



ATP

ATP Ticari Bilgisayar Ağı ve Elektrik Güç Kaynakları Üretim, Pazarlama ve Ticaret A.Ş Fiyat Tespit Raporu Analizi

Mayıs 2021

Önemli Not: İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Ahlatcı Yatırım A.Ş. Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin aracılık ettiği ATP Ticari Bilgisayar Ağı ve Elektrik Güç Kaynakları Üretim, Pazarlama ve Ticaret A.Ş. ("ATP Bilgisayar" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin (İş Yatırım") hazırladığı fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Halka Arza İlişkin Bilgiler

Halka Arz Bilgileri	
Talep Toplama Tarihi	27-28 Mayıs 2021
İlk İşlem Tarihi (Tahmini)	3-4 Haziran 2021
Hisse Kodu / Pazar	ATATP / Ana Pazar
Halka Açıklık Oranı	20,00%
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	30.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	37.500.000 TL
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat İle Talep Toplama
Halka Arz Fiyatı	24,00 TL
Arz Edilecek Paylar	7.500.000 TL - Sermaye Artırımı -Ortak Satışı: Yoktur
Halka Arz Büyüklüğü	180.000.000 TL
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Fiyat İstikrarı	İhraççı'nın sermaye artırımı yoluyla elde edeceği brüt halka arz gelirinin %20'sine tekabül eden halka arz fiyatından hesaplandığında 36 Milyon TL tutarındaki hasılat kullanılacaktır. Payların borsada işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 30 gün süreyle İş Yatırım tarafından yapılacaktır
Taahhütler	- İhraççı, Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 180 gün boyunca, herhangi bir bedelli sermaye artırımı yapmayacağını taahhüt etmiştir. -Mevcut Ortaklar, Şirket paylarını, payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren, 180 gün boyunca satmayacağını, dolaşımdaki pay miktarını artırmayacağını veya payların satılması sonucunu doğuracak şekilde herhangi bir işleme tabi tutmayacağını taahhüt etmiştir. -Ayrıca mevcut ortak, sahibi olduğu payları 1 yıl süre ile halka arz fiyatının altında bir fiyatta borsada pay satışına sunamayacaktır.

Şirket Bilgileri

Şirket,1997 yılında kurulmuş olup, İstanbul merkezli bir teknoloji firmasıdır. Şirket, çeşitli sektörlerde faaliyet gösteren firmaların teknolojik alt yapılarını oluşturmakta, firmaların faaliyetlerini gerçekleştirebilmeleri, operasyonel verimliliklerini arttırabilmeleri için yazılım çözümleri üretmekte ve geliştirmektedir. Ayrıca, Şirket ürettiği yazılımlara ilişkin eğitimler vermekte, satış sonrası destek ve bakım hizmetlerini de müşterilerine sunmaktadır. Şirket'in yazılım platformları kurumsal şirketlerde kritik görevlerin gerçekleştirilebilmesi için kullanılmaktadır. Yüksek standartlarda üretilen yazılım çözümleri, Türkiye ve Dünyanın ileri gelen firma ve markaları tarafından kullanılmaktadır. Şirket, yazılım üretiminin yanı sıra, üçüncü taraflarca üretilmiş bazı yazılımların entegratörü olarak da faaliyet göstermektedir.

Bu kapsamda hem yazılım hem de kullanılan sistemler için gerekli çevre ünitelerini içeren donanım ticareti faaliyetlerini de gerçekleştirmektedir. Şirket, yazılım üretimi, entegrasyonu ve donanım ticareti faaliyetlerine ek olarak, kurumsal firmalara bilgi teknolojileri alanında hizmetler sunmaktadır. Bu hizmetler, her bir firma için ayrı proje yönetimi şeklinde yürütülmekte olup, bilgi teknolojileri sistemi kurulumu, teknik destek ve benzeri hizmetleri içermektedir. Şirketin 3 ayrı markası bulunmaktadır.

