

Fonet Bilgi Teknolojileri Anonim Şirketi
Fiyat Tespit Raporu'na İlişkin Hazırlanan Fiyat Analiz Raporu

26.04.2017

Fonet Bilgi Teknolojileri Anonim Şirketi Fiyat Analiz Raporu

İşbu rapor; Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("SPK") 22.06.2013 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: VII, No: 128.1 Pay Tebliği'nin 29. Maddesi 2. fıkrası ve 2016/27 sayılı SPK bülteninde alınan ilke karar çerçevesinde Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanmış ve yayımlanmıştır.

Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin hazırlanan Analiz Raporu'nda 6. kısımda bulunan fiyata ilişkin değerlendirmelerimizin dışında kalan tüm bilgi ve veriler izahname ve ekleri, tasarruf sahiplerine satış duyurusu ile Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Metro Yatırım") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

1. Fonet Bilgi Teknolojileri Anonim Şirketi

Fonet Bilgi Teknolojileri Anonim Şirketi ("Fonet" veya "Şirket") 1997 yılında Abdülkerim Gazen tarafından şahıs şirketi olarak kurulmuş, çeşitli değişiklikler sonunda 2011 yılında anonim şirkete dönüşmüştür. Şirket faaliyetlerine Şanlıurfa'da başlamıştır. Sağlık Bilişimi alanında faaliyet gösteren Fonet, sektörün ihtiyaçlarına yönelik yazılım ürünleri geliştirmektedir. Şirket'in ürün yelpazesi, her türde, kapsam ve büyüklükte hastanelerin yanı sıra sağlık ekosisteminin her paydaşına hizmet sağlayabilmektedir. 2016 itibarıyla Şirket'in lokomotif ürünü FONET HBYS, 145 sağlık kuruluşunda aktif olarak kullanılmaktadır.

1.1. Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Grup	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)
Abdülkerim Gazen	A*	1,000,000	100.00%	1,000,000	58.33%
	B	12,000,000		9,500,000	
Halka Açık	B	0	0.00%	7,500,000	41.67%
Toplam		13,000,000	100.00%	18,000,000	100.00%

* Genel Kurulda Oy İmtiyazı ve Yönetim Kurulu seçiminde imtiyaz

2. Mali Tablolar

2.1. Finansal Durum Tabloları

Varlıklar - TL	2014	2015	2016
Dönen Varlıklar	5,674,105	3,522,827	6,474,343
Nakit ve Benzerleri	114,023	84,665	2,114,096
Ticari Alacaklar	4,284,521	3,091,511	3,147,312
Diğer Alacaklar	646,586	79,605	30,819
Stoklar	0	0	573,809
Peşin Ödenmiş Giderler	421,515	250,890	568,458
Diğer Dönen Varlıklar	207,460	16,156	39,849
Duran Varlıklar	18,505,153	24,867,993	29,981,727
Diğer Alacaklar	4,819	6,256	7,309
Maddi Duran Varlıklar	1,651,763	1,542,421	1,469,573
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	15,496,960	20,606,587	25,925,460
Peşin Ödenmiş Giderler	105,981	202,534	0
Ertelenmiş Vergi Varlığı	1,245,630	2,510,195	2,486,696
Diğer Duran Varlıklar	0	0	92,689
Toplam Varlıklar	24,179,258	28,390,820	36,456,070

Kaynaklar - TL	2014	2015	2016
Kısa Vadeli Yükümlülükler	9,107,169	7,603,144	13,533,395
Kısa Vadeli Borçlanmalar	5,555,467	3,662,514	6,640,111
Uzun Vadeli Borç. Kısa Vadeli K.	732,040	1,039,293	1,227,191
Diğer Finansal Yükümlülükler	112,074	131,688	39,276
Ticari Borçlar	1,671,770	880,824	1,788,205
Diğer Borçlar	72,445	148,500	149,621
Çalışanlara Sağ. Fay. Kap. Borçlar	829,655	1,541,959	2,253,162
Ertelenmiş Gelirler	5,862	8,357	1,074,924
Kısa Vadeli Karşılıklar	127,856	190,009	321,056
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	0	0	39,849
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,733,354	5,550,543	2,901,929
Uzun Vadeli Borçlanmalar	2,009,540	3,368,282	576,783
Uzun Vadeli Karşılıklar	295,436	494,355	564,713
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	1,428,378	1,687,906	1,667,742
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	0	0	92,691
Özkaynaklar	11,338,735	15,237,133	20,020,746
Ödenmiş Sermaye	9,500,000	9,500,000	13,000,000
Aktüeryal Kazanç/Kayıp	-33,671	-150,263	-194,262
Kardan Ayrılmış Yedekler	181,449	227,763	358,830
Geçmiş Yıl Kar/Zararı	-68,577	1,644,643	2,158,311
Net Dönem Kar/Zararı	1,759,534	4,014,990	4,697,867
Toplam Kaynaklar	24,179,258	28,390,820	36,456,070

