

# ATP Ticari Bilgisayar Ağı ve Elektrik Güç Kaynakları Üretim Pazarlama ve Ticaret A.Ş

## FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

**İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.**  
**ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ**

26 Mayıs 2021

## 1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İntegral Yatırım") tarafından, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin (İş Yatırım) tek yetkili aracı kurum olduğu ATP Ticari Bilgisayar Ağı ve Elektrik Güç Kaynakları Üretim, Pazarlama ve Ticaret A.Ş. (kısaca "İhraççı", "ATP" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında İş 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 İntegral Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

## 2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

ATP HALKA ARZ ÖZET BİLGİ	
İhraççı	ATP Ticari Bilgisayar Ağı ve Elektrik Güç Kaynakları Üretim, Pazarlama ve Ticaret A.Ş.
Halka Arz Eden Pay Sahibi	ATP Ticari Bilgisayar Ağı ve Elektrik Güç Kaynakları Üretim, Pazarlama ve Ticaret A.Ş.
Halka Arz Tarihleri	27-28 Mayıs 2021
Halka Arz Fiyatı	24 TL
Halka Arz İskonto Oranı	32,40%
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Bedelli Sermaye Artırımı
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş	30.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş	37.500.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık	20,00%
Halka Arz Edilen Hisse Adedi	7.500.000 TL/Lot
Fiyat İstikrarı İşlemleri	Planlanmaktadır. (30 günlük süre)
Tahsis Grupları ve Pay Oranları	(%70 Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar, %20 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar, %10 Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar)
Borsa Kodu	ATATP
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Ve Konsorsiyum Üyeleri
SPK Onay Tarihi	20.5.2021

## 3. ŞİRKET PROFİLİ

Şirket, çeşitli sektörlerde faaliyet gösteren firmaların teknolojik alt yapılarını oluşturmakta, firmaların faaliyetlerini gerçekleştirebilmeleri ve operasyonel verimliliklerini artırabilmeleri için yazılım çözümleri üretmekte ve geliştirmektedir.

Şirket, üç ana faaliyet grubunda ürün, hizmet ve çözüm platformları geliştirmektedir.

Şirketin ana faaliyet alanları, finans sektörü ve sermaye piyasalarına yönelik çözümler, konuk ağırlama sektörüne yönelik çözümler ve diğer sektörlerle yönelik bilgi teknoloji çözümleri olarak üçe ayrılmaktadır.

Şirket, finans sektörü ve sermaye piyasalarına yönelik faaliyetler kapsamında Tradesoft markasını kullanmaktadır.

2020 yılı itibarıyla şirketin Tradesoft markası için 16 adet aracı kurum, 11 adet portföy yönetim şirketi, 3 adet banka, 2 adet yatırım ortaklığı ve 2 adet emeklilik şirketi müşterisi bulunmaktadır.

Şirketin 2020 yılında Tradesoft markasıyla gerçekleştirdiği satışlardan kaynaklanan gelirlerin dağılımı aşağıdaki gibidir:

Satış geliri dağılımı	Kiralama Modeli	Lisans Satış Modeli	Gelir Paylaşım Modeli	Hacim Bazlı Model
<b>2020</b>	88%	9%	2%	1%

*Kaynak: ATP Fiyat Tespit Raporu*

Şirket, konuk ağırlama sektörüne yönelik faaliyetler kapsamında 2018 yılında yarattığı Zenia markasını kullanmaktadır.

Zenia markasıyla birlikte Hero ürün markası altında geliştirilen çözümler, 2020 yılı itibarıyla 2.601 adet restoranda kullanılmaktadır.

Çin, Zenia ve Hero markalarıyla şirketin konuk ağırlama sektörü faaliyetlerinde önemli bir pazar oluşturmaktadır. Şirket, Hero ürün markası için Asya Pasifik pazarının potansiyelini değerlendirmek amacıyla 2020 yılında Shanghai merkezli TS China'nın yüzde 51 hissesini satın almıştır. Şirket, Burger King, Popeyes ve Arby's gibi firmalar tarafından kullanılan Hero markasının küresel piyasalarda yayılımını büyüme stratejisi kapsamında hedeflemektedir.

