

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

Fiyat Tespit Raporu

Mayıs 2021

İŞ YATIRIM 


İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
İş Kurumları Binası 2. Kat: 12
4. Levent 34330 Beşiktaş, İSTANBUL
Tel: 0 212 350 20 00 Fax: 0 212 350 20 01
Boğaziçi Kurumlar V. D. 481 009 6394

ÖNEMLİ

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 1. fıkrası uyarınca halka arz edilecek payların satış fiyatının borsa fiyatından farklı veya nominal değerinden yüksek olması durumunda, söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşça fiyat tespit raporu hazırlanması gerekmektedir.

Sermaye piyasası mevzuatına tabi ortaklıkların, sermaye piyasası kurumlarının ve ihraççıların, sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yaptıracakları değerleme faaliyetlerinde kullanılacak değerleme standartlarına ilişkin esasları düzenleyen Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği'nin 3. Maddesinin 1. fıkrası uyarınca Sermaye Piyasası Mevzuatı uyarınca yapılan değerleme faaliyetlerinde, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarına uyulması zorunludur.

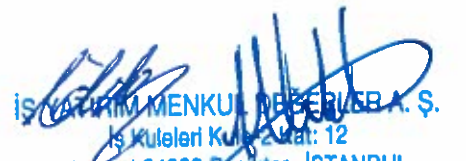
Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği'nin 23 Haziran 2017 tarih ve 38 sayılı Genelgesi ile Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi (IVSC) tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları 2017 çalışmasının Kurul'un 22.06.2017 tarih ve 25/856 sayılı kararı ile uygun görüldüğü duyurulmuştur.

Bu kapsamda, işbu Fiyat Tespit Raporu ATP Ticari Bilgisayar Ağı ve Elektrik Güç Kaynakları Üretim Pazarlama ve Ticaret A.Ş.'nin halka arz edilecek paylarının satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından Uluslararası Değerleme Standartları 2017'ye uyumlu şekilde, ATP ile İş Yatırım arasında 12.04.2021 tarihinde imzalanmış olan Halka Arz Aracılık Yetki Sözleşmesi kapsamında, rapor tarihi itibarıyla edinilen bilgi ve veriler çerçevesinde, bilinen ve genel kabul görmüş değerleme yöntemleri kullanılarak hazırlanmıştır.


İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
İş Kuleleri Kule-1 Kat: 12
4. Levent 34330 Beşiktaş, İSTANBUL
Tel: 0 212 350 20 00 Fax: 0 212 350 20 01
Boğaziçi Kurumlar V. D. 481 009 6394

İçindekiler

1. Rapor Özeti	2
1.1. Raporun Amacı	2
1.2. Etik İlkeler	2
1.3. Sınırlayıcı Şartlar	2
1.4. Sorumluluk Beyanı	2
2. Şirket Hakkında Bilgi	3
2.1. Genel Bakış	3
2.2. Tarihçe	3
2.3. Hissedarlık Yapısı	4
2.4. Ana Faaliyet Alanları	4
2.5. Mali Tablolar ve Önemli Finansal Bilgiler	6
3. Sektörel Bilgiler ve Büyümeyi Destekleyen Unsurlar	10
3.1. Büyümeyi Destekleyen Unsurlar	11
4. Değerleme	14
4.1. İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi (İNAA) Yöntemi	14
4.1.1. ATP için İNAA Çalışması	16
4.2. Çarpan Analizi Yöntemi	24
4.2.1. ATP için Çarpan Analizi Çalışması	24
5. Sonuçlar ve Görüş	30
6. Ekler	31


 İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 İş Kuleleri Kurum Kat: 12
 4. Levent 34330 Beşiktaş, İSTANBUL
 Tel: 0 212 350 20 90 Fax: 0 212 350 20 01
 Boğaziçi Kurumlar V. D. 481 009 8394

Tablolar

Tablo 1 Şirket Markaları ve Faaliyet Alanları	3
Tablo 2 Tarihçe	3
Tablo 3 Hissedarlık Yapısı	4
Tablo 4 Tradesoft Yazılım Ciro Dağılımı (2020)	4
Tablo 5 Zenia Restoran Çözümleri	5
Tablo 6 ATP Digital Bilgi Teknoloji Bazında Satışları	6
Tablo 7 Bilanço	7
Tablo 8 Gelir Tablosu	8
Tablo 9 FAVÖK Hesabı	8
Tablo 10 Büyüme Destekleyen Unsurlar	13
Tablo 11 Zenia - Restoran Sayısı Projeksiyonları	16
Tablo 12 Kur ve Enflasyon Tahminleri	16
Tablo 13 ATP Digital Ciro Büyüme tahminleri	17
Tablo 14 Net Satış Projeksiyonları	17
Tablo 15 ATP Digital Diğer Gelir/Giderler	18
Tablo 16 Gider Büyüme Oranları	18
Tablo 17 SMM ve Faaliyet Giderleri Projeksiyonları	18
Tablo 18 Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir / Giderler	19
Tablo 19 Yatırım ve Amortisman Harcamaları	19
Tablo 20 TL Mevduat Faizi Oranları	19
Tablo 21 Finansal Gelir Gider	20
Tablo 22 Gelir Tablosu Projeksiyonları (TL)	20
Tablo 23 Net İşletme Sermayesi Projeksiyonları	21
Tablo 24 Sermaye Maliyeti Hesaplaması	22
Tablo 25 Net Borç Tablosu (2020)	22
Tablo 26 İNA Analizi Sonuçları	23
Tablo 27 İNA Analizi – Hassasiyet Çalışması	23
Tablo 28 ATP Benzer Şirket Listesi – Türkiye	24
Tablo 29 ATP Benzer Şirket Listesi - Yurtdışı	25
Tablo 30 ATP Veriler (Azınlık Payı Hariç)	26
Tablo 31 Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanları - Türkiye	26

Tablo 32 Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanları - Yurtdışı	27
Tablo 33 Benzer Şirketler F/K Çarpanları - Türkiye	27
Tablo 34 Benzer Şirketler F/K Çarpanları - Yurtdışı	28
Tablo 35 ATP FD/FAVÖK ve F/K Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesaplaması	28
Tablo 36 Çarpan Analizi Yöntemi Sonuçları	29
Tablo 37 Değerleme Yöntemleri Sonuçları	30
Tablo 38 Değerleme Sonucu	30


İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A. Ş.
İş Kuleleri Binası Kat: 12
4. Levent 34320 Beşiktaş, İSTANBUL
Tel: 0 212 350 20 00 Fax: 0 212 350 20 01
Boğaziçi Kurumlar V. D. 481 009 6394

Kısaltmalar

%	Yüzde
A.Ş.	Anonim Şirketi
ABD\$	ABD Doları
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
AR-GE	Araştırma-Geliştirme
BOH	Back-of-House (restoran işletmeleri arka ofis uygulamaları)
CIO	Chief Information Officer – Bilişim Daire Başkanı
CRM	Customer Relations Management - Müşteri İlişkileri Yönetimi
DD	Defter Değeri
ERP	Enterprise Resource Planning - Kurumsal Kaynak Planlama
FAVÖK	Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar
FD	Firma Değeri
FVÖK	Faiz ve Vergi Öncesi Kar
GTP	Global Technology Platform
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımları
IT	Bilgi Teknolojileri
İTÜ	İstanbul Teknik Üniversitesi
LTD	Limited
mn	milyon
NİS	Net İşletme Sermayesi
O2O	İnternet üzerinden sipariş yönetimi
OTC	Yapılandırılmış Tezgâh Üstü Ürünler Platformu
QSR	Hızlı Servis Restorancılığı
PD	Piyasa Değeri
PMS	Portfolio Management System - Portföy Yönetim Sistemi
PRP	Piyasa Risk Primi
RFO	Risksiz Faiz Oranı
SMM	Satılan Malın Maliyeti
SNA	Serbest Nakit Akımları
TFI	Tab Food Investments
TL	Türk Lirası
TS China	Tradesoft Shanghai IT CO. LTD
TÜBİTAK	Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırma Kurumu
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
UDS	Uluslararası Değerleme Standartları
VOB	Vadeli İşlem Opsiyon Borsası
YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 İş Kurumları Kule-2 Kat: 10
 4. Levent 34330 Beşiktaş, İSTANBUL
 Tel: 0 212 350 20 00 Fax: 0 212 350 20 01
 Boğaziçi Kurumlar V. D. 481 009 6394

1. Rapor Özeti

1.1.Raporun Amacı

Bu rapor, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") ile ATP Ticari Bilgisayar Ağı ve Elektrik Güç Kaynakları Üretim Pazarlama ve Ticaret A.Ş. ("ATP" veya "Şirket") arasında 12.04.2021 tarihinde imzalanmış olan halka arza aracılık yetki sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerlerin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

1.2.Etik İlkeler

Şirket'in işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerleme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

- Yapılan değerleme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket edilmiştir.
- Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerleme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

1.3.Sınırlayıcı Şartlar

Değerlendirmemizde kullanılan veriler, Şirket adına Güreli Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş. tarafından 2018, 2019 ve 2020 yılı için hazırlanan bağımsız denetim raporu, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgiler ve İş Yatırım'ın analizlerine dayanmaktadır.

