



FONET Bilgi Teknolojileri A.Ş. ("FONET")

"FİYAT TESPİT RAPORU" ANALİZİ

NİSAN 2017



İÇİNDEKİLER

I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER	3
II. SEKTÖREL BİLGİ	4
III. ŞİRKET BİLGİLERİ	5
IV. FİNANSAL BİLGİLER	7
V. DEĞERLEME	9
VI. GÖRÜŞ ve SONUÇ	12

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

I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER

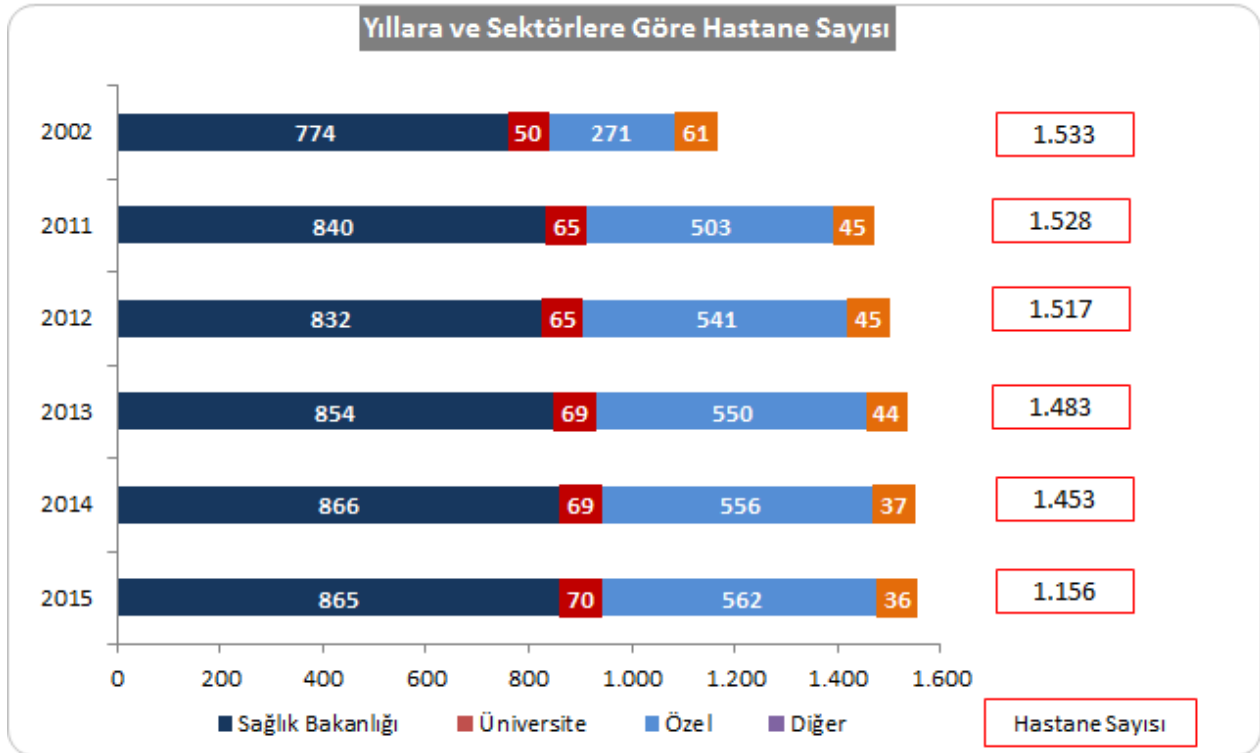
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	■ 13.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	■ 18.000.000 TL
Halka Arz Miktarı ve Türü	■ 5.000.000 TL nominal – Sermaye Artırımı 2.500.000 TL nominal – Ortak Satışı*
Halka Arz Şekli	■ Sabit Fiyat ile Talep Toplama – Borsa’da Satış Yöntemi
Halka Arz Fiyatı	■ 3,50 TL
Halka Arz Büyüklüğü	■ 26.250.000 TL
Halka Arz Oranı	■ %41,67
Halka Arz Tarihi	■ 27-28 Nisan 2017
Lider Aracı Kurum	■ Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Aracılık Yöntemi	■ Bakiyeyi Yüklenim
Borsa’da İşlem Göreceği Pazar	■ Ana Pazar
Taahhütler	■ Şirket ve Şirket’in ana pay sahibi, payların Borsa’da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl süreyle -satışa hazır bekletilen paylar hariç olmak üzere- dolaşımdaki pay miktarının artırılmamasına ve bedelli sermaye artırımı yapılmamasına ilişkin taahhüt vermişlerdir. Ana ortak Abdülkerim Gazen payların Borsa’da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl süreyle halka arz fiyatının altında pay satışı yapmayacağını, satışa hazır bekletilen paylar tamamen satılmadıkça 1 yıl içinde pay satışı yapmayacağını taahhüt etmiştir.
Geri Alım Taahhüdü	■ Halka arzdan pay alıp 1 yıl (365 gün) elinde tutan yatırımcıların, söz konusu süre boyunca hesaplarında gün sonunda bulunan en düşük Şirket pay miktarını 3,50 TL’den Abdülkerim Gazen’e geri satma hakkı bulunmaktadır.

