'e kadar yaklaşık 6 trilyon USD büyüklüğe ulaşacağı tahmin edilmektedir. IDC verilerine göre sektör için ortalama %5'lik bir bileşik yıllık büyüme oranı (YBBO) tahmin edilmiş olup, bu trendin 2024 yılına dek devam etmesini öngörmektedir. Türkiye'de 2016 yılında BİT sektörünün büyüklüğü 94,3 milyar TL iken 2017 yılında %21 büyüme ile 113,8 milyar TL, 2018 yılında %17 büyüme ile 132,8 milyar TL, 2019 yılında %15 büyüme ile 152,9 milyar TL büyüklüğe ulaşmıştır. 2020 yılında pandemi ile birlikte evden çalışmanın geçiciden kalıcı hale gelmesi sektör büyüklüğüne de etki etmiştir. 2020 yılında sektör %22 büyüme ile 186,3 milyar TL büyüklüğe ulaşmış 2021'de büyüme trendini devam ettirerek %41 artışla 265,9 milyar TL büyüklüğe ulaşmıştır.																		
2006 yılında kuruldu Merkez: Çankaya / Ankara Personel Sayısı: 114	<table><tr><th>Mali Veriler</th><th>2022</th><th>2023T</th></tr><tr><td>Net Satışlar</td><td>378,4 mTL</td><td>544,7 mTL</td></tr><tr><td>EBITDA</td><td>92,6 mTL</td><td>123,9 mTL</td></tr><tr><td>Özkaynak</td><td>146,0 mTL</td><td>m.d.</td></tr><tr><td>Aktifler</td><td>401,7 mTL</td><td>m.d.</td></tr><tr><td>Net Kar</td><td>73,2 mTL</td><td>m.d.</td></tr></table>	Mali Veriler	2022	2023T	Net Satışlar	378,4 mTL	544,7 mTL	EBITDA	92,6 mTL	123,9 mTL	Özkaynak	146,0 mTL	m.d.	Aktifler	401,7 mTL	m.d.	Net Kar	73,2 mTL	m.d.		
Mali Veriler	2022	2023T																			
Net Satışlar	378,4 mTL	544,7 mTL																			
EBITDA	92,6 mTL	123,9 mTL																			
Özkaynak	146,0 mTL	m.d.																			
Aktifler	401,7 mTL	m.d.																			
Net Kar	73,2 mTL	m.d.																			

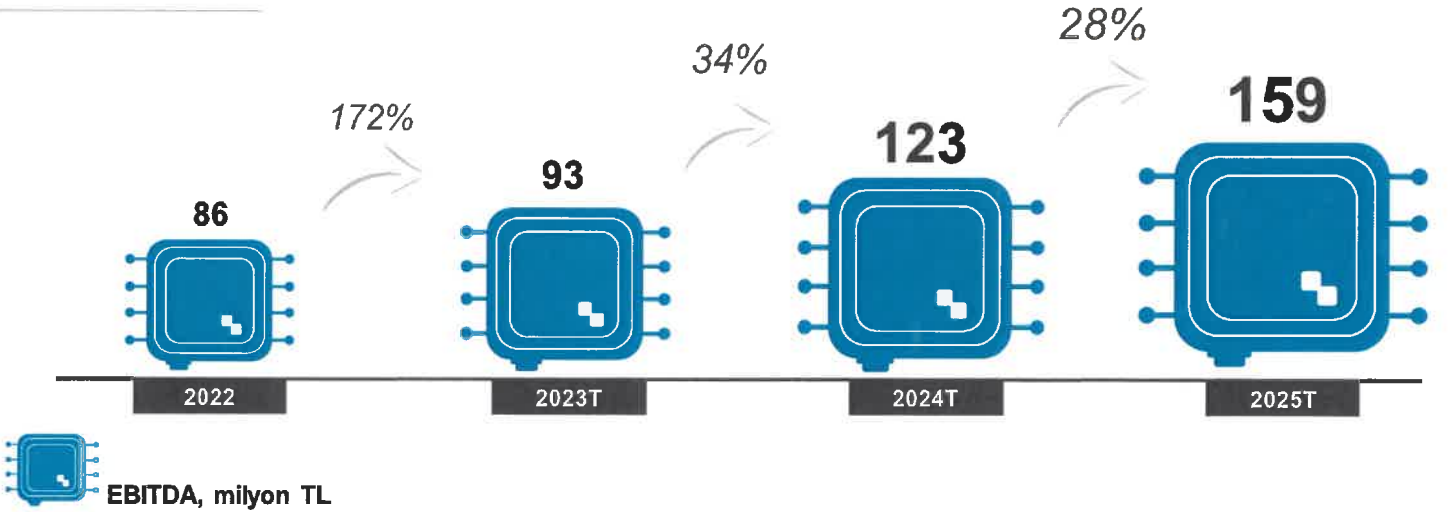
57% YBBO

2022 – 2025T



77% YBBO

2022 – 2025T



Sektör

Akademik çalışmalarda, bilgi ve iletişim teknolojilerinin ülkelerin büyüme dinamikleri üzerinde pozitif etkileri olduğu analiz edilmiştir*

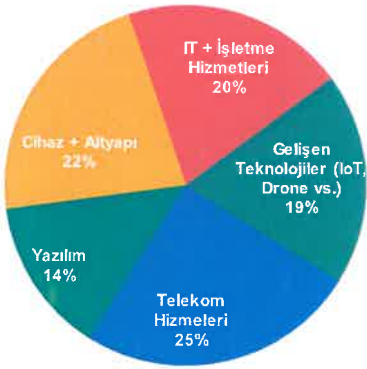
Müşteri açısından değerlendirildiğinde; bilişim sektöründe yapılan harcamaların büyük kısmını kurumsal veya devlet kurumları tarafından yapılan alımlar oluşturmaktadır.

Kısaca Bilgi ve İletişim Teknolojileri Sektörü. Bilgi ve İletişim Teknolojileri (BİT) sektörü, OECD tarafından; "veri ve bilgileri elektronik olarak yakalayan, gösteren, ileten, görüntülemeye imkân veren, saklayan üretim ve hizmetlerin bütünü" olarak tanımlanmıştır. BİT'in ülkelerin rekabet gücünün artırılması, refah düzeyinin yükseltilmesi ve nitelikli istihdamın geliştirilmesi bakımından taşıdığı önem giderek artmaktadır. Başta internet ve mobil cihaz olmak üzere, küresel düzeyde hızla yaygınlaşan bilgi ve iletişim teknolojilerinin kullanımıyla birlikte, bilgi yoğun ürün ve hizmetlere olan talep artmakta, ülkelerin bilgi tabanlı ekonomilere dönüşümleri hızlanmaktadır.

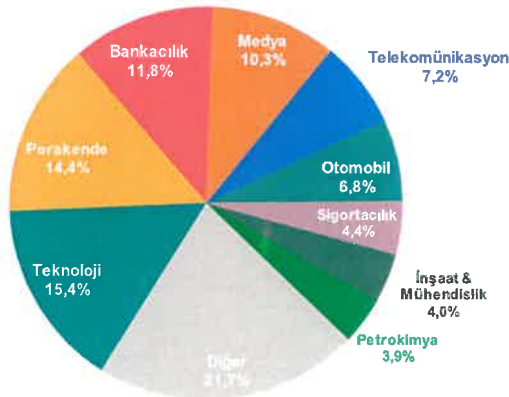
Küresel Pazarda Beklentiler. Yıllara sari teknolojik gelişmeler sektörün gelişimini ivmelemiş olup son birkaç yıldaki pandemi durumu sektörü ön plana çıkarmıştır. Dünyanın en büyük endüstrilerinden biri olan BİT pazarının 2022'de 5,5 trilyon USD'nin üzerine çıkacağı ve 2023'e kadar yaklaşık 6 trilyon USD büyüklüğe ulaşacağı tahmin edilmektedir. IDC verilerine göre sektör için ortalama %5'lik bir bileşik yıllık büyüme oranı (YBBO) tahmin edilmiş olup, bu trendin 2024 yılına dek devam etmesini öngörülmektedir. Sektörün stratejik önemi, sürekli büyüme ve giderek artan yaygınlik pozitif yöndeki bu trende hizmet etmektedir.

Küresel Teknoloji Endüstrisi. Amerika Birleşik Devletleri, 2021 yılında, toplam pazardan %33'lük bir pay alarak 1,6 trilyon USD büyüklüğünde dünyanın en büyük teknoloji pazarı olmuştur. Küresel bölgeler arasında, Batı Avrupa, dünya çapındaki harcamaların yaklaşık %20'sini temsil ederek önemli bir konuma sahiptir. Beş ana kategori altında sınıflandırılabilir bilgi ve teknoloji sektörü harcamalarında; geleneksel donanım, yazılım ve hizmet kategorileri, küresel çapta yapılan harcamaların %56'lık kısmını oluşturmaktadır. Diğer ana kategori olan telekom hizmetleri ise %25'lik bir orana sahiptir. Kalan %19'luk kısım ise geleneksel sınıflandırmalara uymayan yeni teknolojilerin de yer aldığı çeşitli BİT alanlarını kapsamaktadır. IoT, drone, otomasyon teknolojileri gibi gelişmekte olan yeni teknolojiler bu alanda yer almaktadır.

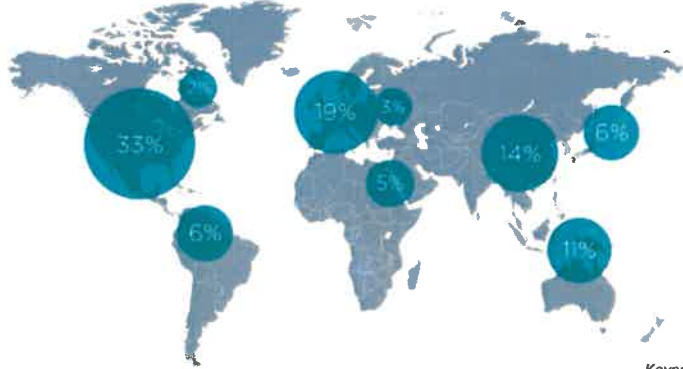
Küresel Bazda Teknoloji Sektörünün Temel Kategorileri



Sektör Bazında Marka Değerleri



Küresel Teknoloji Endüstrisi



Kaynak: IDC

Sektör Bazında Marka Değerleri

Sektör	Marka Değeri (Milyar USD)	Pay	Marka Sayısı
Teknoloji	1.250,4	15,4%	50
Perakende	1.165,4	14,4%	53
Bankacılık	953,1	11,8%	65
Medya	837,7	10,3%	30
Telekomünikasyon	582,9	7,2%	36
Otomobil	550,8	6,8%	28
Sigortacılık	353,6	4,4%	29
İNşaat & Mühendislik	325,0	4,0%	29
Petrokimya	315,3	3,9%	22
Diğer	1.760,2	21,7%	158
Toplam	8.094,4	100,0%	500

Kaynak: Brandfinance Global 500, Ocak 2022

* Seyfullahoğulları, Ayhan ve Akbaş, Mustafa, "Ekonomide Bilgi İletişim Teknolojilerinin Önemi: Ülkeler Bazında Karşılaştırmalı Bir Analiz", 2023, İstanbul.

Sektör

2021 yılında Türkiye'de 87 teknokentte faaliyet gösteren 6.267 şirket bulunmaktadır. Bahsi geçen şirketlerin toplam cirosu 20,8 milyar TL tutarındadır

2020 yılında sektör 1,5 milyar dolar ihracat gerçekleştirdi

Türkiye'de BİT Sektörü. Türkiye bilgi ve iletişim teknolojileri pazarı, Kuzey Amerika ve AB ülkeleri ile kıyaslandığında henüz önemli bir büyüklükte olmamasına rağmen büyüme potansiyeli sayesinde önemli bir konuma yükselme kapasitesine sahiptir. 2016 yılında BİT sektörünün büyüklüğü 94,3 milyar TL iken 2017 yılında %21 büyüme ile 113,8 milyar TL, 2018 yılında %17 büyüme ile 131,6 milyar TL, 2019 yılında %15 büyüme ile 153 milyar TL büyüklüğe ulaşmıştır. 2020 yılında pandemi ile birlikte evden çalışmanın geçiciden kalıcı hale gelmesi sektör büyüklüğüne de etki etmiştir. 2020 yılında sektör %22 büyüme ile 186,3 milyar TL büyüklüğe ulaşmış 2021'de büyüme trendini devam ettirerek %41 artışla 265,9 milyar TL büyüklüğe ulaşmıştır. 2021 yılı sektör büyüklüğünün %57'si İletişim Teknolojilerinden, %43'ü bilgi teknolojilerinden elde edilmiştir. İletişim teknolojilerinden elde edilen gelirin %61'i elektronik haberleşmeden, geri kalanı donanımdan elde edilmiştir. Bilgi teknolojileri kanadında ise elde edilen gelirin %38'i donanımdan, %45'i yazılımdan, geri kalanı da hizmetten elde edilmiştir.

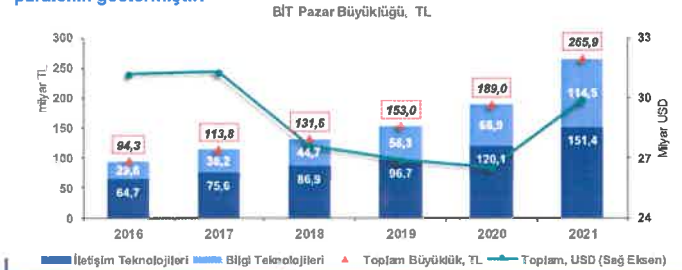
Sektör İhracatı. BİT sektörü 2021 yılında ihracatını %31 artırarak 2,0 milyar USD ihracata ulaşmıştır. Sektörün toplam ihracatı 2017-2021 yılları arasında dolar bazında yıllık ortalama %14 büyümüştür. 2021 yılındaki büyüme hem Bilgi Teknolojileri hem de İletişim Teknolojilerindeki ihracatın büyümesiyle gerçekleşmiştir. Artışı destekleyen en önemli kategori, ihracat içerisinde de en büyük paya sahip olan Bilgi Teknolojileri Yazılım kategorisindeki büyümedir.

TÜBİSAD çalışması kapsamında yer alan şirket sayısı son sekiz yıl boyunca altı kattan fazla artarak 2021 yılında 7.812'ye ulaşmıştır...



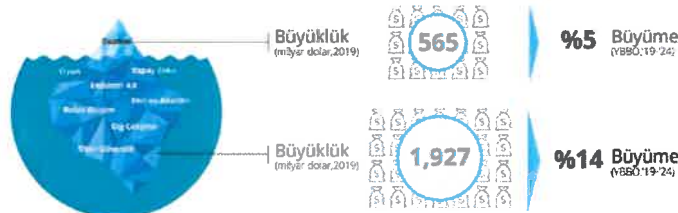
Kaynak: TÜBİSAD, Bilgi ve İletişim Teknolojileri Sektörü, Haziran 2022

2021 yılında toplam sektör büyüklüğü dolar bazında %7 oranında büyümüş ve sektörün toplam ihracatı dolar bazında %30'un üzerinde bir artışla geçen seneye paralellik göstermiştir.



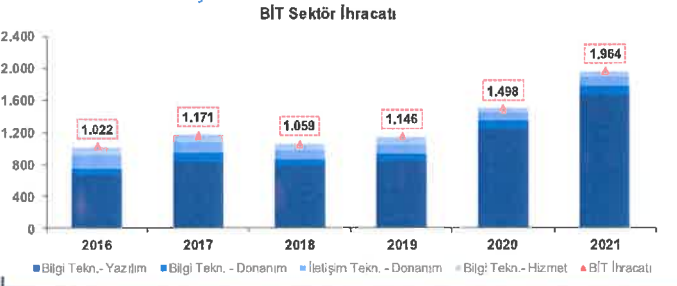
Kaynak: TÜBİSAD, Bilgi ve İletişim Teknolojileri Sektörü, Haziran 2022

Yazılım sektörü ve etkilediği dijital sektörlerin büyüklükleri Dünya toplam / 2020 (milyar dolar)



Kaynak: TÜSİAD- Türkiye'de Yazılım Ekosisteminin Geleceği Raporu, GIDC, Gartner, Martercard, Statista, Deloitte

2021 yılında toplam sektör büyüklüğü dolar bazında artış göstermiş olup ihracatla desteklenmiştir.



Kaynak: TÜBİSAD, Bilgi ve İletişim Teknolojileri Sektörü, Haziran 2022

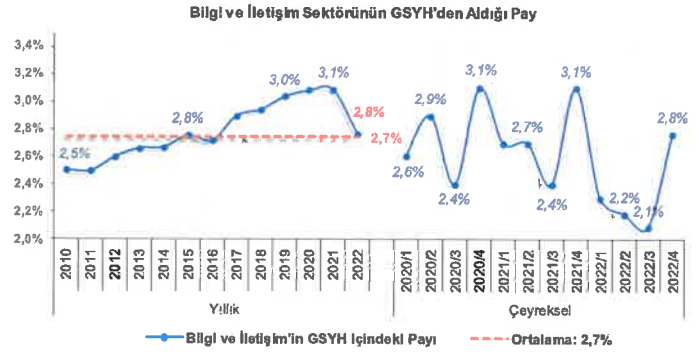
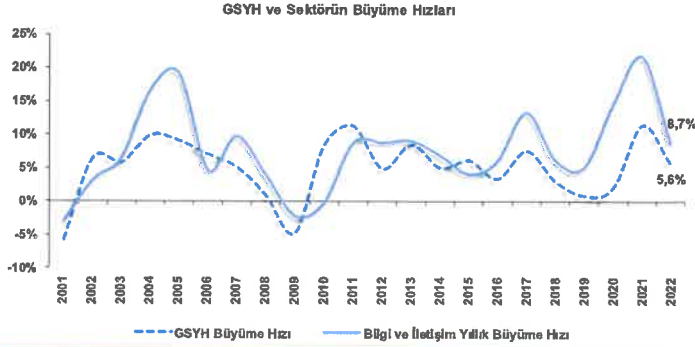
Sektör

Sektörün ülke hasılasından aldığı pay yıllara sari artış göstermekte

Sektörün Ülke GSYH'sinden Aldığı Pay. TÜİK verilerine göre Türkiye ekonomisi son çeyrekte %3,5, 2022 tamamında %5,6 büyüdü. Türkiye'nin GSYH yıllık büyüme hızı %5,6, Bilgi ve İletişim sektörünün yıllık büyüme hızı ise %8,7 oranında gerçekleşmiştir. Son yirmi yılda sektör, genel olarak Türkiye'nin genel büyüme hızının üzerinde bir büyüme performansı sergilemiştir.

Sektörün Satış Hacmi. TCMB sektörel bilanço istatistiklerine göre bilgisayar programlama, danışmanlık, & veri işleme, barındırma, web portalları vb. sektörlerde işgal eden şirketlerin net satışları 2021 yılında 109,1 milyar TL tutarında olup brüt kar marjı %43,0 oranındadır.

Sektörün milli gelirden aldığı pay, yılın son çeyreğinde en yüksek seviyelere çıkmaktadır.

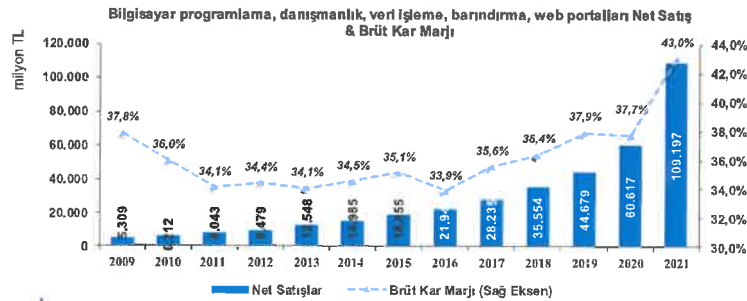


Kaynak: TÜİK, Info Yatırım
Zincirleşmiş Hacim Endeksiyle

Şirket'in Sektördeki Konumu						
Milyon TL	2016			2021		
	Pazar	Forte	Forte'nin Pazar Payı	Pazar	Forte	Forte'nin Pazar Payı
BT-Donanım	12.900	54,87	0,43%	43.500	190,81	0,44%
BT-Hizmet	4.800	9	0,19%	20.000	33,48	0,17%
BT-Yazılım	11.900	0	-	51.000	5	0,01%
Toplam BT Pazarı	29.600	63,9	0,22%	114.500	229,3	0,20%

Kaynak: Şirket, TÜBİSAD

Sektör satışlarının son on yıl bileşik büyüme oranları %30 seviyesindedir...



Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları, 620-631 numaralı sektörler toplamı

Satışlar

Mevcut durumda ticari mal ve hizmet satışları, hasılatı domine ediyor

Yazılım ürünleri Ar-Ge faaliyetleri kapsamında ve sipariş usulü geliştirilen projelerden oluşmaktadır

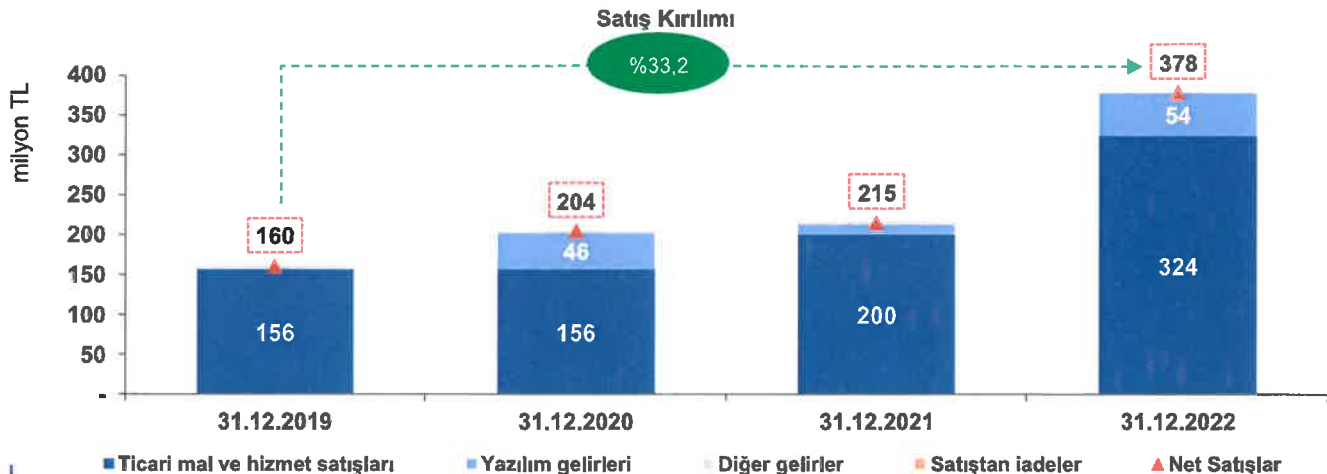
Gelirlerin kırılımı. Şirket'in gelirleri ticari mal (donanım) ve hizmet satışları ve yazılım gelirlerinden oluşmaktadır. Ticari mal ve hizmet satışı kategorisinde Şirket, müşterinin ihtiyacı doğrultusunda know-how'ını kullanarak proje özelinde en uygun olduğunu düşündüğü yazılım ve/veya donanımları proje 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. Yazılım gelirlerinde ise tamamen Şirket tarafından proje bazlı sipariş üzerine geliştirilen ürünlerin satışı ile Şirketin AR-GE faaliyetleri sonucunda elde ettiği birden fazla müşteriye satılabilir nitelikte ürünlerinin satışlarıdır. Şirket satışlarının baskın bölümü ticari mal ve hizmet satışlarından elde edilen gelirlerden, geri kalanı yazılım gelirlerinden oluşmaktadır. Şirket, 2019 yılında net satışlarını yıllık %86,4 artırarak 160,1 m TL'ye, 2020'de yazılım gelirlerindeki ciddi artışın etkisiyle %27,6 artışla 204,3 m TL'ye, 2021'de %5,4 artışla 215,4 m TL'ye, 2022'de %75,7 artışla 378,4 m TL'ye yükselmiştir. Mevcutta yürütülen projelerin tamamlanarak ticarileşmesi 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 satışları bulunmamakta olup satışlarının önemli bir kısmı kamu kurum ve kuruluşlarına yapılmaktadır. 2022 yılında ise 5,1 m TL yurt dışı satış tutarı bulunmaktadır.

Yazılım ürünleri. Şirket'in yazılım ürünleri Ar-Ge faaliyetleri kapsamında geliştirilen projeler ile sipariş usulü yazılımlardan oluşmaktadır. Fabrika Üretim Yönetim Sistemi, Malzeme Kodlandırma ve Entegre Lojistik Bilgi Sistemi, Müşteri İlişkileri Yönetimi (CRM) Ar-Ge faaliyetleri kapsamında geliştirilmiş ve ürün olarak satışı tamamlanmış projelerdir. Elektronik Dokümantasyon Yazılımı, Akıllı Proje Yönetimi ve Analiz Sistemi, Entegre Lojistik Destek Sistemi, İnteraktif Teknik Doküman Sistemi- Editör, İnteraktif Teknik Doküman Sistemi- Görüntüleyici, Ağ Yönetim Sistemi Ar-Ge faaliyetleri kapsamında geliştirilen ve henüz ürüne dönüşmemiş projelerdir. Sözleşmeli olan ve imzalanması kuvvetle muhtemel olan sipariş usulü yazılımlar ise büyük oranda savunma sanayinin farklı ihtiyaçları için geliştirilecek yazılımlardan oluşmaktadır.

	Satış Gelirleri, TL				
	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	YBBO
Ticari mal ve hizmet satışları	155.949.420	156.242.353	200.165.358	323.847.827	27,6%
Yazılım gelirleri	1.925.086	46.131.020	13.256.600	53.644.137	203,2%
Diğer gelirler	2.387.988	2.041.184	2.448.927	1.004.409	-25,1%
Satıştan iadeler	(114.394)	(88.197)	(519.951)	(66.330)	-16,6%
Net Satışlar	160.148.100	204.326.360	215.350.934	378.430.042	33,2%
Satış Büyümesi		27,6%	5,4%	75,7%	

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Yazılım gelirleri proje bazlı olup projelerin yoğunluğuna göre dönemsellik gösterilebilmektedir.



Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

AR-GE Ürünleri

ELDOK ile güncelleme ve bilgi yönetiminin tek elden yapılmasının yanı sıra, güncelleme ve bilginin teknolojik altyapıya uygun olarak kullanımı da sağlanabilecektir

Elektronik dokümantasyon yazılımının yurt içerisinde benzer özellikli bir rakibi bulunmamaktadır

ELDOK, kullanıcılarına zaman tasarrufu sağlamakla birlikte birbiriyle ilişkili dokümanlar arasındaki karmaşıklığı minimize etmektedir

Küresel piyasada ELDOK'un rakibi olan en önemli yazılımlar; Xpublisher, SDL Contenta, IXIASoft, EasyDITA ve Adobe FrameMaker programlarıdır

Savunma sanayii firmaları, üniversiteler, kamu kurumları, akademisyenler, öğrenciler, içerik yazarları vb. kişi ve kurumlar ürünün müşteri kitlesi arasındadır

Elektronik Dokümantasyon Yazılımı – ELDOK. Elektronik Dokümantasyon web uygulaması ELDOK; kurumsal dokümanların XML olarak modüler bir şekilde tutulmasını sağlayarak iş süreçleri ile ilişkilendirilmesini sağlayan bir web uygulamasıdır. Özellikle kurumsal kaynak yönetiminde büyük süreçlerin hangi kurumsal dokümanın, hangi başlığı ile ilişkili olduğunu veya dokümanlar arasındaki ilişkilerin istenilen düzeyde (başlık, madde, bölüm vb.) takip edilmesini sağlamaktadır. ELDOK, kullanıcılara dokümanları saklaması, versiyonlaması, belli bir şablon oluşturarak buna bağlı doküman hazırlaması, doküman içerisinde esnek sorgulama yapabilmesi, dokümanda yapılan değişikliklerin görüntülenebilmesi, dokümanlar arasında modüler ilişkilendirme yapılabilmesi ve dokümanların çeşitli (pdf, doc, html, dita) formatlarında indirilebilmesi imkânlarını sunmaktadır.

Proje özellikleri. Kullanıcının belli bir doküman için şablon oluşturarak bu şablonun farklı dokümanlarda kullanılabilmesini sağlamaktadır. Böylece kullanıcılar format uygunluğu konusuna vakit harcamadan dokümanlarını kolaylıkla hazırlayabileceklerdir. ELDOK'un diğer bir avantajı; dokümanlar arasında modüler düzeyde referans verilebilmesi ve referansın değişmesi söz konusu olduğunda kullanıcının bilgilendirilmesidir. Referans özelliği ile dokümanların modüler olarak bölüm, paragraf, madde ve satır düzeyinde ilişkilendirilebilir. Proje dizin yapısının eklenmesi ile dokümanlar arasında tek tuşla gezinti sağlanabilmesi, yetkilendirme ve log tutma gibi özellikleri ile kurum içi yazılımların kurum içerisinde ilave bir yetki yönetimi veya kurulum olmadan kullanım sağlanması, proje içerisinde yapılan referanslamalar sayesinde yapılan değişiklikler, yazarın bilgi ve onayına sunulması; dokümanların yazılması sırasında kullanılan şablonlar, ilave kod yazma ihtiyacı olmadan kullanıcılar tarafından tasarlanabilmesi ELDOK'u rakiplerinden ayıran başlıca özelliklerdendir.

Pazar Analizi & Proje takvimi. Mordor Intelligence araştırma firmasının yayınlamış olduğu verilere göre; küresel doküman yönetim sistemleri pazarının 2020 yılında 5,5 milyar USD büyüklüğe ulaşmış olup, pazar hacminin 2026 yılı itibarıyla 11,5 milyar USD hacme ulaşacağı öngörülmektedir. ELDOK, 3 adet alt modüle sahiptir. Şablon oluşturma modülü, kurumların ve kullanıcıların yaygın olarak kullandığı şablonları oluşturabilmeleri ve diğer kullanıcıların bu şablonlar ile doküman oluşturabilmelerine imkân vermektedir. Dizin ve proje yönetimi modülü, editör ile yazılmış dokümanların, belirli bir dizin ve proje yapısı içerisinde saklanabilmesini sağlar, hiyerarşik ağaç yapısı sayesinde dizinler arası geçişi kolaylaştırır. Editör modülü ise belirli bir dizin içerisinde seçilmiş olan şablona uygun olarak yazım işleminin yapılmasını sağlar. Ürünün geliştirme aşaması 36 ay sürmüştür ve 1 Ocak 2022 tarihinde tamamlanmıştır. İlerleyen dönemlerde ürünün satış ve yaygınlaştırma çalışmalarına devam edileceği Şirket tarafından belirtilmiştir. Proje kapsamında yıllık 23,4 adam x ay kullanılması planlanmaktadır. Ürün yıllık lisans modeli üzerinden ve her bir kullanıcı üzerinden lisanslanacaktır. Ürünün lansmanı yapıldıktan sonra ilk hedef pazar olarak büyük kurumlar belirlenmiş ve iki kurum için ELDOK XL lisansı satılmıştır. İlerleyen dönemde ELDOK Single lisans satışlarına da öncelik verilecektir. Ürünün başlangıç ve bitiş tarihi 1.01.2019 / 01.01.2022 olarak tanımlanmıştır. ELDOK uygulamasının hedef kullanıcı kitlesini, birçok kapsamlı dokümanı kurumsal olarak yönetmek ya da kaynak yönetim süreçlerinde birbiriyle ilişkili dokümanları kullanmak ve bu dokümanlar arasındaki ilişkileri takip eden kurumlar ve işi gereği belli bir şablon ve referans sistemi kullanmak durumunda olan bireyler oluşturmaktadır.

AR-GE Ürünleri

DESKFOR-PM iş süreçlerindeki artan karmaşıklığı giderir, herhangi bir departman için projelerin ölçeklenebilir şekilde yönetilmelerini sağlar, iş teslimini daha yönetilebilir ve kolay hale getirilmesine imkân verir

Proje yönetimi yazılım sistemlerinin ana tedarikçileri arasında Oracle Corporation, Microsoft Corporation, SAP SE, Broadcom Inc., Basecamp LLC, AEC Software gibi şirketler bulunmaktadır

Pazara kolay enjekte olabilmek ve pazar payını artırabilmek adına geliştirilecek olan ürün çok daha fonksiyonel özelliğe sahip ve yüksek kalite standartlarında sunulacak olmasına rağmen fiyatlandırması rakiplerine göre çok daha düşük tutulmuştur

İlk hedef pazar olarak küçük ve orta ölçekli firmalar belirlenmiştir

Akıllı Proje Yönetimi & Analiz Sistemi - DESKFOR-PM. Akıllı proje yönetimi ve analiz sistemi DESKFOR-PM, bir proje içinde planlama, çizelgeleme, kaynak tahsisi ve değişiklik yönetimi gibi çeşitli amaçlar için kullanılan yazılımları ifade eder. Proje yöneticilerinin, paydaşların ve kullanıcıların maliyetleri kontrol etmesine, bütçelemeyi, kalite yönetimini ve dokümantasyonu yönetmesine olanak tanımakla birlikte bir yönetim sistemi olarak da kullanılabilir. Şirketlerin iş süreçlerindeki gereksiz gecikmeleri önleyerek onlarca projenin aynı zamanda yürütülmesini sağlar; finansal hedeflerini, riskleri ve aynı zamanda kaynakların kullanılabilirliğini de yöneterek projelerden alacakları verimliliği üst seviyelere çıkarır. DESKFOR-PM'nin veri depolama, operasyonel verimlilik, veri güvenliği gibi kritik öneme sahip özellikleri, işletmeleri geleneksel merkezi olmayan bilgi sistemlerinden entegre bir veri yönetimi platformuna geçiş yapmaya teşvik etmektedir.

Proje Özellikleri & Pazar Analizi. DESKFOR-PM bir paket yazılım çözümü olup içerisinde; proje yönetimi kapsamındaki ihtiyaçlara ek olarak makine öğrenmesi destekli fizibilite hazırlanması, etkin kaynak planlaması için alternatif algoritmalar geliştirilmesi, hazırlanan fizibilite ve projenin uygulanması esnasındaki gerçekleştirme arasındaki farkların analiz edilmesi ve CMMI (Capability Maturity Model Integration) olgunluk seviyesi 3'ün otomatik olarak sağlanması gibi özellikleri bulunmaktadır. Mordor Intelligence firmasının araştırmalarına göre proje yazılım sistemleri küresel pazarı 2019'da 4,9 milyar USD olarak tespit edilmiştir. Pazarın, 2025 yılına kadar %10,7'lik bir Yıllık Bileşik Büyüme Oranı (YBBO) ile 8,9 milyar USD hacme ulaşması beklenmektedir. Akıllı proje yönetim ve analiz sistemlerinin iş dünyasında daha merkezi bir yerde konumlanacağı beklenmektedir. Project Management Institute raporuna göre şirketler tarafından yürütülen projelerin %15'i öngörülen hedeflerine ulaşamamaktadır. Yine aynı raporda belirtildiği üzere çoğu kuruluşun %70'lik bir proje başarısızlık oranı bildirmesi de bu duruma örnektir. Bu durum proje yönetiminin daha etkin ve verimli şekilde yapılmasının kritik olabileceğini ortaya koymaktadır

Alt Modüller & Proje takvimi. DESKFOR-PM, 7 adet alt modüle sahiptir. İnsan kaynakları modülü ile şirketin bütün insan kaynakları süreçlerinin takip ve kontrollerinin yapılması; fırsatlar modülü ile satış yöneticilerinin bütün iş fırsatlarını ve bu fırsatlar ile ilgili yapılan faaliyetlerin takip edilmesini; görev yönetimi modülü ile görev atamaları ve yönetimi; teklif yönetimi modülü ile fırsat ile oluşan teklifin hazırlanması, bütçelenmesi vb. süreçlerin yönetilmesi; proje yönetimi modülü ile proje takviminin yönetilmesi; gider yönetimi modülü ile personelin farklı kalemler ve projeler için yapmış olduğu harcamaların takip edilmesi ve onay süreçlerinin yazılım üzerinden yapılması; finans yönetimi modülü ile proje bazında ve şirketin genel bütçesinin oluşturulması sağlanacaktır. Ürünün geliştirme aşamasının 30 ay sürmesi planlanmaktadır. Ürün yıllık lisans modeli üzerinden ve müşterideki kullanacak her bir son kullanıcı üzerinden lisanslanacaktır. Ürünün başlangıç ve bitiş tarihi 01.11.2021 / 01.06.2024 olarak tanımlanmıştır.

AR-GE Ürünleri

S-Serisi Ürün Destek Yönetim programı, tüm spesifikasyonların kapsayacak şekilde geliştirilen ve savunma sanayinin kullanımına sunulan bir üründür

Entegre Lojistik Destek faaliyetlerinin yönetiminin yapıldığı yerli bir yazılımı bulunmamaktadır

Geliştirilecek olan ürün, rakiplerine kıyasla çok daha yüksek kalite standartlarında sunulacak olmasına rağmen piyasada pazar payını arttırılabilmek için rakiplerinden çok daha düşük fiyatların kullanılmasına karar verilmiştir

FORIPS kapsamında beş ana modül bulunmaktadır

Entegre Lojistik Destek Sistemi - FORIPS. S-Serisi spesifikasyonlar, gelişmiş ülkeler ve NATO'daki savunma projeleri/programlarında hızla uygulama alanı bulmaktadır. Bu spesifikasyonlar, uluslararası kullanımda süreçlere ilişkin ortak bir anlayışı, değişiklik veya ihtiyaçlara yönelik reaksiyon kabiliyetinin artırılmasını hedeflemektedir. Avrupa Havacılık Savunma Sanayi Derneği (ASD), Amerika Havacılık Endüstrisi Derneği (AIA) ve NATO'nun kullandığı S-Serisi Spesifikasyonlar; S1000D dokümantasyon yazılımı, S2000M malzeme yönetimi yazılımı, S3000L ürün destek analizi, S4000P koruyucu bakım ve geliştirme yazılımı, S5000F kullanım verisi geri bildirimi, S6000T eğitim ve eğitim ihtiyaçları analizi için uluslararası spesifikasyonlardan ve bu spesifikasyonların kullanımı için uluslararası rehberden (SX000i) oluşmaktadır. Forte Entegre Ürün Destek Sistemi, uluslararası S-Serisi ürün destek sistemiyle uyumlu bir yazılım ailesidir. FORIPS kapsamında FORSDOC Teknik Dokümantasyon Yazılımı, FORSMM Malzeme Yönetim Yazılımı, FORSPAN Entegre Ürün Destek Yönetim Yazılımı, FORSANALYSIS Lojistik Destek Analiz Yazılımı, FORMMAINTENANCE Bakım Analiz ve Planlama Yazılımı olarak beş ana modül ile bunların alt modülleri bulunmaktadır.

Proje Özellikleri & Pazar Analizi. Her modülün kendine has özelliklerinin bulunmasıyla birlikte ürünün web tabanlı olması, rol/yetki yönetimi sunması, veri tabanının bağımsız olması, cloud ve on-premise imkanı sağlaması, multitenant özelliğinin olması ve kaynak kodu hakimiyeti sunması genel teknik özellikleri arasındadır. FORIPS modülleri ayrı ayrı kullanılabilirliği gibi, birbirleri ile entegre olarak da kullanılabilirler. Şirket, müşterilerin istekleri doğrultusunda FORIPS'in diğer üretim yönetim sistemleri ile entegrasyonu için ara yüz ve hizmetler sağlar. En büyük rekabet avantajı sağlayan özelliklerinden biri ise Entegre Lojistik Destek faaliyetleri yönetiminin yapıldığı yerli bir yazılımı bulunmamasıdır. The Express Wire tarafından yayınlanan raporda savunma sanayi sektörü pazar hacminin 2019 yılında 1.914.321 milyon USD olarak gerçekleşmiştir. Savunma Sanayi Başkanlığı'nın web sitesinden yaptığı açıklamada; 2021 yılında 139,7 milyar TL olan Türkiye Pazarı'nın, 2022 yılında 181 milyar TL olarak planlandığı ve entegre ürün destek veri yönetiminin %5-8'lik bir yeri olacağı değerlendirilmektedir. Ülkemizde savunma sanayi firmaları tarafından Entegre Lojistik Destek analizleri konusunda paket yazılım kullanımı tam olarak yaygınlaşmamış olmak ile birlikte, faaliyetler genellikle ofis yazılımları üzerinden manuel olarak yapılmaktadır. Savunma Sanayi Başkanlığı tarafından hali hazırda alımı yapılan bütün silah sistemleri için S1000D kullanım zorunluluğu getirilmiştir.

Alt Modüller & Proje takvimi. FORIPS, 5 ana modüle ve bu modüller de alt modüllere sahiptir. FORSMM modülü NSN İşlemleri, Proje Yönetimi, Görsel Yönetimi ve IPD yönetimi alt modüllerine; FORSPAN modülü Proje İşlemleri, Entegre Ürün Destek Elemanları, Doküman İşlemleri alt modüllerine; FORSPMTM modülü Proje Yönetimi, Bakım Görevleri Analizi, Koruyucu Bakım Optimizasyonu ve Veri Paylaşımı Ara Yüzü alt modüllerine; FORSANALYSIS modülü LSA Süreci Yönetimi, LDA Metotları, LSAR ve Veri Değişim Ara Yüzleri alt modüllerine sahiptir. Ürünün geliştirme aşamasının 36 ay sürmesi planlanmaktadır. Ürün yıllık lisans modeli üzerinden ve müşterideki kullanacak her bir son kullanıcı üzerinden lisanslanacaktır. Ürünün başlangıç ve bitiş tarihi 04.01.2021 / 04.01.2024 olarak belirlenmiştir. Ürünün lansmanı yapıldıktan sonra ilk hedef pazar olarak savunma sanayi firmaları ve Millî Savunma Bakanlığı belirlenmiştir.

AR-GE Ürünleri

S1000D uyumlu teknik dokümanların hazırlanması ve görüntülenmesinde kullanılan yerli bir ürün bulunmamaktadır

Geliştirilecek olan ürün, rakiplerine kıyasla çok daha yüksek kalite standartlarında sunulacak olmasına rağmen piyasada pazar payını arttırabilmek için rakiplerinden çok daha düşük fiyatların kullanılmasına karar verilmiştir

Ürünün dört ayrı alt modülü bulunmaktadır

Proje bitiş tarihi 01.07.2022 olarak planlanmaktadır

İnteraktif Teknik Doküman Sistemi- Görüntüleyici – FOR-SDOC Viewer. FOR-SDOC Viewer, uluslararası havacılık ve savunma sanayii teknik dokümantasyon standardı olan S1000D ile uyumlu olarak hazırlanmış interaktif elektronik teknik yayınların (IETP) teknik personele gösterilmesini ve etkileşimli olarak kullanımını sağlayan web uygulamasıdır. Ürün, S1000D uyumlu teknik dokümanların kullanımı için teknik personelin kullanacağı bir görüntüleyici görevi görmektedir. Doküman yönetim sistemlerinde, savunma ve havacılık sanayinde S1000D uluslararası standardı etkileşimli doküman yazımını ve bilgi paylaşımını kolaylaştırması nedeniyle talep görmektedir.

Proje Özellikleri & Pazar Analizi. Ürünün kurulum gerektirmeden kullanılması, kullanıcıya özel not alma özelliği, not ve ekran görüntüsü paylaşımı, hızlı arama seçeneği, kişiye özel kütüphane özelliği ve yayın güncellemeleri bildirimi gibi özellikler en yakın rakiplerine kıyasla ürünü ön plana çıkarmaktadır. Web tabanlı bir uygulama olması sayesinde kurulum gerektirmeden kullanımı sağlar ve kurumsal olarak yetki yönetiminin yapılmasını destekler. Türkiye’de savunma ve havacılık sektöründe 2015 yılından itibaren S1000D standardına uyum konusunda çalışmalar başlatılmıştır. Savunma Sanayii Başkanlığı bünyesinde kurulan “Türk Savunma Sanayii Ömür Devri Yönetimi Platformu” ile kamu ve özel sektör temsilcileri bir araya gelerek “Teknik Yayın Hazırlama Rehberi” dokümanı oluşturmuşlardır. Bu kapsamda; savunma sanayinde hazırlanan teknik dokümanların S1000D standardına uygun olarak hazırlanması kamu ve özel sektör temsilcileri tarafından kabul edilmiştir. Yeni ürünler ile birlikte hazırlanan S1000D uyumlu teknik dokümanların kullanımı için özellikle MSB bünyesinde teknik personelin kullanacağı bir görüntüleyici ihtiyacı bulunmaktadır. Milli Savunma Bakanlığı bünyesinde, teknik bilgileri kullanarak bakım ve onarım faaliyetlerini icra eden yaklaşık 10.000 teknik personel çalışmaktadır. Ayrıca firmaların ürünlerinin işletme ve idamesinde görevlendirdiği personellerin sayısı da gün geçtikçe artmaktadır. İlgili alanda, ülkemizde kullanılan en yaygın ürünler ise Raytheon Eagle EPS, PTC Windchill Arbortext, Pennant R4i Viewer’dır.