İş Yatırım değerleme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
İş Kuleleri Kule-2 Kat: 2
4. Levent 34330 Beşiktaş, İSTANBUL
Tel: 0 212 350 20 00 Fax: 0 212 350 20 01
Boğaziçi Kurumlar V. D. 481 009 6394

Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere İş Yatırım'a sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuk olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış, bu bilgilerin güvenilirliği ve doğruluğu teyit edilmemiştir.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.

Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotları) Şirket yönetiminin onayı ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

1.4.Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. Maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

2. Şirket Hakkında Bilgi

2.1.Genel Bakış

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

Şirket üç ana hizmet/faaliyet grubunda ürünler, hizmetler ve çözüm platformları geliştirmektedir.

Ana hizmet/faaliyet alanları ve bunlara ilişkin markalar aşağıda listelenmiştir:

Tablo 1 Şirket Markaları ve Faaliyet Alanları

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

2.2.Tarihçe

Tablo 2 Tarihçe

Tarih	Gelişme
1997	ATP Ticari Bilgisayar Ağı ve Elektrik Güç Kaynakları Üretim Pazarlama ve Ticaret A.Ş.'nin kuruluşu.
1997	ATP'nin Tradesoft markası altında Advanced Technology Platform adı altında aracı kurum ve portföy şirketlerine çözümler sunmaya başlaması.
1998	ATP'nin sermaye piyasalarının ilk internet üzerinden işlem yapan alım-satım platformunu piyasaya çıkarması.
2001	Şirket'in 2001 senesinde sermaye piyasalarında Siebel platformları üzerinden sektörün ilk müşteri ilişkileri yönetimi çözümünü sunması.
2002	Ticaretnet Elektronik Ticaret Uygulamaları A.Ş.'nin aktif ve pasifiyle külli halefiyet yoluyla devralınması.
2004	Tradesoft'un portföy yönetim şirketleri için tasarladığı ATP PMS'i ("Portföy Yönetim Sistemi") piyasaya çıkarması.
2005	ATP'nin yeni açılan Vadeli İşlem Opsiyon Borsası için GTP VOB ("Vadeli İşlem Opsiyon Borsası") çözümünü sunması.
2005	Şirket'in finans sektörüne yönelik hizmetler veren markası Tradesoft'un İTÜ Arı Teknokent Teknoloji Geliştirme Bölgesinde mükellefiyetsiz şubesi aracılığıyla faaliyet göstermeye başlaması.
2006	Şirket'in teknolojisinin 2006 yılında GTP ("Global Technology Platform") yazılımı ile aracı kurumlar için yenilemesi.
2008	Şirket'in GTP platformu ile entegre çalışan müşteri ilişkileri Invest2CRM'i piyasaya sunarak, aktif kullanıma açması.
2008	Hızlı servis restorancılığı alanında faaliyet gösteren TFI'a teknolojik alt yapı sağlayıcısı ve restoran teknoloji sistemleri entegratörü olarak destek verilmesi.
2011	Şirket'in Radiant Systems kasa sistemlerinin Türkiye münhasır distribütörlüğünü alarak restoranlara kasa ve yazılım tedarik işini başlatması.

Tarih	Gelişme
2016	Şirket'in merkez ofisinde Ar-Ge Merkezi faaliyetlerine başlanması.
2017	ATP Digital'in 2017 çalışan yan hakları yönetim platformu olan AtaFlex'i geliştirmesi.
2018	ATP Tradesoft markası ile, Farklı Volatilite Modelleri ve Finans Matematiği ile Yapılandırılmış Tezgâh Üstü Ürünler Platformunun (OTC) geliştirmesini bitirerek sermaye piyasalarına sunulması.
2019	Şirket'in konuk ağırlama sektöründe Zenia markasını oluşturması ve QSR sektörü için restoran yönetim yazılımları geliştirmeye başlaması.
2019	Şirket'in Zenia Technologies B.V. (Hollanda) ve Zenia Limited (Malta) şirketlerini kurması.
2020	Şirket'in kendi yazılımı olan Hero markasını müşterilerine sunması.
2020	Şirket'in Acıbadem BUPA ile anlaşarak, 2017 senesi itibari ile geliştirdiği AtaFlex'in, Acıbadem Sigorta'nın SenCard markası altında pazarlanması için iş ortaklığı oluşturulması.
2020	Şirket'in Çin'deki iş ortağı ve Ata Holding şirketi olan Tradesoft Shanghai IT CO LTD'nin %51 hissesini satın alması.

2.3.Hissedarlık Yapısı

Tablo 3 Hissedarlık Yapısı

Hissedar	Pay (TL nominal)	Pay Grubu	Oran (%)
Ata Holding A.Ş.	4.000.000	A	13,33
	25.382.000	B	84,61
Ümit Cinali	300.000	B	1,00
Korhan Kurdoğlu	94.500	B	0,32
Erhan Kurdoğlu	94.500	B	0,32
Tuna Kurdoğlu	40.500	B	0,14
Yurdanur Kurdoğlu	40.500	B	0,14
Seniha Ece Kurdoğlu	24.000	B	0,08
Ömer Faruk Işık	24.000	B	0,08
TOPLAM	30.000.000		100,00

2.4.Ana Faaliyet Alanları

Finans Sektörü ve Sermaye Piyasalarına Yönelik Faaliyetler ("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 tasarlanmışlardır.

2020 yılı itibarıyla, Şirket'in 16 aracı kurum, 11 portföy yönetim şirketi, 3 banka, 2 yatırım ortaklığı ve 2 emeklilik şirketi müşterisi bulunmaktadır. Tradesoft 2020 yılı yazılım ciro dağılımı aşağıdaki tabloda sunulmaktadır:

Tablo 4 Tradesoft Yazılım Ciro Dağılımı (2020)

%	Kiralama Modeli	Lisans Satış Modeli	Gelir Paylaşım Modeli	Hacim Bazlı Model
Ciro Dağılımı	%88	%9	%2	%1

Şirket'in Tradesoft markası altında finans sektörü ve sermaye piyasaları alanda faaliyet gösteren firmalara sağladığı çözümler, "Alım Satım Aracılık ve Operasyon", "Portföy Yönetimi", "Fon Yönetimi" ve "Varlık Yönetimi" olarak sıralanabilir.

Konuk Ağırlama Sektörüne Yönelik Faaliyetler ("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'in NCR Corporation tarafından satın alınması ile 2011 yılında NCR Corporation'ın iş ortağı olmuş ve NCR'in donanım ve yazılımlarını desteklemeye başlamıştır. Hızlı servis restorancılığı alanındaki faaliyetlerin büyümesi ve akabinde TFI'nın 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'nın 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 çalışmışlar ve tüm sene boyunca %99,95 üzerinde ayakta olma taahhütünü tutturmuşlardır.

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 kurulumları ile başlatılmıştır. ATP 2.601 restorana birçok çözüm sunmaktadır. Aşağıdaki tabloda sağlanan çözümler bazından müşteriler sunulmaktadır:

Tablo 5 Zenia Restoran Çözümleri

Öne Çıkan Çözümler	Restoran Sayısı
Restoran POS Satış Yönetim Sistemi	2.601
Arka Ofis Sistemi (BOH) Bulut Servis Yazılımı	2.601
O2O Online Sipariş Sistemi (Bulut Servisi)	1.503
Hırsızlık Önleme Sistemi (Bulut Servisi)	879
Çağrı Merkezi Yönetim Sistemi	1.242
Paket Servis Yönetim Sistemi	1.979
Menü Yönetim Sistemi (O2O Menu Center)	278
Sipariş/Teslimat Ayrımlı Sistem	2.470

Hero çözümleri için Asya Pasifik pazarının büyük potansiyelini de değerlendiren ATP, 2020 senesinde Shanghai merkezli TS China'nın %51 hissesini satın almıştır.