*Tek ortak olan Abdülkerim Gazen pay satışı yapmaktadır.

II. SEKTÖREL BİLGİ

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler FONET Bilgi Teknolojileri A.Ş. ("FONET" veya "Şirket") Halka Arz İzahnamesi'nden ve FONET Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

- Ülkemizde sağlık sektörü erişebilirliğin artması ve olumlu ekonomik gelişmeler neticesinde satın alma gücü gibi etkenler ve son yıllarda sektöre ilişkin gerçekleşen destekleyici gelişmelere paralel olarak bölge coğrafyaların da ilgisini çekecek şekilde büyümektedir.
- Aşağıdaki grafikte Türkiye'deki hastane sayısının gelişimi yer almaktadır.



Kaynak: Sağlık Bakanlığı

- Bugün itibarıyla ülkemizde toplam 1.533 hastane hizmet vermekte olup, %56'sı Sağlık Bakanlığı hastanesidir. Özel hastanelerin payı %37, üniversite hastanelerin ise %5 seviyelerindedir.
- Sağlık sektöründe yaşanan gelişmeye rağmen halen hasta yatak sayısında ülkemiz OECD ortalamalarının gerisinde bulunmaktadır. Mevcut durumda 10.000 kişiye düşen hastane yatak sayısı ortalama 26,6'dır. Bu oran Avrupa'da 53, üst gelir grubu ülkelerde 54, orta-üst gelir grubu ülkelerde 32 seviyesindedir. Dünya ortalaması ise 27'dir.
- Türkiye'de toplam sağlık harcamaları her yıl artış göstermektedir. 2009 yılında 57,9 milyar TL seviyesinde olan sağlık harcamaları 2015'de %10,4 oranında artışla 104,6 milyar TL'ye ulaşmıştır.
- Türkiye'de sağlık sektörünün gelişimini tetikleyen unsurlar arasında hastalık tiplerinde yaşanan değişim, kronik hastalıklardaki artış, yaşlı nüfusun artması ve sürekli bakım hizmeti talebinde yaşanan artış, hasta beklentilerindeki değişim, şehir hastaneleri yatırımları ve teknolojik gelişmeler sayılabilir.
- Sağlık bilişimi, sağlık kuruluşlarının tüm tıbbi, idari ve finansal sürecini yöneten, sağlık hizmeti sunumu için ihtiyaç duyulan tıbbi, idari ve finansal verilerin oluşturulması, işlenmesi, biçimlendirilmesi, paylaşılması ile etkili ve verimli kullanımını sağlayan, sağlık hizmetinin daha kaliteli gerçekleşmesine yönelik etkin bir karar destek yeteneği ve süreç/kaynak yönetimi sunan bilgi teknolojileri ve yazılım uygulamaları bütünüdür.

III. ŞİRKET BİLGİLERİ

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler "Şirket'in Halka Arz İzahnamesi'nden ve FONET Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

- FONET; kamu ve özel sağlık kurumlarının bilgisayar yazılımları ve teknik destek gereksinimlerini karşılamak üzere şahıs şirketi olarak Abdülkerim Gazen tarafından 1997 yılında Şanlıurfa'da kurulmuştur. 2011 yılında anonim şirket statüsüne dönüşen ve bugünkü unvanını alan Şirket, 2013 yılında merkezini Ankara'ya taşımıştır.
- FONET'in mevcut ortaklık yapısı ile halka arz sonrasında oluşacak ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

FONET Ortaklık Yapısı				
Ortağın Unvanı	Sermaye Payı/Oy Hakkı			
	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	TL	Pay	TL	Pay
Abdülkerim GAZEN	13.000.000	100%	10.500.000	58,33%
Halka Açık Kısım	0	0%	7.500.000	41,67%
TOPLAM	13.000.000	100%	18.000.000	100%

- FONET'in kuruluşundan itibaren geçirdiği önemli aşamalar aşağıda yer almaktadır.