Alt Modüller & Proje takvimi. S1000D Viewer, 4 adet alt modüle sahiptir. IETP Format/Tema alt modülü, IETP gösterimi esnasında kullanılacak olan şablonların oluşturulmasını; Yayın Kütüphanesi alt modülü, S1000D standardına uygun olarak oluşturulmuş olan teknik yayınların istenilen dizin yapısına uygun olarak saklandığı ve yayınların içerisinde arama yapılmasını; Görüntüleme alt modülü, hazırlanmış olan IETP’lerin kullanıcı tarafından görüntülenmesini ve etkileşimli olarak kullanılmasını sağlayan modüldür. Eğitim Kütüphanesi alt modülü, kullanıcıların S Serisi spesifikasyonlar ve entegre ürün destek süreçleri hakkında bilgileri bulabileceği bir eğitim kütüphanesidir. Ürünün geliştirme aşamasının 9 ay sürmesi planlanmaktadır. Ürün yıllık lisans modeli üzerinden ve müşterideki kullanacak her bir son kullanıcı üzerinden lisanslanacaktır. Ürünün başlangıç ve bitiş tarihi 01.10.2021 / 01.07.2022 olarak tanımlanmıştır. Ürünün lansmanı yapıldıktan sonra ilk hedef pazar olarak savunma sanayi firmaları ve Millî Savunma Bakanlığı belirlenmiştir. Savunma Sanayi Başkanlığı tarafından hali hazırda alımı yapılan bütün silah sistemleri için S1000D kullanım zorunluluğu getirilmiştir. Savunma sanayi firmaları ve Millî Savunma Bakanlığı tarafına satışların yapılması ile yerli sanayimizin de desteği ile uluslararası piyasada satışların artacağı değerlendirilmektedir.

AR-GE Ürünleri

FOR-SDOC Author, S1000D ile uyumlu teknik dokümantasyon hazırlanmasını sağlar

Ürünün geliştirme aşamasının 29 ay sürmesi planlanmaktadır

Savunma Sanayi Başkanlığı tarafından hali hazırda alımı yapılan bütün silah sistemleri için S1000D kullanım zorunluluğu getirilmiştir

İnteraktif Teknik Doküman Sistemi – FOR-SDOC Author. FOR-SDOC Author; uluslararası havacılık ve savunma sanayii teknik dokümantasyon standardı olan S1000D ile uyumlu olarak teknik dokümantasyonun hazırlanmasını sağlayan bir yazılımdır. Gelişen teknoloji ile birlikte özellikle havacılık ve savunma sanayiindeki ürünlerin işletilmesi, kullanımı ve bakım ile onarım süreçlerinin yönetimi daha karmaşık bir hale gelmiştir. FOR-SDOC Author, S1000D standardı uyumlu olarak teknik yayın kapsamının belirlenmesi, içeriklerin hazırlanması, yayınların oluşturulması hususlarını uçtan uca destekleyen bir yazılımdır.

Proje özellikleri. Ürünün uçtan uca tek lisanslı ürün olması, alt yüklenici ile ortak kullanılması, yardım masası desteği, Türkçe ara yüz, Türkçe video eğitim kütüphanesi, müşteriye özel konfigürasyon oluşturma gibi özellikleri en yakın rakiplerine kıyasla ürünü ön plana çıkarmaktadır. FOR-SDOC Author, 4 adet alt modüle sahiptir. Katman ve İş Kuralları Yönetimi alt modülü, S1000D spesifikasyonuna uygun olarak iş kurallarının katman mimarisinde düzenlenmesini sağlar. Ortak Veri Yönetimi alt modülü, S1000D bilgi nesnelerinin depolandığı, güncellendiği ve diğer paydaşlar ile paylaşımının yapıldığı veri tabanı yönetim modülüdür. Editor alt modülü, ürün için gerekli olan teknik dokümantasyonun hazırlandığı ara yüzdür. Web uygulaması olarak çalışan, kullanıcı dostu bu ara yüz ortak veri tabanı (CSDB) üzerindeki nesneleri kullanarak yazarın bir defa yazıp, yazmış olduğu bilgiyi çok defa kullanmasını sağlar. Yayın Hazırlama alt modülü, ürünü desteklemek için oluşturulacak teknik yayınların CSDB üzerinde bulunan nesneler kullanılarak hızlı bir şekilde hazırlanmasını sağlayan modüldür.

Proje takvimi. Ürünün geliştirme aşamasının 29 ay sürmesi planlanmaktadır. Ürün yıllık lisans modeli üzerinden ve müşterideki kullanacak her bir son kullanıcı üzerinden lisanslanacaktır. Ürünün başlangıç ve bitiş tarihi 01.12.2021 / 01.05.2024 olarak belirlenmiştir. Ürünün lansmanı yapıldıktan sonra ilk hedef pazar olarak savunma sanayi firmaları ve Millî Savunma Bakanlığı belirlenmiştir.

AR-GE Ürünleri

Siber saldırıların artması ve yarattığı tahribatların oldukça büyük olabilmesi nedeniyle veri güvenliğinin önemi ürünü ön plana çıkarmaktadır

Türkiye’de ağ yönetimi yazılımı konusunda faaliyet göstermekte olan firmalar; Cisco, Extreme XMC, Aruba Airwave, Solarwinds, OpManager, Arista-Cloud Vision, Paessler PRTG, Nagios ve Zabbix’tir

Ağ Yönetim Sistemi – ForNetPlan. Tanımlanan ağa bağlı tüm network cihazlarından verileri toplamak, toplanan veriler ile network sistemleri hakkında kararlar vermek, network cihazlarını lokal ve bulut sistemler vasıtası ile yapılandırmak ve tüm süreçler sonucunda yapay zekâ sistemi ile networkün kendi kendisini yönetmesi ve sistem yöneticilerine yön göstermesini sağlamak yazılımın temel işlevleridir.

Proje özellikleri. ForNetPlan’ın, Uygulama Görünürlüğü, Sıfır Dokunma Yapılandırması (Zero Touch Provisioning), Amaca Dayalı Yapay Zekâ (Intend Based Networking), Çoklu Protokol Desteği ve Otomasyon olmak üzere kritik öneme sahip beş özelliği bulunmaktadır. Uygulama görünürlüğü için ağ içindeki trafiğin bilgileri alınır, alınan trafik bilgisi analiz edilir ve anlaşılandırılır. Analiz sonucunda performans problemleri, uygulamaların kullanım oranları, kullanıcıların oluşturduğu trafik ve türleri, güvenlik açıklıkları tespit edilebilir. Sıfır Dokunma Yapılandırması (Zero Touch Provisioning) ile minimum manuel müdahale ile yazılımlar yeni cihazlara otomatik olarak yüklenebilir veya yüklü olan mevcut yazılımlar güncellenebilir. Yapay Zekâ destekli Amaca Dayalı Ağ (Intend Based Networking) kullanıcı trendleri, servisler ve uygulama metrikleri gibi yerel ağa özel parametreleri baz alan dinamik ağ gereksinimleri giderilebilir. Çoklu Protokol Desteği ile NETCONF/RESTCONF ve YANG modeli desteklenecektir. Son önemli özellik olan otomasyon ile giderek daha karmaşık hale gelen ve daha fazla teknik bilgi gerektiren ağ yönetimi optimizasyonu sağlanabilir.

Pazar Analizi & Proje takvimi. Allied Market Research Raporu’na göre toplam hacmi 300 milyar USD olan küresel ağ pazarı %10’un üzerinde istikrarlı bir büyüme göstermektedir. Türkiye ağ yönetim pazarının 78,4 milyon USD olduğu tahmin edilmektedir. Mevcut pazarın 2028 yılında, %14,5 YBBO ile 135,2 milyon USD hacme ulaşacağı öngörülmektedir. Günümüzde veri güvenliğinin önemi had safhada iken ağ yönetim sistemine dahil edilen verilerin ne maksatla işlendiği ayrı bir önem arz etmektedir. Yerli bir firma tarafından geliştirilecek cihaz ve yazılım algoritmaları ve kullanmış olduğu teknolojiler devlet otoriteleri tarafından denetlenebilmektedir. Bu durum bir bakıma yerli ürünlerin stratejik önemini özetlemektedir. Ürün 3 faz ve toplamda 7 modülden oluşmaktadır. Temel Yapılandırma, Uygulama Görünürlüğü ve Otomasyon modülleri 1. fazda, Uygulama Görünürlüğü, Otomasyon ve Zero Touch Provisioning 2. fazda, Yapay Zeka ise 3. fazda yer almaktadır. Bütün fazların 36 ayda tamamlanması planlanmaktadır. Ürün yıllık lisans modeli üzerinden ve müşterideki cihaz (switch, router, VLANs vb.) başına lisanslanacaktır. Ürünün başlangıç ve bitiş tarihi 01.01.2022 / 01.01.2025 olarak tanımlanmıştır. Ürünün lansmanı yapıldıktan sonra ilk hedef pazar olarak savunma ve büyük kamu kurumları belirlenmiştir. Öncelikli olarak bu birimlerde yapılacak olan satışların ardından KOBİ ve yurt dışı satışlar hedeflenecektir. Bu kapsamda ilk yıllar için Millî Savunma Bakanlığı, Kara Kuvvetleri Komutanlığı, Jandarma Genel Komutanlığı, Emniyet Genel Müdürlüğü ve BOTAŞ ana hedef müşterilerdir.

AR-GE Ürünleri

T.C. Millî Savunma Bakanlığı tarafından oluşturulan onaylanmış kadro ve teşkilat verileri bağlı kurum ve kuruluşlara güvenli ağ üzerinden iletilmektedir.

Teşkilat Bilgi Sistemi (TBS). T.C. Millî Savunma Bakanlığı, Türk Silahlı Kuvvetleri Genel Kurmay Başkanlığı, Kara Kuvvetleri Komutanlığı, Deniz Kuvvetleri Komutanlığı ve Hava Kuvvetleri Komutanlığı'na ait teşkilat ve kadro bilgilerini müşterek olarak yönetilmesini sağlayan yazılımdır.

Proje özellikleri. TBS, yazılımı iki modülden oluşmaktadır. İlk modül T.C. Millî Savunma Bakanlığı ve bağlı kurum/kuruluşların teşkilat bilgilerini görüp yönetecekleri TBS Web Uygulaması'dır. TBS Web Uygulaması'na güvenli ağın bulunduğu her yerden yetki verilen personeller web browserlar üzerinden erişebilir. İkinci modül ise TBS Web Uygulaması üzerinden oluşturulan kadro ve teşkilat bilgilerini MSB'nin bağlı kurum/kuruluşlarına aktarılmasını sağlayan TBS Entegrasyon Modülü'dür.

Proje takvimi. Ürünün başlangıç ve bitiş tarihi 01.01.2022 / 01.01.2024 olarak belirlenmiştir

Tamamlanan ve Devam Eden AR-GE Projeleri							
Proje Adı	Pazarlama Ürün Adı	Başlama Tarihi	Bitiş Tarihi	Tamamlanma Durumu ⁵ (%)	Ürün Açıklaması	Aktif Büyüklüğü (31.12.2022) ¹	Faydalı Ömür ²
Malzeme Kodlandırma ve Entegre Lojistik Bilgi Sistemi	Kod-TR	1.06.2018	1.12.2020	100%	NATO Kodlandırma Sistemine (NATO Codification System) uygun şekilde kodlandırma yapan ve NATO'nun kodlandırma sisteminin anlattığı ACodP-1 (NATO Manual on Codification) kılavuzundaki talimat ve iş akışlarına göre malzemelerin kodlandığı WEB tabanlı bir yazılımdır.	1.915.809	8 Yıl ³
Müşteri İlişkileri Yönetimi (CRM)	DeskforSM	27.07.2020	30.04.2021	100%	DeskFor Servis Yönetimi, yüklenici ve alt yükleniciler arasında servis kayıtlarının entegrasyonu otomatik olarak sağlayan bir yazılımdır.	194.255	8 Yıl
Elektronik Dokümantasyon Yazılımı (ELDOK)	ELDOK	1.01.2019	1.01.2022	100%	Kurumsal dokümanların XML olarak modüler bir şekilde tutulmasını sağlayarak iş süreçleri ile ilişkilendirilmesini sağlayan bir web uygulamasıdır. Özellikle kurumsal kaynak yönetiminde büyük süreçlerin hangi kurumsal dokümanın, hangi başlığı ile ilişkili olduğunu veya dokümanlar arasındaki ilişkilerin istenilen düzeyde (başlık, madde, bölüm vb.) takip edilmesini sağlamaktadır.	4.239.605	10 Yıl
İnteraktif Teknik Doküman Sistemi-Görüntüleyici	FOR-SDOC Viewer	1.10.2021	1.06.2022	100%	Uluslararası havacılık ve savunma sanayii teknik dokümantasyon standardı olan S1000D ile uyumlu olarak hazırlanmış interaktif elektronik teknik yayınların (IETP) teknik personele gösterilmesini ve etkileşimli olarak kullanımı sağlayan web uygulamasıdır.	1.011.355	10 Yıl ³
Fabrika Üretim Yönetim Sistemi	ELDERP	2.03.2020	2.03.2023	94%	Havacılık, uzay ve savunma vb. sektörlerde ürün tasarlayan, geliştiren ve üreten kuruluşların, AS/EN 9100 Kalite Yönetim Sistemi gerekliliklerinin yerine getirebilmesi için geliştirilmesi planlanan yazılımdır.	5.528.991	8 Yıl
Akıllı Proje Portföy Yönetim ve Analiz Sistemi	DeskForPM	1.11.2021	1.05.2024	81%	DESKFOR-PM; bir proje içinde planlama, çizelgeleme, kaynak tahsisi ve değişiklik yönetimi gibi çeşitli amaçlar için kullanılan yazılımları ifade eder. Proje yöneticilerinin, paydaşların ve kullanıcıların maliyetleri kontrol etmesine ve bütçelemeyi, kalite yönetimini ve dokümantasyonu yönetmesine olanak tanır ve ayrıca bir yönetim sistemi olarak da kullanılabilir.	3.680.496	10 Yıl
Entegre Lojistik Destek Sistemi	FORIPS	4.01.2021	4.01.2024	66%	Forte Entegre Lojistik Destek Sistemi, uluslararası S-Serisi ürün destek sistemi uyumlu bir yazılım grubudur. Spesifikasyonlara uyumlu işlemleri ürünün ömür devri boyunca, planlamak, icra ve takip etmeyi kullanıcı dostu yapmayı sağlar.	2.545.288	12 Yıl
Teşkilat Bilgi Sistemi	TBS	1.01.2022	1.01.2024	50%	T.C. Millî Savunma Bakanlığı, Türk Silahlı Kuvvetleri Genel Kurmay Başkanlığı, Kara Kuvvetleri Komutanlığı, Deniz Kuvvetleri Komutanlığı ve Hava Kuvvetleri Komutanlığı'na ait teşkilat ve kadro bilgilerini müşterek olarak yönetilmesini sağlayan yazılımdır.	1.462.597	10 yıl
İnteraktif Teknik Doküman Sistemi-Editör	FOR-SDOC Author	1.12.2021	1.04.2024	46%	Uluslararası havacılık ve savunma sanayii teknik dokümantasyon standardı olan S1000D ile uyumlu olarak teknik dokümantasyonun hazırlanmasını sağlayan bir yazılımdır.	3.040.806	10 Yıl ⁴
Ağ Yönetim Sistemi Yazılımı	ForNetPlan	1.01.2022	1.01.2025	33%	Tanımlanan ağa bağlı tüm network cihazlarından verileri toplamak, toplanan veriler ile network sistemleri hakkında kararlar vermek, network cihazlarını lokal ve bulut sistemler vastası ile yaptırmak ve tüm süreçler sonucunda yapay zekâ sistemi ile networkün kendi kendisini yönetmesi ve sistem yöneticilerine yön göstermesini sağlar.	4.558.034	10 yıl

¹ Şirket, sadece tamamlanmış projeler için amortisman ayırmakta olup bu kapsamda KODTR, DESKFORSM, ELDOK ve FOR-SDOC-Viewer projelerinin toplam geliştirme maliyetlerinden ayrılan amortismanın düşülmesiyle net aktif büyüklüğüne ulaşılmaktadır. Diğer projelerde ise net aktif büyüklüğü, toplam geliştirme maliyetlerinden oluşmaktadır.

² Yazılımların kullanım ömürleri teknolojik alt yapılarına dayanılarak üretim ekibinin tecrübesi ile tahmin edilerek sunulmuştur.

³ NATO AC-135 grubu tarafından yayınlanan ACodP-1 dokümanına göre geliştirilmiş olup NATO tarafından yapılacak çok büyük bir güncelleme durumunda kullanım ömründe azalma olabilir.

⁴ ASD/AIA S1000D Versiyon 5.0 standartlarına göre geliştirilmekte olup ilerleyen yıllarda çıkacak yeni versiyonun planlanan ve beklenenden farklı olması durumunda kullanım ömrü kısalabilir.

⁵ 31.12.2022 tarihi itibarıyla tamamlanma durumları.

Kaynak: Şirket

Finansal Analiz

2022'de aktifin %13,7'si nakit ve benzerleri

**ELD Bilişim paylarının kalan %50'si
2021'de 12,5 mn TL bedel ile Şirket
tarafından satın alınmıştır.**

**Nihai müşteri kamu olduğu için
şüpheli alacak riski düşük**

**Müşterilere önemli tutarda teminat
verilmekte**

İhale usulü çalışılması ve özel nitelikli ürünler olması nedeniyle stoklarda asgari stok seviyesi kavramı oluşmamaktadır

Şirket klasik al-satıcı firmalardan farklı olarak sistem entegratörü olarak donanım satışı yapmaktadır

**Uzun vadeli yazılım projeleri için
verilen avanslar uzun vadeli peşin
ödenmiş giderlerde
kaydedilmektedir**

İhalelere teklif verilirken forward kur dikkate alınmakta ve döviz kontratı satın alınmaktadır. 2020 yılında yapılan forward sözleşmesi sonrasında kurlarda gerileme yaşandığı için türev araçlardan yükümlülük oluşurken 2021 yılında kurlardaki artış nedeniyle türev araçlardan varlık hesabı oluşmuştur.

2022'de 365 mn TL dönen varlıklar. 31 Aralık 2022 tarihi itibarıyla Şirket'in 55,1 mn TL nakit ve benzerleri bulunurken bankalardaki mevduatlar üzerinde blokaj oluşmamıştır. Şirket'in nakit ve benzerlerinin 2022'de toplam aktiflerin %13,7'si olduğu görülmektedir. İlgili rasyo 2019-2021 arasında ortalama %19 seviyesinde seyrederken 2022 yılında da benzer bir oran ortaya çıkmıştır. Yılın son çeyreğinin hem gelir hem de tahsilat açısından mevsimsel bir etkiye bulunması nedeniyle yılsonu kapanışlarında Şirket yüksek nakit pozisyonunda yer almaktadır. Şirket, geçmiş yıllarda vadeli ve vadesiz döviz mevduatına nakit tutarak ticari faaliyetlerden kaynaklanabilecek kur riskini minimize etmeye çalışmıştır. 2022'de ise kur riskini daha çok peşin alımlarla hedge etme stratejisi nedeniyle dövizli nakit varlık azalmıştır. 2022'de artan sabit kıymet, maddi olmayan duran varlık ve işletme sermayesi yatırımlarına karşın yükselen karlılık ve borç seviyesi nakit ve benzerlerinde artışı beraberinde getirmiştir.

Kamu satışları alacak riskini azaltmakta. Ticari alacaklar çoğunlukla donanım satışlarından kaynaklanmakta olup ticari ürün satış büyümesi ile birlikte hareket etmektedir. 2021 yılında ticari ürün satışlarındaki %28,1'lik büyüme ve yükselen kur, aynı dönemde ticari alacaklardaki %37,7'lik büyüme ile 114,8 mın TL'lik tutarın oluşmasını açıklamaktadır. Yazılım projelerinden de ticari alacak oluşmakta olup yıl içerisinde ilgili alacak kapanmıştır. Ek olarak 2020 yılındaki yüksek montanlı yazılım projesi önemli oranda tamamlandığı için 2021 yılına sarkan yazılım ticari alacağı azalmıştır. 2022 yılında ise artan satışlar ile ticari alacaklar %53 artarak 175,7 mın TL'ye ulaşmıştır. Şirket yılsonlarında yüksek ticari alacak açıklamasına rağmen yıl içi ortalamada ticari alacaklar çok daha düşük seviyededir. Cari dönemde şüpheli ticari alacakların brüt ticari alacakların %'i olması dikkat çekmektedir. Şirket'in müşterilerinin önemli bir kısmının kamu ya da kamuya hizmet veren firmalar olması nedeniyle şüpheli ticari alacak riski kayda değer oranda azalmaktadır. 31 Aralık 2022 itibarıyla Şirket, müşterilerine 53,4 mın TL teminat mektubu ve 24,3 mın TL teminat senedi vermiştir. Şirket ihalelere girerken geçici teminat vermekte; ihale Şirket'te kaldığında ise geçici teminat mektubu kaldırılarak kesin teminat mektubu ya da senedi verilmektedir. Kamu ihalelerine girebilmek ya da ihaleyi kazanan firmalara alt tesaerun olarak hizmet verebilmek için sektörde müşterilere teminat verilmektedir. Teminatlar ihalenin garanti süresi tamamlanana kadar müşteride kalmaktadır. 2020 yılında 9,8 mın TL olan diğer alacakların neredeyse tamamı mevcut ortaklardan olan alacaklardan oluşurken 2021 yılı itibarıyla ilgili alacaklar kapatılmıştır. 2022'de bakiye diğer alacaklar ise vergi dairesinden kaynaklıdır. Şirket'in stokları 2021 yılına göre 2022'de %260,7 artmış ve dönemi 101,6 mın TL'den kapatmıştır. Şirket'in kısa vadeli stokları müşterileriyle yapmış olduğu sözleşmeler kapsamındaki donanım stoklarından oluşmaktadır. Şirket, hem donanım satışları hem de yazılım satışlarında daha çok ihale usulü çalıştığı için stoklardaki hareket gelir gelişimi ile paralel bir seyir izlememektedir. İhale alındıktan sonra ihalenin şartnamesi ve zamanlamasına göre ihalede belirlenen stoklar belirli bir takvimde tedarik edilmektedir. İhaleler içerik olarak önemli farklılıklar barındırdığı için donanım stoklarının içeriği ve birim fiyatlamaları da ihaleye göre değişebilmektedir. Ürünler özel nitelikli ürün olduğu için sürekli devir daim eden stok bulunmamaktadır. Şirket, klasik al-satıcı firma grubuna girmediği ve özel bir alanda ihale usulü çalıştığı için stoklarda ihalenin zamanlaması ve türüne göre dalgalanmalar olabilmektedir. Mevsimsel olarak en yüksek satışın olduğu son çeyrek öncesi stoklardaki artış makul görülmektedir. Artan enflasyon da stok hacminde etkilidir.