Şirketin konuk ağırlama sektöründeki müşterisi olan TFI grubu, bulunduğu sektörde dünyanın en büyük 5. zinciri olarak kabul edilmektedir.

Şirket, 2020 yılında diğer sektörlerle yönelik bilgi teknoloji hizmeti faaliyetleri kapsamında 60 adet kurumsal şirkete ATP Digital markasıyla destek vermektedir.

2020 yılı itibarıyla satış gelirlerinin yüzde 73'ü Zenia markasının altında konuk ağırlama sektörüne yönelik faaliyetlerden kaynaklanmıştır. Markalara göre satış gelirleri dağılımı, 2020 yılında aşağıdaki gibidir:

Satış geliri dağılımı	Tradesoft	Zenia	ATP Digital
<b>2020</b>	11,6%	73,0%	15,4%

*Kaynak: ATP Fiyat Tespit Raporu*

Şirket, 2020 yılı itibariyle gelirlerinin yüzde 49'unu yurt dışından elde etmiştir. Yurt dışı satışlarının çoğunluğu Zenia markasıyla konuk ağırlama sektörüne yönelik gerçekleştirilen faaliyetlerden kaynaklanmıştır.

Tradesoft markası altında yapılan satışları Türkiye'de görülen sermaye piyasalarına katılım trendi tarafından desteklenmesi beklenmektedir.

Microsoft, şirketin uzun vadeli büyük iş ortağı konumundadır.

Şirket, Microsoft ile olan iş ortaklığı üzerinden Microsoft'un Türkiye'de bulunan 400'den fazla Navision müşterisine ulaşma imkanını elde etmektedir. Navision, Microsoft'un ürünleri içerisinde en fazla müşteri sayısında ikinci sıradadır.

Navision platformu, müşterilere iş süreçlerini yönetebilecekleri kurumsal kaynak planlama yazılımları sunmaktadır.

### 3.1 Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Grubu	Halka Arz Öncesi Sermaye (TL)	Halka Arz Öncesi Payı (%)	Halka Arz Sonrası Sermaye (TL)	Halka Arz Sonrası Payı (%)
Ata Holding A.Ş.	A	4.000.000	13,33%	4.000.000	10,67%
	B	25.382.000	84,61%	25.382.000	67,69%
Ümit Cinali	B	300.000	1,00%	300.000	0,80%
Korhan Kurdoğlu	B	94.500	0,32%	94.500	0,25%
Erhan Kurdoğlu	B	94.500	0,32%	94.500	0,25%
Tuna Kurdoğlu	B	40.500	0,14%	40.500	0,11%
Yurdanur Kurdoğlu	B	40.500	0,14%	40.500	0,11%
Seniha Ece Kurdoğlu	B	24.000	0,08%	24.000	0,06%
Ömer Faruk Işık	B	24.000	0,08%	24.000	0,06%
<b>Halka Açık Kısmı</b>	-	-	-	<b>7.500.000</b>	<b>20,00%</b>
<b>Toplam</b>		<b>30.000.000</b>	<b>100%</b>	<b>37.500.000</b>	<b>100%</b>