FONET'in Gelişimi	
1997	FONET'in kuruluşu
2001	Kamu kurumlarına yönelik muhasebe, bordro ve stok yönetimi konusunda DOS ortamında yeni yazılımlar geliştirildi
2002	Özellikle devlet hastanelerinin birçok departmanına ait ve departmanlar arası entegrasyonu sağlayan yazılımlar geliştirildi
2003	Muhasebe, bordro ve stok yönetimi konusundaki yazılımın satışı durduruldu, sadece hastanelere yönelik iş geliştirme ve yazılım çalışmalarına başlandı; Windows tabanlı yazılım geliştirildi
2003	Kültür ve Turizm Bakanlığı'ndan yazılım üretimi yapan firmalara verilen BİL-KOD yapımca belgesi alındı
2004	Yazılımların otomatik güncellenmesinin sağlanması için Fonet UP geliştirildi
2005	TS-EN-ISO 9001sertifikası alındı
2006	Türkiye'nin en büyük hastanelerinden biri olan Gaziantep Devlet Hastanesi'nin HBYS ihalesi alındı, webden laboratuvar sonuçlarının alınması, internet üzerinden randevu, SMS modülü vb yeni yazılımlar geliştirildi
2007	Fonet Agent yazılımı geliştirildi, HBYS yazılımlarının çalıştığı hastane sayısı 28'e ulaştı
2008	HBYS yazılımlarının çalıştığı hastane sayısı 42'ye ulaştı
2010	HBYS yazılımlarının çalıştığı hastane sayısı 59'a ulaştı
2011	Anonim şirket statüsüne geçildi
2013	Java tabanlı bulut mimarisinde çalışan yeni HBYS projesine başlandı
2014	Sermaye 5 milyon TL'den 9,5 milyon TL'ye yükseltildi
2015	TÜBİTAK ve Sağlık Bakanlığı ile birlikte yürütülen proje ile geliştirilen Pardus işletim sisteminin ilk pilot uygulaması yapıldı, hizmet verilen hastane sayısı 116'ya ve pazar payı da %12,5'e ulaştı.
2016	Sermaye 13 milyon TL'ye yükseltildi, HBYS yazılımlarının çalıştığı hastane sayısı 130'a ve kamu hastaneleri pazarında yaklaşık %15 pazar payına ulaşıldı.
2017	YDA Grup ile PPP (Kamu Özel Ortaklığı) modeli ile gerçekleştirilen Şehir Hastaneleri projelerinde Fonet HBYS yazılımlarının kullanılmasına ilişkin sözleşme imzalandı.

➤ Şirket, sağlık alanında her segmentasyon, kapsam ve büyüklükte hastaneler olmak üzere sağlık ekosisteminin her paydaşına hizmet sağlayabilecek nitelik ve kapsamda geniş bir ürün yelpazesine sahiptir.

➤ FONET Hastane Bilgi Yönetim Sistemi (HBYS), 52 ayrı yazılım modülünden oluşmaktadır. Yazılım ürünlerinin tamamı Şirket'in kendi mühendisleri tarafından tasarlanmış ve üretilmiş olup, mülkiyeti FONET'e aittir.

Tıbbi Modüller

- ✓ Danışma Modülü
- ✓ Hasta Kayıt / Kabul Modülü
- ✓ Poliklinik Modülü
- ✓ Hasta Yatış, Servis Hasta Takip ve Çıkış İşlemleri Modülü
- ✓ Eczane Modülü
- ✓ Laboratuvar Bilgi Sistemleri (LIS)
- ✓ Radyoloji Bilgi Sistemi (RIS)
- ✓ Hemşirelik Bilgi Sistemi Modülü
- ✓ Ameliyathane Modülü
- ✓ Ağız ve Diş Sağlığı Modülü
- ✓ Hemodiyaliz Modülü
- ✓ Sağlık Kurulu Modülü
- ✓ Kan Merkezi Modülü
- ✓ Diyet Modülü
- ✓ VTYS Modülü
- ✓ Organ ve Doku Bağış Modülü
- ✓ Yetkilendirme Modülü
- ✓ Sağlık-NET Modülü