Kur riski için vadeli sözleşme alınmakta. 2021 yılında kısa vadeli peşin ödenmiş giderlerde önemli bir artış yaşanmış ve yıl 6,2 mn TL seviyesine çıkmıştır. 2022'de döneminde de yükseliş devam etmiş ve cari dönem 7,4 mn TL'den kapatılmıştır. 2021 yılındaki artışın en önemli nedeni uzun vadeli peşin ödenmiş gider hesabının kısaya düşmesidir. Kısa ve uzun vadeli peşin ödenmiş giderler 2021 yılında birlikte değerlendirildiğinde hesapta önemli bir artışın yaşanmadığı görülmektedir. Hesabın kırımına bakıldığında ise iş avansları ve donanım-yazılım stokları için verilen avanslarından kaynaklanmaktadır. Yazılım projeleri için verilen avanslar yazılımın tamamlanma süresine göre uzun ve kısa vadeye atılabilmektedir. 2 yıllık bir proje için verilen avanslar uzun vadeli peşin ödenmiş giderlerde yer almaktadır. Şirket yazılım projeleri için alt tesaeronlardan hizmet alabilmekte ve ilgili hizmet için tesaeronlara avans ödeyebilmektedir. Kamuya yapılan işlerde sözleşmeler TL bazlı yapılmakla birlikte yazılım ve donanım parçaları döviz bazlı alınmaktadır. Döviz kuru riskini yönetmek adına dövizde forward sözleşmesi yapılabilmektedir.

Finansal Analiz

Düşük sabit kıymet yatırımı nakit akışı için olumlu bulunurken 2022'de 28,2 mn TL AR-GE yatırımı

Geliştirme faaliyetleri tamamlanana kadar maddi olmayan varlıklardan amortisman ayrılmamakta

İlişkili taraf hacmi oldukça düşük seviyede

Şirket'in ana tedarikçileri Mia Teknoloji, Arena Bilgisayar ve Armada Bilgisayar gibi daha çok al-satçı halka açık firmalardır. Tedarik malzemeleri genelde ithal olup döviz bazlıdır.

Tedarikçilerle uzun yıllara dayanan ilişkiler, tedarikin enflasyona karşı dirençli döviz bazlı olması ve nihai müşterinin alacak riski düşük kamu olması yüksek vadelerle finansmanı Şirket için mümkün kılmaktadır.

Güçlü AR-GE yatırımı dikkat çekiyor. Şirket'in 2022 itibariyle maddi duran varlık portföyü 3,2 mn TL seviyesinde olup finansal kiralama yöntemiyle iktisap ettiği maddi duran varlığı bulunmamaktadır. İş modeli gereği Şirket'in önemli bir maddi duran varlığı bulunmazken genel merkez kiralıktır. Maddi duran varlıklar ise genelde ofis ekipmanlarından oluşmaktadır. Şirket'in yüksek gelir ve karlılık için düşük sabit kıymet yatırımına ihtiyaç duyması nakit akış açısından olumlu bir durum olarak ortaya çıkmaktadır. 2022 yılı sonunda yaklaşık 3,5 mn TL olan kullanım hakkı varlıkları uzun dönem kiraya konu genel merkez ve taşıt sözleşmelerinden kaynaklanmaktadır. Şirket'in yıllık amortisman giderlerinin kayda değer bir kısmı söz konusu kullanım hakkı varlık amortismanlarından kaynaklanmaktadır. Şirket'in yüksek tutarda maddi olmayan duran varlığı bulunmasına rağmen ilgili AR-GE projesi tamamlanmadan amortisman ayrımı söz konusu olmamaktadır. Maddi olmayan duran varlıklar 2021 yılında 11,3 mn TL olarak gerçekleşirken 2022'de kayda değer bir büyüme gösterilmiş ve 28,2 mn TL seviyesine ulaşılmıştır. Şirket, araştırma harcamalarını aktifleştirmemekte ve gelir tablosunda giderleştirmektedir. Araştırma faaliyetleri sonrasında ürün teknokente sunulmakta ve kamu onayı alındıktan sonra proje için yapılan harcamalar geliştirme faaliyetleri kapsamında değerlendirilmekte ve aktifleştirme süreci başlatılmaktadır. Aktifleştirilen geliştirme maliyetleri, Şirket'in sipariş usulüyle yapmadığı yazılım projelerinin maliyetlerinden oluşmaktadır. İlgili maliyetler, ağırlıklı olarak proje için çalışan personel giderlerinden kaynaklanmaktadır. Proje üretilmiş duruma geldiğinde ise proje için yapılan harcamalar aktifleşmemekte ve gelir tablosunda giderleştirilmektedir. AR-GE projeleri için yapılan harcamalar maddi olmayan duran varlıklarda muhasebeleşirken sipariş usulü yazılımlar için yapılan harcamalar uzun vadeli stoklarda muhasebeleşmekte; ürün müşteriye satıldığında ise satılan malın maliyetine atılmaktadır. Sipariş usulü yazılım ile AR-GE projesi arasındaki temel fark sipariş usulünde belirli bir müşteri talebine göre yazılımın geliştirilmesi ve ürün ortaya çıktığında ürünün bilançodan çıkarılmasıdır. AR-GE projeleri ise genel müşteri tipine hitap eden yazılım projeleridir. 2020'de 1,3 mn TL olan uzun vadeli stoklar 2021'de sipariş usulü yazılım projesinin tamamlanması ile stoklardan maliyetlere atılmıştır.

Düşük ilişkili taraf hacmi. Şirket'in ticari alacak, diğer alacak, diğer borç ve ticari borç hesaplarında kayda değer bir ilişkili taraf hacmi bulunmamaktadır. 2020 sonunda ortaklardan alacak hesabı oluşmuş olmakla birlikte ilgili hesap 2021 yılında kapatılmıştır. Ana faaliyetler kapsamında ilişkili taraflardan hizmet ya da ürün alımı ile satışı düşük seviyededir.

Yılın ikinci yarısında strateji değişikliği. 2021 yılında Şirket'in finansal borçlarının tamamı TFRS16 kapsamında yazılan yükümlülükler ve kredi kartı borçlarından oluşmakta olup TL cinsindendir. Şirket'in 2021 yılında açılan ticari alacak vadesi nedeniyle görece işletme sermayesi ihtiyacı oluşmasına rağmen geçmiş döneme bakıldığında işletme sermayesi kaynaklı önemli bir yatırıma gerek duyulmaması, sürdürülebilir yüksek karlılık ve kayda değer bir maddi duran varlık ihtiyacının olmaması banka kredisi kullanılmamasının temel sebepleri olarak görülmektedir. Nihai müşterinin kamu olması ve tedarikçilerle uzun yıllara dayanan iş modeli görece uzun vadeli ticari borçlarla finansman sağladığı gibi sipariş usulü yazılım projelerinde müşterilerden ön avans alınabilmektedir. 2022 yılının ikinci yarısında ise Yönetim strateji değişikliğine gitmiştir. Çip krizi nedeniyle tedarik sürelerinin uzaması Şirket'i dövizli tedarik malzemeleri için forward kurdan hedge yapmaya itmiştir. Son dönemde TL kredi faizlerinin düşmüş olması sebebiyle forward kurlardaki faizlerden hedge etmek yerine banka kredisi kullanmak daha makul bir noktaya gelmiştir. Bu nedenle Şirket ticari borçlardan kaynaklanan kur riskini yönetmek adına son dönemde peşin tedarik fırsatlarından yararlanmış ve vade azaldığı için kur riskinden korunmuştur. Peşin alım nedeniyle yüksek enflasyon döneminde alım iskontosu oluşmuş ve bu durum hem net kar hem de EBITDA kalemlerini artırmıştır. Bu modelin negatif çıktısı ise artan işletme sermayesi ve finansal borçluluktur. 2022'de Şirket'in kısa vadeli finansal borcunda ve iş hacminde önemli bir yükseliş görülmesine karşın ticari borçlardaki artış sınırlıdır. Şirket'in ticari borçları büyük oranda donanım satışları kaynaklı olup donanım satış gelirleri ile birlikte hareket etmektedir. Kısa ve uzun vadeli ertelenmiş gelirler sipariş usulü yazılım projeleri için müşteriden alınan avans kaynaklı olup 2021'deki azalış yazılım projelerinin faturalanması ile açıklanmaktadır. 2021 yılında kısa vadeli diğer borcun yüksek olması geriye dönük 3 yıldaki vergi risklerini ortadan kaldırmak için matrah artırımı kanunundan yararlanılması ile ilgilidir.

Finansal Analiz

Verimli sermaye yönetimi dikkat çekmekte

%50,1 özkaynak karlılığı. Şirket al-satçı donanım satıcısı olmayıp sistem entegratörü olarak çalışmaktadır. Donanımlar kurulup satıldıktan sonra belirli bir süre garanti süresi tanınmakta ve bakım yükümlülüğü ortaya çıkmaktadır. Bağımsız denetim ilgili garanti süresi nedeniyle kısa ve uzun vadeli karşılık ayırmakta ve ilgili karşılıklar satılan malın maliyetinde giderleşmektedir. Kısa vadeli diğer yükümlülükler ve uzun vadeli karşılıklar hesabı büyük oranda garanti karşılıklarınca domine edilmektedir. Aktif ve yükümlülüklerdeki ilgili gerçekleşmeler sonrası 2019 sonunda 21,4 mn TL olan özkaynaklar 2021'de 72,9 mn TL'ye yükselmiştir. 2022'de ise özkaynaklar 146 mn TL'ye yükselmiştir. Şirket'in sermayesi 24 Eylül 2021 tarihinde 2,4 mn TL'den 45 mn TL'ye artırılmış olup artırılan 42,6 mn TL tutarındaki sermayenin tamamı geçmiş yıl karlarından karşılanmıştır. Son 3 yıla bakıldığında özkaynaklardaki artış yeniden değerlendirme artışları ya da nakdi sermaye artışı kaynaklı olmayıp her yıl düzenli olarak üretilen karlılık ile açıklanmaktadır. Mevduat faizleri ve 10 yıllık devlet tahvilinin sırasıyla %15 ve %11 seviyesinde olduğu dikkate alınır 2022'de üretilen %50,1'lik özkaynak karlılığı sermayenin verimli kullanıldığına işaret etmektedir.

Bilanço		Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş	
31 Aralık, TL	2020 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	2021 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	2022 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş
Forte			
Aktifler	195.664.510	194.254.570	401.723.839
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 Söz. Doğ. Var.	-	-	14.454.966
Stoklar	32.146.060	28.171.861	101.611.425
Peşin Ödenmiş Gid.	1.697.800	6.212.872	7.450.496
Carî 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	-	-
Maddî Duran Varlıklar	1.653.879	1.703.345	3.168.850
Kullanım Hakkı Var.	747.015	815.115	3.460.910
Maddî 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
Özkaynak ve Yüklümlülükler	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. Yüklümlülükler	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. Yüklümlülükler	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	52.677.018	72.900.335	145.995.846

Finansal Analiz

Net satışlarda önemli bir mevsimsellik görülmekte; genelde son çeyrekte satışların arttığı dikkat çekmektedir.

Çip krizi tedarikte sorunları beraberinde getirmektedir.

Yazılımın tamamlanmadıkça gelire dönüşmemesi Şirket'in yazılım projelerinde müşteri sayısı ve kontrat hacminin arttığı yıllarda dahi gelirin azaldığı bir resim ortaya koyabilir.

Proje içeriği her bir ihaleye göre değişmekle birlikte serverların yazılımlarının entegre edilmesinden veri depolama üniteleri, yedekleme donanımları, network ekipmanları, kablosuz network ekipmanları ve siber güvenlik donanımlarına kadar tüm parçalar birbirleri ile uyumlu olabilecek şekilde optimize edilerek müşteri için belirlenir, satın alınır ve entegre edilir.

Yazılım projeleri net satışlarda dalgalanma yaratmakta. 2020 yılı büyümesinde yazılım gelirleri etkili olurken ticari ürün satışları yatay bir seyir izlemiştir. Şirket, 2020 yılında %27,6'lık büyüme ile 204,3 m TL net satışa ulaşmıştır. 2020 yılında ELD Bilişim ürettiği yazılımı Forte'ye satmış; Şirket ise ilgili yazılıma kar marjı koyup müşteriye sattığı için grup içinde 31,2 m TL'lik satış ticari satış gelirleri ve maliyetlerinden elimine edilmiştir. Başka bir deyişle bağlı ortaklığın yazılım geliri Forte için ticari bir ürün olarak ortaya çıkmıştır. 2021 yılında ise portföydeki sipariş usulü yazılım modülü büyük oranda önceki sene tamamlandığı ve fatura kesildiği için yazılım gelirlerinde önemli bir gerileme yaşanmıştır. Şirket yazılım gelirlerini tahakkuk usulüne göre gelirleştirememekte; uzun vadeli yazılım projeleri tamamen bittiğinde ya da modüller tamamlandığına fatura kesilerek gelirleşebilmektedir. Bu durum uzun vadeli yazılım projelerinde tamamlanma oranına göre gelir yazılamadığı için yıllara sari inişli çıkışlı dalgalanmalara sebep olmaktadır. Zira yazılım gelirleri genelde 2 ya da 3 yıllık projelerdir. Donanım tarafında ise 2021'de %28,1'lik kayda değer bir büyüme yaşanmıştır. Donanım tarafında ise artan kur ve genel ekonomik büyümedeki pandemi sonrası canlanma gücü büyümede etkili olmuştur. Yazılım ve donanım gelirlerine ek olarak Şirket, satış performansına göre tedarikçilerden ciro primi elde etmekte ve yılsonu söz konusu gelirler muhasebeleşmektedir. Ek olarak sosyal güvenlik teşvikleri, danışmanlık ve diğer gelirler de net satışlara kaydedilmektedir. İade/iskonto sonrası diğer gelirler sonuç olarak konsolide net satışlar 2021'de önceki seneye göre %5,4'lük büyüme sergileyerek yılı 215,3 m TL'den tamamlamıştır. 2022'de ise satışlar %75,7 artarak 378,4 m TL olarak kaydedilmiştir. 2022'de yazılım gelirleri 53,6 m TL olarak kaydedilirken ticari donanım ve hizmet gelirleri yılı 323,8 m TL'den kapatmıştır.

Yazılım segmentinde brüt kar marjı oldukça yüksek. Şirket, donanım tarafında tipik bir al-satçı firma değildir. Proje ihale usulü alınır ve şartnameye göre belirli bir takvimde tamamlanır. Ayrıca projede entegrasyon tamamlandıktan sonra belirli bir süre için müşteriye garanti verilir. Garanti süresi boyunca Şirket müşteriye aksaklıklarda hizmet vermek zorundadır. Bu yüzden bağımsız denetimde hizmet maliyetleri donanım/ticari ürün satışlarının ayrılmaz bir parçasıdır. 2019, 2020, 2021 ve 2022'de ticari ürün segmentinde brüt kar marjı sırasıyla %10,8, %12,6, %13,2 ve %17,8 olarak gerçekleşmiş ve her geçen yıl artmıştır. Halka açık donanım al-satçı firmalarında kar marjı çok daha düşüktür. Firma ticari ürünlerde yüksek kar marjını sistem entegratörü olduğu için üretebilmektedir. Bununla birlikte ticari segmentte rekabet yoğun bir durum yaşandığı için kar marjını baskılayıcı bir ortam bulunmaktadır. Son 3 yılda ticari segmentteki kar marjı artışında her dönem artan döviz kuru etkili olmuştur. Ayrıca girilen ihalenin katma değeri de kar marjındaki artışta etkilidir. Yazılım tarafında ise kar marjları çok daha yüksektir. 2019, 2020, 2021 ve 2022'de sırasıyla brüt kar marjı ilgili segmentte %4,5, %70,2, %79,2 ve %88,5 olarak gerçekleşmiştir. Yazılım segmentinde modül tamamlandıkça fatura kesilmekte ve modülün katma değerine göre kar marjı dalgalansa da yüksek bir oranda seyretmektedir. Sonuç olarak konsolide brüt kar marjına bakıldığında 2019, 2020, 2021 ve 2022'de sırasıyla %12, %26,4, %18,0 ve %27,9 olarak kaydedildiği görülmektedir. 2020'de önemli bir yazılım projesi tamamlanarak faturalandığı için kar marjında kayda değer bir artış yaşanmıştır. 2022'de ise hem yazılım hem de donanım tarafında kar marjının arttığı dikkat çekmektedir.

Finansal Analiz

Kurdaki şokun olağan dışı olarak görülmesi ve Şirket'in türev araç ve doğal hedge ile kur riskini azaltmasını önemli bir aksiyon olarak görmekteyiz.

Bağımsız denetim nakit ve benzerlerinden kaynaklanan kur farkı gelir ve giderini birikimli olarak 2 ayrı hesapta takip etmekte; mahsuplaşma yapmamaktadır.

2021 yılında net dönem karı ve EBITDA'da yaşanan gerileme 2020 yılında tamamlanan bir yazılım projesinin faturalanması kaynaklı baz etkisidir.

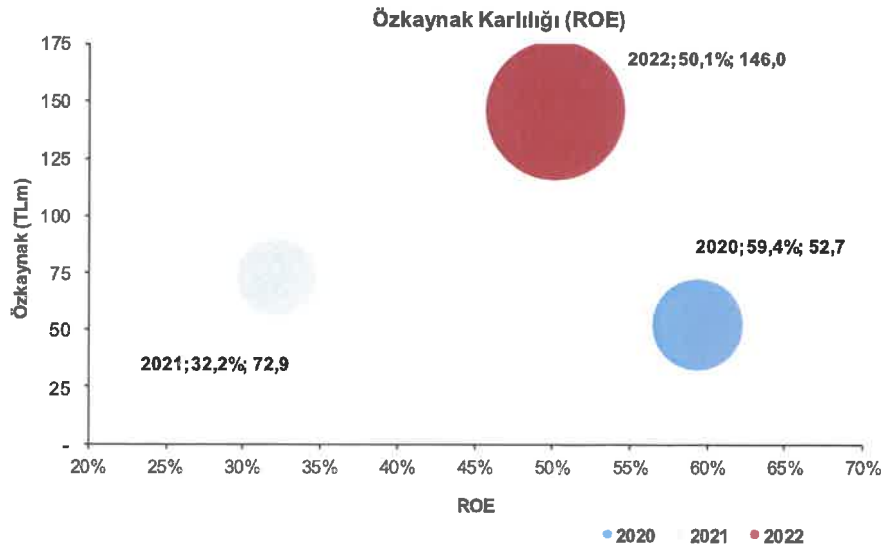
2019-2022 döneminde net dönem karı ve EBITDA sırasıyla yıllık bileşik %88,4 ve %85,0 büyüme performansı göstermiştir.

Faaliyet giderlerinde tasarruf sağlandı. Genel yönetim giderlerinin önemli bir kısmı donanım segmenti kaynaklıdır. Genel yönetim giderleri 2020 yılında %10 gerileyerek 1,97 m TL olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılında son 4 yılın en yüksek vergi resim harç giderlerinin kaydedilmiş olması 2020 yılında normalizasyona sebep olmuş ve bu durum genel yönetim giderlerindeki azalışta etkili olmuştur. Ayrıca pandemi yılı olması sebebiyle 2020'de seyahat konaklama, temsil ağırlama ve organizasyon giderlerindeki gerileme genel yönetim giderlerinde önemli bir tasarruf sağlamıştır. 2021 yılında ise yüksek seyreden enflasyon, artan personel sayısı, halka arz nedeniyle yükselen bağımsız denetim ve diğer giderler ve 2020 yılının baz etkisiyle genel yönetim giderleri %55,7'lik artışla yılı yaklaşık 3 m TL'den tamamlamıştır. Halka arz, hızlı büyüme ve yükselen enflasyonun etkisiyle 2022'de genel yönetim giderleri %201,16 artarak 9,2 m TL olarak kaydedilmiştir. 2018, 2019, 2020, 2021 ve 2022'de pazarlama giderlerinin satış payı sırasıyla %2,83, %1,77, %1,19, %1,25 ve %1,43 olarak gerçekleşmiştir. 2020-2021 döneminde pandeminin de etkili olması tasarruf elde edilmesine katkı sağlamıştır. Faaliyet giderlerinde kaydedilen AR-GE giderleri ise geliştirme aşaması tamamlanarak ürünleşmiş AR-GE projeleri için daha önce aktifleşen yatırımların ayrılan amortisman giderlerinden oluşmaktadır. 2022'de hem genel yönetim hem de pazarlama giderlerinde güçlü büyümeler görülmüş ve toplamda faaliyet giderleri %157,8'lik büyüme sergilemiştir. Şirket, sipariş usulü yazılım projeleri için herhangi bir pazarlama giderine maruz kalmazken cari durumda pazarlama giderleri önemli oranda donanım satışları içindir. AR-GE projeleri ürünleştikçe ilgili segment için pazarlama giderlerinin gelecekte artacağı beklenmektedir.