Kaynak: ATP Fiyat Tespit Raporu

#### 4. ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

##### 4.1. Bilanço

Bağımsız Denetimden Geçmiş Bilanço (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
<b>VARLIKLAR</b>	<b>69.090.985</b>	<b>127.764.105</b>	<b>166.461.969</b>
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>48.555.792</b>	<b>82.002.987</b>	<b>108.410.070</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	11.933.080	8.111.139	17.782.017
Ticari Alacaklar	28.581.102	52.293.411	77.716.820
Diğer Alacaklar	4.733.652	15.281.362	1.376.152
Stoklar	1.164.538	2.208.146	3.772.039
Peşin Ödenmiş Giderler	2.127.889	4.107.738	5.456.226
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	-	-	1.568.842
Diğer Dönen Varlıklar	15.531	1.191	737.974
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>20.535.193</b>	<b>45.761.118</b>	<b>58.051.899</b>
Ticari Alacaklar	3.673.359	5.463.460	9.936.959
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
Peşin Ödenmiş Giderler	-	1.319	1.023.035
Ertelenmiş Vergi Varlığı	2.433.556	2.527.286	3.028.802
<b>Özkaynak ve Yükümlülükler</b>	<b>69.090.985</b>	<b>127.764.105</b>	<b>166.461.969</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>32.494.590</b>	<b>68.787.447</b>	<b>101.836.814</b>
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
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
Ertelenmiş Gelirler	264.784	585.884	3.240.135
Kısa Vadeli Karşılıklar	3.889.555	3.489.445	6.068.575
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>8.170.792</b>	<b>10.400.208</b>	<b>17.876.005</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	3.052.103	2.640.082	1.482.650
Ticari Borçlar	3.161.830	4.930.316	3.795.750
Diğer Borçlar	587.093	888.942	8.452.171
Ertelenmiş Gelirler	8.838	-	1.839.572
Uzun Vadeli Karşılıklar	1.360.928	1.940.868	2.305.862
<b>Toplam Özkaynaklar</b>	<b>22.433.513</b>	<b>37.336.299</b>	<b>40.659.429</b>
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

Kaynak: ATP Fiyat Tespit Raporu

#### 4.2. Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (mn TL)	2018	2019	2020
<b>Hasılat</b>	<b>142,1</b>	<b>175,5</b>	<b>211,6</b>
Satışların Maliyeti	-103,1	-121,7	-126,1
<b>Brüt Kar</b>	<b>39,0</b>	<b>53,8</b>	<b>85,5</b>
Genel Yönetim Giderleri	-13,6	-18,8	-31,2
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	-	-	-
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-7,8	-10,8	-13,7
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	14,6	8,7	26,8
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-18,6	-5,0	-23,9
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>13,6</b>	<b>28,0</b>	<b>43,5</b>
<b>Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı</b>	<b>13,6</b>	<b>28,0</b>	<b>43,5</b>
Finansal Gelirleri	0,9	1,8	3,5
Finansal Giderleri	-1,2	-1,0	-2,8
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı</b>	<b>13,4</b>	<b>28,7</b>	<b>44,2</b>
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri	-1,4	-4,0	-7,8
Dönem Vergi Gideri	-1,6	-4,1	-8,3
Ertelenmiş Vergi Geliri / Gideri	0,2	0,1	0,5
<b>Net Dönem Karı</b>	<b>7,4</b>	<b>15,0</b>	<b>26,7</b>

Kaynak: ATP Fiyat Tespit Raporu

#### 5. HALKA ARZDAN ELDE EDİLECEK FONUN KULLANIM YERİ

Şirket, kurumsallaşma, şirket değerinin ortaya çıkması, şirkete değer yaratacak yatırım fırsatlarının fonlanması, bilinirlik ve tanınırlığın pekiştirilmesi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü bir şekilde uygulanması ve kurumsal kimliğin güçlendirilmesi hedefleriyle halka arz planlamaktadır.

##### Halka Arz Geliri Kullanımı

Ar-Ge Yatırımları	%23.3
ATP Genia Markasının Global Pazara Açılması	%28.0
ATP Genia Markasının Global Pazarlama Faaliyetleri	%11.2
ATP Global Açılımı Altyapı Ölçeklendirmesi	%21.2
Büyüme Destekleyen Fiziksel Ortamın Oluşturulması	%3.8
Tradesoft China Alımıyla Oluşan Borcun Ödenmesi	%3.6
İşletme Sermayesinin Güçlendirilmesi	%8.9

- ArGe Yatırımlarının Ölçeğinin Artırılması ve Aktif Projelerin Hızlandırılması**

Şirket, halka arzdan elde edilecek fonun %23.3'ü ile ArGe yatırımlarının ölçeğini artırmayı ve aktif projelerin hızlandırılmasını planlamaktadır. Finans ve konuk ağırlama sektörlerinde, büyüme hızlandırmak amacıyla araştırma ve geliştirme faaliyetlerine ilişkin yatırımları artırmayı hedeflemektedir. Finans sektöründe yeni çözümler ile satış potansiyelinin büyütülmesi ve çözümlerin

oluşturma maliyetlerini azaltması öngörülmektedir. Yapılan geliştirmeler ile ek gelir kanalları kazanılması planlanmaktadır. ArGe yatırımlarının %40'ının finans sektörüne odaklı Tradesoft tarafında gerçekleşmesi öngörülmektedir. ArGe yatırımları için ayrılan kaynağın %9'unun proje hızlandırma ek kaynakları için kullanılması planlanmakta. %41'lik kısmının ise konuk ağırlama sektörüne yönelik ArGe yatırımlarında değerlendirilmesi planlanıyor.