İdari ve Mali Modüller

- ✓ Vezne Modülü
- ✓ Satın Alma Bilgi Yönetim Sistemi Modülü
- ✓ Ambar Stok ve Demirbaş İşlemleri Modülü
- ✓ Döner Sermaye ve Muhasebe Modülü
- ✓ Fatura ve Finans İşlemleri Modülü
- ✓ Personel Sicil ve Maaş İşlemleri Modülü
- ✓ İstatistik ve Raporlama İşlemleri Modülü
- ✓ Tıbbi Kayıt ve Arşiv Modülü
- ✓ Cihaz Takip Modülü
- ✓ SMS Bilgi İletim Modülü
- ✓ Kalite Yönetim Modülü
- ✓ Evrak Takip Modülü
- ✓ Teknik Servis Yönetim Modülü

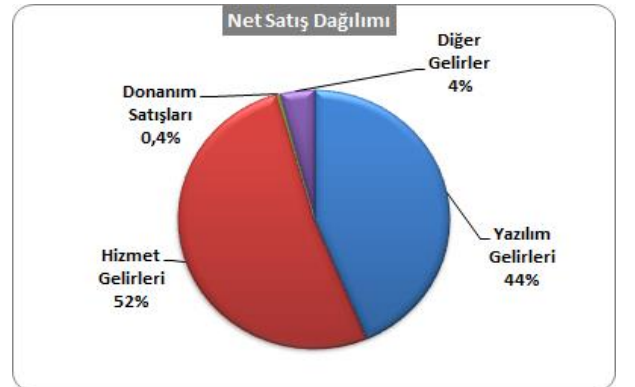
➤ Şirket mevcut durumda 145 kamu sağlık kuruluşu ve 1 özel hastaneye Bilgi Yönetim Sistemi hizmeti vermektedir. Sözleşme süreleri 1-3 yıl arasında değişkenlik göstermektedir. Mevcut durum itibarıyla Şirket'in en son bitecek sözleşmesi 01.01.2017 yılında başlayan ve 31.12.2019 tarihine kadar geçerli olan Hatay ili kamu hastaneleri ile yapılan sözleşmedir.

➤ Şirket'in Ankara, İstanbul ve Şanlıurfa'da ofisleri bulunmaktadır.

➤ Şirket'in satış gelirleri 4 gruptan oluşmaktadır.

Yazılım gelirleri: Şirket'in kendi geliştirdiği ve mülkiyeti kendisine ait olan HBYS yazılımlarının sözleşmeler kapsamında sağlık kuruluşlarına kiralanmasından elde edilen gelirlerdir. 2016 yılında yazılım gelirlerinin toplam satış gelirleri içindeki payı %43,7 olarak gerçekleşmiştir. Son 3 yıllık dönem incelendiğinde ise yazılım gelirlerinin payının %51 seviyesinden gerilediği görülmektedir.

Hizmet gelirleri: Sözleşme kapsamında kiralanılan yazılımların kullanılması ile ilgili olarak yerinde verilecek eğitim ve destek hizmeti için çalıştırılan elemanlardan elde edilen gelirlerdir. Son 3 yıllık dönem incelendiğinde hizmet gelirlerinin toplam satış gelirleri içindeki payının %42 seviyesinden %52 seviyesine yükseliş yaşadığı görülmektedir.



Donanım satışları: Özellikle HBYS hizmeti verilen sağlık kuruluşlarının ihtiyaç duydukları bilgisayar donanımlarının satışından elde edilen gelirlerdir. 2015 yılında toplam satış gelirleri içinde %5 pay bulunan donanım satışlarının payı 2016 yılında %0,41 gibi düşük bir düzeyde gerçekleşmiştir.

Diğer gelirler: Diğer gelirler içinde teknokent teşvikleri yer almakta olup, bu gelirlerin toplam gelirler içindeki payı 2016 yılında %4 oranında gerçekleşmiştir.

- 2016 yılında Şirket'in satış gelirleri önceki yıla göre %23 oranında artışla 21,6 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.
- Halka arzda, Şirket'in çıkarılmış sermayesinin 13 milyon TL'den 18 milyon TL'ye çıkarılması nedeniyle artırılacak 5 milyon TL ve mevcut ortaklardan Abdülkerim Gazen'in sahip olduğu 2,5 milyon TL'lik nominal değerli payların toplamı olan 7,5 milyon TL nominal değerli paylar satışa sunulacaktır.
- Şirket'in halka arz fiyatı pay başına 3,50 TL olarak belirlenmiştir. Buna göre halka arz büyüklüğü 26.250.000 TL olarak öngörülmektedir.
- Halka arzdan pay alıp 1 yıl (365 gün) gün elinde tutan yatırımcıların söz konusu süre boyunca hesaplarında gün sonunda bulunan en düşük Şirket pay miktarını 3,50 TL'den Abdülkerim Gazen'e geri satma hakkı bulunmaktadır.