No	Ana Hizmet/Faaliyet Alanı	Marka
1	Finans Sektörü ve Sermaye Piyasalarına Yönelik Çözümler	Tradesoft
2	Konuk Ağırılama Sektörüne Yönelik Çözümler	Zenia
3	Diğer Sektörlere Yönelik Bilgi Teknolojileri Çözümleri	ATP Digital

Tradesoft:

Şirket, aracı kurumlar, fon ve portföy yönetim şirketlerine yönelik yazılım platformları üretmekte, geliştirmekte, pazarlamakta, satış yapmakta ve müşterilerine bu yazılımları ile ilgili her türlü destek hizmetleri sağlamaktadır. Şirket'in çözümleri, ön, orta ve arka ofis işlevlerini desteklemek için tasarlanmıştır. 2020 yılı itibarıyla, Şirket'in 16 aracı kurum, 11 portföy yönetim şirketi, 3 banka, 2 yatırım ortaklığı ve 2 emeklilik şirketi müşterisi bulunmaktadır. Şirket'in Tradesoft markası altında finans sektörü ve Sermaye piyasaları alanda faaliyet gösteren firmalara sağladığı çözümler, "Alım Satım Aracılık ve Operasyon", "Portföy Yönetim, Fon Yönetimi" ve "Varlık Yönetimi" olarak sıralanabilir.

Zenia

ATP'nin, konuk ağırlama sektörüne yönelik faaliyetleri çözümlerin başlangıcı büyük ölçüde finans sektörüne yönelik faaliyetlerinin başlangıcı ile benzeşmektedir. ATP, 2006 yılında Ata Holding kurucu ortaklarının iştiraki olan TAB Food Investments'ın hızlı servis restoran işletmeciliği alanındaki marka ve restoranlarına teknoloji altyapı ve sistem desteği vererek konuk ağırlama sektörüne yönelik çözümler sunmaya başlamıştır. İlk etapta restoranların kullandığı Radiant Systems Inc şirketinin donanım ve yazılımlarını destekleyen ATP, Radiant Systems'ın NCR Corporation tarafından satın alınması ile 2011 yılında NCR Corporation ile iş ortağı olmuş ve NCR'nin donanım ve yazılımlarını desteklemeye başlamıştır. Hızlı servis restorancılığı alanındaki faaliyetlerin büyümesi ve akabinde TFI' in Çin'e açılımı ile genişleyen bu yapının teknoloji alanındaki ihtiyaçları ATP tarafından desteklenmiştir.

Şirket, 2018 yılında Zenia markasını yaratarak konuk ağırlama faaliyetlerini bu marka altında yürütmeye devam etmiştir. ATP, 2019 senesinde kendi QSR yazılımını oluşturmaya karar vermiş ve Çin'deki müşteri operasyonlarını da göz önüne alarak, Nanjing Rydeen Information Technology Co. Ltd. ("Rydeen") ile Haziran 2019'da anlaşmaya vararak, Rydeen yazılımlarının kaynak kodlarına ilişkin kullanım, değiştirme, üzerlerinde kendi ürünlerini oluşturma haklarına ek olarak Çin dışındaki ülkeler için de münhasır pazarlama ve satış haklarını almıştır.

Hero ürün markası altında geliştirilen çözümler 2020 senesi başında piyasaya sunulmuş olup, 2020 sonu itibarı ile 2.601 restoranda kullanılmaktadır. 2.601 restoranın 2.000 tanesi TFI'in restoranlarından oluşmakta olup, 601 tanesi TFI dışındaki müşterilerden meydana gelmektedir. Kurulan "Zenia Hero" yazılımları 2020 senesinde toplam 6.000 kasada 202 milyon fiş üretimi gerçekleştirmiş ve 58 milyon paket servis işlemi gerçekleştirmişlerdir. Zenia bulut yazılımları 7x24 çalışmıştır ve tüm sene boyunca %99,95 üzerinde ayakta olma taahhüdünü tutturmuştur.

Burger King, Popeyes, Arby's gibi markalarda kullanılmakta olan Hero yazılımının küresel piyasalarda yayılımı hedeflenmektedir. Bu stratejiyi destekleyen iş modeli ve altyapı Zenia Technologies B.V (Hollanda) ve Zenia Limited (Malta) şirketlerinin kuruluşları başlatılmıştır. ATP 2.601 restorana birçok çözüm sunmaktadır.