Diğer Sektörlere Yönelik Bilgi Teknoloji Hizmetleri ("ATP Digital")

ATP Digital, orta ve orta üstü büyüklükteki kurumsal şirketlerin dijital dönüşümlerine odaklanmaktadır. 2020 yıl sonu 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 kurulumlarını desteklemekte, müşterilerinin destek ihtiyaçlarına ve ek taleplerine cevap vermekte, Ar-Ge çalışmaları yürüterek ileriki dönemlerde kullanılacak teknolojiler üzerinde çalışmaktadır.

Şirket'in diğer sektörlerle yönelik bilgi teknoloji hizmetleri bazında satışları aşağıdaki tabloda sunulmuştur:

Tablo 6 ATP Digital Net Satışlar – Kategorilere Göre Dağılım

Ürün / Hizmet	31 Aralık Tarihinde Sona Eren Mali Yıla İlişkin					
	2018		2019		2020	
	mn TL	Pay	mn TL	Pay	mn TL	Pay
ATP Digital - (ITS)¹	7,7	%56,5	11,1	%64,6	16,9	%68,7
ATP Digital - (Diğer)²	6,0	%43,5	6,1	%35,4	7,7	%31,3
Toplam	13,7	%100,0	17,3	%100,0	24,5	%100,0

1. ATP Digital - ITS: Ciro donanım, IT altyapı, IT hizmetleri ve lisans gelirlerinden oluşmaktadır.

2. ATP Digital - Diğer: Ciro yazılım, lisans, proje, entegrasyon hizmetleri, yazılım bakım ve destek gelirlerinden oluşmaktadır.

2.5.Mali Tablolar ve Önemli Finansal Bilgiler

Şirket'in, 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 tarihlerinde sona eren mali yıllarına ilişkin TL bazında hazırlanmış konsolide finansal durum tabloları ve anılan dönemler itibarıyla konsolide kar veya zarar tablolarından seçilen önemli mali kalemler aşağıda yer almaktadır.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
İs Kuleleri Kule 2 Kat: 12
4. Levent 34330 Beşiktaş, İSTANBUL
Tel: 0 212 350 20 00 Fax: 0 212 350 20 01
Boğaziçi Kurumlar V. D. 481 009 6394

Tablo 7 Bilanço

VARLIKLAR	31 Aralık		
	2018	2019	2020
	mn TL	mn TL	mn TL
Dönen Varlıklar	48,6	82,0	108,4
Nakit ve Nakit Benzerleri	11,9	8,1	17,8
Finansal Yatırımlar	-	-	-
Ticari Alacaklar	28,6	52,3	77,7
Diğer Alacaklar	4,7	15,3	1,4
Stoklar	1,2	2,2	3,8
Canlı Varlıklar	-	-	-
Peşin Ödenmiş Giderler	2,1	4,1	5,5
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	-	-	1,6
Diğer Dönen Varlıklar	0,0	0,0	0,7
Duran Varlıklar	20,5	45,8	58,1
Ticari Alacaklar	3,7	5,5	9,9
Maddi Duran Varlıklar	1,6	1,6	1,6
Kullanım Hakkı Varlıkları	3,4	2,8	0,4
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	9,5	33,3	42,0
Peşin Ödenmiş Giderler	-	0,0	1,0
Ertelenmiş Vergi Varlığı	2,4	2,5	3,0
AKTİF TOPLAMI	69,1	127,8	166,5
KAYNAKLAR	31 Aralık		
	2018	2019	2020
	mn TL	mn TL	mn TL
Kısa Vadeli Yükümlülükler	32,5	68,8	101,8
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	0,8	1,2	1,3
Ticari Borçlar	23,3	52,3	57,1
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1,2	1,6	7,9
Diğer Borçlar	3,1	9,5	26,3
Ertelenmiş Gelirler	0,3	0,6	3,2
Kısa Vadeli Karşılıklar	3,9	3,5	6,1
Uzun Vadeli Yükümlülükler	8,2	10,4	17,9
Uzun Vadeli Borçlanmalar	3,1	2,6	1,5
Ticari Borçlar	3,2	4,9	3,8
Diğer Borçlar	0,6	0,9	8,5
Ertelenmiş Gelirler	0,0	-	1,8
Uzun Vadeli Karşılıklar	1,4	1,9	2,3
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	40,7	79,2	119,7
ÖZKAYNAKLAR	31 Aralık		
	2018	2019	2020
	mn TL	mn TL	mn TL
Özkaynaklar	28,4	48,6	46,7
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	22,4	37,3	40,7
Ödenmiş Sermaye	4,0	4,0	4,0
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	(0,4)	(0,5)	(0,6)
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	-	(0,0)	0,3
Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs ve İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etkisi	-	-	(23,7)
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	0,1	0,1	0,1
Geçmiş Yıllar Kar/(Zararları)	11,4	18,8	33,8
Net Dönem Karı	7,4	15,0	26,7
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	6,0	11,2	6,1
TOPLAM KAYNAKLAR	69,1	127,8	166,5

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

İş Kuleleri Kule-1 Kat: 9

4. Levent-34330 Beşiktaş-İSTANBUL

Tel: 0 212 350 20 00 Fax: 0 212 350 20 01

Boğaziçi Kurumlar V. D. 481 009 6394

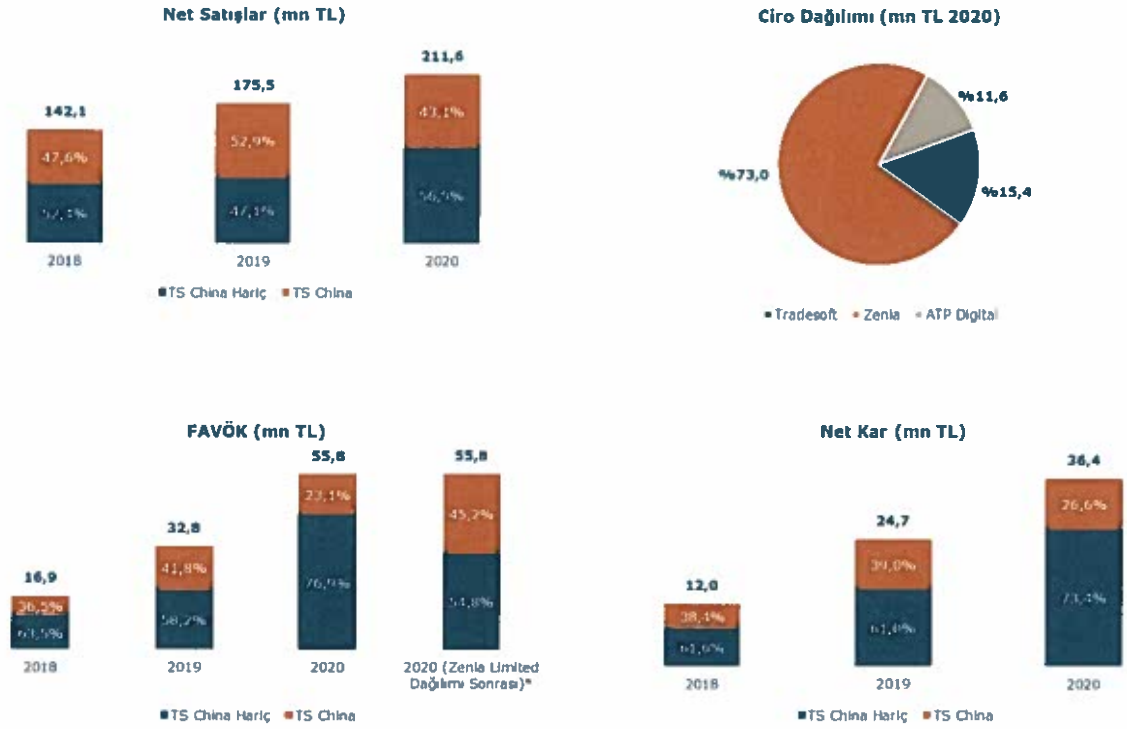
Tablo 8 Gelir Tablosu

KAR / ZARAR	31 Aralık		
	2018	2019	2020
	mn TL	mn TL	mn TL
Hasılat	142,1	175,5	211,6
Satışların Maliyeti (-)	(103,1)	(121,7)	(126,1)
BRÜT KAR	39,0	53,8	85,5
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 Gelirler	14,6	8,7	26,8
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(18,6)	(5,0)	(23,9)
ESAS FAALİYET KARI	13,6	28,0	43,5
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI	13,6	28,0	43,5
Finansman Gelirleri	0,9	1,8	3,5
Finansman Giderleri (-)	(1,2)	(1,0)	(2,8)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI	13,4	28,7	44,2
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
DÖNEM KARI	12,0	24,7	36,4
Ana Ortaklık Payına Denk Gelen Dönem Karı	7,4	15,0	26,7
Kontrol Gücü Olmayan Paylara Denk Gelen Dönem Karı	4,6	9,6	9,7
NET DÖNEM KARI	7,4	15,0	26,7