IV. FİNANSAL BİLGİLER

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler "Şirket'in Halka Arz İzahnamesi'nden ve FONET Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

BİLANÇO (TL)	31.12.2016	31.12.2015	31.12.2014
Dönen Varlıklar	6.474.343	3.522.827	5.674.105
Nakit ve Nakit Benzerleri	2.114.096	84.665	114.023
Ticari Alacaklar	3.147.312	3.091.511	4.284.521
- İlişkili Taraplardan Ticari Alacaklar	-	-	-
- İlişkili Olmayan Taraplardan Ticari Alacaklar	3.147.312	3.091.511	4.284.521
Diğer Alacaklar	30.819	79.605	646.586
- İlişkili Taraplardan Diğer Alacaklar	-	59.164	622.846
- İlişkili Olmayan Taraplardan Diğer Alacaklar	30.819	20.441	23.740
Stoklar	573.809	-	-
- Peşin Ödenmiş Giderler	568.458	250.890	421.515
- Diğer Dönen Varlıklar	39.849	16.156	207.460
Duran Varlıklar	29.981.727	24.867.993	18.505.153
Diğer Alacaklar	7.309	6.256	4.819
- İlişkili Taraplardan Diğer Alacaklar	-	-	-
- İlişkili Olmayan Taraplardan Diğer Alacaklar	7.309	6.256	4.819
Maddi Duran Varlıklar	1.469.573	1.542.421	1.651.763
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	25.925.460	20.606.587	15.496.960
Peşin Ödenmiş Giderler	-	202.534	105.981
Ertelenen Vergi Varlıkları	2.486.696	2.510.195	1.245.630
Diğer Dönen Varlıklar	92.689	-	-
Toplam Varlıklar	36.456.070	28.390.820	24.179.258
Kısa Vadeli Yükümlülükler	13.533.395	7.603.144	9.107.169

Kısa Vadeli Borçlar	6.640.111	3.662.514	5.555.467
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	1.227.191	1.039.293	732.040
Diğer Finansal Yükümlülükler	39.276	131.688	112.074
Ticari Borçlar	1.788.205	880.824	1.671.770
- İlişkili Taraflardan Ticari Borçlar	-	-	-
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Borçlar	1.788.205	880.824	1.671.770
Diğer Borçlar	149.621	148.500	72.445
- İlişkili Taraflardan Diğer Borçlar	-	-	-
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Borçlar	149.621	148.500	72.445
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	2.253.162	1.541.959	829.655
Ertelenmiş Gelirler	1.074.924	8.357	5.862
Kısa Vadeli Karşılıklar	321.056	190.009	127.856
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2.901.929	5.550.543	3.733.354
Uzun Vadeli Borçlar	576.783	3.368.282	2.009.540
Uzun Vadeli Karşılıklar	564.713	494.355	295.436
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	564.713	494.355	295.436
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	1.667.742	1.687.906	1.428.378
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	92.691	-	-
Özkaynaklar	20.020.746	15.237.133	11.338.735
Ödenmiş Sermaye	13.000.000	9.500.000	9.500.000
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	358.830	227.763	181.449
Geçmiş yıllar karları	2.158.311	1.644.643	-68.577
Net dönem karı	4.697.867	4.014.990	1.759.534
Toplam Özkaynaklar ve Yükümlülükler	36.456.070	28.390.820	24.179.258

GELİR TABLOSU (TL)	31.12.2016	31.12.2015	31.12.2014
Gelir	21.615.483	17.552.756	14.077.849
Satışların Maliyeti	(12.187.798)	(9.919.937)	(7.171.005)
Brüt Kar	9.427.685	7.632.819	6.906.844
- Genel yönetim giderleri	(2.393.990)	(2.489.594)	(2.256.980)
- Pazarlama giderleri	(443.413)	(309.175)	(697.680)
- Araştırma ve geliştirme giderleri	(104.745)	(410.632)	(871.121)
- Esas faaliyetlerden diğer gelirler	572.522	627.113	368.804
- Esas faaliyetlerden diğer giderler	(352.861)	(381.535)	(199.610)
Esas faaliyet karı	6.705.198	4.668.996	3.250.257
- Yatırım faaliyetlerden gelirler	112	38.136	-
- Yatırım faaliyetlerden giderler(-)	-	-	-
Finansman gideri öncesi faaliyet karı	6.705.310	4.707.132	3.250.257
- Finansman gelirleri	-	-	-
- Finansman giderleri(-)	(1.993.108)	(1.668.031)	(1.282.413)
Sürdürülen faaliyetler vergi öncesi karı	4.712.202	3.039.101	1.967.844
Sürdürülen faaliyetler vergi gideri (-)	(14.335)	975.889	(208.310)
Net Dönem karı	4.697.867	4.014.990	1.759.534