2.2. Kar/Zarar ve Diğer Kapsamlı Gelir Tabloları

Kar veya Zarar Kısmı - TL	2014	2015	2016
Hasılat	14,077,849	17,552,756	21,615,483
Satışların Maliyeti	7,171,005	9,919,937	12,187,798
Brüt Kar	6,906,844	7,632,819	9,427,685
Genel Yönetim Giderleri	2,256,980	2,489,594	2,393,990
Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri	697,680	309,175	443,413
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	871,121	410,632	104,745
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	368,804	627,113	572,522
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	199,610	381,535	352,861
Faaliyet Karı / Zararı (-)	3,250,257	4,668,996	6,705,198
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/Gider(-)	0	38,136	112
Finansman Giderleri	1,282,413	1,668,031	1,993,108
Vergi Öncesi Kar/Zarar (-)	1,967,844	3,039,101	4,712,202
Vergi Gelir / Gideri (-)	-208,310	975,889	-14,335
Dönem Karı / Zararı (-)	1,759,534	4,014,990	4,697,867

3. Halka Arza İlişkin Bilgiler

Metro Yatırım Fonet Halka Arz Fiyat Tespit Raporu Özeti - Milyon TL	
Halka Arz Şekli	Sermaye Artışı ve Ortak Satışı
Çıkarılmış Sermaye	13.0
Halka Arz Edilecek Pay Adedi	7.50
<i>Sermaye Artırımı</i>	5.00
<i>Ortak Satışı</i>	2.50
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	18.0
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	41.67%
Halka Arz Birim Pay Fiyatı	3.50 TL
Halka Arz Edilecek Payların Değeri	26.3
Halka Arz Öncesi Hesaplanan Piyasa Değeri	57.0
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	45.5
Halka Arz İskontosu	-20.2%
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	63.0

4. Değerleme Yöntemleri

Metro Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda, Fonet paylarının halka arz fiyatının belirlenmesi amacıyla incelenen yöntemler aşağıda yer almaktadır.

- 1) Emsal Karşılaştırma (Piyasa Çarpanları)
- 2) Gelir İndirgeme (İndirgenmiş Nakit Akımları)
- 3) Varlık Esaslı Yaklaşım

Yukarıdaki yöntemlerden “Varlık Esaslı Yaklaşım”, Şirket’in faaliyet gösterdiği sektör, sürekliliği ve gelecek potansiyeli göz önünde bulundurularak, nihai hesaplamada dışarıda bırakılmış, Emsal Karşılaştırma ve Gelir İndirgeme yöntemleri eşit ağırlıklandırılmıştır.

4.1. Emsal Karşılaştırma (Piyasa Çarpanları)

Şirket'in ana faaliyet konusu bilgisayar yazılımları olması nedeniyle, Borsa İstanbul'da işlem gören Bilişim / Yazılım sektöründe faaliyet gösteren şirketler ile Borsa İstanbul ("BİST") Ana Pazar'da işlem gören (mali sektör hariç) şirketlere ait; Piyasa Değeri / Defter Değeri, Firma Değeri / FAVÖK, Fiyat / Kazanç ve Firma Değeri / Satışlar çarpanları iki ayrı set halinde "Piyasa Çarpanları Analizi"ne baz teşkil etmiştir. Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan söz konusu çarpanlara ve bunlara göre hesaplanan Şirket Değeri'ne aşağıda yer verilmiştir.