Doğal hedge ve türev enstrüman ile kur riski yönetilmekte. Esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderler, ticari alacak ve ticari borçlardan kaynaklanan kur farkı ile domine edilmektedir. 2021'de esas faaliyetlerden net gelirlerde 11,7 m TL zarar yazılmasına rağmen 2019 ve 2020'de ilgili hesaptan sırasıyla 1,7 m TL ve 1,4 m TL kar yazılmıştır. 2021 yılının son çeyreğinde kurda yaşanan ani artışlar, döviz bazlı ticari borç kaynaklı kur farkı zararını artırmıştır. İlgili hesaplardan geçmişte nette kar elde edilmesi ve 2021 yılının son çeyreğinde yaşanan kur şokunun olağan üstü bir durumu ifade etmesi nedeniyle diğer gelirlerdeki zarar Yönetim tarafından arazi bir durum olarak değerlendirilmektedir. Şirket, döviz bazlı ticari borçlardan kaynaklanan kur farkı kaynaklı riskini elimine etmek adına türev kontrat satın almaktadır. Ek olarak kamu ihalelerine teklif verilirken ihale takvimine göre forward döviz kuru dikkate alınarak hedge mekanizması işletilmektedir. Ayrıca satışlardan elde edilen nakit dövizde değerlendirilerek risk minimize edilmektedir. 2021 sonu itibarıyla 27,6 m TL nakit varlığın yaklaşık 23 m TL'si dövizde tutulmaktadır. Nitekim 2021 yılında Şirket'in kur farkı kaynaklı nette 7 m TL finansman geliri yazdığı görülmektedir. Böylece esas faaliyetlerden diğer gelir giderler kalemlerinden nette 11,7 milyon TL tutarındaki temel olarak kur kaynaklı oluşmuş giderin önemli bir kısmı kur kaynaklı gelir ile hedge edilmiştir. Açıkta kalan tutar ise 2021 yılının son çeyreğinde öngörülemez kur şoku kaynaklıdır. 2022'de ise esas faaliyetlerden diğer gelirlerin nette 10,5 m TL pozitif döndüğü görülmektedir. Ticari borç-alacak bazlı kur farkında nette hafif negatif durum cari dönemde devam ederken geçmişten gelen alacağa ilişkin oluşan 14,4 m TL'lik vade farkı geliri cari dönemde kayıtlara girmiş ve esas faaliyetleri pozitif taşımıştır. Finansman geliri kalemi büyük oranda üretilen nakit kaynaklı faiz geliri ve kur farkı gelirinden oluşmaktadır. Türev kontrattan kaynaklanan gelir de finansman gelirinde muhasebeleşmektedir. Şirket'in 2021 ve önceki hesap dönemlerinde banka kredisi bulunmamasına ve cari dönemde TL bazlı kredi kullanılmasına rağmen yazılan kur farkı finansman giderleri dövizde değerlendirilen nakit ve benzerleri kaynaklı kur farkı zararındır. 2022'de ise artan finansal borçluluk nedeniyle kur farkı giderine ek olarak faiz giderleri de oluşmuş ve finansman giderlerini önceki senenin aynı dönemine göre önemli oranda artırmıştır. Şirket nette yazdığı finansman giderine yalın tutarda nette esas faaliyetlerden gelir yazmış ve bu durumu hedge etmeye çalışmıştır. Yatırım faaliyetlerden net gelir ortaklardan alacak hesabından kaynaklanan adet gelirlerinden oluşmakta olup ilgili alacak 2021 yılı içerisinde kapandığı için yatırım faaliyetlerinden gelir 2021 yılında da yazılmıştır. 2022'de ise yatırım faaliyetlerinden kar üretilmemiştir.

Sürdürülebilir karlılık dikkat çekmekte. Gelir tablosundaki ilgili değişimler sonrası Şirket, 2022'de 73,2 m TL net dönem karı ve 92,6 m TL EBITDA üretmiştir. Cari dönemde net kar ve EBITDA geçen senenin aynı dönemine göre sırasıyla %212,0 ve %172,2'lik büyüme performansı sergilemiştir. Şirket düşük sermaye ile 2018-2022 aralığında her dönem kar elde edebilmiştir.

Gelir Tablosu	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş			
31 Aralık, TL Forte	2020 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	2021 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	2022 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	2019-2022 YBBO (%)
Net Satışlar	204.326.360	215.350.934	378.430.042	33,2%
Değişim	27,6%	5,4%	75,7%	
Satışların Maliyeti	(150.370.927)	(176.519.253)	(272.968.112)	24,6%
Brüt Kar	53.955.433	38.831.681	105.461.930	76,6%
Brüt Marj	26,4%	18,0%	27,9%	
Genel Yönetim Giderleri	(1.960.956)	(3.052.857)	(9.207.181)	61,7%
Değişim	-10,0%	55,7%	201,6%	
Satış-Pazarlama Dağ. Giderleri	(2.433.516)	(2.682.824)	(5.398.222)	24,0%
Değişim	-14,2%	10,2%	101,2%	
ARGE Giderleri	-	(304.742)	(967.852)	
EBITDA	50.418.554	34.030.394	92.635.013	85,0%
Değişim	244,8%	-32,5%	172,2%	
EBITDA Marjı	24,7%	15,8%	24,5%	
Amortisman	(857.593)	(1.239.136)	(2.746.338)	80,0%
EBIT	50.935.512	21.108.622	100.435.959	84,8%
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	99,1%
Esas Faaliyet. Diğ. Gid.	(6.289.462)	(28.188.825)	(33.391.136)	106,0%
Yat. Faal. Gel., Net	505.624	367.291	-	
Fin. Gel.	1.160.489	13.626.236	8.158.608	15,3%
Fin. Gid.	(5.506.509)	(6.596.900)	(21.828.149)	46,9%
Vergi Öncesi Kar	47.095.116	28.505.249	86.766.418	81,4%
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	88,4%
Değişim	273,5%	-42,6%	212,0%	
Net Marj	20,0%	10,9%	19,3%	



Likidite Rasyoları	2022	2021	2020	Referans
Cari Oran	1,49	1,52	1,45	1,0-1,5
Likidite Oranı	1,07	1,28	1,19	0,8-1,0
Borçluluk Oranları	2022	2021	2020	Referans
Toplam Borçlar/Toplam Aktifler	63,7%	62,5%	68,3%	<%40
Kısa Vad. Fin. Borç/Özkaynak	66,7%	1,1%	1,0%	<100%
Faiz Karşılama Oranı	6,8	-4,8	11,6	>3
Net Borç/EBITDA	0,5	-0,7	-1,1	<4
Kısa Vad. Yab. Borç/Pasif	61,1%	60,2%	64,3%	Sektör
Uzun.Vad.Yab.Borç/Pasif	2,6%	2,2%	4,1%	Sektör
Özkaynak/Pasif	36,3%	37,5%	26,9%	>%60
Toplam Borçlar/Özkaynaklar	175,2%	166,5%	253,8%	Sektör
Finansal Borçlar/Toplam Borçlar	38,7%	0,9%	0,7%	Sektör
Karlılık Oranları	2022	2021	2020	Referans
Brüt Marj	27,9%	18,0%	26,4%	Sektör
EBIT Marjı	26,5%	9,8%	24,9%	Sektör
EBITDA Marjı	24,5%	15,8%	24,7%	Sektör
Net Kar Marjı	19,3%	10,9%	15,3%	Sektör
ROE	50,1%	32,2%	59,4%	Getirisi
ROA	25,0%	10,9%	26,0%	Sektör
Yatırım Rasyoları	2022	2021	2020	Referans
EVA-TL	70.352.499	9.190.633	47.797.655	>0
ROIC	73,6%	39,1%	358,0%	>AOSM
CRR	36,0%	25,1%	7,0%	<%100
DUPONT	2022	2021	2020	Referans
Aktif / Özkaynak	2,75	2,66	3,71	
Net Satış/ Aktif	94,2%	110,9%	104,4%	
Net Kar / Satış	19,3%	10,9%	15,3%	
Özsermaye Karlılığı	50,1%	32,2%	59,4%	>12%

Güçlü Finansal Rasyolar

- ROE piyasa faizinin üzerinde verimli sermaye kullanımına işaret ederken son dönemde artan yatırım oranı dikkat çekiyor
- Faiz Karşılama Oranı ve Net Borç/EBITDA kritik eşiklerin oldukça altında düşük borçluluğa işaret etmekte
- AOSM'nin üzerinde olan ROIC firmanın ekonomik katma değer ürettiğini gösterirken net satış için düşük yatırım ihtiyacı bulunmaktadır

Değerleme

Değerleme Yöntemleri

Gelir ve Pazar yaklaşımı değerlendirme yöntemi olarak uygulanmıştır

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

Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanları Analizi

Statik olmayan iş modelleri için İNA daha uygun bir metot

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.

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

EV/EBITDA & F/K çarpanları kullanılmıştır

Öne çıkan çarpanlar. Bu değerlendirme yönteminde Şirket'in sektöründe sıkça kullanılan aşağıda belirtilen çarpanlar kullanılmış ve son 12 aylık gerçekleşen (31.12.2021-31.12.2022) net dönem karı ve EBITDA tutarları ve 2023 tahmini EBITDA tutarı esas alınarak şirket piyasa değeri hesaplanmıştır.

Firma Değeri/EBITDA (EV/EBITDA)

Piyasa Değeri/Net Kar (F/K)

Genel Varsayımlar. Değerleme çalışmasında, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler, makroekonomik tahminler de dikkate alınmıştır. Bununla birlikte genel varsayımlar aşağıdaki gibi sıralanmıştır;

-Şirketin faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyecek izahnamede yer alan risklerin Şirket'in geçmişinde tekrarlanan türde olmaması nedeniyle projeksiyon döneminde de Şirket'in sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği,

-Şirket yönetimi ve kilit personel kadrosunda faaliyetlere etki edebilecek bir değişikliğin olmayacağı.

İNA yönteminin yapısı gereği söz konusu projeksiyonlar, Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve birçok varsayımsal parametreye bağlı olması nedeniyle geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir.

Yönetim tarafından belirlenen projeksiyonlar ve varsayımların farklılaşması halinde farklı piyasa değeri ve pay başına değerlere ulaşılabilir

Değerleme Metodolojileri

ina

%22,1 AOSM modellenirken risksiz getiri olarak 10 yıllık devlet tahvilinin kapanış verisi, Şirket için Hamada Denklemi ile hesaplanan 0,91 beta ve normal şartlarda kullanılmaması gereken alfa maddeden çıkarıldığında AOSM rakamı %18,1 olarak hesaplanmaktadır

Muhafazakâr tarafta kalmak adına alfa eklenmiştir. 10 yıllık devlet tahvilinin 24 Şubat 2023 kapanışı %10,49 olmasına ve 3-6-12 aylık ortalamaların aritmetik ortalaması %12,4 risksiz getiri olarak hesaplanmasına rağmen muhafazakar tarafta kalmak adına risksiz getiri %16 olarak belirlenmiştir. En iyi uygulamalarda risk payı algısını en doğru biçimde yansıttığını gördüğümüz %5,5 sermaye piyasası risk primi kullanılmıştır. Şirket'in borsada işlem görmeye başlayacak olması nedeniyle FVFM varsayımlarına göre özsermaye maliyetine şirkete özgü riskin göstergesi olan alfa eklenmemelidir. Şirket paylarının borsalarda işlem görmemesi ve alıcının blok tutarda pay alacak olması firmaya özgü riskin oluşmasını beraberinde getirmektedir. Bununla birlikte muhafazakar tarafta kalmak ve son dönemde düşen faiz oranlarını dengelemek adına %1 şirkete özgü risk primi modele eklenmiştir. Şirket'in kaldırıcı belirlemlerden iterasyon yaklaşımı, benzer yurt içi şirketlerin ortalama kaldırıcı, 2022 mali verileri ve yönetimin kredi-öz kaynak beklentisi dikkate alınmıştır. Şirket'in içinde yer alacağı endeks olan BIST Teknoloji Endeksi'ndeki şirketlerden hesaplanan kaldıraçsız beta modellenmiş ve Hamada Denklemi ile hesaplanan kaldıraçlı beta 0,91x olarak tespit edilmesine rağmen muhafazakar tarafta kalmak adına beta 1x olarak alınmıştır. Şirket'in 2022 mali tablosunda finansal borçların neredeyse tamamını oluşturan kısa vadeli finansal borçların ortalama borçlanma maliyetinin %18,3 olması ve yeni dönemde Şirket'e verilen uzun vadeli borçlanma maliyetleri dikkate alınarak risksiz getirinin 850 baz puan üstü borçlanma maliyeti olarak kabul edilmiştir.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması ("AOSM")

Özsermaye Fiyatlandırma Modeli		
Risksiz Faiz Oranı	16,0%	10 Yıllık TL Devlet Tahvilinin 1 Yıllık, 3 Aylık, 6 Aylık ve Kapanış Verisine Göre Belirlenmiştir
Şirkete Özgü Risk Getirisi (Alfa)	1,0%	FVFM (CAPM) varsayımlarına göre %1 alınmıştır.
İşlem Görmüş Aktif Beta	1,00	Yurtiçi Benzerlerden Hamada Denklemi ile Tespit Edilmiştir.
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5,5%	Günümüz yatırım iklimini yansıtan %5,5 özsermaye piyasa risk primi kullanılmıştır.
Özsermaye Maliyeti	22,5%	Riskten arındırılmış oran+(özsermaye piyasa risk primi*işlem görmüş aktif beta)+Şirkete özgü risk getirisi
AOSM		
Özsermaye Maliyeti	22,5%	Yukanda hesaplanmış olan Özsermaye Maliyeti
Borç Maliyeti	24,5%	Uzun vadede risksiz getiri +%8,5
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	40,5%	Mevcut Bilanço ve Yurtiçi Benzerlerin Ortalaması Dikkate Alınmıştır.
Toplam Finansmandaki Özsermaye Oranı	59,5%	1- toplam finansmandaki borç oranı
Kurumlar Vergisi Oranı	12,5%	Projeksiyon Dönemindeki Ortalama Vergi Oranı Alınmıştır.
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	22,1%	(% Özsermaye Oranı x Özsermaye Maliyeti) + (% Borç Oranı x (1 - Kurumlar Vergisi) x Borç Maliyeti)

10 Yıllık Tahvil Faizi Son Dönemde Gerilerken Ortalamalar Carl Değerin Üzerinde...



Net Borç

45 mn TL Net Borç pozisyonu

Finansal borçların tamamı TL bazlıdır

2022'de ortalama borçlanma maliyeti %18,3

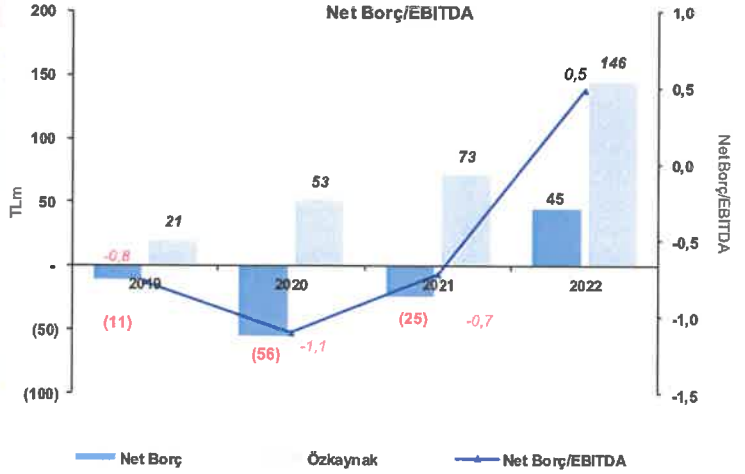
0,5x Net Borç/EBITDA. İş modelinin insan kaynağına dayalı olması, düşük sermaye ihtiyacı, sabit kıymet yatırımlarına önemli bir bağımlılığının olmaması ve sürdürülebilir karlılığın elde edilmesi 2022 öncesi Şirket'in net nakitte olmasının temel sebepleri arasında yer almaktadır. Şirket'in tedarikçilerle uzun yıllara dayanan iş ilişkisi, donanım tedarikinde enflasyona karşı dirençli dövizin kullanılması ve nihai tüketicinin kamu olması nedeniyle ticari borçlarla önemli bir finansman sağlanmaktadır. Ek olarak sipariş usulü yazılımlar için müşteriden alınan avanslar da Şirket'in işletme sermayesi kaynaklı ciddi bir yatırıma maruz kalmamasına sebep olmakta ve bu durum net borçluluğu azaltmaktadır. Şirket'in 2021 yılında net nakit pozisyonunda kayda değer bir azalma dikkat çekmektedir. 2021 yılında AR-GE yatırımlarında ciddi bir artışın olması, ELD Bilişim paylarının satın alınması ve işletme sermayesinde görece bozulma yaşanması 2020 yılında 56,4 mn TL olan net nakit pozisyonunun 2021'de 24,6 mn TL'ye gerilemesinin temel açıklayıcılarıdır. 2022'de ise nakit pozisyonunun net borca döndüğü dikkat çekmektedir. Çip krizi nedeniyle tedarik sürelerinin uzaması döviz bazlı tedarik malzemeleri için forward kurlar ile hedge yapılmasını zorunlu kılmaktadır. Forward kurlardaki faizin son dönem banka kredi faizlerinin üzerinde seyretmesi sebebiyle Şirket ticari borç kur riskini daha çok peşin alıma geçerek önlemeye çalışmış ve neticesinde yükselen işletme sermayesi nedeniyle finansal borçluluğunu artırmıştır. 2022'de net borç pozisyonu 45 mn TL olarak kaydedilmiştir. Şirket Net Borç/EBITDA rasyosu açısından düşük borçluluğa sahip bir şirket olarak görülürken borçların tamamı TL bazlı olup önemli bir kısmı kısa vadeli. 2022 bağımsız denetim raporunda Şirket'in ortalama borçlanma maliyeti %18,3 olarak ifade edilmiştir. Gelecek dönemde işletme sermayesi, AR-GE projelerinin finansmanı, IT altyapı yatırımı ve potansiyel şirketlerin satın alınması için halka arz ön plana çıkmaktadır.

Net Borç & Özkaynak & Finansal Kaldıraç

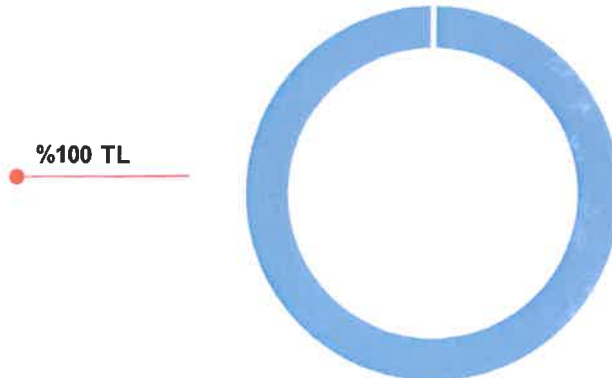
TLm	2019	2020	2021	2022
Nakit ve Nakit Benzerleri	12,4	55,2	27,6	55,1
Diğer Alacaklar*	2,0	9,9	0,4	1,0
Türev Araçlar	-	0,5	-	-
Finansal Yatırımlar	-	-	-	0,1
Kısa Vadeli Borçlanmalar	0,1	0,0	0,1	95,2
Uzun Vad. Borç. Kısa Vad. Kıs.	0,5	0,5	0,7	2,2
Diğer Borçlar*	1,8	7,7	2,3	0,4
Uzun Vadeli Finansal Borç**	0,8	0,4	0,3	2,0
Türev Araçlar	-	1,2	-	1,3
Net Borç	(11,3)	(55,7)	(24,6)	45,0
Özkaynak	21,4	52,7	72,9	146,0
Net Borç/Özkaynak	-53,0%	-105,7%	-33,7%	30,8%
Net Borç/EBITDA	-0,8	-1,1	-0,7	0,5
EBITDA***	14,6	50,4	34,0	92,6

***Uzun ve kısa vadeli diğer alacak ve borçları kapsamaktadır.

**Uzun vadeli ertelenmiş gelirler eklenmiştir.



Kur bazlı Borç Dağılımı (2022)



İşletme Sermayesi

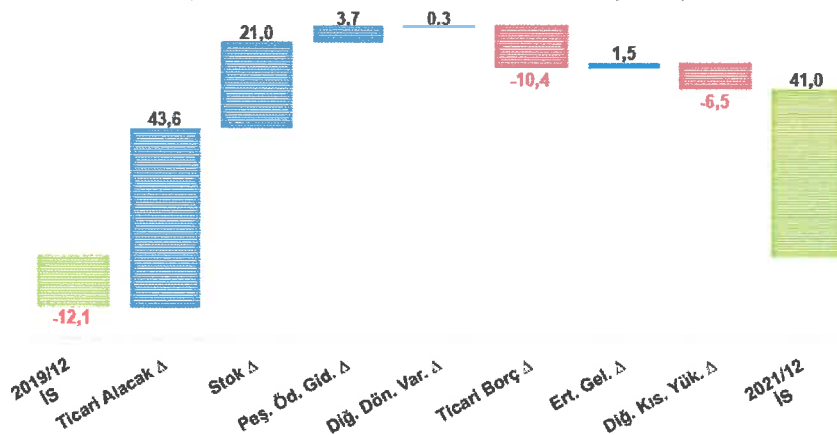
2018-2022 döneminde ortalamada %7,8 olan işletme sermayesi/satış oranı yıllara sari yüksek büyümeyi destekleyebilmek adına projeksiyonda ortalama %23,8 olarak varsayıldı. Ticari alacak ve ticari borç gün süresi belirlenirken aylık ortalamalar kullanılmıştır. Diğer kalemlerde ise son 2 yılın ortalaması kullanılmıştır.