V. DEĞERLEME

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler "Şirket'in Halka Arz İzahnamesi'nden ve FONET Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Metro Yatırım") tarafından hazırlanmış ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayınlanmış olan "FONET Fiyat Tespit Raporu"nda ("Rapor") Çarpan Analizi ve İndirgenmiş Nakit Akımı yöntemleri kullanılmış olup, bu analizler kabul görmüş değerlendirme yöntemleridir.

Aşağıda, Rapor'da kullanılan yöntem ve bulunan değerlere ilişkin özet bilgi ve tablolar yer almaktadır.

1-ÇARPAN ANALİZİ

Rapor'un çarpan analizi kısmında, Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD), Firma Değeri/Satışlar (FD/Satışlar), Fiyat/Kazanç (F/K), Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) olmak üzere 4 çarpan kullanılmıştır.

Borsa İstanbul'da işlem gören bilişim/yazılım şirketleri benzer şirket olarak kabul edilmiştir. Benzer şirketlerin 31.03.2017 tarihi itibarıyla çarpan değerleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Kod	Şirket Adı	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K	FD/Satışlar
ALCTL	Alcatel Lucent Teletaş	2,32	3,99	8,94	0,62
ANELT	Anel Telekom	0,57	-	-	-
ARENA	Arena Bilgisayar	0,56	5,70	9,99	0,17
ARMDA	Armada Bilgisayar	1,06	8,99	18,50	0,21
DESPC	Despec Bilgisayar	1,72	11,17	9,26	0,48
DGATE	Datagate Bilgisayar	1,94	7,56	7,98	0,15
ESCOM	Escort Teknoloji	0,78	-	16,16	-
INDES	İndeks Bilgisayar	2,76	4,85	10,24	0,13
KAREL	Karel Elektronik	0,83	4,75	14,47	0,84
KRONT	Kron Telekomünikasyon	4,88	10,73	12,66	5,85
LINK	Link Bilgisayar	2,15	29,79	25,06	3,22
LOGO	Logo Yazılım	8,68	15,36	30,80	7,46
NETAS	Netaş Telekom.	1,20	8,15	35,30	0,93
PKART	Plastikkart	1,53	5,95	16,03	0,48
Ortalama		2,21	9,75	16,57	1,71

Rapor'da çarpan analizinde FONET paylarının işlem göreceği BIST Ana Pazar'da işlem gören şirketlerin çarpan değerleri de kullanılmıştır. Ancak FONET'in faaliyet alanı gereği Ana Pazar içindeki mali sektör şirketleri hariç tutulmuştur. Ayrıca Rapor'da, çarpan analizinde PD/DD ve FD/Satışlar için 12'nin, F/K ve FD/FAVÖK için 40'ın üzeri ve negatif değerlerin elimine edildiği ifade edilmiştir.

Buna göre Rapor'da çarpan analizinde kullanılan ortalama değerler ve hesaplanan Şirket değeri aşağıdaki tablolarda yer almaktadır:

(TL)	Ödenmiş Sermaye	Özkaynaklar	Net dönem karı	FAVÖK	Net Satışlar
	Güncel	31.12.2016	31.12.2016	31.12.2016	31.12.2016
FONET	13.000.000	20.020.746	4.697.867	7.215.365	21.615.483

	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K	FD/Satışlar
BIST 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

ÇARPANLARA GÖRE TAHMİNİ PİYASA DEĞERLERİ (TL)					
Çarpan Ağırlıkları	25%	25%	25%	25%	
Çarpanlar	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K	FD/Satışlar	Piyasa Değeri
BIST Ana Pazar	32.211.673	81.302.663	63.614.413	32.885.167	52.503.479
Bilişim Yazılım Sektörü	44.303.051	63.973.883	77.836.429	30.629.237	54.185.650
Ortalama Piyasa Değeri (TL)					53.344.564

Çarpan Analizi yöntemiyle yapılan analizde BIST Ana Pazar ve BIST Bilişim/Yazılım Sektörü'ne ait tüm çarpan değerlerine eşit ağırlık verilerek ortalama piyasa değeri 53.344.564 TL olarak hesaplanmış, buna göre pay başına değerin 4,10 TL olduğu ifade edilmiştir.