Bilişim / Yazılım Sektörü- Çarpan	Piyasa Değeri/ Defter Değeri	Firma Değeri/ FAVÖK	Fiyat/ Kazanç	Firma Değeri/ Satışlar
Alcatel Teletaş	2.32	3.99	8.94	0.62
Anel Telekom	0.57			
Arena Bilgisayar	0.56	5.70	9.99	0.17
Armada Bilgisayar	1.06	8.99	18.50	0.21
Despec Bilgisayar	1.72	11.17	9.26	0.48
Datagate Bilgisayar	1.94	7.56	7.98	0.15
Escort Computer	0.78		16.16	
İndeks Bilgisayar	2.76	4.85	10.24	0.13
Karel Elektronik	0.83	4.75	14.47	0.84
Kron Telekom.	4.88	10.73	12.66	5.85
Link Bilgisayar	2.15	29.79	25.06	3.22
Logo Yazılım	8.68	15.36	30.80	7.45
Netaş Telekom.	1.20	8.15	35.30	0.93
Plastik Akıllı Kart	1.53	5.95	16.03	0.48
Ortalama	2.21	9.75	16.57	1.71
Çarpanlar 31.03.2017	Piyasa Değeri/ Defter Değeri	Firma Değeri/ FAVÖK	Fiyat/ Kazanç	Firma Değeri/ Satışlar
BİST Ana Pazar*	1.61	12.15	13.54	1.82
Bilişim/Yazılım	2.21	9.75	16.57	1.71
Ortalama	1.91	10.95	15.05	1.76

* Mali Sektör Şirketleri dışarda bırakılmıştır.

Şirket Verileri - TL	Özkaynaklar	FAVÖK	Net Kar	Satışlar	Net Borç	
31.12.2016	20,020,746	7,215,365	4,697,867	21,615,483	6,369,265	
Şirket Değeri TL	Piyasa Değeri/ Defter Değeri	Firma Değeri/ FAVÖK	Fiyat/ Kazanç	Firma Değeri/ Satışlar	Piyasa Çarpanları Şirket Değeri	Birim Pay Değeri
BİST Ana Pazar	32,211,673	81,302,663	63,614,413	32,885,167		
Bilişim/Yazılım	44,303,051	63,973,883	77,836,429	30,629,237		
Ortalama Değer	38,257,361	72,638,272	70,725,420	31,757,201	53,344,564	4.10

BİST Ana Pazar ve Bilişim/Yazılım Şirketleri çarpan setlerinin eşit ağırlıklandırılmasıyla yapılan hesaplamalara göre **Fonet Şirket Değeri 53,344,564 TL, Birim Pay Değeri ise 4.10 TL** olarak tespit edilmiştir.

4.2. Gelir İndirgeme (İndirgenmiş Nakit Akımları)

İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") yöntemi ile hesaplanan Şirket Değeri'ne ilişkin veriler aşağıdaki tablolarda yer almaktadır. Şirket Değeri'nin hesaplanmasında 2017-2021 dönemi nakit akımları projeksiyonu kullanılmış, indirgeme oranı %16.18 olarak belirlenmiş ve 2021 sonrası büyüme oranı %3.00 kabul edilmiştir. İNA'ya göre hesaplanan **Fonet Şirket Değeri 60,739,686 TL** ve **Birim Pay Değeri 4.67 TL**'dir.

Serbest Nakit Akımı - TL	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Hasılat	14,077,849	17,552,756	21,615,483	24,857,805	28,586,476	32,874,448	36,161,892	39,778,082
<i>Değişim</i>		24.7%	23.1%	15.0%	15.0%	15.0%	10.0%	10.0%
Satışların Maliyeti	7,171,005	9,919,937	12,187,798	13,575,492	15,961,940	18,281,979	20,016,992	22,116,975
Brüt Kar	6,906,844	7,632,819	9,427,685	11,282,313	12,624,536	14,592,469	16,144,900	17,661,107
<i>Brüt Marj</i>	49.1%	43.5%	43.6%	45.4%	44.2%	44.4%	44.6%	44.4%
Faaliyet Giderleri	3,825,781	3,209,401	2,942,148	4,894,627	4,915,551	5,533,555	6,475,180	6,886,096
<i>Satışlara Oran</i>	27.2%	18.3%	13.6%	19.7%	17.2%	16.8%	17.9%	17.3%
Esas Faaliyet Karı	3,081,063	4,423,418	6,485,537	6,387,687	7,708,985	9,058,913	9,669,720	10,775,010
<i>Esas Faaliyet Kar Marjı</i>	21.9%	25.2%	30.0%	25.7%	27.0%	27.6%	26.7%	27.1%
Yatırım Harcamaları (-)				6,128,218	6,514,871	1,927,958	2,035,888	2,151,631
Çalışma Sermayesi Değişimi (-)				296,580	-1,172,406	-1,666,000	-549,658	-1,125,600
Amortisman (+)				1,514,871	1,927,958	2,035,888	2,151,631	2,275,690
Serbest Nakit Akımı				1,477,760	4,294,479	10,832,843	10,335,121	12,024,669