- **ATP Genia Markasının Global Pazara Açılması**

Zenia HERO yazılımının global müşterilere pazarlanması için gerekli altyapıyı oluşturan şirket Türkiye ve Çin Gibi iş hacminin yüksek olduğu ülkelerde planı hayata geçirmiştir. Avrupa'da şirketler kurularak Çin'de şirket satın alımları gerçekleştirilmiştir. Söz konusu yatırım ile Asya Pasifik, Avrupa ve Kuzey Amerika'da satış ve pazarlama organizasyonlarının tamamlanması hedeflenmektedir. İlgili yatırımın 2021 2. Yarısında başlayarak 2022-2023 yıllarında gerçekleştirilmesi planlanmaktadır.

- **ATP Genia Markasının Global Pazarlama Faaliyetleri**

Elde edilen fonun %11.2'lik kısmı ile Zenia markasının çözümlerinin global pazarlarda tanıtımı için çok boyutlu pazarlama faaliyetlerinde kullanılması hedeflenmektedir. Pazarlama yatırımları global ölçüde program yönetimi, marka stratejisini gerçekleştirmek, içerik üretmek, çözümleri tanıtmak, etkinlikler, kanal programlarını desteklemek ajanslar ve halkla ilişkiler için kullanılacaktır. İlgili yatırımların 2021-2023 dönemindeki pazarlama faaliyetleri için kullanılması hedeflenmektedir.

- **ATP Global Açılımını ve Satışlarını Destekleyen Teknoloji Araçlarını, Altyapıyı ve Bulut Sistemlerinin Ölçeklendirmesi**

Şirket, elde edilen fonun %21.2'si ile ürün kalitesini en üst seviyede tutmayı, müşteri/iş ortakları destek maliyetlerini azaltmayı, çalışan verimliliği arttıracak süreç otomasyonu ve raporlama sistemlerini kuvvetlendirmeyi planlamaktadır.

- **Büyüme Destekleyen Fiziksel Ortamın Oluşturulması**

Şirket, büyük çoğunluğu yazılım ve teknoloji hizmetlerinden oluşan ciro payını her sene büyütmektedir. Covid-19 döneminde çalışan sayısının artışının gerektirdiği yatırımları erteleyen şirket, pandemi sonrası ofisten ve uzaktan çalışma ortamlarında verimliliği ve işbirliğini arttıracak ofis ortamlarına ve teknolojiye yönelik ek yatırımlar planlamaktadır. Söz konusu yatırımların elde edilecek fonun %3.8'ini oluşturması hedeflenmektedir.

- **Şirketin Tradesoft China IT LTD Şirketini Alımıyla Oluşan Borcun Ödenmesi**

Şirket, Aralık 2020'de Tradesoft Shanghai IT Co. LTD'nin %51'ini 30 Milyon TL'ye satın almıştır. Toplam alımın 7.7 milyon TL'lik kısmı için borçlanan şirket borcu kapatarak, şirkete ait kaynağı getirisi yüksek alanlara yönlendirmeyi hedeflemektedir. Elde edilecek fonun %3.6'sının bu kapsamda değerlendirilmesi öngörülmektedir.

- **İşletme Sermayesinin Güçlendirilmesi**

Elde edilen fonun %8.9'u ile işletme sermayesinin güçlendirilmesi planlanmaktadır. Böylelikle artan gelirler ile büyüyen yükümlülükleri yerine getirmeyi ve tedarikçilerine ödemelerini zamanında



yapabilmeyi, Türkiye dışındaki operasyonların fon transfer süreçlerini yönetebilmeyi ve uluslararası yapıya sahip operasyonların kesintisiz bir şekilde sürdürülmesini hedeflemektedir.