2-İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİ

Rapor'da yer alan İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi'nde kullanılan varsayımlar aşağıdaki şekilde özetlenebilir.

- İNA Yöntemi gelecek 5 yıllık dönem esas alınarak hesaplanmıştır.
- Risksiz faiz oranı olarak, 11.07.2018 itfa tarihli ve Hazine tarafından ihraç edilen TRT110718T18 ISIN kodlu DİBS'in son bir yıllık ortalaması olan %9,93'ün yukarıya yuvarlanması ile belirlenen %10 oranı kullanılmıştır.
- Piyasa risk primi olarak %6 kullanılmıştır.
- Beta katsayısı 1 olarak kullanılmıştır.
- Satışlardaki büyüme için 2017-2019 yılları arasında yıllık %15, 2020 ve 2021 yılları için de yıllık %10 oranı kullanılmıştır. Bu artışların gerekçeleri olarak aşağıdaki hususlara dikkat çekilmiştir:
 - Şirket'in devam eden 145 sağlık kuruluşu ile olan sözleşmelerinin 2017 ve sonraki yıllara yansıyacak toplam hak ediş miktarı yaklaşık 32 milyon TL'dir. Mevcut sözleşmelerin %90'ın üzerinde bir oranla yenilendiği ve ayrıca Şirket'in ilerleyen dönemlerde yeni açılacak ihalelerden de pay almak istediği ifade edilmiştir.
 - Şirket'in henüz tamamında aktif olmadığı İstanbul ve Marmara Bölgesi'nde halka arzdan sonra elde edilecek nakit girişinin de etkisiyle aktif halde pazarlama çalışmalarına başlamayı planladığı belirtilmiştir.
 - Şirket'in 2013 yılından bu yana devam ettiği ve 2017 yılı içinde tamamlanacak yatırımının satışlara olumlu katkı yapacağı ifade edilmiştir.
 - Şirket'in Şehir Hastaneleri projelerinden de pay almayı hedeflediği belirtilmiştir.
- Terminal büyüme %3 olarak alınmıştır.
- Satışların maliyetinde son üç yıllık gider ortalaması kullanılmıştır.

- Borçlanma faizi olarak, Şirket'in kredi kullanım oranına göre hesaplanan %16,78 oranı kullanılmıştır. Şirket'in sahip olduğu vergi istisnası nedeniyle vergi sonrası borçlanma maliyeti de yine %16,78 olarak kullanılmıştır.
- Sermaye maliyeti olarak %16 kullanılmıştır.
- Borçluluk oranı olarak %23,27 kullanılmıştır.

Tüm bu verilere göre ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ve İNA yöntemine göre değer Rapor'da aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	
Risksiz Faiz Oranı	10,00%
Piyasa Risk Primi	6,00%
Beta	1
Sermaye Maliyeti	16%
Borç Oranı	23,27%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	16,78%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	16,18%

Fonet - Değerleme TL	2017 T	2018 T	2019 T	2020 T	2021 T
Net Satışlar	24.857.805	28.586.476	32.874.448	36.161.892	39.778.082
<i>Satışlardaki Büyüme (%)</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,0%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,0%</i>
Satışların Maliyeti (-)	-13.575.492	-15.961.940	-18.281.979	-20.016.992	-22.116.975
<i>Maliyetlerin Satışlara Oranı (%)</i>	<i>-54,61%</i>	<i>-55,84%</i>	<i>-55,61%</i>	<i>-55,35%</i>	<i>-55,60%</i>
Brüt Kar	11.282.314	12.624.536	14.592.469	16.144.900	17.661.107
<i>Brüt Kar Marjı (%)</i>	<i>45,4%</i>	<i>44,2%</i>	<i>44,4%</i>	<i>44,6%</i>	<i>44,4%</i>
Faaliyet Giderleri	-4.894.627	-4.915.551	-5.533.555	-6.475.180	-6.886.096
<i>Faaliyet Giderleri Satışlara Oranı (%)</i>	<i>-19,7%</i>	<i>-17,2%</i>	<i>-16,8%</i>	<i>-17,9%</i>	<i>-17,3%</i>
Esas faaliyet karı (E)	6.387.687	7.708.985	9.058.914	9.669.720	10.775.010
- Yatırım Harcamaları (Y)	6.128.218	6.514.871	1.927.958	2.035.888	2.151.631
- Δ Çalışma Sermayesi (Ç)	296.580	-1.172.407	-1.665.999	-549.658	-1.125.600
+ Amortisman (A)	1.514.871	1.927.958	2.035.888	2.151.631	2.275.690
Serbest Nakit Akışı (E+A-Y-Ç)	1.477.760	4.294.479	10.832.843	10.335.121	12.024.669
<i>İndirgeme Oranı (AOSM) (%)</i>	<i>16,18%</i>	<i>16,18%</i>	<i>16,18%</i>	<i>16,18%</i>	<i>16,18%</i>
İndirgenmiş Nakit Akımları	1.271.949	3.181.576	6.907.808	5.672.563	5.680.747
İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı	22.714.643				
2017-2021 dönemi toplamı (1)					