Tablo 9 FAVÖK Hesabı

	31 Aralık		
	2018	2019	2020
	mn TL	mn TL	mn TL
HASILAT	142,1	175,5	211,6
BRÜT KAR	39,0	53,8	85,5
Brüt Kar Marjı	27,5%	30,6%	40,4%
Operasyonel Giderler	-21,4	-29,6	-44,9
Hasılat Oranı	15,0%	16,9%	21,2%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	14,6	8,7	26,8
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-18,6	-5,0	-23,9
FVÖK	13,6	28,0	43,5
FVÖK Oranı	9,6%	15,9%	20,5%
FAVÖK	16,9	32,8	55,8
FAVÖK Oranı	11,9%	18,7%	26,4%

Şirket'in finansal büyüklüklerindeki gelişmeler aşağıda özetlenmiştir (Kontrol gücü olmayan paylar dahil) :



*Zenia Ltd üzerinden TS China'ya yapılan lisans satışlarının elimine edilmesi sonucu

2020 yılı itibariyle Şirket, gelirlerinin %49'unu yurtdışından elde etmiştir.

3. Sektörel Bilgiler ve Büyüme Destekleyen Unsurlar

ATP, çeşitli sektörlerde faaliyet gösteren firmaların teknolojik alt yapılarını oluşturmakta, firmaların faaliyetlerini verimli şekilde gerçekleştirebilmeleri için yazılım çözümleri üretmekte ve geliştirmektedir. Şirket ürettiği yazılımlara ilişkin eğitimler vermekte, satış sonrası destek ve bakım hizmetlerini de müşterilerine sunmaktadır. ATP, yazılım üretiminin yanı sıra, üçüncü taraflarca üretilmiş bazı yazılımlar kapsamında entegratör olarak da faaliyet göstermektedir. Ayrıca, Şirket kurumsal firmalara bilgi teknolojileri alanında hizmetler sunmaktadır.

Bu kapsamda, Şirket üç ana hizmet/faaliyet grubunda ürünler, hizmetler ve çözüm platformları geliştirmektedir:

- Finans sektörüne ve sermaye piyasalarına yönelik yazılımlar, çözümler ve ürünler
- Konuk ağırlama sektörüne yönelik yazılım, çözüm, ürün ve hizmetler
- Diğer sektörlerdeki kurumsal müşterilere yönelik yazılım çözümleri ve teknoloji hizmetleri

Şirket'in faaliyetleri genel olarak makroekonomik ve teknolojik gelişmelerden etkilenmektedir. Ayrıca hizmet sunduğu sektörlerin gerek yurtiçinde gerekse yurtdışında gelişimi, ihtiyaçları da Şirket faaliyetlerini etkileyen, şekillendiren unsurlardır.

ATP'nin rakipleri hizmet verilen sektörlerle göre değişmektedir.

Tradesoft Rekabeti

Tradesoft'un Türkiye pazarında sınırlı rekabeti bulunmaktadır. Sistemlerin boyutu ve gerektirdikleri piyasa bilgileri yeni oyuncuların pazara girmesine engeller oluşturmaktadır. Sonuç, pazara uzun süredir hizmet veren şirketlerden oluşan rekabet ortamıdır.

Zenia Rekabeti

Zenia büyük ortamlarda uzun senelerdir tanıdığı rakiplerle yarışmaktadır. Orta ve alt segmente hizmet veren birçok lokal şirket bulunmaktadır. 2019 senesine kadar, Zenia Türkiye pazarında entegrasyon firması olarak NCR teknolojilerini müşterilere uygulamaktaydı. Fırsatlarda yurtdışı ürünleri temsil eden Protel ve Omni ile rekabet eden, Zenia, Hero yazılımı ile hedef pazarını büyük ölçüde değiştirmiş ve global pazarda rekabete açılmıştır.

ATP Digital Rekabeti

ATP Digital, Microsoft Dynamics CRM ve Navision ERP platformları üzerinden çözümler sunarak başladığı iş modeline diğer teknoloji platformlarını, çözümleri ve danışmanlık ekleyerek dijital dönüşüm projelerine liderlik eden birim konumuna gelmiştir. ATP Digital rekabeti genelde orta ve küçük ölçekli firmalardan oluşmaktadır. Çoğunluğu Microsoft iş ortağı olan rakipler iş modellerini müşterileri kaybetmeme üzerine kurgulamaktadırlar. Bilhassa küçük rakipler, düşük marjlarda iş yapmaktadırlar.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
İş Kuleleri Kule-2 Kat: 5
4. Levent 34330 Beşiktaş, İSTANBUL
Tel: 0 212 350 20 00 Fax: 0 212 350 20 01
Boğaziçi Kurumlar V. D. 481 009 8394

3.1.Büyümeyle Destekleyen Unsurlar

Tradesoft

ATP, Tradesoft markası ile sermaye piyasalarında uzun yıllardır faaliyet göstermektedir. Sektörün köklü ve özellikle de banka aracı kurumları tarafından uzun yıllardır tercih edilen şirketlerinden olan ATP'nin yazılım platformu Global Technology Platform, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği Eylül 2020 verilerine göre Borsa İstanbul A.Ş. günlük hacminin yaklaşık %31'ini desteklemektedir. Aynı rapora göre Türkiye'de faaliyet gösteren portföy yönetim şirketlerinin ise toplam portföy değerinin yaklaşık %31'i, yine GTP platformları tarafından yönetilmektedir.

Sektörün gelişimi incelendiğinde aracı kurum sayılarının azaldığı ancak pay piyasası işlem hacimlerinin arttığı görülmektedir. 2016 yılında 1.014 milyar TL seviyesinde olan pay piyasası işlem hacmi, 2016-2020 yılları arasında yılda ortalama %59,4 YBBO oranında büyüyerek 2020 yılında 6.544 milyar TL seviyesine ulaşmıştır.

Şirket'in Tradesoft markasıyla hizmet verdiği finans sektöründeki önemli müşteri gruplarından birisi portföy yönetim şirketleridir. Türkiye'de 2020 yıl sonu itibarıyla sermaye piyasalarında faaliyet gösteren 50 adet portföy yönetim şirketi bulunmaktadır. Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği'nin 2021 yılının Ocak ayında yayınladığı rapora göre, 2016 yılında 122 milyar TL seviyesinde olan portföy yönetim şirketlerinin toplam portföy büyüklüğü 2016-2019 yılları arasında yılda ortalama %32,5 YBBO büyüyerek 2019 yılında 284 milyar TL düzeyine yükseltmişlerdir. 2020 yılının ilk 11 ayında ise portföy yönetim şirketlerinin toplam portföy büyüklüğü 356 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Sermaye piyasalarına katılımının, son dönemde Türkiye geneline yayıldığı da gözlemlenmektedir. Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği'nin rakamlarına göre 2020 yılının ilk 7 ayına kadar olan dönemde İstanbul çevresinde yerleşik yatırımcıların sermaye piyasaları katılım oranı %33 artarken, Doğu Anadolu bölgesinden sermaye piyasalarına katılan yatırımcıların belirtilen dönemde katılımları %66 artmıştır. Bu oran, Güneydoğu Anadolu Bölgesi'nde %75 oranında gerçekleşmiştir. Piyasaların gelecek senelerde büyümesindeki belirleyici güç, genç Türkiye nüfusunun istihdama katılıyor olmasıdır. 2020 yılının ilk 7 ayında sermaye piyasalarına yatırımcı olarak katılanların yaş profili de bu gerçeği yansıtmaktadır.