İndirgeme	Büyüme	2017-2021	2022-Sonsuz	Firma Değeri	Net Borç	Şirket Değeri	Birim Pay
16.18%	3.00%	22,714,643	44,394,308	67,108,951	6,369,265	60,739,686	4.67

Sermaye Maliyeti	16.00%	Rf + β*Risk Primi
Rf	10.00%	Risksiz Faiz Oranı
Risk Primi	6.00%	
β	1.00	
Borçlanma Maliyeti	16.78%	
Borçluluk Oranı	23.27%	Finansal Borçlar / Toplam Aktifler
AOSM	16.18%	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti - İndirgeme Oranı

5. Sonuç

Metro Yatırım tarafından Piyasa Çarpanları ve İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemleri ile hesaplanan şirket değerleri eşit ağırlıklandırılarak; Şirket Değeri 57,042,125 TL, Birim Pay Değeri 4.39 TL olarak tespit edilmiştir. Söz konusu değerlere %20.2 halka arz iskontosu uygulanarak **Halka Arz Şirket Değeri 45,519,616 TL** ve **Halka Arz Birim Pay Değeri 3.50 TL** olarak belirlenmiştir.

Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Şirket Değeri TL	Birim Pay Değeri TL
Piyasa Çarpanları	50.0%	53,344,564	4.10
İNA	50.0%	60,739,686	4.67
Şirket Değeri		57,042,125	4.39
<i>Halka Arz İskontosu</i>		<i>20.2%</i>	
Halka Arz Şirket Değeri		45,519,616	3.50

6. Metro Yatırım tarafından hazırlanan ve kap.org.tr’de yayımlanmış olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’na ve Belirlenen Fiyata İlişkin Analist Raporu

Analizimizde Metro Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu’nda yer alan Şirket verilerinin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş, ayrıca mali veya hukuki inceleme yapılmamıştır.

Fiyat Tespit Raporu’nda; Piyasa Çarpanları ve İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemlerine yer verilmiştir. Halka arz fiyatının tespit edilmesinde kullanılan bu iki yönteme ilişkin görüşlerimiz aşağıdaki gibidir.

Emsal Karşılaştırma (Piyasa Çarpanları) Yöntemine İlişkin Görüşlerimiz:

- Çarpanların belirlenmesinde üst uç değerlerin dışarıda bırakılmasını olumlu bulmakla birlikte, benzer şirketlere ait çarpanların çok geniş bir aralık oluşturmaları nedeniyle; Aritmetik Ortalama (“Ortalama”) yerine Median (Orta Değer) yaklaşımının kullanılmasının daha uygun olabileceğini düşünüyoruz.
- Fiyat Tespit Raporu’nda 31.03.2017 itibarıyla 9.75 olarak hesaplamalara dahil edilmiş olan Bilişim/Yazılım Şirketleri Firma Değeri/FAVÖK çarpan ortalaması aynı tarih itibarıyla tarafımızdan 8.67, median ise 7.57 olarak hesaplanmaktadır.

Bilişim / Yazılım Sektörü- Çarpan	Piyasa Değeri / Defter Değeri	Firma Değeri / FAVÖK	Fiyat / Kazanç	Firma Değeri / Satışlar	Fiyat Tespit Raporu Firma Değeri / FAVÖK
Median	1.63	7.57	14.47	0.55	
Ortalama*	2.21	8.67	16.57	1.71	9.75
Ağırlıklı Ortalama	2.01	9.07	16.90	0.45	

*Metro Yatırım Tarafından Fiyat Tespit Raporu'nda Kullanılan Hesaplama Yöntemi

Yukarıda yer alan görüşlerimiz uyarınca; 31.03.2017 tarihi itibarıyla, Bilişim/Yazılım Sektörü şirketlerine ait çarpanların median değerleri ve Fiyat Tespit Raporu’nda yer alan BİST Ana Pazar şirketleri çarpanları ile hesaplanan Şirket Değeri 45,540,532 milyon TL, Birim Pay Değeri ise 3.50 TL’dir.