Terminal Büyüme Oranı	3,0%
Uç Dönem Serbest Nakit Akımları	93.971.235 TL
İndirgenmiş Devam Eden Şirket Değeri (2)	44.394.308 TL
Firma Değeri (1)+(2)	67.108.951 TL
Net Borç (-)	6.369.265 TL
Tahmini Gerçeğe Uygun Değer	60.739.686 TL
İNA Yöntemine Göre Tahmini Birim Pay Değeri	4,67 TL

İNA yöntemine göre Şirket değeri 60.739.686 TL olarak hesaplanmış olup, pay başına değer 4,67 TL'dir.

Yukarıda detayları açıklanan iki ayrı yöntemle eşit ağırlık verilerek hesaplanan değerler toplu olarak aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

TL	Ağırlık	Şirket Değeri	Pay Başına Değer
Çarpan Analizi	50%	53.344.564	4,10
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	50%	60.739.686	4,67
Şirket Değeri		57.042.125	4,39
	<i>%20,2 İskonto</i>	<i>11.522.509</i>	
İskontolu Şirket Değeri		45.519.616	3,50

Rapor'da halka arz fiyatının 3,50 TL olduğu ve bu fiyatın Şirket değerine göre %20,2 oranında iskontoya tekabül ettiği belirtilmiştir.

VI. GÖRÜŞ ve SONUÇ

Metro Yatırım tarafından FONET için hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında verilen bilgilerin anlaşılır ve yeterli olduğunu, değerlendirme metodolojisinin ayrıntılı ve net biçimde açıklandığını düşünmekteyiz. Çarpan analizi için Borsa İstanbul'da işlem gören ve bilişim/yazılım sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin seçilmesini ve Şirket paylarının işlem göreceği Ana Pazar firmalarının baz alınmasını makul buluyoruz. Çarpan olarak kullanılan rasyoların yeterli ve uygun olduğunu düşünmekle birlikte, ortalama çarpan değerlerinin tespitinde aritmetik ortalama yerine ağırlıklı ortalama ya da medyan yönteminin kullanılmasının analizin hassasiyetini artıracığını düşünüyoruz.

Değerlemede Çarpan Analizi'nin yanı sıra İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne eşit ağırlıklı olarak yer verilmesi ve ileriye dönük nakit akım projeksiyonlarının yatırımcılar ile paylaşılmış olmasının olumlu olduğunu düşünüyoruz. Ancak Şirket'in bu yıl içinde tamamlamayı hedeflediği yeni yazılımın sağlayacağı gerek faaliyet katkısından gerekse finansal katma değerden gelecek yıllarda yararlanabileceğini düşünmekle birlikte; İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi geleceğe yönelik tahminler içerdiğinden ve yorumlanması açısından Şirket yetkilileri ile bir araya gelmesi gerektiğinden tarafımızca analiz edilememiş ve dolayısıyla Fiyat Tespit Raporu'nda yapılan çalışma da test edilememiştir.

FONET için hazırlanmış olan fiyat tespit raporundaki değerlendirme metodolojisini ve Şirket değerinin belirlenmesine ilişkin hesaplamaları uygun buluyoruz.

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 sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, haber veya öneriler nedeniyle ortaya çıkacak ticari kazanç veya kayıplardan Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Rapor sayfalarında yayınlanan hiçbir yazı, görüş, resim, analiz ve diğer sunumlar izin alınmadan yazılı veya görsel basın organlarında yayınlanamaz.