Zenia

Konuk ağırlama sektörü, konaklama, etkinlik planlama, tema parkları, ulaşım, gemi turu ve turizm endüstrisindeki ek alanları da içeren geniş bir sektördür. Zenia'nın geliştirdiği yazılımlar, çözüm ve ürünler konuk ağırlama dışında perakende sektörüne de uygulanabilmektedir. Zenia'nın konuk ağırlama pazarlarındaki ilk hedefi hızlı servis restoran zincirleri olmuştur.

Şirket'in konuk ağırlama sektöründeki müşterisi olan TFI aynı zamanda hızla büyüyerek ulaştığı konumla bu sektörün dünyadaki en büyük 5. zinciri olarak kabul edilmektedir¹. 2020 yılı sonunda TFI, QSR zincirleri alanındaki faaliyetlerini Türkiye'de bulunan 1.208 restoranının yanı sıra, Çin, Makedonya, Gürcistan ve Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti'ndeki restoranları ile yürütmektedir. Çin'deki TFI Burger King ve Popeyes restoran sayısı da 1.360'dır. TFI'nın Makedonya, Gürcistan ve KKTC'de 33 restoranı bulunmaktadır. TFI franchise'ları toplam 601 restoran işletmektedir.

¹ Restoran sayıları, büyükten küçüğe: Yum China: 10.506, Mc Donald's China: 3.787, Alibaba: 2.669, Domino's Enterprises (Avustralya): 2.795 TFI: 2.540

Günümüzde, şehirleşmenin artması, gelir seviyelerinin yükselmesi, kadın istihdamının artması ve tek kişilik hanelerin büyümesi ile birlikte, geleneksel evde yemek hazırlama yaklaşımı, yerini restoranlarda tüketilen veya istenilen yere teslim edilen yiyeceklere bırakmaktadır. Grandview Fast Food & Quick Service Restaurant 2020-2027 Pazar Raporu'na göre küresel hızlı servis restorancılığı pazarı 2019 senesinde 257 milyar ABD\$ seviyesine ulaşmıştır.

ReportLinker 2020-2025³ verisine göre ise hızlı servis restorancılığı pazarının 2020-2025 döneminde yılda ortalama %7,86 oranında büyümesi beklenmektedir.

ATP, Türkiye'nin lider QSR markası TFI'nın restoranlarının çağrı merkezi ve paket servis yönetimi sistemini de Microsoft CRM platformu üzerinde geliştirmiştir. Günde on binlerce sipariş alan ve teslimat bilgilerini barındıran kapsamlı sistem senelerdir başarılı bir şekilde çalışmaktadır.

ATP Digital

Hali hazırda ve geçmiş dönemde çok önemli olan dijital dönüşüm tüm dünyada hız kazanmıştır ve hız kazanmaya devam etmektedir. 2020 ile 2025 yılları arasında dünya dijital dönüşüm pazarı yıllık bileşik büyüme oranı %16,5 büyüme oranı sonucu ulaşılacak pazar büyüklüğü beklentisi 1.009,8 milyar dolardır. Garther 2021 CIO ve IT yönetici anketinde⁴ dijital ürün ve hizmetlere talep artışı %83 olmuştur. 2021 yılında yönetim kurullarının ilk iki bilgisayar teknoloji öncelikleri: %69 oranında dijital iş ivmesi ve %60 oranında dijital iş yoluyla operasyonel mükemmellik olmuştur.

Dünya ERP pazarının, 2020-2024 yılları arasında senelik ortalama büyüme beklentisi %9'dur. Ayrıca, ABD dışındaki pazarların toplam pazardaki payı ise %57'dir.⁵

ATP Digital, en güncel çözümleri sağlamak için teknoloji iş ortaklıkları kurmakta ve lider firmalarının platformlarından yararlanmaktadır. Microsoft, ATP'nin uzun vadeli büyük iş ortağıdır ve teknolojileri ERP, CRM, veritabanı ve bulut çözümlerinde kullanılmaktadır. ATP, son beş yıl içinde müşterilere esneklik ve maliyet avantajları sunmak için açık kaynak platformlarının kullanımını da artırmıştır.

Microsoft'un ürünleri içerisinde en fazla müşteri sayısında ikinci sırada olan Navision platformu ile müşterilere iş süreçlerini yönetebilecekleri kurumsal kaynak planlama yazılımları sunulmaktadır. Microsoft iş ortaklığı ile üzerinden, ATP Türkiye'de 400'den fazla Navision müşterisine ulaşabilme imkanını elde etmektedir. Microsoft, Navision yatırımlarını dünyada ve Türkiye'de artırarak pazar payını genişletmektedir.

Pozitif karlılık ve borçsuz yapı

Şirket, 31 Aralık 2020 tarihinde sona eren mali yılda 211,573.794 TL tutarında konsolide gelir, 85.468.189 TL brüt kar ve 55.795.363 TL tutarında Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar kaydetmiştir. FAVÖK'ün % 18,9'u Tradesoft, % 76,6'sı Zenia ve % 4,6'sı ATP Digital markaları altında yürütülen faaliyetler kapsamında oluşmuştur.

31 Aralık 2018 ve 31 Aralık 2020 tarihlerinde sona eren mali yıllar arasında Şirket gelir, brüt kar ve FAVÖK'ü sırasıyla %22, %48 ve %82 YBBO'luk bir artış sergilemiştir. Şirket'in brüt kar marjındaki iyileşme iş modelinin değişikliğinden kaynaklanmaktadır.

² <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/fast-food-quick-service-restaurants-market>

³ <https://www.globenewswire.com/news-release/2020/04/01/2010316/0/en/The-Global-Quick-Service-Restaurant-Market-is-expected-to-grow-from-USD-11-712-12-Million-in-2018-to-USD-19-896-15-Million-by-the-end-of-2025-at-a-Compound-Annual-Growth-Rate-CAGR.html>

⁴ GartnerTop PrioritiesforIT: LeadershipVisionfor2021 CIOsandHeads of IT Raporu, 2020

⁵ Technavio, Global Enterprise Resource Planning (ERP) Software market 2020-2024

Şirket diğer tedarikçilerin yazılımları üzerine yaptığı entegrasyon çalışmaları yerine kendi yazılımlarını geliştirmiş ve daha yüksek marjlı satışlar gerçekleştirmiştir.

Şirket, artan yazılım gelirleri ve tekrarlayan aylık gelirlerle yükselen sürdürülebilir karlılık oranlarına sahiptir. Aylık Tekrarlayan Gelirlerin 2020 Ciro Payı %40,5 olarak gerçekleşmiştir.

2020 itibarıyla net nakit pozisyonu 15 mn TL'dir.

Tablo 10 Büyümeyi Destekleyen Unsurlar

Tradesoft	Zenia	ATP Digital
- Büyüyen Finans ve Sermaye Piyasaları - Güçlü Sektör Lideri Müşteri Tabanı - Derin Sektör Tecrübesi - Kanıtlanmış ve Sürdürülebilir İş Modeli - Kurumsal ve Uyumlu Yapı	- Büyüyen QSR Sektörü - Çok Uluslu Yapı ve Küresel Ölçekte Büyüme Fırsatları - Güçlü Sektör Lideri Müşteri Tabanı - Derin Sektör Tecrübesi - Hard Currency İş Modeli - Kanıtlanmış Sürdürülebilir İş Modelleri - Ölçeklendirilebilir Global Altyapı	- Gelişen ve İvme Kazanan Dijitalleşme - Derin Dikey Uzmanlıklar ve Güçlü Sektör Lideri Müşteri Tabanı - Kullanılan Güçlü Platformlarla Uçtan Uca Çözümler

4. Değerleme

İşbu fiyat tespit raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen 3 değerleme yaklaşımı (Maliyet Yaklaşımı, Gelir Yaklaşımı, Pazar Yaklaşımı) dikkate alınmıştır.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri Madde 60.1 uyarınca maliyet yaklaşımı, bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir.