**BİST Bilişim ve Teknoloji
Toptancılığı pazarlarında işletme
sermayesi satış rasyosu
ortalamada sırasıyla %23 ve
%19'dur.**

İşletme sermayesi artmakta. Şirket'in 2018-2020 döneminde düşük işletme sermayesi bulunurken 2021 yılında önemli bir artış yaşanmıştır. 2021 yılında satışlarda önemli bir artış olmamasına rağmen ticari alacak vadesinin açılması ilgili yıldaki işletme sermayesi bozulmasının temel sebebidir. 2018, 2019 ve 2020'de sırasıyla nakit döngüsü -20 gün, -39 gün ve 3 gün olmasına karşılık 2021'de döngü 59 güne yükselmiştir. 2022'de ise çip krizi nedeniyle uzayan tedarik süreleri kaynaklı kur riskini elimine etmek adına ticari borçlarda özellikle yılın ikinci yarısından itibaren peşin alım öne çıkmaya başlamış ve bu durum işletme sermayesi ihtiyacını artırırken net borç yükselişinin temelini oluşturmuştur. Projeksiyon döneminde 2021 ve 2022 ortalaması olan 99,1 günün ticari alacak gün süresi için referans olacağı beklenmektedir. Stok gün süresinin tarihi ortalamasının üzerinde olduğu; 2023 yılı için de bu durumun geçerli olacağı beklenirken sonraki yıllarda 2021 ve 2022 ortalama stok gün süresinde dengeleneceği varsayılmıştır. Benzer durum peşin ödenmiş gün süresi için de geçerlidir. Ticari borç ödeme gün süresinin 2023 yılında 2022 seviyesinde kaydedileceği ve sonraki yıllarda 2021, 2022 ve 2023 ortalamasına yakınsayacağı varsayılmıştır. Diğer tüm kalemlerde ise 2021 ve 2022 ortalamasının projeksiyon için geçerli olacağı; tek seferlik olan müşteri sözleşmelerinden varlıkların 2022'de sonlanacağı, bütçelenmiştir. Sonuç itibarıyla projeksiyon döneminde beklenen nakit döngüsü 79,7 gün olarak belirlenirken 2018-2022 ortalama nakit döngüsü 21,5 gündür. Bu anlamda projeksiyonda muhafazakar bir yaklaşım dikkate alınmıştır. İşletme sermayesi/net satış rasyosu 2018, 2019, 2020, 2021 ve 2022 dönemlerinde sırasıyla %4,1, %7,5, %3,8, %19,1 ve %27,8 olmasına ve 2018-2022 döneminde ortalama %7,8 olarak kaydedilmesine rağmen projeksiyon döneminde yüksek büyümeyi destekleyebilmek ve muhafazakar tarafta kalmak adına söz konusu rasyonun %27,6-%23,2 bandında dalgalanacağı modellenmiştir.

İşletme Sermayesi (mTL)	2018	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Ticari Alacak, Ort.	11	26	27	70	83	148	189	227	263	298	328	353
Müşteri Söz. Doğ. Var.	-	-	-	-	14	-	-	-	-	-	-	-
Stok, Ort.	2	9	24	30	65	96	105	126	146	166	183	196
Peşin Ödenmiş Giderler, Ort.	0	0	1	4	7	10	12	15	17	19	21	23
Diğer Dönen Varlıklar, Ort.	0	0	0	0	5	4	6	7	8	9	10	11
Ticari Borç, Ort.	15	44	36	54	62	91	130	156	181	205	226	243
Ertelenmiş Gelirler, Ort.	-	2	2	1	1	1	2	2	2	3	3	3
Diğ. Kıs. Vad. Yük., Ort.	1	2	8	8	7	15	19	23	26	30	33	35
Satışlar	86	160	204	215	378	545	697	835	969	1.099	1.209	1.300
SMM	79	141	150	177	273	402	515	617	716	813	894	961
Ticari Alacak Gün Süresi	47	60	49	118	80	99	99	99	99	99	99	99
Stok Gün Süresi	7	24	59	62	87	87	75	75	75	75	75	75
Peşin Ödenmiş Giderler Gün Süresi	1	1	3	8	9	9	9	9	9	9	9	9
Diğ. Dön. Var. Gün Süresi	1	0	0	1	7	4	4	4	4	4	4	4
Ticari Borç Gün Süresi	71	113	86	112	83	83	92	92	92	92	92	92
Ertelenmiş Gelirler Gün Süresi	-	5	4	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Diğ. Kıs. Vad. Yük. Gün Süresi	4	5	18	18	9	13	13	13	13	13	13	13
Nakit Döngüsü	(20)	(39)	3	59	91	102	80	80	80	80	80	80
İşletme Sermayesi	(3,5)	(12,1)	7,7	41,0	105,0	150,4	161,3	193,4	224,4	254,5	280,0	301,0
Değişim		(8,6)	19,8	33,3	64,0	45,3	10,9	32,1	31,0	30,2	25,5	21,0
İşletme Sermayesi/Satış	###	-7,5%	3,8%	19,1%	27,8%	27,6%	23,2%	23,2%	23,2%	23,2%	23,2%	23,2%

İŞLETME SERMAYESİ KÖPRÜSÜ (MTL)



Nakit Akışı

İNA modeli ile tespit edilen 607 mtl TL değer duyarlılık analizine tabi tutulmuştur

Büyümeyi destekleyebilmek adına sabit kıymet ve AR-GE yatırımları, genel yönetim ve pazarlama departmanına personel alımı, artan işletme sermayesi ve pazarlama bütçesinin geçmişe nazaran daha yüksek alınması ve yüksek AOSM, modelin kendi içinde tutarlılığı adına dikkate alınmıştır.

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 değerin %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

İNA Hisse Başı Fiyat AOSM&EBITDA Duyarlılığı						
Baz Fiyat	TL	AOSM				
	13,50	18,1%	20,1%	22,1%	24,1%	26,1%
EBITDA Sapması	-20,0%	11,26	9,54	8,23	7,20	6,38
	-10,0%	14,74	12,54	10,86	9,55	8,49
	0,0%	18,22	15,54	13,50	11,90	10,61
	10,0%	21,70	18,53	16,13	14,24	12,73
	20,0%	25,18	21,53	18,76	16,59	14,84

İNA Piyasa Değeri AOSM&EBITDA Duyarlılığı						
PD	TL	AOSM				
	607,40	18,1%	20,1%	22,1%	24,1%	26,1%
EBITDA Sapması	-20,0%	506,68	429,29	370,43	324,20	286,98
	-10,0%	663,25	564,22	488,91	429,80	382,20
	0,0%	819,82	699,14	607,40	535,39	477,43
	10,0%	976,39	834,07	725,89	640,99	572,66
	20,0%	1132,96	969,00	844,37	746,58	667,89

İNA Hisse Başı Fiyat EBITDA&Uç Değer Duyarlılığı						
Baz Fiyat	TL	Uç Değer				
	13,50	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%	7,0%
EBITDA Sapması	-20,0%	7,80	8,00	8,23	8,49	8,78
	-10,0%	10,31	10,57	10,86	11,20	11,57
	0,0%	12,82	13,14	13,50	13,90	14,36
	10,0%	15,33	15,71	16,13	16,61	17,15
	20,0%	17,84	18,27	18,76	19,31	19,94

İNA Piyasa Değeri EBITDA&Uç Değer Duyarlılığı						
PD	TL	Uç Değer				
	607,40	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%	7,0%
EBITDA Sapması	-20,0%	350,78	360,06	370,43	382,09	395,30
	-10,0%	463,73	475,62	488,91	503,86	520,78
	0,0%	576,69	591,19	607,40	625,62	646,27
	10,0%	689,64	706,76	725,89	747,39	771,76
	20,0%	802,60	822,33	844,37	869,16	897,24

İNA Hisse Başı Fiyat AOSM&Uç Değer Duyarlılığı						
Baz Fiyat	TL	AOSM				
	13,50	18,1%	20,1%	22,1%	24,1%	26,1%
Uç Değer Büyüme Oranı	3,0%	16,84	14,58	12,82	11,40	10,23
	4,0%	17,48	15,03	13,14	11,63	10,41
	5,0%	18,22	15,54	13,50	11,90	10,61
	6,0%	19,08	16,12	13,90	12,19	10,83
	7,0%	20,09	16,78	14,36	12,52	11,07

İNA Piyasa Değeri AOSM&Uç Değer Duyarlılığı						
PD	TL	AOSM				
	607,40	18,1%	20,1%	22,1%	24,1%	26,1%
Uç Değer Büyüme Oranı	3,0%	757,80	656,22	576,69	512,83	460,49
	4,0%	786,60	676,35	591,19	523,55	468,58
	5,0%	819,82	699,14	607,40	535,39	477,43
	6,0%	858,54	725,18	625,62	548,55	487,17
	7,0%	904,27	755,21	646,27	563,25	497,93

İNA Değeri Duyarlılık Analizi

İNA'dan hesaplanan hisse başı fiyatın İNA parametrelerine olan duyarlılığı farklı AOSM oranları, uç değer büyüme oranları ve projeksiyon döneminde öngörülen EBITDA sapmasına göre analiz edilmiştir.

AOSM baz senaryoya göre +/- %4 alındığında ve öngörülen EBITDA'lar +/-%20 olduğunda hisse başı fiyat 6,38– 25,18 TL bandında değişmektedir.

Öngörülen EBITDA'lar +/-%20 olduğunda ve Uç Değer büyüme oranı %3-%7 bandında değiştiğinde hisse başı fiyat 7,80– 19,94 TL bandında değişmektedir.

AOSM baz senaryoya göre +/- %4 alındığında ve Uç Değer büyüme oranı %3-%7 bandında değiştiğinde hisse başı fiyat 10,23 – 20,09 TL bandında değişmektedir.

INA Varsayımları

Net satışlar 2019-2022 arasında yıllık bileşik %33,2'lik büyüme yakalarken 2022-2027 arasında yıllık bileşik büyüme geçmişin altında %23,8 olarak tahmin edilmiştir.

Pazarlama personel sayısının projeksiyonda artırılması, ELD Bilişimin satın alınması ve ARGE 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 varsayımları. Projeksiyonda donanım ve hizmet gelirleri beklenen enflasyon ve genel ekonomik büyümenin yarısının bileşik etkisi ile artırılmıştır. 2022'de donanım ve hizmet gelirlerinde %17,8 brüt kar marjı gerçekleşirken muhafazakar tarafta kalmak adına donanım ve hizmet segmentinde 2023 ve sonrasında brüt kar marjının %16,8 olacağı varsayılmıştır. Şirket sistem entegratörlüğüne ek olarak yazılım şirketi olma yolunda ilerlemektedir. Faaliyet giderlerinde giderleşen ARGE giderlerine ek olarak 2022 itibarıyla aktifleşen ARGE yatırımları 28,2 mn TL'ye ulaşmıştır. Ayrıca 2021 yılında %50'lik pay için 12,5 mn TL ödenerek alınan ELD Bilişim tamamen yazılım sektörüne odaklanmış bir şirkettir. Şirket'in 2022'de kaydettiği yazılım gelirleri 53,6 mn TL olarak gerçekleşmiştir. Buna göre 2020, 2021 ve 2022 sonu verileri ve Yönetim beklentisi dikkate alınarak projeksiyonda donanım ve hizmet gelirlerinin %17,6'si kadar Şirket'in yazılım geliri elde edeceği modellenmiştir. Yönetim ilgili oranın daha da üstüne çıkmayı bütçelemesine rağmen muhafazakar tarafta kalmak adına geçmiş 3 yıllık verinin ortalamasının önemli bir gösterge olacağı tahmin edilmiştir. Şirket yazılım tarafında büyümek için iştirak ve ARGE yatırımlarına ek olarak pazarlama ve genel yönetimde personel sayısını artırmış ve projeksiyonda artırmaya devam etmiştir. Yine de projeksiyonda yazılım gelirlerinin toplam satışın sabit bir oranında seyredeceği modellenmiştir. Projeksiyonda yazılım brüt kar marjının gerçekleşmiş son 3 yılın ortalamasında kalacağı ve artış göstermeyeceği modellenerek muhafazakar tarafta kalınmıştır.

Kar marjı gelişimi. Tedarikçi ciro primi, SGK teşvik geliri, diğer gelirler ve iade/iskonto rakamının net satış payı dikkate alınarak tahmini gerçekleştirilmiştir. İlgili gelirlerde 2019-2021 arasında ortalama net satış payının %1,1 olmasına rağmen muhafazakar tarafta durmak adına 2022'de gerçekleşen %0,2 rasyosunun projeksiyon boyunca geçerli olacağı varsayılmıştır. Yönetim beklentisine göre AR-GE projelerinde S1000D Editör projesi yüksek katma değerine ek olarak kayda değer gelir beklentisi ile 2024-2027 arasında nakit akışı ve brüt kar marjını yukarı yönde artıracak olmasına rağmen bu etki projeksiyonda dikkate alınmayarak muhafazakar bir duruş sergilenmiştir. S1000D projesinin daha önce Türkiye'de bir örneğinin olmadığı ifade edilirken AB standartlarına erişim için devlet kurumlarının geçmek zorunda olduğu standartların uygulama pratiğini içeren katma değerli ve niş bir proje olarak tanımlanmaktadır 2020, 2021 ve 2022'de brüt kar marjı sırasıyla %26,4, %18,0 ve %27,9 olarak gerçekleşmesi nedeniyle yukarıdaki varsayımlar sonrası projeksiyonda ortalama brüt kar marjının %26,1'de dengeleneceği bütçelenmiştir.

Makro Beklentiler	Birim	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Enflasyon	%	11,8%	14,6%	36,1%	72,6%	43,2%	25,4%	17,4%	13,5%	10,9%
Ort. USD/TL	TL	5,68	7,02	8,87	16,86	23,3	28,4	32,6	36,3	39,5
GSYH Büyümesi	%	0,9%	1,8%	11,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Segment Bazlı Karlılık	Birim	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Ticari Mal ve Hizmet Satış Geliri	mn TL	155,9	156,2	200,2	323,8	462,2	591,0	708,5	822,1	933
Değişim	%		0,2%	28,1%	61,8%	42,7%	27,9%	19,9%	16,0%	13,4%
Ticari Mal ve Hizmet Maliyeti	mn TL	139,1	136,5	173,8	266,3	384,7	491,9	589,8	684,3	776,3
Ticari Mal Brüt Kar	mn TL	16,8	19,7	26,4	57,5	77,5	99,1	118,8	137,8	156,3
Brüt Marj	%	10,8%	12,6%	13,2%	17,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%
Yazılım Gelirleri	mn TL	1,9	46,1	13,3	53,6	81,2	103,8	124,5	144,5	163,9
Değişim	%		2296,3%	-71,3%	304,7%	51,4%	27,9%	19,9%	16,0%	13,4%
Yazılım Maliyetleri	mn TL	1,8	13,8	2,8	6,2	16,8	21,5	25,8	30,0	34,0
Yazılım Brüt Kar	mn TL	0,1	32,4	10,5	47,5	64,4	82,3	98,7	114,5	129,9
Brüt Marj	%	4,5%	70,2%	79,2%	88,5%	79,3%	79,3%	79,3%	79,3%	79,3%
Diğer Gelirler	Birim	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Diğer Gelirler	mn TL	2,3	2,0	1,9	0,9	1,4	1,7	2,1	2,4	2,7
Ciro Primi	mn TL	0,7	1,3	1,4	0,7	1,0	1,3	1,5	1,8	2,0
SGK Teşvik & Diğer	mn TL	1,7	0,7	1,0	0,5	0,7	0,9	1,1	1,3	1,5
İade	mn TL	(0,1)	(0,1)	(0,5)	(0,3)	(0,4)	(0,5)	(0,6)	(0,6)	(0,7)
Diğer Gelir/Satış Payı	%	1,4%	1,0%	0,9%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
SMM Amortismanı	mn TL	0,0	0,1	-	0,5	0,9	1,3	1,6	1,8	2,3

İNA Varsayımları

Gelir projeksiyonunu destekleme amaçlı genel yönetim giderlerinin beklenen enflasyonun üzerinde artacağı modellenmiştir.

Faaliyet giderlerinin gelişimi. Genel yönetim departmanında 2021'de 11 olan personel sayısının mevcut gelir projeksiyonunu destekleyebilme amaçlı 2022'de 26 olacağı varsayılmıştır. Birim maaşların projeksiyon boyunca enflasyon oranında artacağı modellenmiştir. Genel yönetimdeki amortisman giderleri gerçekleşecek yatırımlara göre modellenirken 2022 Mart ayında kiralanan ofis için bu yıl 9 ay; sonraki yıllarda yıllık gider kalemi modele entegre edilmiştir. Halka arzın etkisiyle 2022'de hızlı artan danışmanlık giderlerinin 2023'de baz etkisiyle enflasyonun altında yükseleceği beklenmesine rağmen danışmanlık giderleri dahil yukarıda bahsi geçenler dışında kalan tüm genel yönetim giderleri 2023 ve sonraki yıllar için beklenen enflasyona göre artırılmıştır. Sonuç olarak 2023'te genel yönetim giderlerinin %48,8 oranında artarak 13,7 mn TL olacağı beklenirken sonraki yıllarda beklenen enflasyonun hafif üzerinde artışlar modellenmiştir. Faaliyet giderlerinin bir diğer parçası olan ARGE harcamaları ise projeksiyonda planlanan maddi olmayan duran varlık yatırımlarının amortisman modellemesine göre tahmin edilmiştir.

Genel Yönetim Giderleri	Birim	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Toplam Genel Yönetim Giderleri	mn TL	(2,2)	(2,0)	(3,1)	(9,2)	(13,7)	(17,3)	(20,6)	(23,3)	(26,5)
Personel Maliyeti	mn TL	(0,6)	(0,8)	(1,3)	(5,0)	(7,1)	(8,9)	(10,4)	(11,9)	(13,1)
Personel Sayısı	mn TL	8	8	11	26	26	26	26	26	26
Personel Başlı Maliyet	mn TL	74.798	99.262	115.030	190.494	272.803	342.020	401.516	455.846	505.733
Amortisman ve itfa payları	mn TL	(0,3)	(0,5)	(0,6)	(0,8)	(1,7)	(2,3)	(2,9)	(3,3)	(4,3)
Danışmanlık hizmeti giderleri	mn TL	(0,3)	(0,2)	(0,4)	(1,0)	(1,5)	(1,9)	(2,2)	(2,5)	(2,7)
Araç Giderleri	mn TL	0,0	0,0	0,0	(0,5)	(0,7)	(0,9)	(1,1)	(1,2)	(1,4)
Vergi, resim ve harçlar	mn TL	(0,4)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,4)	(0,5)	(0,5)
Noter Giderleri	mn TL	0,0	(0,1)	(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
Ofis genel giderleri	mn TL	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,3)	(0,4)	(0,6)	(0,7)	(0,7)	(0,8)
Haberleşme giderleri	mn TL	(0,0)	0,0	0,0	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)
Aidat giderleri	mn TL	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)
Sigorta giderleri	mn TL	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,4)	(0,4)
Kırtasiye ve matbaa giderleri	mn TL	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,2)	(0,3)	(0,4)	(0,5)	(0,5)	(0,6)
Temsil ve ağırlama giderleri	mn TL	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)
Bakım ve onarım giderleri	mn TL	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)
Seyahat ve konaklama giderleri	mn TL	(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
Organizasyon Giderleri	mn TL	(0,1)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Diğer giderler	mn TL	(0,2)	(0,1)	(0,2)	(0,6)	(0,9)	(1,2)	(1,4)	(1,5)	(1,7)

Değişim	%	-10,0%	55,7%	201,6%	48,8%	26,6%	18,6%	13,5%	13,4%
Personel Maliyeti	%	32,7%	59,3%	291,4%	43,2%	25,4%	17,4%	13,5%	10,9%
Amortisman ve itfa payları	%	54,3%	21,2%	49,6%	104,1%	34,9%	26,1%	13,5%	28,5%
Danışmanlık hizmeti giderleri	%	-26,8%	109,1%	150,3%	43,2%	25,4%	17,4%	13,5%	10,9%
Araç Giderleri	%				43,2%	25,4%	17,4%	13,5%	10,9%
Vergi, resim ve harçlar	%	-72,7%	117,9%	-9,3%	43,2%	25,4%	17,4%	13,5%	10,9%
Noter Giderleri	%		13,8%	-69,1%	43,2%	25,4%	17,4%	13,5%	10,9%
Ofis genel giderleri	%	40,4%	-14,0%	293,3%	43,2%	25,4%	17,4%	13,5%	10,9%
Aidat giderleri	%	1,3%	81,7%	21,0%	43,2%	25,4%	17,4%	13,5%	10,9%
Sigorta giderleri	%	41,3%	60,7%	252,4%	43,2%	25,4%	17,4%	13,5%	10,9%
Kırtasiye ve matbaa giderleri	%	278,4%	46,2%	535,2%	43,2%	25,4%	17,4%	13,5%	10,9%
Temsil ve ağırlama giderleri	%	-55,6%	-5,1%	378,3%	43,2%	25,4%	17,4%	13,5%	10,9%
Bakım ve onarım giderleri	%	-59,2%	-16,8%	572,7%	43,2%	25,4%	17,4%	13,5%	10,9%
Seyahat ve konaklama giderleri	%	-89,8%	136,7%	3,6%	43,2%	25,4%	17,4%	13,5%	10,9%
Organizasyon Giderleri	%	-100,0%							
Diğer giderler	%	-45,7%	112,3%	166,3%	43,2%	25,4%	17,4%	13,5%	10,9%

ARGE Giderleri	mn TL	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Toplam Genel Yönetim Giderleri	mn TL	0,0	0,0	(0,3)	(1,0)	(1,5)	(2,2)	(3,2)	(4,3)	(5,5)
ARGE Amortisman Giderleri	mn TL	0,0	0,0	(0,3)	(1,0)	(1,5)	(2,2)	(3,2)	(4,3)	(5,5)

INA Varsayımları

Pazarlama gideri satış payının geçmiş ortalamasının üzerine çıkarak projeksiyonda büyümeyi destekleyeceği varsayılmıştır. Projeksiyondaki büyümeyi destekleyebilmek adına işletme sermayesi satış payı ve yatırım/satış payı geçmiş yıl ortalamasının üzerine çıkarılmıştır.

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 3,4x ile muhafazakar bir seviyeye işaret etmektedir

Faaliyet giderlerinin gelişimi. Pazarlama departmanında mevcut gelir projeksiyonunu destekleyebilme amaçlı her yıl personel alımı gerçekleşeceği modellenirken birim personel maliyetlerinin beklenen enflasyon kadar artacağı varsayılmıştır. Diğer tüm pazarlama giderleri için 2021 ya da tarihi ortalama incelenmiş ve muhafazakar olan satış oranı alınarak projekte edilmiştir. Sadece akaryakıt giderleri satış payının geçmiş ortalama ve cari verinin üzerine çıkacağı modelde dikkate alınmıştır. Nihai olarak 2019, 2020, 2021 ve 2022'de pazarlama giderleri satış payı sırasıyla %1,77, %1,19, %1,25 ve %1,43 olarak gerçekleşmesine rağmen muhafazakar tarafta kalmak ve büyüme beklentilerini destekleyebilmek adına projeksiyon döneminde ilgili satış oranı %1,63'e kadar artırılmıştır. Pazarlama giderlerinde muhasebeleşen amortisman giderleri için ise yatırımların faydalı ömürleri ve tükenen ömür süreleri dikkate alınarak bir model kurgulanmıştır. Tahmin edilen amortismanlar geçmiş yıllardaki dağılıma göre pazarlama ve genel yönetim giderlerine pay edilmiştir.