## 6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İş Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) yöntemi ve çarpan analizi yöntemi kullanılmıştır. Hedef özsermaye değerinin hesaplanmasında İNA analizine %50, çarpan analizine %50 ağırlık verilmiştir.

### 6.1. İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

İNA analizinde projeksiyon dönemi 2021-2025 yıllarını kapsamaktadır. Şirketin satış gelirleri için hesaplama yapılırken 3 ana faaliyet kolu için ayrı bir tahmin çalışması yapılmıştır. Tradesoft net gelirleri 2021 yılı için %30 alınmış, 2022 ve 2023 yılları için 2018-2020 yıllık bileşik büyüme oranı olan %23'ün sırasıyla %2 ve %1 üzerinde, devam eden yıllarda ise bu oranda artırılmıştır. Zenia net gelirlerinin TL bazlı fiyatları ağırlıklı olarak enflasyon oranı ve enflasyon oranı +%2 aralığında artırılırken, dolar bazlı fiyatlar şirketin projeksiyonları doğrultusunda artırılmıştır. ATP Digital net gelirlerinin hesaplamasında ise proje bazlı olduğu için şirketin büyüme tahminleri kullanılmıştır. Şirketin iş modelinin al sat modelinden yazılım geliştirme modeline geçmesi sonucu brüt kar marjının 2020 yılındaki %40 seviyesinden, 2025 yılında %63'e yükselmesi beklenmektedir. 2020 yılındaki FAVÖK marjı ise %26'dan projeksiyon dönemi sonunda %45'e yükselmektedir.

Şirket, Türkiye'deki gelirleri üzerinden vergi ödememektedir. Çin'deki gelirleri üzerinden %25, Malta'daki gelirleri üzerinden ise %5 vergilendirilmektedir. Projeksiyon döneminde bu oranlar kullanılmıştır.

2020 yılında %4 olan Net İşletme Sermayesi / Satışlar oranının projeksiyon dönemi boyunca artarak 2025 yılında %18 seviyesine yükseleceği öngörülmektedir.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesabı yapılırken, sabit bir faiz oranı kullanılmamış ve her yıl için farklı bir oran hesaplanmıştır. Hesaplama İş Yatırım Araştırma Müdürlüğü'nün 10 yıllık dolar cinsinden Eurobond faiz oranları tahminleri kullanılmıştır. Borçlanma maliyetinin risksiz faiz oranından belirli bir prim ile (%2) yukarıda olacağı varsayılmıştır. Hisse senedi risk primi %6 öngörülmüştür. Sermaye betası 1,1x kullanılmıştır. Borçluluk oranı projeksiyon dönemi boyunca %10 kabul edilmiştir. Bu varsayımlar ışığında AOSM, 2021 yılı için %21,9, 2022 yılı için %20,4, 2023 yılı için %19,9, 2024 yılı için %18,9 ve 2025 yılı için %17,9 hesaplanmıştır.

İndirgenmiş nakit akımı yöntemine göre 1.212 milyon TL hedef değer hesaplanmıştır.



İNA Analizi (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	18	37	82	148
SNA Bugünkü Değer	-2	13	21	39	60
SNA Bugünkü Değer Toplamı	131				
Uç Değer Büyüme Oranı	11,5%				
Uç Değer	2.630				
Uç Değer Bugünkü Değer	1.066				
Firma Değeri	1.197				
2020/12 Sonu İtibarıyla Net Borç	-15				
Özsermaye Değeri (mn TL)	1.212				

Kaynak: ATP Fiyat Tespit Raporu

## 6.2. Çarpan Analizi Yöntemi

Çarpan analizi yönteminde yurt içinde ve yurt dışında benzer alanda faaliyet gösteren şirketler incelenmiştir. Şirketin faaliyetleri incelendiğinde, FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının değerlendirme için en uygun çarpan olduğuna karar verilmiştir. FD/Satışlar çarpanı aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerin kar marjlarındaki farklılıkları dikkate almadığı için tercih edilmezken, PD/DD çarpanı ise 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.

