

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fonet Bilgi Teknolojileri A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

Fonet Bilgi Teknolojileri Halka Arz Bilgileri

Fonet Bilgi Teknolojileri	
Borsa Kodu	FONET
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama & Borsada Satış
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı & Ortak Satışı
Talep Toplama Tarihleri	27-28 Nisan 2017
Halka Arz Öncesi Sermaye	13.000.000 TL
Sermaye Artırımı	5.000.000 TL
Ortak Satışı	2.500.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	18.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	41,7%
Halka Arz Fiyatı	3,50 TL
Halka Arz Büyüklüğü	26.250.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	45.500.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	63.000.000 TL
Satmama Taahhüdü	Satan Ortaklar ve Şirket için 1 Yıl
Halka Arz Sonrası Uygulamalar	Halka Arza katılan yatırımcıların 1 yıl boyunca hesaplarında tuttıkları asgari hisse miktarı halka arz fiyatından geri alınacaktır.

Halka Arz Öncesi Çarpanlar	
F/K16	9,69
FD/FAVÖK16	7,19
PD/DD	2,27

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K16	13,41
FD/FAVÖK16	7,19
PD/DD	1,68

Özet Bilgi

1997 yılında kurulan şirket 2002 yılında limited şirkete dönüş ve 2011 yılında anonim şirkete dönüşerek şimdiki ünvanını almıştır. Fonet Bilgi Teknolojileri A.Ş. sağlık bilişimi üzerine faaliyet göstermektedir. Sağlık sektöründe saha gereksinimlerine yönelik yazılım ürünleri geliştirmekte ve bugün itibarıyla 145 sağlık kuruluşunda operasyonlarını sürdürmektedir. Şirketin temel ürünü Hastane Bilgi Yönetim Sistemi (HBYS) olup 52 farklı modülden oluşmaktadır. Ürünlerin tamamı şirketin mülkiyetinde olup kendi mühendisleri tarafından tasarlanmıştır. 2007'de 28 sağlık kuruluşuna hizmet veren şirket zamanla bu sayıyı artırmış ve 2017 yılında 145 adete yükseltmiştir.

Ortaklık Yapısı

Şirketin halka arz öncesi sermayesi 13 milyon TL'dir. Halka arz edilecek 7,5 milyon TL'lik hisselerin 2,5 milyon TL'si mevcut tek ortak Abdülkerim Gazen'in sahip olduğu hisselerden 5 milyon TL'si bedelli sermaye artırımını yoluyla ihraç edilecek hisselerden oluşacaktır. 7,5 milyon TL nominal hisselerin halka arz sonrası şirketin halka açıklık oranı %41,7 olacak, Abdülkerim Gazen'in ortaklık payı %58,3'e gerileyecektir.

Fonet Bilgi Teknolojileri Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Edilen Paylar			Halka Arz Sonrası	
	Sermaye, TL	Oran	Sermaye, TL	Oran	Halka Arz Edilen Kısım İçindeki Pay	Sermaye, TL	Oran
Hissedar							
Abdülkerim Gazen	13.000.000	100,0%	2.500.000	19,2%	33,3%	10.500.000	58,3%
Halka Açılacak Kısım			5.000.000	38,5%	66,7%	7.500.000	41,7%
Toplam	13.000.000	100,0%	7.500.000	57,7%	100,0%	18.000.000	100,0%

Halka Arz Geliri Kullanım Yerleri

3,50 TL birim fiyatla halka arz edilecek 5 milyon TL nominal hisse senediyle şirketin kasasına 17,5 milyon TL nakit girişi olacaktır. Halka arz gelirinin %30'u ile Ar-Ge ve Yazılım Geliştirme çalışmalarının fonlanması, %45'i ile mevcut kredilerin kapatılması, %25'i ile işletme sermayesinin güçlendirilmesi planlanmaktadır.

Mali Tablolar

Fonet Bilgi Teknolojileri Bilanço (TL)	2016/12	2015/12
VARLIKLAR		
Dönen Varlıklar	6.474.343	3.522.827
Nakit ve Nakit Benzerleri	2.114.096	84.665
Ticari Alacaklar	3.147.312	3.091.511
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	0	0
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	3.147.312	3.091.511
Diğer Alacaklar	30.919	59.164
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	0	20.441
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	30.919	617.840
Stoklar	573.809	0
Peşin Ödenmiş Giderler	568.458	250.890
Diğer Dönen Varlıklar	39.849	16.156
Duran Varlıklar	29.981.727	24.867.993
Diğer Alacaklar	7.309	6.256
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	0	0
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	7.309	1.542.421
Maddi Duran Varlıklar	1.469.573	1.542.421
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	25.925.460	20.606.587
Peşin Ödenmiş Giderler	0	202.534
Ertelenmiş Vergi Varlığı	2.486.696	2.510.195
Diğer Duran Varlıklar	92.689	0
TOPLAM VARLIKLAR	36.456.070	28.390.820