Yatırımların gelişimi ve vergi. Şirket yatırımlarını sabit kıymet ve AR-GE yatırımları olarak 2 kısma ayırmak gerekmektedir. Toplam yatırım/satış rasyosu 2019-2022'de ortalama %3 olarak gerçekleşmesine rağmen muhafazakar tarafta kalmak adına projeksiyonda yatırım/satış rasyosu %4,2 olarak kabul edilmiştir. Yazılım gelirlerinin kar marjı yüksek olsa da giderlerde görülmediği halde ARGE yatırımlarında aktifleşen harcamaların da yazılım gelirleri için olduğu dikkate alınmalıdır. Örneğin 2022 sonunda 53,6 mn TL yazılım gelirinin modelde SMM'ye atılan gider kalemi 6,2 mn TL olmasına rağmen ilgili yılda giderleşmediği halde yatırımlarda görülen ARGE harcamaları ise 17,8 mn TL'dir. ARGE yatırımları genel itibarıyla projede çalışan personel maliyetleridir. AR-GE projesi tamamlanıp ürün ortaya çıktığında ise aktifleşme tamamlanmakta; geçmişten kaynaklanan aktifleşen tutarlardan amortisman giderleri ile ürün tamamlanmış ve devredeyken yapılan yazılım harcamaları dönemin SMM'sine atılmaktadır. Teknokent vergi teşvikleri kapsamında 2028 yılına yazılım projeleri için vergi teşvikinin olacağı modelde dikkate alınırken bu durum AOSM hesaplamasına da entegre edilmiştir.

Pazarlama Giderleri	Birim	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Toplam Pazarlama Giderleri	mn TL	(2,8)	(2,4)	(2,7)	(5,4)	(8,3)	(10,8)	(13,3)	(15,6)	(17,9)
Personel Maliyeti	mn TL	(0,3)	(0,4)	(0,3)	(1,7)	(2,6)	(3,6)	(4,5)	(5,5)	(6,1)
Personel Sayısı	mn TL	4	4	6	11	12	13	14	15	15
Personel Başlı Maliyet	mn TL	67.303	90.428	47.789	152.558	218.476	273.908	321.556	365.067	405.019
Vergi, resim ve harçlar	mn TL	(2,1)	(1,5)	(1,5)	(2,1)	(3,0)	(3,8)	(4,6)	(5,3)	(6,0)
Amortisman ve itfa payları	mn TL	(0,1)	(0,3)	(0,4)	(0,5)	(1,0)	(1,3)	(1,7)	(1,9)	(2,4)
Organizasyon Giderleri	mn TL	0,0	0,0	(0,2)	(0,7)	(1,0)	(1,2)	(1,5)	(1,7)	(1,9)
Noter giderleri	mn TL	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)
Akaryakıt giderleri	mn TL	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,4)	(0,5)	(0,5)	(0,6)
Konaklama ve seyahat giderleri	mn TL	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
Temsil ağırlama giderleri	mn TL	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
Diğer giderler	mn TL	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,3)

Satış Payı	%	-1,77%	-1,19%	-1,25%	-1,43%	-1,52%	-1,56%	-1,59%	-1,61%	-1,63%
Personel Maliyeti	%	-0,2%	-0,2%	-0,1%	-0,4%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,6%	-0,6%
Vergi, resim ve harçlar	%	-1,3%	-0,8%	-0,7%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
Amortisman ve itfa payları	%	-0,1%	-0,1%	-0,2%	-0,1%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Organizasyon Giderleri	%	0,0%	0,0%	-0,1%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Noter giderleri	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Akaryakıt giderleri	%	-0,1%	0,0%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Konaklama ve seyahat giderleri	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Temsil ağırlama giderleri	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Diğer giderler	%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Yatırım	Birim	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Toplam Yatırım	mn TL	2,4	4,1	7,1	19,7	23,1	29,5	35,4	41,1	46,6
Ar-Ge Yazılımı Yatırımı	mn TL	1,7	3,0	6,6	17,8	20,8	26,6	31,9	37,0	42,0
Sabit Kıymet Yatırımı	mn TL	0,7	1,1	0,4	1,9	2,3	2,9	3,5	4,1	4,6
Yatırım/Satış	%	1,5%	2,0%	3,3%	5,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%

INA Varsayımları

Şirket yönetimi 2023 EBITDA gerçekleşmesi için SPK'ya taahhütte bulunmuştur.

Forte, 2019-2022 döneminde yıllık bileşik %85 EBITDA büyümesi gerçekleştiren 2022-2027 döneminde beklenen yıllık bileşik büyüme oranı EBITDA için geçmiş ortalamasının altında %22,1'dir.

EBITDA gelişimi. Şirket, 2021 yılında 34 mn TL EBITDA üretirken 2022 yılında %172,2'lik büyüme ile 92,6 mn TL EBITDA gerçekleştirmiştir. Şirket yönetimi 2023 EBITDA gerçekleşmesi için SPK'ya taahhütte bulunmuştur. İlgili taahhütte ve modelde tahmin edilen EBITDA kaleminde halka arz giderleri dikkate alınmamıştır. Halka arzın şarta bağlı olması, halka arzdan kaynaklanan gelirlerin modelde dikkate alınmaması ve bazı bağımsız denetim firmalarının ilgili giderleri gelir tablosu ile ilişkilendirmeyip emisyon priminden düşmesi bu durumun temel sebepleri arasındadır. Ayrıca pazar değeri bulunduğu için piyasadaki mevcut yaklaşımlar da dikkate alınmak zorundadır. Pazar değeri pazardaki kanıtlarla ispatlanabilen değerdir. Piyasadaki fiyat tespit raporları incelendiğinde neredeyse tamamında halka arz giderlerinin yer almadığı görülmüştür. Forte, 2019-2022 döneminde yıllık bileşik %85 EBITDA büyümesi gerçekleştirebilmiştir. 2022-2027 döneminde ise beklenen yıllık bileşik büyüme oranı EBITDA için geçmiş ortalamasının altında %22,1'dir. Şirket'in ihale ve proje şirketi olması nedeniyle tek yıllık büyümlerden ziyade belirli bir periyottaki büyümelere odaklanmak gerekmektedir. Zira projelerin faturalanma dönemine göre yıllık gelirlerde azalış ve artışlar olabilmektedir. Şirket, 2020-2022 döneminde ortalama %21,7; 2022'de ise %24,5 EBITDA marjı üretirken 2023-2027 arasında EBITDA marjının %22,8 olarak gerçekleşeceği öngörülmektedir. Yönetim portföyde ağırlığı artan yazılım projelerinin etkisiyle kar marjının %30'a yakınsayacağını beklemekle birlikte muhafazakar tarafta kalmak adına geçmiş ortalama ve 2022 gerçekleşmesinden önemli bir ayrışma modele yansıtılmamıştır.

Gelir Tablosu	Birim	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2019-2022 YBBO	2022-2027 YBBO
Net Satış	mn TL	204	215	378	545	697	835	969	1.099	33,2%	23,8%
Değişim	%	27,6%	5,4%	75,7%	43,9%	27,9%	19,9%	16,0%	13,4%		
SMM	mn TL	150	177	273	402	515	617	716	813		
Brüt Kar	mn TL	54,0	38,8	105,5	142,3	181,8	217,9	252,9	286,7		
Brüt Marj	%	26,4%	18,0%	27,9%	26,1%	26,1%	26,1%	26,1%	26,1%		
Faaliyet Giderleri	mn TL	(4,4)	(6,0)	(15,6)	(23,4)	(30,4)	(37,0)	(43,2)	(49,9)		
Faaliyet Gid./Satış	%	-2,2%	-2,8%	-4,1%	-4,3%	-4,4%	-4,4%	-4,5%	-4,5%		
Amortisman	mn TL	(0,9)	(1,2)	(2,7)	(5,1)	(7,1)	(9,4)	(11,3)	(14,5)		
EBITDA	mn TL	50,4	34,0	92,6	123,9	158,6	190,3	221,0	251,3	85,0%	22,1%
EBITDA Margin	%	24,7%	15,8%	24,5%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	22,9%		
Değişim	%	244,8%	-32,5%	172,2%	33,8%	27,9%	20,0%	16,1%	13,7%		

Projeksiyonlar

- Son 4 yılda yıllık bileşik %85 artan EBITDA'nın projeksiyon döneminde %22,1'lik YBBO göstermesi beklenmektedir.
- Katma değeri yüksek 11 yazılım projesinin devreye girmesi ile EBITDA marjının geçmiş ortalamasının üzerine çıkması öngörülmektedir.
- Mevcut yüksek enflasyon dikkate alındığında 2022-2027 arasında net satışlarda beklenen %23,8'lik YBBO makul bulunmaktadır

Piyasa Çarpanları

Uluslararası Çarpanlar

**Yurt dışı benzer şirket çarpanları
1.359 mn TL piyasa değerine işaret
etmekte**

30 uluslararası firma örneklemede 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 tarihidir. Aşağıdaki tablolarda yurt dışı şirketlere yönelik finansal veriler, çarpan değerleri ve faaliyet alanlarına yönelik özet bilgiler yer almaktadır. 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 4Ç, EV/EBITDA23T ve F/K 4Ç çarpanlarına sırasıyla %25, %25 ve %50 ağırlık verilmiştir.

Uluslararası Benzer Şirketler Piyasa Çarpanları				23 Şubat	Son 12 Ay				Net Satış Artışı		EBITDA Artışı	EBITDA Marjı	Son 12 Ay	Carı
Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke	PD (Milyon\$)	EV/EBITDA	EV/Satışlar	F/K	PD/DD	EV/EBITDA 22T	Son Üç yıl YBBO (%)	Son Üç Yıl YBBO (%)	Son 12 Ay	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
Asya-Pasifik Gelişmiş Ülkeler	Nit Data Corp	9613 JP Equity	Japonya	21.199	7,2	1,2	20,1	2,0	6,5	5,7%	9,0%	16,1%	1,1	0,3
	Otsuka Corp	4768 JP Equity	Japonya	6.086	10,8	0,8	20,9	2,7	10,2	4,3%	7,5%	7,4%	(3,1)	(0,6)
	Nec Corp	6701 JP Equity	Japonya	9.447	5,9	0,6	9,8	0,8	5,0	1,2%	10,4%	9,6%	0,7	0,1
	Seac Corp	9719 JP Equity	Japonya	4.756	9,4	1,5	19,2	2,5	6,1	4,9%	M.D	15,9%	(0,7)	(0,2)
	Ns Solutions Corp	2327 JP Equity	Japonya	2.228	6,5	0,9	15,1	1,6	5,7	2,2%	9,4%	14,4%	(1,8)	(0,3)
	Nat One Systems Co Ltd	7518 JP Equity	Japonya	2.049	10,6	1,2	21,3	3,7	M.D	2,8%	22,3%	11,3%	0,4	0,1
	Technoprc Holdings Inc	6028 JP Equity	Japonya	2.577	12,8	1,8	23,9	6,0	M.D	7,5%	21,0%	14,0%	(0,1)	(0,0)
	Ortalama			6.953	9,0	1,1	18,6	2,2	7,1	4,1%	13,3%	12,7%	(0,5)	(0,1)
	Medyan			4.756	9,4	1,2	20,1	2,3	6,5	4,3%	9,9%	14,0%	(0,1)	(0,0)
	Minimum			2.049	5,9	0,6	9,8	0,8	5,0	1,2%	7,5%	7,4%	(3,1)	(0,6)
	Maksimum			21.199	12,8	1,8	23,9	6,0	10,2	7,5%	22,3%	16,1%	1,1	0,3
Asya-Pasifik Gelişmekte Olan Ülkeler	Hcl Technologies Ltd	HCLT IN Equity	Hindistan	36.584	11,0	2,5	21,8	4,9	M.D	10,1%	9,7%	22,2%	(0,5)	(0,2)
	Infosys Ltd	INFO IN Equity	Hindistan	82.074	17,3	4,2	29,5	8,4	16,4	13,8%	13,6%	24,5%	(0,8)	(0,3)
	Wipro Ltd	WPRO IN Equity	Hindistan	27.281	12,5	2,4	19,9	3,1	11,0	11,1%	7,2%	18,8%	(0,9)	(0,2)
	Crinasoft International Ltd	354 HK Equity	Çin	2.686	11,1	1,0	14,8	1,6	10,6	20,4%	18,0%	M.D	(0,8)	(0,1)
	Larsen & Toubro Ltd	LT IN Equity	Hindistan	35.767	14,1	2,2	34,0	3,6	M.D	5,7%	16,2%	13,3%	3,2	0,8
	Chindata Group Holdings-Adr	CD US Equity	Çin	2.821	19,2	9,0	63,1	2,8	10,2	312,2%	M.D	46,6%	1,7	0,3
	Globant Sa	GLOB US Equity	Uruguay	7.504	25,1	4,6	47,7	5,3	20,6	36,3%	37,1%	18,2%	(0,8)	(0,2)
	Ortalama			27.828	15,8	2,8	21,5	3,2	13,7	58,5%	17,0%	24,0%	0,2	0,0
	Medyan			27.281	14,1	2,4	20,9	3,1	11,0	13,8%	14,9%	20,5%	(0,8)	(0,2)
	Minimum			2.686	11,0	1,0	14,8	1,6	10,2	5,7%	7,2%	13,3%	(0,9)	(0,3)
	Maksimum			82.074	25,1	9,0	63,1	8,4	20,6	312,2%	37,1%	46,6%	3,2	0,8
Avrupa Gelişmiş Ülkeler	Saltcat Plc	SCT LN Equity	İngiltere	3.106	19,1	2,5	23,0	12,1	17,2	6,3%	19,5%	M.D	(0,6)	(0,4)
	Alos Se	ATO FP Equity	Fransa	1.161	5,3	0,4	M.D	0,2	5,3	0,8%	-31,3%	M.D	M.D	0,6
	Leidos Holdings Inc	LDOS US Equity	Amerika	14.988	11,5	1,2	21,5	3,7	M.D	10,5%	8,3%	10,3%	3,4	1,2
	Sopra Steris Group	SOP FP Equity	Fransa	3.170	6,4	0,8	13,8	1,6	M.D	4,8%	14,6%	M.D	1,5	0,4
	Kainos Group Plc	KNOS LN Equity	İngiltere	2.470	29,0	4,4	53,4	17,3	23,9	28,1%	33,2%	M.D	(1,7)	(0,8)
	Indra Sistemas Sa	IDR SM Equity	İspanya	1.930	6,1	0,6	14,2	2,1	M.D	3,2%	7,8%	10,2%	1,6	0,7
	Serco Group Plc	SRP LN Equity	İngiltere	2.434	7,2	0,6	13,0	2,0	M.D	16,0%	45,9%	M.D	1,6	0,6
	Cognizant Tech Solutions-A	CTSH US Equity	Amerika	31.067	7,9	1,5	13,4	2,6	M.D	4,8%	4,3%	18,5%	(0,3)	(0,1)
	Dxc Technology Co	DXC US Equity	Amerika	6.297	5,3	0,6	14,6	1,4	M.D	-7,8%	-30,4%	11,2%	1,5	0,7
	Cgi Inc	GIB/A CN Equity	Kanada	20.554	10,8	2,2	19,3	3,9	M.D	2,1%	9,5%	19,9%	1,2	0,4
Avrupa Gelişmekte Olan Ülkeler	Capita Plc	CPI LN Equity	İngiltere	488	M.D	0,4	M.D	1,0	M.D	-4,5%	-34,9%	M.D	M.D	1,8
	Netapp Inc	NTAP US Equity	Amerika	13.939	9,9	2,2	15,0	11,7	7,3	1,4%	6,0%	22,6%	(0,2)	(0,3)
	Econocom Group	ECONB BB Equity	Belçika	670	8,4	0,5	6,6	1,9	6,6	-5,7%	-0,2%	M.D	3,1	1,1
	Perficient Inc	PRFT US Equity	Amerika	2.501	14,1	2,9	23,9	6,4	M.D	15,3%	22,9%	20,8%	2,2	1,1
	Absolute Software Corporatio	ABST CN Equity	Kanada	502	27,2	3,9	M.D	M.D	10,8	28,2%	3,1%	14,4%	7,0	(48,0)
	Byggfakta Group Nordic Holdc	BFG SS Equity	İsveç	874	M.D	M.D	180,5	M.D	15,0	45,7%	M.D	M.D	M.D	M.D
	Ortalama			6.641	20,1	3,1	23,5	A.D	14,3	9,2%	5,2%	16,0%	1,5	- 2,7
	Medyan			2.486	19,1	2,9	23,5	A.D	15,0	4,8%	7,8%	16,5%	7,0	0,8
	Minimum			488	5,3	0,4	6,6	0,2	5,3	-7,8%	-34,9%	10,2%	M.D	- 48,0
	Maksimum			31.067	29,0	4,4	180,5	17,3	23,9	45,7%	45,9%	22,6%	1,5	1,8
Global	Ortalama			11.660	13,8	2,1	20,3	2,7	11,3	19,5%	9,6%	17,2%	0,7	-1,4
	Medyan			3.138	12,5	2,0	20,9	2,7	10,6	5,7%	9,5%	16,9%	0,4	0,1
	Minimum			488	5,3	0,4	6,6	0,2	5,0	-7,8%	-34,9%	7,4%	-3,1	-48,0
	Maksimum			82.074	29,0	9,0	180,5	17,3	23,9	312,2%	45,9%	46,6%	7,0	1,8
	Forte (mn TL)			1.359	12,5	3,7	20,9	9,3	10,6	36,1%	95,7%	24,5%	0,5	0,3

Kaynak: Bloomberg

Piyasa Çarpanları

BİST Teknoloji Endeksi, Yurtiçi Benzerler ve Ana Pazar

BİST Teknoloji Endeksi, BİST Benzerler ve Ana Pazar Endeksi'nden sırasıyla 1.014 mn TL, 1.466 mn TL ve 913 mn TL piyasa değerlerine ulaşılmıştır

Faaliyet alanı ve finansal benzerlikler dikkate alındı. Şirket yazılım ve donanım satışında iştirak 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 KRONT, MIATK ve VBTYZ şirketlerinin çarpanları değerlendirilerek 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.

BİST Teknoloji Endeksi						Net Satış Artışı		EBITDA Artışı	2022/12	2022/12	2022/12
BİST Kodu	Şirket Adı	PD (Milyon TL)	EV/ EBITDA 2022	EV/ Satışlar 2022	F/K 2022	PD/DD 2022	2020-2022 YBBO(%)	2020-2022 YBBO(%)	EBITDA Marjı	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
ALCTL	Alcatel Lucent Teletaş	2.821	12,7	1,3	15,6	2,4	27,1%	21,2%	10,1%	(3,34)	(0,51)
ARDYZ	ARD Bilişim Teknolojileri	1.255	5,6	3,5	6,1	2,6	59,3%	63,4%	62,8%	0,05	0,03
ARENA	Arena Bilgisayar	1.414	2,8	0,1	12,9	1,4	71,9%	80,9%	3,6%	0,49	0,31
ARMDA	Armada Bilgisayar	8.177	32,9	1,1	6.953,8	9,0	51,8%	81,1%	3,4%	2,20	0,64
ASELS	Aselsan	123.918	18,4	4,8	12,7	4,0	27,0%	30,4%	25,9%	1,07	0,25
ATATP	ATP Bilgisayar	1.041	12,9	2,0	9,9	2,8	36,3%	10,6%	15,6%	(2,74)	(0,48)
DGATE	Datagate Bilgisayar	471	6,6	0,3	12,8	2,5	8,6%	32,7%	4,4%	1,28	0,60
DESPC	Despec Bilgisayar	368	6,0	0,4	5,6	2,1	34,7%	75,9%	6,3%	1,46	0,67
EDATA	E-Data Teknoloji	961	13,8	2,0	8,1	3,9	67,2%	69,1%	14,3%	(1,93)	(0,48)
ESCOM	Escort Teknoloji	1.555	(1.152,2)	716,5	14,8	7,9	122,7%	4,7%	-62,2%	0,34	(0,00)
FONET	Fonet Bilgi Teknolojileri	500	9,7	4,3	12,1	3,1	27,9%	22,9%	44,9%	(0,17)	(0,05)
HTTBT	Hittit Bilgisayar Hizmetleri	3.443	30,7	12,9	145,0	4,2	58,7%	70,1%	42,0%	(1,86)	(0,24)
INDES	İndeks Bilgisayar	3.942	4,0	0,1	5,9	3,3	37,2%	59,2%	3,7%	(1,12)	(0,73)
KFEIN	Kafein Yazılım	477	6,7	1,3	10,2	2,5	38,9%	39,4%	19,6%	(0,08)	(0,03)
KAREL	Karel Elektronik	7.305	16,4	2,8	158,9	9,6	71,8%	60,9%	17,0%	3,92	3,00
KRONT	Kron Telekomünikasyon	1.090	23,0	7,8	16,6	10,5	54,3%	137,3%	33,8%	0,19	0,09
LINK	Link Bilgisayar	461	27,9	14,1	11,3	6,1	17,9%	17,1%	50,3%	(4,34)	(0,82)
LOGO	Logo Yazılım	5.475	11,2	4,1	12,2	5,5	47,2%	55,3%	36,7%	(0,27)	(0,13)
MANAS	Manas Enerji Yönetimi	694	30,0	5,5	53,7	5,5	52,2%	38,1%	18,2%	2,52	0,51
MTRKS	Matriks Bilgi Dağıtım	940	15,1	4,2	19,9	12,6	33,0%	40,4%	28,1%	(0,43)	(0,35)
MIATK	Mia Teknoloji	3.696	10,6	6,0	11,2	6,4	137,3%	228,9%	56,2%	(0,29)	(0,17)
MOBTL	Mobiltelet İletişim Hizmetleri	3.875	14,9	1,1	4,9	2,1	45,5%	44,1%	7,4%	2,06	0,33
NETAS	Netaş Telekom.	1.881	(10,6)	0,8	(3,2)	408,1	36,0%	A.D	-7,9%	(3,77)	223,92
PAPIL	Papillon Savunma	534	(84,1)	13,8	11,8	3,8	7,7%	53,3%	-16,4%	18,94	(0,70)
PENTA	Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım	14.639	4,8	0,3	(49,1)	1,8	34,8%	36,1%	5,7%	(0,55)	(0,19)
PKART	Plastikkart	482	12,6	0,8	20,4	5,4	39,9%	55,0%	6,4%	(1,06)	(0,41)
SMART	Smartiks Yazılım	246	9,0	5,8	30,6	3,3	24,3%	33,8%	64,8%	0,45	0,17
VBTYZ	VBT Yazılım	1.143	19,4	1,8	16,2	6,5	92,9%	83,4%	9,5%	(1,73)	(0,53)
Ortalama		6.886	14,1	1,9	12,3	2,9	48,7%	57,2%	18,0%	0,4	8,0
Medyan		1.199	12,8	1,3	12,1	2,7	39,4%	53,3%	15,0%	-0,1	0,0
Minimum		246	(1.152,2)	0,1	(49,1)	1,4	7,7%	4,7%	-62,2%	-4,3	-0,8
Maksimum		123.918	32,9	716,5	6.953,8	408,1	137,3%	228,9%	64,8%	18,9	223,9
Forte		1.014	12,8	2,8	12,1	6,9	36,1%	95,7%	24,5%	0,5	0,3