Değerleme çalışmasında 2020 ve 2021T yıllarına ait FD/FAVÖK ve F/K çarpanları ile hesaplanan özsermaye değerinin ortalaması alınmıştır. Ortalaması alınırken 2020 yılı çarpanlarına %60, 2021 yılı çarpanlarına %40 ağırlık verilmiştir.

Çarpan analizi yöntemine göre Türkiye ve yurt dışı için ayrı hesaplanan ortalama özsermaye değerine %50-50 eşit ağırlık verilerek 919 milyon TL hedef değer hesaplanmıştır.

Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanları (Türkiye)	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	27,0	m.d.
<b>Ortalama</b>	<b>20,6</b>	<b>13,6</b>

Kaynak: ATP Fiyat Tespit Raporu

Benzer Şirketler F/K Çarpanları (Türkiye)	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.
<b>Ortalama</b>	<b>25,7</b>	<b>17,4</b>

Kaynak: ATP Fiyat Tespit Raporu

Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanları (Yurtdışı)	2020	2021T
Tecnotree	11,6	8,7
Fortnox	80,9	60,9
Beijing Zznod Technologie	23,2	-
Iar Systems Group	16,7	12,6
Microlink Solutions	32,0	-
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
Intelligent Systems	20,9	18,5
Assesco Business Solutions	11,2	10,4
Douzone Bizon	29	22,9
Microsoft	27,4	23,3
Comarch	6,4	6,5
Intuit	45	33,8
Sage Group	14,2	17,1
Totvs	-	27,1
<b>Ortalama</b>	<b>24,9</b>	<b>24,7</b>

Kaynak: ATP Fiyat Tespit Raporu

Benzer Şirketler F/K Çarpanları (Yurtdışı)	2020	2021T
Tecnotree	17,1	12,5
Fortnox	131,0	97,2
Beijing Zznod Technologie	34,2	-
Iar Systems Group	37,3	26,0
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
Intelligent Systems	40,5	28,9
Assesco Business Solutions	16,5	15,3
Douzone Bizon	50,1	38,7
Microsoft	42,9	32,4
Comarch	16,2	15,8
Intuit	60,1	42,1
Sage Group	24,3	27
Totvs	-	51,8
<b>Ortalama</b>	<b>34,5</b>	<b>28,2</b>

Kaynak: ATP Fiyat Tespit Raporu

## Sonuç

Sonuç olarak indirgenmiş nakit akımına %50, çarpan analizine %50 pay verilerek halka arz öncesi 1.066 milyon TL hedef değer hesaplanmıştır. Bulunan hedef değere %32,4 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 24 TL hedef fiyat belirlenmiştir.

## 7. GÖRÜŞ

İş Yatırım tarafından ATP Bilgisayar için hazırlanan fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz.

Şirket'in özsermaye değerinin hesaplanmasında İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemine %50, Piyasa Çarpanı Analizine %50 ağırlık verilerek hesaplanmasını uygun buluyoruz.

Çarpan analizinde FD/FAVÖK ve F/K çarpanları değerlemeye dahil edilmiştir. Değerlemeye dahil edilmeyen PD/DD ve FD/Satışlar çarpanlarının neden dahil edilmediğine yönelik ikna edici bilgiye yer verilmiştir. Yine de kullanılmayan iki çarpanın değerlemeye dahil edilmesi halinde ortaya çıkacak sonucun belirtilmesini isterdik.

Çarpan analizinde yurt içi ve yurt dışı benzer şirket kullanılmasını yerinde buluyoruz. Ancak kullanılan yurt dışı benzer şirketlerin ölçek olarak Şirket'e daha yakın olmasını beklerdik.

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi için Beta ve risksiz faiz oranının yeterli ve makul olduğunu düşünüyoruz.

Halka arzda kullanılan %32.4 olan iskontonun makul olduğunu değerlendiriyoruz.

**Yasal Uyarı Notu:** Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. İçerik kesinlikle mali, hukuki, vergi veya diğer konularda bir tavsiye niteliği taşımadığı gibi, tamamen içeriğe dayalı olarak yatırım yapılmamalı veya karar alınmamalıdır. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır. Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez.

**Çekince:** Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo ve grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.