UDS 200 İşletmeler ve İşletmelerdeki Paylar Madde 70.1'de de belirtildiği üzere Maliyet Yaklaşımı işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde nadiren uygulanmaktadır. ATP'nin kuruluş döneminde olmaması, toplama yönteminin uygulanabileceği bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması ve faaliyetlerinin sürekliliği olduğu düşünüldüğü için maliyet yaklaşımı değerlendirme kapsamında dikkate alınmış fakat kullanılmamıştır.

Bu raporda ATP'nin pay başına değeri hesaplanırken aşağıdaki yöntemler kullanılmıştır:

- Gelir Yaklaşımı kapsamında - İndirgenmiş Nakit Analizi Akışları (İNAA) Yöntemi
- Pazar Yaklaşımı kapsamında - Çarpan Analizi Yöntemi

4.1.İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi (İNAA) Yöntemi

İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi bir şirketin gelecekte yaratacağı nakit akışını dikkate alır. Bu yöntem, şirketin büyüme ve karlılık varsayımlarına çok bağlıdır. Firma değerlemelerinde en çok kullanılan ve en bilimsel metot olduğu kabul edilen İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi'nin temeli, Şirket'e olan tüm operasyonel serbest nakit akışlarının "net bugünkü değer" yöntemiyle bugüne indirgenmesidir. Net bugünkü değer yöntemi, gelecekte gerçekleşmesi beklenen bir nakit akımının bugünkü değerini hesaplama metodudur.

Net Bugünkü Değer:

$$(Gelecekteki\ Nakit\ Akışı) / (1 + İndirgenme\ Oranı)^{(Nakit\ Akışının\ Yılı - Mevcut\ Yıl)}$$

"Gelecekteki Nakit Akışı" olarak "şirkete" olan toplam operasyonel serbest nakit akışı kullanılır. Şirkete olan toplam operasyonel serbest nakit akışı ise aşağıdaki gibi hesaplanır:

Şirkete Olan Toplam Operasyonel Serbest Nakit Akışı =

Faaliyet Karı*(1- Vergi Oranı) + Amortisman Gideri - İşletme Sermayesindeki Değişim - Yatırım Harcamaları

Nakit akışının bir kısmı sermayedarların getiri beklentilerini bir kısmı da borç verenlerin getiri beklentilerini karşılamak üzere kullanılacaktır. Bu nedenle şirket değerlemesinde, net bugünkü değer formülündeki "indirgenme oranı" olarak şirketi fonlayan hissedar ve borç verenlerin beklentilerinin ağırlıklı ortalamasını ifade eden "Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)" kullanılır.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

4. Levent 34330 Beşiktaş, İSTANBUL

Tel: 0 212 350 20 00 Fax: 0 212 350 20 01

Boğaziçi Kurumlar V. D. 481 009 6394

$$r = E / (D+E) \times re + D / (D+E) \times rd \times (1 - t)$$

$r = AOSM$

$re = \text{Özsermaye Maliyeti}$

$rd = \text{Borçlanma Maliyeti}$

$E = \text{Özsermaye Değeri}$

$D = \text{Finansal Borç Değeri}$

$t = \text{Kurumlar Vergisi Oranı}$

$E/(D+E) = \text{Sermaye yapısındaki özkaynak oranı, } D/(D+E) = \text{Sermaye yapısındaki fin. borç oranı}$

Sermaye maliyeti ise aşağıdaki formülle hesaplanır:

$$re = rf + \beta \times (rm - rf)$$

$re = \text{Özsermaye Maliyeti}$

$rf = \text{Risksiz Getiri Oranı (devletin en uzun vadeli ve likit tahvil getirisi)}$

$rm = \text{Piyasanın Ortalama Getiri Beklentisi}$

$rm - rf = \text{Piyasa Risk Primi}$

$\beta = \text{Beta} = \text{ilgili hissenin (veya sektörün) piyasa hareketleri ile olan ilişkisi} - \text{hisse senedi piyasa endeksi ile ilgili endeks / enstrüman getirisinin regresyon analizi ile bulunur.}$

İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi yönteminde şirketin ömrü sonsuz olarak kabul edilmekte (şirketin ömrünün sonlu olduğu bilinmediği sürece) ve serbest nakit akışlarının bugünkü değeri iki farklı bileşenin toplamı olarak hesaplanmaktadır.

1) Projeksiyon Döneminden Gelen Değer:

“Projeksiyon Dönemi” olarak adlandırılan dönemde şirketin bütün operasyonları ve gelir kalemleri detaylı varsayımlarla projekte edilerek, şirkete olan toplam serbest nakit akışları hesaplanmaktadır. Bu nakit akışları net bugünkü değer formülü ile bugüne indirgenmektedir.

2) Projeksiyon Dönemi Sonrasından Gelen Değer (“Artık Değer”):

Projeksiyon döneminin bitişinden itibaren sonsuza kadar olan dönemde serbest nakit akışlarının sabit bir oranla (sonsuz büyüme oranı) büyüyeceği varsayılır ve projeksiyon dönemi sonundan sonsuza kadar gerçekleşecek olan serbest nakit akışlarının toplam değeri hesaplanır. Bu değer; net bugünkü değer formülü kullanılarak tekrar bugüne indirgenir ve “Artık Değer” olarak isimlendirilir.

Toplam Firma Değeri: Projeksiyon Dönemi Net Bugünkü Değeri + Artık Değer

Toplam Firma Değeri hem hissedarlara hem de borç verenlere aittir. Hisse değerinin hesaplanabilmesi için şirketin net borcu toplam firma değerinden çıkarılır varsa iştirak hisselerin değeri eklenir.

Toplam Hisse Değeri: Toplam Firma Değeri – Net Borç + İştirak Hisse Değerleri


İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
İş Kuleleri Kule-2 Kat: 5
4. Levent 34330 Beşiktaş, İSTANBUL
Tel: 0 212 350 20 00 Fax: 0 212 350 20 01
Boğaziçi Kurumlar V. D. 481 009 6394

4.1.1. ATP için İNAA Çalışması

Gelir Tablosu Kalemi Projeksiyonları

Projeksiyon dönemi 2021-2025 olarak belirlenmiştir. Şirket'in gelir tablosu projeksiyonları oluşturulurken ilk önce net satış rakamları tahmin edilmiştir. Bunun için Şirket'in 3 ana faaliyet kolu için ayrı bir tahmin çalışması yapılmıştır. Buna göre:

Tradesoft:

Tradesoft net gelirleri 2021 yılında Şirket projeksiyonu doğrultusunda (mevcut yatırımların yapıldığı gözönüne alınarak) %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 arttırılmıştır.

Zenia:

Zenia net gelirleri tahmin edilirken, TS China gelirleri ve Çin Hariç gelirler ayrı ayrı tahmin edilmiştir. Her iki segmentin de gelirleri restoran sayısı ile doğrudan ilişkili olduğu için, Şirket tarafından sağlanan restoran sayısı tahminleri baz alınmıştır. Tab Food Investments ("TFI"), restoran sayısı tahminleri Şirket'e Ata Holding kurucu ortaklarının iştiraki olan TFI tarafından sağlanmıştır. TFI grubu dışındaki restoran sayıları tahmini yapılırken, Şirket tarafından sağlanan veriler %30 oranında azaltılmıştır

Tablo 11 Zenia - Restoran Sayısı Projeksiyonları

ZENIA Restoran Sayısı	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Yeni Restoranlar	0	528	1.335	1.700	2.200	2.415
TFI TR restoranları (master franchise)	0	99	150	150	150	150
<i>Toplam</i>	<i>908</i>	<i>1.007</i>	<i>1.157</i>	<i>1.307</i>	<i>1.457</i>	<i>1.607</i>
Diğer -Zenita LTD	0	140	420	714	1.008	1.155
<i>Toplam</i>	<i>0</i>	<i>140</i>	<i>560</i>	<i>1.274</i>	<i>2.282</i>	<i>3.437</i>
TFI TR franchise	0	39	85	90	90	50
<i>Toplam</i>	<i>321</i>	<i>360</i>	<i>445</i>	<i>535</i>	<i>625</i>	<i>675</i>
TFI China	0	250	260	270	280	290
<i>Toplam</i>	<i>1.300</i>	<i>1.550</i>	<i>1.810</i>	<i>2.080</i>	<i>2.360</i>	<i>2.650</i>
Diğer -TS China	0	0	420	476	672	770
<i>Toplam</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>420</i>	<i>896</i>	<i>1.568</i>	<i>2.338</i>
Toplam Restoran Sayısı	2.529	3.057	4.392	6.092	8.292	10.707