BİST Benzer						Net Satış Artışı		EBITDA Artışı	2022/12	2022/12	2022/12
BİST Kodu	Şirket Adı	PD (Milyon TL)	EV/ EBITDA 2022/12	EV/ Satışlar 2022/12	F/K 2022/12	PD/DD 2022/12	2020-2022 YBBO(%)	2020-2022 YBBO(%)	EBITDA Marjı	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
KRONT	Kron Telekomü	1.090	23,0	7,8	16,6	10,5	74,7%	203,7%	33,8%	62,9%	0,09
MIATK	Mia Teknoloji	3.696	10,6	6,0	11,2	6,4	119,5%	281,6%	56,2%	57,4%	(0,17)
VBTYZ	VBT Yazılım	1.143	19,4	1,8	16,2	6,5	132,8%	118,1%	9,5%	40,1%	(0,53)
Ortalama		1.976	17,6	1,8	14,7	7,8	109,0%	201,1%	33,2%	0,5	-0,2
Medyan		1.143	19,4	1,8	16,2	6,5	119,5%	203,7%	33,8%	0,6	-0,2
Minimum		1.090	10,6	1,8	11,2	6,4	74,7%	118,1%	9,5%	0,4	-0,5
Maksimum		3.696	23,0	7,8	16,6	10,5	132,8%	281,6%	56,2%	0,6	0,1
Forte		1.466	19,4	4,0	16,2	10,0	36,1%	95,7%	24,5%	0,5	0,3

BIST Ana Pazar Endeksi						Net Satış Artışı	EBITDA Artışı	2022/12	2022/12	2022/12	
BIST Kodu	Şirket Adı	PD EV/ EBITDA (MilyonTL)	EV/ Satışlar 2022/12	F/K 2022/12	PD/DD 2022/12	2020-2022 YBBO(%)	2020-2022 YBBO(%)	EBITDA Marjı	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak	
Ortalama		2.497	12,9	1,9	14,6	2,8	107,8%	119,5%	16,3%	-1,5	0,0
Medyan		1.406	11,3	1,8	11,3	2,6	88,2%	104,5%	16,3%	0,5	0,1
Minimum		132	(31.303,3)	0,0	(110,0)	(22,0)	-1,2%	-87,4%	-425,9%	-485,4	-75,1
Maksimum		22.307	119.153,9	716,5	480,7	98,9	1240,5%	459,4%	76,1%	112,8	8,6
Forte		913	11,3	2,5	11,3	6,3	36,1%	95,7%	24,5%	0,5	0,3

*Ana Pazar şirketlerinin çarpanları hesaplanırken spor hisseleri, bankacılık ve sigorta gibi finansal sektörde yer alan hisseler, GYO ve GSYO'lar ile mali sektör şirketleri elimine edilmiştir. Şirketlerin çarpanları hesaplanırken EV/EBITDA ve F/K çarpanlarında 30 üzeri olanlar ile EV/Satış ve PD/DD çarpanlarından 5'ten büyük olanlar ortalama ve medyan hesabında göz önünde bulundurulmamıştır. Listenin sayfaya sığabilmesi adına gösterim amaçlı bazı ana pazar şirketleri tabloda gösterilmemiştir.

Kaynak: Finnet

Çarpan Değerlemesi

**Çarpan değerlemesine nihai
değerde %30 ağırlık verilmiştir**

**F/K ve EV/EBITDA iş modelinin
ürettiği değeri öne çıkarmaktadır**

EV/EBITDA ve F/K çarpanları kullanılmıştır. Tüm örneklem gruplarında piyasa yaklaşımından değer bulunurken F/K ve EV/EBITDA çarpanları kullanılmıştır. İlgili çarpanların şirketlerin ürettiği değeri daha doğru yansıttığını düşünmekteyiz. PD/DD ve EV/Satış rasyoları değerlemede kullanılsa da örneklemilerin ortalama çarpanları yukarıdaki tablolarda gösterilmiştir. Şirketlerin PD/DD rasyoları ROE rasyolarına göre farklılık arz ederken EV/Satış rasyoları daha çok EBITDA marjları ile koreledir. Her iki rasyo, hesaplama biçimi anlamında üretilen kar ya da EBITDA'yı doğrudan barındırmamaktadır. Diğer bir ifade ile PD/DD ve EV/Satış çarpanları 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/Satış 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 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.

Mn TL	Değer
Forte EBITDA 2022/12	93
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 Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.748
EV/EBITDA (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
Mn TL	Değer
Forte Net Kar 2022/12	73
Yurtiçi Benzer Şirketler Medyan F/K (x)	16,2
Yurtiçi Benzer Şirketleri F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.185
F/K (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
Yurtiçi Benzer Şirketlerden Gelen Nihai Piyasa Değeri	1.466

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

Mn TL	Değer
Forte EBITDA 2022/12	93
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%
Mn TL	Değer
Forte Net Kar 2022/12	73
BIST Teknoloji Şirketleri Medyan F/K (x)	12,1
BIST Teknoloji Şirketleri F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	888
F/K (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
BIST Teknoloji Şirketleri Çarpanına göre Hesaplanan Nihai Piyasa Değeri	1.014
Mn TL	Değer
Forte EBITDA 2022/12	93
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%
Mn TL	Değer
Forte EBITDA 2023T	124
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA 2022T (x)	10,6
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA 2022T (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.310
Forte Net Borç 2022/12	45
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA 2022T (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.264
EV/EBITDA 22T(x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	25%
Mn TL	Değer
Forte Net Kar 2022/12	73
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan F/K (x)	20,9
Yurtdışı Benzer Şirketler F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.529
F/K (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
Yurtdışı Benzer Şirketler Gelen Nihai Piyasa Değeri	1.359

Nihai Değer

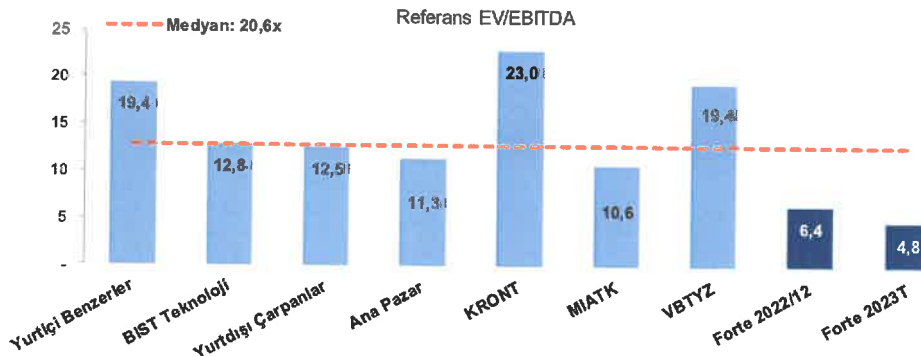
545 mn TL iskonto sonrası halka arz piyasa değeri

Şirket 2023 EBITDA rakamının gerçekleştirileceğine 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

4,8x 2023T EV/EBITDA. 2021 yılının son çeyreğinde kurda ve enflasyonda başlayan sert hareket birçok şirket için cari özkaynak, aktif ve EBITDA büyüklüklerini önemsiz kılmaktadır. Şirketler yılsonu yeniden değerlemeleri ile yeni ortamda aktif ve özkaynaklarının 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 muhafazakar 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.	

Grafik: 6 Ulaşılan halka arz değeri mevcut karlılık seviyesinde referans değerlerin altındadır...



Kaynak: Bloomberg & Finnet

Temel Yatırım Unsurları

Şirket finansal güçlülük, büyüme beklentisi, özkaynakların verimli kullanımı, borçluluk ve getiri açısından önemli bir konumda yer alıyor

Bilişim sektörü adet bazlı en çok satın alma ve birleşme işleminin gerçekleştiği sektör olarak ön plana çıkmakta

Sistem entegratörlüğüne ek olarak yazılıma yatırım yapılması iş modelini güçlendirmekte

Savunma sanayine yönelik yazılımlar ön plana çıkmakta

S1000D projesinin daha önce Türkiye'de bir örneği olmadığını ifade edilirken AB standartlarına erişim için devlet kurumlarının geçmek zorunda olduğu standartların uygulama pratiğini içeren katma değerli ve niş bir proje olarak tanımlanmaktadır.

Değerleme görüşü. Şirket, pandemi ile dünya ve yerelde yatırım harcamalarının arttığı bir sektörde 2006 yılından bu yana önemli bir AR-GE kültürü ve birikimi oluşturmuştur. Şirket sistem entegratörü olarak klasik donanım al-satçı firmalara göre daha yüksek kar marjı ile çalışırken 2019 yılından bu yana yazılım sektörüne de yatırım yapmaya başlamış ve 2021 yılında tamamen yazılıma odaklı bir firmanın satın alımını gerçekleştirmiştir. Forte, son 3 yılda yüksek EBITDA büyümesi, düşük borçluluk, her dönem sürdürülebilir karlılığın üretilmesi, özkaynakların verimli kullanımı (yüksek ROE) ile sektörde ön plana çıkmaktadır. Yazılım projelerinde 2028 yılına kadar vergi teşvikinin yanı sıra oldukça niş ve gelişmekte olan savunma sanayine yönelik yazılımların geliştirilmesi ve bu anlamda sektörde referansların oluşması güçlü bir yatırım hikayesine işaret etmektedir.

Pandemi ile önemi artan teknoloji sektöründe faaliyet. Pandemi sonrası tüm dünyada teknoloji ve yazılım yatırımları artmıştır. Borsa İstanbul'da teknoloji endeksinde işlem gören şirketlerin piyasa değeri ve gelirlerinde kayda değer bir büyüme yaşanırken M&A piyasasında en çok şirket alımının gerçekleştiği sektör bilişim sektörü olarak öne çıkmıştır. Forte, 2006 yılından bu yana önemi artan teknoloji sektöründe güçlü bir tecrübe birikimi sağlamıştır. Dijital dönüşümün doyuma ulaşmamış olması nedeniyle yeni uygulama alanlarında projelerin ortaya çıkması ve pazarın sürekli yenilenmesi Şirket için bir avantaj olarak görülmektedir.

Güçlü yazılım projeleri portföye girecek. Faaliyet giderlerinde giderleşen ARGE giderlerine ek olarak 2022 itibarıyla aktifleşen ARGE yatırımları 28,2 mın TL'ye ulaşmıştır. Ayrıca 2021 yılında %50'lik pay için 12,5 mın TL ödenerek alınan ELD Bilişim tamamen yazılım sektörüne odaklanmış bir şirkettir. Şirket'in 2022 yazılım gelirleri ile 2022 sonunda 53,6 mın TL yazılım geliri elde etmiş olacaktır. Yönetim 2020 sonu yazılım gelirlerinin büyük oranda kesinleştiğini ifade etmiştir. Buna göre 2020, 2021 ve 2022 sonu verilerine göre Şirket'in yazılım gelirleri donanım seçiminin ortalamada %17,6 olarak gerçekleştiği için projeksiyonda donanım ve hizmet gelirlerinin %17,6'sı kadar Şirket'in yazılım geliri elde edeceği modellenmiştir. Yönetim ilgili oranın daha da üstüne çıkmayı bütçelemesine rağmen muhafazakar tarafta kalmak adına geçmiş 3 yıllık verinin ortalamasının aşılmayacağı tahmin edilmiştir. Şirket yazılım tarafında büyümek için iştirak ve ARGE yatırımlarına ek olarak pazarlama ve genel yönetimde personel sayısını artırmış ve projeksiyonda artırmaya devam etmiştir. Yazılım projelerinde brüt kar marjının donanım projelerine göre daha yüksek olması sözleşmelerin devreye girmesi ile marjda önemli bir potansiyeli ortaya çıkaracaktır. Forte, uluslararası yazılım şirketlerine göre fiyatlamada önemli bir avantaj sunmakta ve savunma sanayi gibi uzmanlık gerektiren niş bir alanda faaliyet göstermektedir.

Sistem entegratörlüğüne ek olarak yazılım projeleri. Şirket, donanım segmentinde sistem entegratörü olarak kurulmuştur. Sistem entegratörleri klasik al-satıcı donanım firmalarına göre daha kapsamlı bir iş modeline sahiptir. İlgili alan donanım parçalarının optimize edilmesinden kuruluş, güvenlik, yedekleme ve sonrası bakım hizmetlerini kapsamaktadır. Bu yüzden klasik al-satıcılarda kar marjı oldukça düşük olmasına rağmen Şirket'in donanım segmentinde brüt kar marjı %15'in üzerindedir. Sistem entegratörlüğüne ek olarak Forte, yazılım projelerini de son 3 yılda bünyesine katmaya başlamıştır. Yazılım alanında önemli bir tecrübeye sahip ELD Bilişim paylarının tamamı 2021 yılında satın alınarak yazılım segmenti için büyük bir yatırım yapılmıştır. Şirket sistem entegratörlüğüne ek olarak yazılımı da portföye ekleyerek tamamlayıcı bir iş modeli kurmayı hedeflemektedir.

Niş bir alanda yazılımlar geliştirilmekte. Son dönemde kamunun birçok alanda harcamaları kısılrken savunma sanayine aktarılan fonlarda önemli bir artış olmuştur. Ayrıca savunma sanayinde yerleşme politikaları her geçen yıl artmaktadır. Forte, Milli Savunma Bakanlığı ve Türk Silahlı Kuvvetleri için önemli yazılım projeleri geliştirmektedir. Savunma sanayi son derece stratejik ve uzmanlık isteyen bir alan olduğu için şirketlerin yetenekleri ve uzmanlıkları ön plana çıkmakta; daha önce çalışılan yerli ortaklara öncelik verilmektedir. Şirket'in yazılım projelerinin önemli bir kısmının kar marjı yüksek savunma sanayi kaynaklı olması bir avantaj olarak görülmektedir.

Temel Yatırım Unsurları

AR-GE projelerinin dost ülkelere devlet desteği ile pazarlanması önemli bir potansiyel

2028 yılına kadar vergi teşviki

2019-2022 döneminde EBITDA YBBO %85

Halka arzdan elde edilecek fonun tamamının bedelli sermaye artışı ile bünyeye dahil edilecek olması sektörde yeni yatırımlar açısından önem arz etmekte

Bakım gelirleri devamlılık anlamına gelmekte. Mevcutta alınmış olan projelerin devamı veya bakımı kapsamında yapılacak olan projelerde diğer firmalara göre rekabet avantajının sağlanabilmesi yeni donanım alımları kadar mevcut donanımların da bakım faaliyetlerinin artması ve bu konuda Şirket'in yetkinliğinin olması devamlılığı olan müşteri portföyü de oluşturmaktadır.

Yakın ve Türki Cumhuriyetler güçlü potansiyel. Şirket, savunma alanında elde etmiş olduğu tecrübeyi uluslararası standartlara uygun AR-GE ürünlerine dönüştürmeyi ve bu ürünleri ulusal/uluslararası savunma sanayi firmalarına pazarlamayı hedeflemektedir. Özellikle savunma alanında geliştirilen ürünlerin Türki cumhuriyetler ve yakın ülkelerde devlet desteği ile pazarlanma potansiyeli önemli bir yatırım hikayesi oluşturabilir.

Güçlü mali veriler ve vergi teşviki. Teknokent avantajları nedeniyle 2028 yılına kadar yazılım segmentinde vergi avantajı bulunmaktadır. Düşük net borç/EBITDA rasyosu Şirket için borçlanma kapasitesi anlamına da gelmektedir. 2018-2021 dönemi incelendiğinde Şirket'in her dönem sürdürülebilir bir şekilde net dönem karı ürettiği ve faaliyetler için büyük bir sabit kıymet yatırıma ihtiyacı duymadığı görülmektedir. Ayrıca tedarikçilerle uzun yıllara dayanan ilişki ve son tüketicinin penetrasyonu zor olan kamu kısmı olması nedeniyle satış sürekliliği anlamında oldukça olumludur.

Büyüme beklentisi. Şirket, 2019-2022 döneminde yıllık bileşik %85'lik büyüme ile EBITDA üretme başarısı göstermiştir. 2022 yılında EBITDA %172,2'lik büyüme ile 92,6 m TL'ye ulaşırken Şirket yönetimi 2023 EBITDA'sının gerçekleşmesi için SPK'ya taahhüt vermiştir. Savunma sanayi gibi niş bir alanda uzmanlaşan Şirket, 2022-2027 yılları arasında ortalama EBITDA marjını artırmayı hedeflerken EBITDA'da yıllık bileşik %22,1'lik büyüme öngörmektedir. Yüksek EBITDA büyümesine karşın Şirket'in önemli boyutta sabit kıymet yatırımı bulunmaması borçlanma ihtiyacının sadece işletme sermayesi finansmanı ile sınırlı olacağı anlamına gelmektedir. Üretilen nakit ise yatırımcılar için yeni şirketlerin satın alımı ile değer maksimizasyonu ya da temettü potansiyeli anlamına gelmektedir. 2022-2027 arasında beklenen yıllık bileşik net satış büyümesi ise %23,8 seviyesindedir.

Yüksek giriş bariyeri. Şirket'in 15 yılı aşkın sektörde faaliyet göstermesi ile oluşan AR-GE kültürüne ek olarak akredite kuruluşlar ve yerel/ulusal otoriteler tarafından belgelendirilmiş firmaya özgü sertifikasyonlar ve yetenekler, niş ve giriş bariyeri yüksek savunma sanayi için önem arz etmektedir.

Riskler

İnsan kaynağının kaybedilmesi en büyük risk unsuru

İnsan kaynağı. Sektörün en büyük yatırımı ve gideri yetişmiş insan kaynağıdır. Bu minvalde planlanan yeni yazılım projeleri için yeterli yetkinliğe sahip insan kaynağının temin edilememesi ya da mevcut insan kaynağının kaybedilmesi nakit akış tahminleri için bir risk unsuru olarak görülmektedir.

Tekrarlanan gelirin az olması. Şirket büyük oranda ihalelerden gelir elde ederek hasılat oluşturmaktadır. İhalelerde ilgili projenin bakım hizmeti Şirket'e verilmiş olsa da tekrarlanan gelir seviyesinin mevcut durumda az olduğu dikkat çekmektedir. Alınan bir ihalenin yenilenmesi durumunda Şirket'in yeni ihalelerde ön planda olduğu Yönetim tarafından beyan edilmektedir. Yeni ihalelerin alınması sonrası bakım hizmetlerinin artacağı ve tekrarlanan gelirlerin gelecekte yükseleceği Yönetim tarafından öngörülmektedir.

**Makroekonomik dalgalanma risk
unsuru olarak görülmekte**

Kar marjını baskılayıcı unsurlar. Sistem entegratörlüğü segmentinde rakiplerin olması rekabet etkisi yaratmakta ve kar marjını tehdit etmektedir. Modelde ilgili segmentin brüt kar marjı projeksiyon döneminde 2021 seviyesinin altında alınarak söz konusu risk yönetilmeye çalışılmıştır.

Makroekonomik dalgalanma. Döviz kurlarında son dönemde yaşanan şoklar ve artan enflasyon tüketicinin ve kamunun satın alma gücünü aşağı yönlü baskılamaktadır. Ayrıca enflasyonla fiyatlama mekanizmalarının bozulması yeni yazılım ya da şirket satın alma yatırımları için belirsizlik yaratmaktadır.

27.02.2023
İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

İNFO
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Saray Mh.Dr. Erhan Bıyıklıoğlu Cd. Cessus
Plaza 2 Kat No 4 K. D. 16 100 Beşiktaş / İstanbul
Tic. Sic. No: 279800 / Mersis: 08790037980001000100
Tel: +90 212 319 76 00 Fax: +90 212 319 76 12 75
E-posta: Bilgi@infodanismanlik.com.tr
Büyükdere Kurumlar Bld. 4/6 06055 Yenimahalle / Ankara
Tic. Sic. No: 279800 / Mersis: 08790037980001000100 Tel: +90 312 381 11 11

Engin Emre SEÇEN
Genel Müdür Yardımcısı

Hüseyin GÜLER
Genel Müdür Yardımcısı

27.02.2023

Sermaye Piyasası Kurulu'na
Mustafa Kemal Mahallesi, Dumlupınar Bulvarı (Eskişehir Yolu)
No:156 06530 Çankaya / ANKARA

Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. maddesi çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, İzahnamenin bir parçası olan işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

INFO
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Saray Mh. Dr. Fehriye Büyükdere C. Çeşme
Plaza 2. Kat No: 4 Kat: 2 D: 16 Ümraniye/İST.
Tel: 0212 339 26 00 Fax: 0212 339 42 75
Bilgi İşlem Kurumları V.D. 4 Kat: 005 787
Mersis No: 0476003979700011 Tic. Sic. No: 271081

Engin Emre SEÇEN

Genel Müdür Yardımcısı

Hüseyin GÜLER

Genel Müdür Yardımcısı