ATP Digital

ATP Digital, orta ve orta üstü büyüklükteki kurumsal şirketlerin dijital dönüşümlerine odaklanmaktadır. 2020 yılsonu itibarıyla, Türkiye'nin önemli şirketlerinden olan Turkcell, Aspen Yapı ve Zemin, Yapı Kredi Portföy, Polat Holding, Terminal Yapı ve İş GYO gibi şirketler ATP Digital'in 60 müşterisi arasındadır. Şirket'in müşterilerinin 9'u üretim, 8'i konuk ağırlama, 5'i finans, 5'i gayrimenkul, 4'ü danışmanlık sektöründe ve 29 tanesi diğer çeşitli sektörlerde faaliyet göstermektedir. ATP Digital'in 447 tane dijital dönüşüm projesi bulunmaktadır. Şirket müşterilerine danışmanlık hizmetleri sunmakta, analiz servisleri ve gerek duyulan yazılımları geliştirmekte, çözüm ve ürünler oluşturmakta ve tüm bu yazılım, hizmet ve ürünlerin pazarlama ve satışını gerçekleştirmektedir. Şirket ayrıca, üçüncü taraf ürün ve çözümlerle entegrasyonları gerçekleştirmekte, yazılım kullanım platformları için gerekli yazılım lisanslarını müşterileri adına üçüncü taraflardan tedarik etmekte, yazılım kuruluşlarını desteklemekte, müşterilerinin destek ihtiyaçlarına ve ek taleplerine cevap vermekte, Ar Ge çalışmalarını yürüterek ileriki dönemlerde kullanılacak teknolojiler üzerinde çalışmaktadır.

Halka Arz Gerekçeleri ve Halka Arzdan Elde Edilecek Gelirin Kullanım Alanları

Şirket, halka arzdan elde edeceği geliri çeşitli alanlarda değerlendirmeyi planlamaktadır.

- 1) %23,3'lük kısmını ar-ge yatırımlarının ölçeğinin artırılması ve aktif projelerin hızlandırılması,
- 2) %28,0'lik kısmını ATP Zenia markasının global pazarlarda açılım yapısının planlar doğrultusunda oluşturulması,
- 3) %11,2'lik kısmını ATP Zenia markasının global pazarlama faaliyetlerinin gerçekleştirilmesi,
- 4) %21,2'lik kısmının ATP global açılımını ve satışlarını destekleyen teknoloji araçlarını, altyapı ve bulut sistemlerinin ölçeklendirilmesi,
- 5) %3,8'lik kısmı şirket büyümesini destekleyen fiziksel ortamların oluşturulması,
- 6) %3,6'lık kısmı Tradesoft China IT LTD'nin %51'nin alımının borcunun ödenmesi,
- 7) %8,9'luk kısmı ise şirketin işletme sermayesinin güçlendirilmesi için kullanılacaktır.

Ortaklık Yapısı

ATP Ticari Bilgisayar Ağı ve Elektrik Güç Kaynakları Üretim Pazarlama ve Ticaret A.Ş.	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Sermaye		Sermaye	
Ortaklar	(TL)	(%)	(TL)	(%)
Ata Holding A.Ş.	29.382.000	97,94	29.382.000	78,35
Korhan Kurdoğlu	94.500	0,32	94.500	0,25
Erhan Kurdoğlu	94.500	0,32	94.500	0,25
Tuna Kurdoğlu	40.500	0,14	40.500	0,11
Yuırdanur Kurdoğlu	40.500	0,14	40.500	0,11
Seniha Ece Kurdoğlu	24.000	0,08	24.000	0,06
Ömer Faruk Işık	24.000	0,08	24.000	0,06
Ümit Cinali	300.000	1,00	300.000	0,80
Halka Açık Kısım	0	0,00	7.500.000	20,00
- Sermaye Artırımı	-	-	7.500.000	20,00
- Ortak Satışı	-	-	-	-
Toplam	30.000.000	100,00	37.500.000	100,00

FİNANSAL BİLGİLER

Son 3 yıllık karşılaştırmalı özet finansal durum ve kar-zarar tablosu aşağıdaki gibidir.