Şirket'in mevcut durumda uyguladığı fiyatlar projeksiyon dönemi için de baz oluşturmıştır. TL fiyatlar ağırlıklı olarak enflasyon oranı ve enflasyon oranı+%2 aralığında artırılırken, dolar bazlı fiyatlar bakım ve lisans ücretlerinde sabit tutulmuş olup, diğer bazı gelir kalemlerinde Şirket'in projeksiyonları doğrultusunda artırılmıştır. Geliştirilecek yeni ürünler ve bakım gelirleri de yine aynı yöntem ile tahmin edilmiştir. Yazılım gelirleri Zenia LTD üzerinden elde edilmekte olup, yeni restoran sayısı üzerinden hesaplanırken, bakım gelirleri ise toplam restoran sayısı üzerinden hesaplanmıştır. Kullanılan enflasyon oranı ve kur değerlerine aşağıda yer verilmiştir.

Tablo 12 Kur ve Enflasyon Tahminleri

	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
TL/Dolar (ortalama)	7,01	8,02	9,09	9,96	10,87	11,68
TÜFE (ortalama)	%12,3	%14,2	%12,2	%11,0	%10,5	%9,5

Kaynak: İş Yatırım Araştırma Müdürlüğü

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
İs Kuleleri Kule-2 Kat: 12
4. Levent 34330 Beşiktaş, İSTANBUL
Tel: 0 212 350 20 00 Fax: 0 212 350 20 01
Boğaziçi Kurumlar V. D. 481 009 6394

ATP Digital:

ATP Digital gelirleri ATP Digital - Diğer ve ATP Digital - ITS olmak üzere 2 ana segmentte tahmin edilmiştir. Bu kalemler proje bazlı olduğu için, tahmin edilirken Şirket'in büyüme tahminleri kullanılmıştır. ATP Digital – Diğer 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.

Tablo 13 ATP Digital Ciro Büyüme tahminleri

	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
ATP Digital - Diğer	%25	%35	%30	%30	%25
ATP Digital - ITS	%40	%20	%19	%20	%19

Bu varsayımlar doğrultusunda aşağıdaki net satış projeksiyonları elde edilmiştir.

Tablo 14 Net Satış Projeksiyonları

mın TL	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	142	176	212	254	353	458	577	708
Büyüme		%23	%20	%20	%39	%30	%26	%23
Tradesoft	21	27	33	41	51	64	78	96
Büyüme		%26	%21	%25	%25	%24	%23	%22
Zenia	107	131	154	177	254	335	425	523
Büyüme		%23	%18	%15	%43	%32	%27	%23
Zenia TR	39	38	63	56	90	120	158	198
Büyüme		-%3	%65	-%12	%60	%34	%32	%25
TS China	68	93	91	122	165	215	266	324
Büyüme		%37	-%2	%33	%35	%30	%24	%22
ATP Digital	14	17	25	36	48	59	73	89
Büyüme		%26	%42	%45	%35	%23	%24	%22
ATP Digital - Diğer	6	6	8	12	20	25	33	41
Büyüme		3%	26%	55%	64%	30%	30%	25%
ATP Digital - ITS	8	11	17	24	28	34	40	48
Büyüme		44%	51%	40%	20%	19%	20%	19%

Şirket'in gider kalemleri tahmin edilirken, satış tahminlerine paralel bir çalışma yapılmıştır. Her bir iş kolu bazında aşağıdaki kalemler tahmin edilmiştir.

- Al-Sat Maliyetleri
- Diğer Gelirler
- Personel Giderleri
- Personel ArGe Giderleri
- Değişken Faaliyet Giderleri
- Sabit Faaliyet Giderleri
- Cost Center Dağılım
- Genel Yönetim Giderleri Payı
- Diğer Gelir/Gider

Bu kalemler Tradesoft ve ATP Digital için enflasyon oranı kullanılarak artırılmıştır.

Ayrıca ATP Digital için aşağıdaki kalemler için Şirket verileri kullanılmıştır:

- TÜBİTAK/Avrupa Fonları
- ATP Digital ek personel gideri

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
İş Kuleleri Kule-2 Kat:19
4. Levent 34330 Beşiktaş, İSTANBUL
Tel: 0 212 350 20 00 Fax: 0 212 350 20 01
Boğaziçi Kurumlar V. D. 481 009 6394

Tablo 15 ATP Digital Diğer Gelir/Giderler

mn TL	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
TÜBİTAK/Avrupa Fonları	1,8	1,5	2,0	2,0	2,0
ATP Digital ek personel gideri	1,2	1,8	2,3	3,0	3,7

Yazılım lisanslarının satış hakkına sahip Zenia için al-sat maliyetleri hesaplanırken, satış projeksiyonlarında da kullanılan restoran sayılarından faydalanılmıştır. Zenia ve TS China için gider büyüme oranı olarak aşağıdaki rakamlar kullanılmıştır.

Tablo 16 Gider Büyüme Oranları

mn TL	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Zenia	%8	%8	%8	%8	%8
TS China	%7	%23	%5	%3	%3

Tablo 17 SMM ve Faaliyet Giderleri Projeksiyonları

mn TL	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
SMM	-103	-122	-126	-133	-180	-210	-237	-260
% Satış	-%73	-%69	-%60	-%52	-%51	-%46	-%41	-%37
Toplam Faal. Gid.	-21	-30	-45	-89	-113	-139	-158	-178
% Satış	-%15	-%17	-%21	-%35	-%32	-%30	-%27	-%25

Yıllar içerisinde SMM/Satış oranında meydana gelen azalma, Şirket'in iş modelinin al-sat modelinden yazılım geliştirme modeline geçmesinin bir sonucu olmuştur. 2018-2020 yılında brüt kar marjındaki artış (%27'den %40'a), Şirket'in yeni ürün geliştirebilmesi ve pazardaki değişikliklere karşı kendi tasarımları ile hızlı cevap verebilme kabiliyeti sayesinde gerçekleşmiştir. Aynı iş modelinin mevcut pazarlardaki büyüme ve yeni pazarlara açılım ile devam etme hedefi doğrultusunda, brüt kar marjının 2020 yılındaki %40 seviyesinden, projeksiyon dönemi boyunca %63'e yükselmesi beklenmektedir. Şirket'in iş modeli (büyümek için yüksek ölçekli yatırım ihtiyacı olmayan bir yazılım şirketi olması) ve özellikle bulut tabanlı modüler çözümler sunması marjdaki bu iyileşmeye katkıda bulunmaktadır.

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler/Giderler kalemi tahmin edilirken, Satımlardan Elemine Edilen Faiz hesaplanırken, büyüme oranı olarak ticari alacaklardaki büyüme oranı, Alımlardan Elemine Edilen Faiz hesaplanırken ise büyüme oranı olarak ticari borçlardaki büyüme oranı kullanılmış, diğer kalemler son 3 yıllık ortalama seviyesinde sabit bırakılmıştır.

Tablo 18 Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir / Giderler

mın TL	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	27	9	10	13	15	18
Reeskont Geliri	0	1	1	1	1	1
Satımlardan Elemine Edilen Faiz	6	7	8	11	13	16
Kur Farkı Geliri	18	0	0	0	0	0
Diğer	2	2	2	2	2	2
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-24	-4	-5	-6	-7	-7
Karşılık Gideri	0	0	0	0	0	0
Reeskont Gideri	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Kur Farkı Gideri	-19	0	0	0	0	0
Alımlardan Elemine Edilen Faiz	-4	-3	-4	-5	-6	-6
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler/(Giderler) (Net)	3	5	5	7	9	11

Şirket'in 2020 yılındaki FVÖK marjı %21'den projeksiyon dönemi sonunda %40'a yükselmektedir.

Yatırım ve amortisman giderleri tahmin edilirken, Şirket'in verilerinden faydalanılmıştır.