Fonet Bilgi Teknolojileri Bilanço (TL)	2016/12	2015/12
KAYNAKLAR		
Kısa Vadeli Yükümlülükler	13.533.395	7.603.144
Kısa Vadeli Borçlanmalar	7.906.578	4.833.495
Ticari Borçlar	1.788.205	880.824
Diğer Borçlar	149.621	148.500
Çalışanlara Sağlanan Fay. Kap. Borçlar	2.253.162	1.541.959
Ertelenmiş Gelirler	1.074.924	8.357
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0	0
Çalışanlara Sağ. Fay. İlişkin Kısa Vad. Kar.	125.672	190.009
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	195.384	0
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	39.849	0
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2.901.929	5.550.543
Uzun Vadeli Borçlanmalar	576.783	3.368.282
Çalışanlara Sağ. Fay. İlişkin Uzun Vad. Kar.	564.713	494.355
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	1.667.742	1.687.906
Diğer Uzun Vadeli Yük.	92.691	0
ÖZKAYNAKLAR	20.020.746	15.237.133
Ödenmiş Sermaye	13.000.000	9.500.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	-194.262	-150.263
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	358.830	227.763
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	2.158.311	1.644.643
Net Dönem Karı/Zararı	4.697.867	4.014.990
TOPLAM KAYNAKLAR	36.456.070	28.390.820

Fonet Bilgi Teknolojileri Gelir Tablosu	2015	2016	Değişim
TL			
Hasılat	17.552.756	21.615.483	23,1%
Satışların Maliyeti (-)	-9.919.937	-12.187.798	22,9%
Brüt Kar	7.632.819	9.427.685	23,5%
Brüt Kar Marjı	43,5%	43,6%	
Faaliyet Giderleri	-3.209.401	-2.942.148	-8,3%
Genel Yön. Gid.	-2.489.594	-2.393.990	-3,8%
Pazarlama Gid.	-309.175	-443.413	43,4%
Ar-Ge Gid.	-410.632	-104.745	-74,5%
Esas Faaliyet Karı	4.423.418	6.485.537	46,6%
<i>Esas Faaliyet Kar Marjı</i>	<i>25,2%</i>	<i>30,0%</i>	
Amortisman	805.777	729.828	-9,4%
FAVÖK1	5.229.195	7.215.365	38,0%
FAVÖK1 Marjı	29,8%	33,4%	
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	627.113	572.522	-8,7%
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-381.535	-352.861	-7,5%
Faaliyet Kârı	4.668.996	6.705.198	43,6%
FAVÖK2	5.474.773	7.435.026	35,8%
FAVÖK2 Marjı	31,2%	34,4%	
Yatırım Faaliyetlerinden gelirler	38.136	112	-99,7%
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI	4.707.132	6.705.310	42,5%
Finansman Giderleri (-)	-1.668.031	-1.993.108	19,5%
VERGİ ÖNCESİ KAR	3.039.101	4.712.202	55,1%
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	975.889	-14.335	
DÖNEM KARI	4.014.990	4.697.867	17,0%

Değerleme

Metro Yatırım, Fonet Bilgi Teknolojileri'nin halka arz fiyatının tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımı ve Çarpan metodlarını kullanmıştır. Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, yönetimin gelecek yıllardaki şirket performansını ve sahip olduğu varlıklardan elde edebileceği nakit ve katma değeri göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. İNA'nın kullanılmış olması, yatırımcıların şirket yöneticilerinin gelecek beklentilerini anlamada yardımcı olacaktır.

Piyasa Çarpanları Metodu

Metro Yatırım tarafından Fonet'in halka arz fiyatının belirlenmesinde Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK), Fiyat/Kazanç (F/K), Firma Değeri/Ciro (FD/Ciro) ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanları ve 2016/12 mali tablo rakamları kullanılmıştır.

Benzer şirketleri olarak Borsa İstanbul Ana Pazar'da altında işlem gören mali sektör dışı şirketler ve bilişim/yazılım sektörü şirketleri seçilmiştir.