Bilanço Tablosu (TL)	2018	2019	2020
Dönen Varlıklar	48.555.792	82.002.987	108.410.070
Nakit ve Nakit Benzerleri	11.933.080	8.111.139	17.782.017
Ticari Alacaklar	28.581.102	52.293.411	77.716.820
<i>İlişkili Olmayan Taraplardan Ticari Alacaklar</i>	11.229.933	31.938.404	44.213.304
<i>İlişkili Taraplardan Ticari Alacaklar</i>	17.351.169	20.355.007	33.503.516
Diğer Alacaklar	4.733.652	15.281.362	1.376.152
<i>İlişkili Olmayan Taraplardan Diğer Alacaklar</i>	613.326	410.945	1.376.152
<i>İlişkili Taraplardan Diğer Alacaklar</i>	4.120.326	14.870.417	-
Stoklar	1.164.538	2.208.146	3.772.039
Peşin Ödenmiş Giderler	2.127.889	4.107.738	5.456.226
<i>İlişkili Olmayan Taraplara Peşin Ödenmiş Giderler</i>	2.127.889	4.107.738	5.456.226
<i>İlişkili Taraplara Peşin Ödenmiş Giderler</i>	-	-	-
Cari Dönem Vergisi İle İlgili Varlıklar	-	-	1.568.842
Diğer Dönen Varlıklar	15.531	1.191	737.974
Toplam	48.555.792	82.002.987	108.410.070
Duran Varlıklar	20.535.193	45.761.118	58.051.899
Ticari Alacaklar	3.673.359	5.463.460	9.936.959
<i>İlişkili Olmayan Taraplardan Ticari Alacaklar</i>	-	-	5.668.768
<i>İlişkili Taraplardan Ticari Alacaklar</i>	3.673.359	5.463.460	4.268.191
Maddi Duran Varlıklar	1.602.887	1.610.232	1.582.424
Kullanım Hakkı Varlıkları	3.353.844	2.816.577	437.750
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	9.471.547	33.342.244	42.042.929
<i>Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar</i>	9.471.547	33.342.244	42.042.929
Şerefiye	-	-	-
Peşin Ödenmiş Giderler	-	1.319	1.023.035
Ertelenmiş Vergi Varlığı	2.433.556	2.527.286	3.028.802
TOPLAM VARLIKLAR	69.090.985	127.764.105	166.461.969

	2018	2019	2020
Kısa Vadeli Yükümlülükler	32.494.590	68.787.447	101.836.814
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	772.942	1.189.694	1.326.559
Ticari Borçlar	23.298.765	52.340.925	57.076.205
<i>İlişkili Olmayan Taraplara Ticari Borçlar</i>	<i>22.641.894</i>	<i>52.114.425</i>	<i>56.395.829</i>
<i>İlişkili Taraplara Ticari Borçlar</i>	<i>656.871</i>	<i>226.500</i>	<i>680.376</i>
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1.160.813	1.646.044	7.873.106
Diğer Borçlar	3.107.731	9.535.455	26.252.234
<i>İlişkili Olmayan Taraplara Diğer Borçlar</i>	<i>1.686.575</i>	<i>3.803.424</i>	<i>13.063.807</i>
<i>İlişkili Taraplara Diğer Borçlar</i>	<i>1.421.156</i>	<i>5.732.031</i>	<i>13.188.427</i>
Ertelenmiş Gelirler	264.784	585.884	3.240.135
<i>İlişkili Olmayan Taraplardan Ertelenmiş Gelirler</i>	<i>264.784</i>	<i>585.884</i>	<i>3.240.135</i>
<i>İlişkili Taraplardan Ertelenmiş Gelirler</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
Kısa Vadeli Karşılıklar	3.889.555	3.489.445	6.068.575
<i>Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	<i>2.821.327</i>	<i>2.153.364</i>	<i>4.637.267</i>
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	<i>1.068.228</i>	<i>1.336.081</i>	<i>1.431.308</i>
Toplam	32.494.590	68.787.447	101.836.814
Uzun Vadeli Yükümlülükler	8.170.792	10.400.208	17.876.005
Uzun Vadeli Borçlanmalar	3.052.103	2.640.082	1.482.650
Ticari Borçlar	3.161.830	4.930.316	3.795.750
<i>İlişkili Olmayan Taraplara Ticari Borçlar</i>	<i>3.161.830</i>	<i>4.930.316</i>	<i>3.795.750</i>
<i>İlişkili Taraplara Ticari Borçlar</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
Diğer Borçlar	587.093	888.942	8.452.171
<i>İlişkili Olmayan Taraplara Diğer Borçlar</i>	<i>587.093</i>	<i>888.942</i>	<i>8.452.171</i>
<i>İlişkili Taraplara Diğer Borçlar</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
Ertelenmiş Gelirler	8.838	-	1.839.572
Uzun Vadeli Karşılıklar	1.360.928	1.940.868	2.305.862
<i>Diğer Uzun Vadeli Karşılıklar</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar</i>	<i>1.360.928</i>	<i>1.940.868</i>	<i>2.305.862</i>
ÖZKAYNAKLAR	28.425.603	48.576.450	46.749.150
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	22.433.513	37.336.299	40.659.429
Ödenmiş Sermaye	4.000.000	4.000.000	4.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	(411.162)	(546.306)	(553.620)
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	-	(3.305)	294.870
Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs ve İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etkisi	-	-	(23.661.719)
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	51.471	51.471	51.471
Geçmiş Yıllar Kar / (Zararları)	11.420.288	18.793.204	33.834.439
Net Dönem Karı / (Zararı)	7.372.916	15.041.235	26.693.988
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	5.992.090	11.240.151	6.089.721
TOPLAM KAYNAKLAR	69.090.985	127.764.105	166.461.969