Gelir İndirgeme (İndirgenmiş Nakit Akımları) Yöntemine İlişkin Görüşlerimiz

Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan İndirgenmiş Nakit Akımları analizi yönteminde kullanılan varsayımlar ile Metro Yatırım ve/veya Şirket ile bir araya gelmemiş olmamız nedeniyle, Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan verilerden hareketle görüşlerimiz aşağıdaki gibidir.

- Ağırlık Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM") hesaplamasında;
 - Risksiz Faiz Oranı'nın tespitinde baz alınan menkul kıymetin vadesine 14 ay kalması nedeniyle, hesaplamalarda piyasada bulunan en uzun vadeli devlet borçlanma senedinin kullanılması gerektiğini ve değerlendirme tarihi itibarıyla hesaplamalara baz alınması gereken Risksiz Faiz Oranı'nın %11.00 seviyesinde olması gerektiğini düşünüyoruz.
 - Borç - Özkaynak oranının tespitinde; hesaplamanın Finansal Borçlar / (Finansal Borçlar + Özkaynaklar) şeklinde yapılması gerektiğini ve borç oranının %29.76, özkaynak oranının ise %70.24 olması gerektiğini düşünüyoruz.

Buna göre; Fiyat Tespit Raporu'nda %16.18 olarak yer alan AOSM'ni %16.93 olarak hesaplamaktayız.

- Satışlarda; 2017-2019 dönemi için %15, 2020-2021 dönemi için %10 olarak öngörülen büyüme yaklaşımını genel olarak muhafazakar bulmakla birlikte; satışların mevcut kontratlar, yenilemeler ve yeni kontratlar olarak detaylandırılmasının projeksiyonların anlaşılabilirliği ile (eğer projeksiyonlara dahil edilmiş ise) yeni geliştirilen HBYS'nin katkısının görülmesi açısından daha uygun olabileceğini düşünüyoruz.
- Şirket, 2013-2016 döneminde geliştirmekte olduğu yeni HBYS programı için yapmış olduğu harcamaları aktifleştirmiştir. Söz konusu program tamamlandıktan ve aktifleştirme sona erdikten sonra Satışların Maliyeti ve Amortismanlar'da meydana gelecek değişikliklerin projeksiyonlara dahil edilip edilmediğine ilişkin çekincemizi koruyoruz.
- Projeksiyon dönemlerinde son 3 yılda gerçekleşen Brüt Kar Marjı'nın devam ettirilmiş olmasını olumlu buluyoruz.

- Fiyat Tespit Raporu'nda Çalışma Sermayesi Değişimi'nin hesaplanma yöntemine ilişkin olarak herhangi bir açıklama bulunmamaktadır. Ancak Serbest Nakit Akımları hesaplamasında 2018 ve sonraki yıllarda Çalışma Sermayesi'nde her yıl azalış meydana geleceği (nakit girişi) öngörülmüş ve bu öngörü devam eden şirket değerine de yansıtılmıştır. Bu öngörü, Şirket'in gelecek dönemlerde "negatif çalışma sermayesi" ile çalışacağı sonucunu ortaya çıkarmaktadır ve bu durumu olası görmüyoruz.
- Şirket tabi olduğu kanunlar ve düzenlemeler gereği son durum itibarıyla 31.12.2023 tarihine kadar gelir ve kurumlar vergisinden müstesnadır. Söz konusu istisnanın 2023 sonrası dönemler için de uzatılması ihtimal dahilinde olsa da kesinlik bulunmaması nedeniyle; 2024 ve sonrası için hesaplanacak nakit akımlarında kurumlar vergisi öngörülmesinin ve bunun ilgili dönemler için AOSM hesaplamasında da dikkate alınmasının daha sağlıklı olacağını düşünüyoruz.

Sonuç olarak;

İndirgenmiş Nakit Akımları analizi yönteminde kullanılan varsayımlar ile ilgili Metro Yatırım ve/veya Şirket ile bir araya gelmemiş olmamız ve söz konusu yöntemle ilişkin bilginin Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan verilerle sınırlı kalması nedenleriyle detaylı bir analiz gerçekleştirilememiştir.

Her iki yöntemle ilişkin olarak bu raporun ilgili bölümlerinde yer alan görüşlerimize göre; halka arz iskontosu oranının Fiyat Tespit Raporu'nda belirtilen %20.2'den daha düşük seviyede olduğunu düşünüyoruz.

Uyarı Notu

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu rapor ABD'de dağıtılmak için hazırlanmamıştır.