Seçilmiş Şirketlerin 31.03.2017 Tarihli Çarpanları				
Çarpanlar	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K	FD/Ciro
BİST Ana Pazar	1,61	12,15	13,54	1,82
Bilişim/Yazılım Sektörü	2,21	9,75	16,57	1,71
Ortalama	1,91	10,95	15,05	1,76

Fonet Mali Veriler	Özkaynak	FAVÖK	Net Kar	Net Satışlar	Net Borç
TL	20.020.746	7.215.365	4.697.867	21.615.483	6.369.265

Hesaplanan Çarpan Değerleri	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K	FD/Ciro	Genel Ortalama
BİST Ana Pazar	32.233.401	81.297.420	63.609.119	32.970.914	52.527.714
Bilişim/Yazılım Sektörü	44.245.849	63.980.544	77.843.656	30.593.211	54.165.815
Ortalama	38.239.625	72.638.982	70.702.898	31.673.985	53.313.873

Seçilen örnekleme şirket faaliyetlerini düşündüğümüzde uygun bulmakla beraber bilişim yazılım sektöründe yazılım işi dışında teknolojik ürünlerin distribütörlüğünü yapan şirketlerin dışarda tutulmasının faaliyet benzerliğini daha da artıracığı kanaatindeyiz. Bununla beraber distribütörlük yapan şirketlerin çarpanlarının ortalamadan düşük olması da çarpan değerinin daha muhafazakar kalmasını sağladığı için yatırımcı lehine görüyoruz.

Her bir şirket grubu ve her bir çarpandan elde edilen değerler eşit ağırlıklandırılarak şirket için 53,3 milyon TL değer tespit edilmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akımları Metodu

Risksiz Getiri Oranı: Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) hesabında risksiz getiri oranı %10 kabul edilmiştir. Bize göre hisse yatırımı uzun vadeli bir yatırım olması nedeniyle 2 yıllık gösterge tahvilden ziyade 10 yıllık gösterge tahvilin ortalama ya da cari değerinden daha muhafazakar olanının kullanılması daha uygundur. 31.03.2017 tarihinde 10 yıllık gösterge tahvilin faiz oranı %10,93 iken 200 günlük ortalaması %10,82'dir.

Sermaye piyasası risk primi: %6 kabul edilmiş olup tarafımızca uygun görülmektedir.

Beta: 1 kabul edilmiş olup halka arzlardaki genel uygulama olması nedeniyle tarafımızca uygun görülmektedir.

Özsermaye Maliyeti : Risksiz Getiri + Beta X Sermaye piyasası risk primi formülüne göre %16 hesaplanmıştır.

Borçlanma Maliyeti: %16,78 kabul edilmiş özsermaye maliyetinden dahi yüksek kabul edilmesi yatırımcı lehine bir durum olarak algılanmakla beraber özsermaye maliyetinde risksiz getiri oranının %11 alınması durumunda özsermaye maliyeti %17 hesaplanacak olup borçlanma maliyetinin üzerinde çıkacaktır. Şirketin Kurumlar Vergisi'nden muaf olması nedeniyle finansal borcun vergi avantajı AOSM'de dikkate alınmamıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	31.12.2016
Risksiz Getiri Oranı	10,0%
Sermaye Piyasası Risk Primi	6,0%
Beta	1
Özsermaye Maliyeti	16,00%
Borçlanma Maliyeti	16,78%
Borçlanma Oranı	23,27%
Özsermaye Oranı	76,73%
AOSM	16,18%

Şirket için yukarıdaki varsayımlar dahilinde %16,18 AOSM hesaplanmış ve İNA'da kullanılmış olup tarafımızca mevcut piyasa şartlarında uygundur.

Ciro Büyümesi: 2017-2019 arasında %15 sonrasında yıllık %10 ciro büyümesi varsayılmıştır. Şirketin geçmiş performansına bakıldığında ve ciro büyümesinin gerekçelerinin mevcut sözleşmelerden kaynaklanacak cironun üzerine %90 oranında yenilenen sözleşmeler ve halka arz sonrası Marmara Bölgesi'nde aktif pazarlama faaliyetleri sonucu ilave gelirin eklenmesi olarak gösterilmiştir. Tarafımızca ciro büyümeleri uygun görülmektedir.

Brüt Kar Marjı: Şirketin 2015 ve 2016 yıllarında %43,5 ve %43,6 brüt kar marjı ile çalıştığı görülmektedir. Değerleme periyodunda %44,2 ve %45,4 bandında alınması uygun bulunmakla beraber muhafazakarlık adına %43'e daha yakın rakamlar kullanılabilir.

Yatırım Harcamaları: 2017 ve 2018 yılları için sırasıyla 6,1 ve 6,5 milyon TL yatırım harcaması öngörülürken sonrasında 2 milyon TL seviyesinde öngörülmüştür. Yapılacak yatırımların ne amaçlı olacağına dair fiyat tespit raporunu okuyan kişiye yeterli ve aydınlatıcı bilgi verilmemiştir.