Kar veya Zarar Tablosu	2018	2019	2020
Hasılat	142.147.706	175.485.875	211.573.794
Satışların Maliyeti (-)	(103.105.014)	(121.701.702)	(126.105.605)
Brüt Kar	39.042.692	53.784.173	85.468.189
Satış ve Pazarlama Giderleri (-)	-	-	-
Genel Yönetim Giderleri (-)	(13.559.472)	(18.780.319)	(31.241.010)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	(7.819.587)	(10.804.700)	(13.685.928)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	14.604.274	8.715.646	26.775.186
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(18.622.218)	(4.963.068)	(23.864.308)
Esas Faaliyet Karı	13.645.689	27.951.732	43.452.129
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı / Zararı	13.645.689	27.951.732	43.452.129
Finansman Gelirleri (+)	942.475	1.773.482	3.544.404
Finansman Giderleri (-)	(1.219.204)	(1.024.909)	(2.839.298)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı	13.368.960	28.700.305	44.157.235
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir / (Gideri)	(1.405.086)	(4.025.244)	(7.785.089)
Dönem Vergi Gelir / (Gideri)	(1.620.861)	(4.080.856)	(8.284.777)
Ertelenmiş Vergi (Gideri) / Geliri	215.775	55.612	499.688
Net Dönem Karı	11.963.874	24.675.061	36.372.146
Ana Ortaklık Payına Denk Gelen Dönem Karı	7.372.916	15.041.235	26.693.988
Kontrol Gücü Olmayan Paylara Denk Gelen Dönem Karı	4.590.958	9.633.826	9.678.158

DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİLER

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ve Çarpan Analizi Yöntemi kullanılmıştır. İndirgenmiş Nakit Akımları yaklaşımı altında özsermaye değerine %50, yurt içi benzer şirket ve sektör çarpanları altında hesaplanan çarpan analizine de aynı oranda %50 ağırlık verilmiştir.

ATP'nin faaliyetleri incelendiğinde, FD/FAVÖK ve FK çarpanlarının değerlendirme için en uygun çarpan olduğuna karar verilmiştir. FD/Satışlar çarpanı aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerin kar marjlarındaki farklılıkları dikkate almadığı için tercih edilmemiştir. PD/DD çarpanı ise bu çarpan genelde yüksek özkaynak gerektiren bankacılık, sigorta vb. sektörler ya da bilançoda önemli oranda maddi duran varlık kalemi yer alan gayrimenkul gibi sektörler için analiz yaparken kullanıldığı için tercih edilmemiştir.

Şirket için hesaplanmış hedef piyasa değeri 1.066 milyon TL olarak bulunmuştur. Halka arz öncesi sermayeye bölerek pay başına hedef piyasa değeri ise 35,52 TL olarak hesaplanmıştır. %32,4 halka arz iskontosunu ile nihai birim halka arz fiyatı 24 TL olarak belirlenmiştir.

Piyasa Yaklaşımı (Çarpan Analizi)**Borsa İstanbul'da İşlem Gören Benzer Şirketlerin Çarpan Değerleri**

Şirket	FD/FAVÖK	
	2020	2021T
ARD Grup Bilişim	17,6	13,9
Fonet Bilgi Teknolojileri	17,7	12,1
Kafein yazılım	18,3	13,1
Link Bilgisayar	37,5	m.d
Logo Yazılım	22,4	15,3
Matriks Bilgi Dağıtım	27	m.d
Ortalama	20,6	13,6

Şirket	F/K	
	2020	2021T
ARD Grup Bilişim	20,2	15,8
Fonet Bilgi Teknolojileri	20,6	14,3
Kafein Yazılım	18,3	17,2
Link Bilgisayar	33,8	m.d
Logo Yazılım	35,5	22,5
Matriks Bilgi Dağıtım	47,8	m.d
Ortalama	25,7	17,4

Yurtdışında İşlem Gören Benzer Şirketlerin Çarpan Değerleri

Şirket	FD/FAVÖK	
	2020	2021T
Tecnotree	11,6	8,7
Fortnox	80,9	60,9
Beijing Zznodje Tecchnolojie	23,2	-
lar Systems Group	16,7	12,6
Microlink Solutions	32	-
Sopra	10,8	7,7
SAP	18,9	16,8
Oracle	15,2	13,1
Salesforce	58	31,5
Fidelity National Info Serv	25,2	18,4
İntelligent Systems	20,9	18,5
Asseco Business Solutions	11,2	10,4
Douzzone Bizon	29	22,9
Microsoft	27,4	23,3
Comarch	6,4	6,5
İntuit	45	33,8
Sage Group	14,2	17,1
Totvs	-	27,1
Ortalama	24,9	24,7

Şirket	F/K	
	2020	2021T
Tecnotree	17,1	12,5
Fortnox	131	97,2
Beijing Zznodje Tecchnolojie	34,2	-
lar Systems Group	37,3	26
Microlink Solutions	60,4	-
Sopra	31,3	14,8
SAP	29,6	25,4
Oracle	22,9	17,1
Salesforce	a.d	46,3
Fidelity National Info Serv	a.d	23,3
İntelligent Systems	40,5	28,9
Asseco Business Solutions	16,5	15,3
Douzzone Bizon	50,1	38,7
Microsoft	42,9	32,4
Comarch	16,2	15,8
İntuit	60,1	48,1
Sage Group	24,3	27
Totvs	-	51,8
Ortalama	34,5	28,2

ATP Verileri

mn TL	2020	2021T
FAVÖK	49	49
Net Kar	27	32

FD/FAVÖK ve F/K Çarpanına Göre Öz Sermaye Değeri

mn TL		2020	2021T	Ortalama
Türkiye	Hesaplanan Özsermaye Değeri	859	619	763
	Ağırlık	60%	40%	
Yurtdışı	Hesaplanan Özsermaye Değeri	1.084	1.062	1.075
	Ağırlık	60%	40%	

Çarpan Analizi Yöntemi sonucu belirlenirken, Türkiye ve yurtdışı çarpanlarına eşit ağırlık verilmesiyle 919 mn TL öz sermaye değerine ulaşılmıştır.