İşletme Sermayesi: Şirketin 2016 ve 2017 yıllarında işletme sermayesi sırasıyla 1,9 ve 2,2 milyon TL'dir. Ticari alacak tahsilat vadesinin ticari borç ödeme vadesinden yüksek olması nedeniyle şirket cirosunu artırdığı her durumda ilave işletme sermayesine gereksinim duyacaktır. İndirgenmiş Nakit akımında 2017 yılında işletme sermayesi için 296.580 TL nakit çıkışı öngörülürken sonraki yıllarda 1,2 milyon TL, 1,7 milyon TL gibi yüksek tutarlı nakit girişlerinin olacağı varsayılmıştır. İşletme sermayesinde oluşacak bu durumun sebepleri ve gerekçelerine fiyat tespit raporunda yer verilmemiştir.

Uç Değer Büyüme Oranı: %3 varsayılmış olup tarafımızca uygun görülmektedir.

Sonuçta İNA'dan şirket için 67,1 milyon TL firma değeri hesaplanmış ve 6,4 milyon TL net borç düşülerek 60,1 milyon TL piyasa değerine ulaşılmıştır.

Fonet Bilgi Teknolojileri Halka Arz Değeri

Çarpan ve İNA metodundan elde edilen piyasa değerleri 13 milyon TL ödenmiş sermayeye bölüldüğünde birim pay değeri sırasıyla 4,10 ve 6,67 TL hesaplanmaktadır. Talep toplama fiyatı pay başına 3,50 TL olarak belirlenmiş olup iskonto oranı %20,2'ye denk gelmektedir. Uygulanan iskonto oranının makul olduğu kanaatinde olmakla beraber İNA'da kullanılan brüt kar marjı ve işletme sermayesi varsayımlarının daha muhafazakar olması durumunda elde edilecek değerlerin bir miktar daha düşeceği ve sonuçta halka arz iskontosunun da %20,2'nin altında kalacağını düşünmekteyiz.

Halka arz değeriyle hesaplanan şirket çarpanları halka arz geliri öncesinde makul bulunmaktadır.

Şirketin ana ortağı Abdülkerim Gazen, halka arza katılmış ve 365 gün boyunca elinde FONET hissesi tutmuş yatırımcıların halka arzdan aldıkları hisseleri bir yılın sonunda halka arz fiyatından geri alım taahhüdü vermiştir.

Metodoloji	Piyasa Değeri	Ağırlık	Hisse Başı Değer
Çarpan	53.344.564	50%	4,10
İNA	60.739.686	50%	4,67
Ortalama	57.042.125		4,39
İskonto Oranı	-20,2%		
İskontolu Halka Arz Değeri	45.500.000		3,50
Halka Arz Nakit Girişi	17.500.000		
Halka Arz Sonrası Değer	63.000.000		

Halka Arz Öncesi&Sonrası Çarpanlar				
Çarpanlar	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K	FD/Ciro
Halka Arz Öncesi	2,27	7,19	9,69	2,40
Halka Arz Sonrası	1,68	7,19	13,41	2,40

Sonuç

Fonet Bilgi Teknolojileri'nin halka arz değerinin tespit edilmesi için uygulanan Çarpan ve İNA metodolojisini yerinde buluyoruz. Çarpan metodunda kullanılan örneklem şirketin uygun olduğunu düşünmekle beraber teknolojik ürün distribütörlerinin çıkarılması durumunda çarpanların yükseleceğini göz önünde bulundurduğumuzda çarpan değerinin muhafazakar bir yaklaşımla tespit edildiğini ve bu durumun yatırımcı lehine olduğunu düşünüyoruz.

Şirketin değer tespitinde çarpan metodunun kullanılmasının yanında yatırımcıların şirketin potansiyelini görebilmesi adına İndirgenmiş Nakit Akımı metodunun kullanılmasının yerinde bir karar olduğunu düşünmekteyiz.

İNA'da kullanılan varsayımların daha açıklayıcı olması gerektiğini düşünmekteyiz. Özellikle işletme sermayesinden nakit girişi varsayımlarının gerekçeleri eksik görülmektedir.

Talep toplama fiyatının belirlenmesinde hesaplanan değere uygulanan %20,2 iskonto oranının yeterli büyüklükte olduğu kanaatindeyiz. İNA varsayımlarının daha muhafazakar olması durumunda iskonto oranının bir miktar düşecek olmasına karşın halka arz değeriyle oluşan şirket çarpanları tarafımızca uygun bulunmaktadır.

Sonuç olarak Fonet Bilgi Teknolojileri'nin halka arz fiyatının makul olduğunu düşünmekteyiz.