mn TL	Hesaplanan Değer	Ağırlık
Türkiye	763	50%
Yurtdışı	1.075	50%
Sonuç	919	

İndirgenmiş Nakit Akım Analizi

- Analizde 2021-2025 yılları projeksiyon dönemi olarak belirlenmiştir.
- Tradesoft net gelirleri hesaplanırken şirket projeksiyonu doğrultusunda %30 olarak, 2022 ve 2023 yıllarında 2018-2020 yıllık bileşik büyüme oranı olan %23'ün sırasıyla %2 ve %1 üzerinde devam eden yıllarda ise bu oranda artırılmıştır.
- Zenia net gelirleri tahmin edilirken, TS China gelirleri ve Çin hariç gelirler ayrı ayrı tahmin edilmiştir. Her iki segmentinde gelirleri restoran sayısı ile doğrudan ilişkili olduğu için, Şirket tarafından sağlanan restoran sayısı tahminleri baz alınmıştır. TFI grubu şirketin iştiraki olduğu için TFI grubu dışındaki restoranların şirkete edindirdikleri gelirler hesaplanırken şirket tarafından sağlanan veriler %30 oranında azaltılmıştır.
- ATP Digital gelirleri ise ATP Digital ve Diğer ATP Digital - İTS olmak üzere 2 ana segmentte tahmin edilmiştir. Bu kalemler proje bazlı olduğu için, tahmin edilirken Şirket büyüme tahminleri kullanılmıştır. ATP-Digital kalemi için ciro yazılım, lisans, proje, entegrasyon hizmetleri, yazılım bakım ve destek gelirlerinden oluşurken, ATP Digital – ITS kalemi için ciro donanım, IT altyapı, IT hizmetleri ve lisans gelirlerinden oluşmaktadır.
- Şirket'in mevcut durumda uyguladığı fiyatlar, projeksiyon dönemi içinde baz oluşturmuştur. TL fiyatlar ağırlıklı olarak enflasyon oranı ve enflasyon oranı (+%2) aralığında artırılırken, dolar bazlı fiyatlar bakım ve lisans ücretlerinde sabit tutulmuştur.
- Risksiz faiz oranı hesaplanırken, sabit bir faiz oranı kullanılmamış, projeksiyon dönemi için İş Yatırım Araştırma Müdürlüğü'nün 10 yıllık dolar cinsinden Eurobond faiz oranı tahminleri kullanılmıştır. Bu sebeple, AOSM her yıl için farklı hesaplanmıştır.
- Projeksiyon dönemi boyunca borçlanma maliyetinin risksiz faiz oranından belirli bir prim ile (%2) yukarıda olacağı varsayılmıştır.
- Projeksiyon döneminde Şirket'in borçluluk oranını tahmin etmek için Türkiye'de faaliyet gösteren halka açık benzer şirketlerin borçluluk oranı incelenmiştir. 2020 yılı sonu itibarıyla bu şirketler için ortalama oranın %7 olduğu görülmüştür. Bu doğrultuda ATP için borçluluk oranı projeksiyon dönemi boyunca %10 olarak kabul edilmiştir.
- Sermaye Betası için, yine benzer şirketler ortalaması olan 1,1 kullanılmış olup, piyasa risk primi ise %6 olarak kabul edilmiştir.
- Şirket, aldığı teşvikler sayesinde Türkiye'de kurumlar vergisinden muaftır. Malta'da kurulu olan faaliyetleri üzerinden %5, Çin'deki faaliyetleri üzerinden ise %25 oranında vergi ödemektedir. Sermaye maliyeti hesaplanırken kullanılan vergi oranı için o yıl için hesaplanan efektif vergi oranı kullanılmıştır.
- Uç değer hesabında kullanılan büyüme oranı reel %2'dir.

mn TL	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	
FVÖK	37	64	116	191	281	
(-) Vergi Ödemeleri	-3	-4	-10	-17	-25	
(+) Amortisman	17	22	30	35	40	
Faaliyetlerden Nakit Akışı	50	82	135	208	296	
(-) NİS Değişimi	-16	-12	-29	-29	-34	
(-) Yatırım Harcamaları	-32	-46	-54	-73	-77	
(-) Azınlık Payı	-5	-5	-15	-25	-36	
Serbest Nakit Akışı (SNA)	-2	13	21	39	60	
SNA Bugünkü Değer Toplamı						131
Uç Değer Büyüme Oranı						11,50%
Uç Değer						2.630
Uç Değerin Bugünkü Değeri	1.066					
Firma Değeri	1.197					
Net Borç	-15					
Özsermaye Değeri (mn TL)	1.212					

SONUÇ

Değerleme Sonucu (milyon TL)	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Sonuç
İndirgenmiş Nakit Akımı	1.212	50%	606
Piyasa Çarpanları	919	50%	460
Hedef Değer (TL)		100%	1.066
Halka Arz İskontosu			%32,4
Halka Arz iskontosu Sonrası Öz sermaye Değeri			720
Pay Başına Hedef Değer			24,0

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporunda, indirgenmiş çarpan analizine %50 ve indirgenmiş nakit akım analizine %50 ağırlık verilerek ulaşılan halka arz öncesi hedef değer 1.066 milyon TL olarak hesaplanmıştır. Bulunan hedef pay başına değerine %32,4 halka arz iskontosu uygulanarak 24,0 TL halka arz pay değerine ulaşılmıştır.

GÖRÜŞ

- ATP Bilgisayar Fiyat Tespit Raporu'nda, şirket hakkındaki tanıtıcı bilgilere ve şirket faaliyetlerine yönelik açıklamalara yeterli ve anlaşılır bir şekilde yer verildiğini düşünüyoruz. İlgili raporda kullanılan değerlendirme yöntemlerinin açıklamalarına da detaylı şekilde yer verilmiştir.
- Değerleme çalışmasında, gelir bazlı değerlendirme yaklaşımı olan ve şirket değerinin daha sağlıklı belirlenmesine imkan veren İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yönteminin kullanılmasını şirketin gelecek dönemlerde yaratacağı nakit akımlarını da analiz etmesi nedeniyle daha rasyonel bir şirket değeri ortaya çıkarması adına olumlu olarak değerlendiriyoruz.
- Piyasa Çarpanları analizinde yurt içi ile birlikte yurt dışı benzer şirketlerin değerlendirme çalışmasında kullanılmasını olumlu karşılıyoruz. Ancak, yurt dışı benzer şirketler arasında ATP Bilgisayar ölçeğine göre oldukça büyük piyasa değerine sahip şirketlerin olduğu göze çarpıyor. (Örneğin: Microsoft gibi) Çalışmanın bu kısmında benzer şirketler olarak bölgesel yakınlık ve yakın öz sermaye değerlerine sahip şirketlerin baz alınması daha uygun bir karşılaştırma imkanı verebilirdi.
- Piyasa çarpanları analizinde ortalama değerler yerine medyan değerlerin alınmasının daha uygun olabileceğini düşünüyoruz. Özellikle yurt dışı benzer şirketler arasında medyan değerler baz alındığında daha düşük çarpan sonuçlarına ulaşılmaktadır.
- İndirgenmiş nakit akım analizinde risksiz getiri oranı olarak 2021-2025 arasında her yıl için oranın düşürüldüğü görülmektedir. Bu değer her yıl için sabit bırakılsaydı daha farklı şirket değerine ulaşılacağı göz önünde bulundurulmalı.
- Yine indirgenmiş nakit akım analizinde satışların maliyetinin satış gelirlerine oranının yıllar itibariyle düşüş yaşadığı gözleniyor. Buna neden olarak Şirket'in iş modelinin al-sat modelinden yazılım geliştirme modeline geçmesi belirtilmiştir. Ortaya konan bu nedenin bir miktar daha açıklanması gerektiğini düşünüyoruz.
- İndirgenmiş nakit akım analizinde terminal değer olarak belirlenmiş olan %11,5 oranının yüksek olduğunu düşünüyoruz. Bu oran ile şirketin öz sermaye değeri terminal değer üzerinden yükselmektedir.
- Kullanılan değerlendirme yöntemleri sonucu bulunan değere %32.4 iskonto oranı uygulanarak 24.0 TL pay başına fiyat hesaplanmış olup, uygulanan iskonto oranının mevcut mevduat faizleri ile karşılaştırıldığında uygun olduğunu düşünüyoruz.
- Sonuç olarak yukarıda bahsettiğimiz bazı çekinceler saklı kaymak kaydıyla hesaplanan şirket değerinin makul olduğunu düşünüyoruz.