Tablo 19 Yatırım ve Amortisman Harcamaları

mın TL	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Yatırım Harcamaları	-12	-28	-19	-32	-46	-54	-73	-77
Yatırım Harc./Satışlar	-%8	-%16	-%9	-%12	-%13	-%12	-%13	-%11
Amortisman	3	5	12	17	22	30	35	40
Amortisman/Satışlar	%2	%3	%6	%7	%6	%7	%6	%6

Bu varsayımlar ışığında, gelir tablosu projeksiyonları aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur.

Finansal gelir/gider hesaplanırken, 2020 yılı verileri baz alınarak aşağıdaki varsayımlar kullanılmıştır:

- Şirket'in nakit varlıklarının %80'i vadeli mevduatta durmaktadır.
- Vadeli mevduatın %80'i ABD Dolar cinsindendir.
- ABD Dolar mevduat faizi %2,5 olarak modellenmiş olup, TL mevduat faiz oranları için aşağıdaki varsayımlar kullanılmıştır:

Tablo 20 TL Mevduat Faizi Oranları

	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Faiz Oranı	%17	%15	%14	%13	%12

- Kur farkı geliri için Şirket'in 2020 yılı denetim raporundaki dipnotlardaki kur duyarlılık analizi baz alınmıştır. Bu nota göre Şirket'in 2020 yılsonunda yabancı paranın %10 değer kazanması durumunda net karı 3 mın TL artış göstermektedir. Bu duyarlılık Şirket'in nakit varlıklarına ve satışlarına bağlanarak (sırasıyla %25 ve %75 oranlarında) ileriye dönük olarak şirket'in kur farkı gelirlerindeki artış hesaplanmıştır.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

İş Kuleleri Kule-2 Kat: 12

4. Levent-34330 Beşiktaş-İSTANBUL

Tel: 0 212 350 20 00 Fax: 0 212 350 20 01

Boğaziçi Kurumlar V. D. 481 009 6394

Tablo 21 Finansal Gelir Gider

mn TL	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Finansal Gelir	4	1	1	3	5	10
Faiz Geliri	4	1	1	3	5	10
Finansal Gider	-3	2	3	3	5	7
Faiz Gideri	-2	-2	-2	-2	-2	-2
Diğer	-1	4	5	5	7	9
TOPLAM	1	3	4	5	10	16

Tablo 22 Gelir Tablosu Projeksiyonları (TL)

mn TL	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	212	254	353	458	577	708
Büyüme %	%21	%20	%39	%30	%26	%23
SMM	-126	-133	-180	-210	-237	-260
SMM/Satışlar	-%60	-%52	-%51	-%46	-%41	-%37
Brüt Kar	85	121	173	248	340	448
Brüt Kar Marjı	%40	%48	%49	%54	%59	%63
Faaliyet Giderleri	-45	-89	-113	-139	-158	-178
Faaliyet Giderleri/Satışlar	-%21	-%35	-%32	-%30	-%27	-%25
EFDG	3	5	5	7	9	11
FVÖK	43	37	64	116	191	281
FVÖK Marjı	%21	%14	%18	%25	%33	%40
Amortisman	12	17	22	30	35	40
FAVÖK	56	54	86	146	225	321
FAVÖK Marjı	%26	%21	%24	%32	%39	%45
Net Finansal Gelir/Gider	1	3	4	5	10	16
Vergi	-8	-4	-4	-11	-18	-27
Toplam Dönem Karı	36	36	64	110	183	271
Ana Ort. Payı	27	32	60	99	165	244
Azınlık Payı*	10	4	4	11	18	27

*Şirket Tradesoft China'nın %51'ine sahiptir.

Şirket, Teknokent'te kurulu olmasından dolayı, Türkiye'deki gelirleri üzerinden vergi ödememekte olup, Çin'deki gelirleri üzerinden %25, Malta'daki gelirleri üzerinden ise yaklaşık %5 oranında vergilendirilmektedir. Projeksiyon dönemi boyunca bu oranlar kullanılmıştır.

Net İşletme Sermayesi İhtiyacı

Alacak tahsilat süresi, 2020 yılında pandeminin etkisiyle 2019 yılındaki 120 gün seviyesinden 151 güne çıkmış olup, 2021 yılında 135 güne düşüp, 2022 yılında 2019 seviyesine dönmesi ve devam eden senelerde bu seviyede sabit kalması öngörülmüştür. Stok devir hızı ve ticari borç ödeme gün sayısının da projeksiyon dönemi boyunca 2018-2020 ortalamalarında kalacağı öngörülmüştür.

Bu kalemlere ek olarak net işletme sermayesi içine iki kalem dahil edilmiştir:

- Diğer Kısa Vadeli Borçlar: 9 mn TL'si TS China alımından kaynaklı Ata Holding'e olan borçlar olup, her ay 300.000 TL ödeme yapılmaktadır. Geri kalan 5 mn TL'lik kalemin projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmıştır.

- Diğer Uzun Vadeli Borçlar: Pandemi döneminde ödemesi ertelenen vergi, harç vb. giderlerden oluşmaktadır.

2020 sonunda %4 olan NİS/Satışlar oranının, projeksiyon döneminde %18 seviyesine yükseleceği öngörülmektedir.

Tablo 23 Net İşletme Sermayesi Projeksiyonları

mn TL	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Ticari Alacak Tahsilat Süresi Gün Sayısı	83	120	151	135	120	120	120	120
Stok Devir Hızı - Gün	4	7	11	7	7	7	7	7
Ticari Borç Ödeme Süresi - Gün Sayısı	94	172	176	147	147	147	147	147
Nakit Döngüsü Gün Sayısı	-7	-45	-14	-5	-20	-20	-20	-20
Ticari Alacaklar	32	58	88	94	116	150	190	233
Stoklar	1	2	4	3	4	4	5	5
Ticari Borçlar	26	57	61	54	73	85	95	105
Diğer KV Borçlar	5	5	14	10	7	5	5	5
Diğer UV Borçlar	1	1	8	8	4	0	0	0
NİS	1	-3	8	24	36	65	94	128
NİS/Satışlar	1%	-2%	4%	9%	10%	14%	16%	18%

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması (AOSM)

Risksiz faiz oranı hesaplanırken, sabit bir faiz oranı kullanılmamış, projeksiyon dönemi için İş Yatırım Araştırma Müdürlüğü'nün 10 yıllık dolar cinsinden Eurobond faiz oranları 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 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.

Diğer varsayımlar ve hesaplama detayları aşağıda yer almaktadır.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
İş Kuleleri Kule-2 Kat:12
4. Levent 34330 Beşiktaş, İSTANBUL
Tel: 0 212 350 20 00 Fax: 0 212 350 20 01
Boğaziçi Kurumlar V. D. 481 009 6394

Tablo 24 Sermaye Maliyeti Hesaplaması

	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Risksiz Faiz Oranı (RFO)	%16	%15	%14	%13	%12
Borç Oranı	%10	%10	%10	%10	%10
Sermaye Betası	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Piyasa Risk Primi (PRP)	%6	%6	%6	%6	%6
Sermaye Maliyeti	22,5%	21,0%	20,5%	19,5%	18,5%
Vergi Oranı	%9,4	%6,6	%9,0	%9,0	%8,9
Borç Maliyeti (Vergi Sonrası)	%16,3	%15,4	%14,6	%13,7	%12,7
AOSM	%21,9	%20,4	%19,9	%18,9	%17,9

Net Borç Hesaplaması**Tablo 25 Net Borç Tablosu (2020)**

mn TL	2020
Banka kredileri	1,3
İlişkili taraflara ticari olmayan borçlar	1,5
Toplam finansal borçlar	2,8
Nakit ve nakit benzerleri, finansal yatırımlar, ilişkili taraflardan diğer (finansal) alacaklar (-)	-17,8
Net finansal borç	-15,0

İNA Analizi Sonuçları

İNA analizi gerçekleştirilirken, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel ve makroekonomik beklentiler dikkate alınmıştır. Bununla birlikte İzahname'de yer verilen risklerin Şirket'in faaliyetlerinin sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği, Şirket'in yönetimi ve kilit kadrosunda faaliyetlere olumsuz etki edecek bir değişiklik olmayacağı ve Türkiye ve Dünya ekonomilerinde Şirket faaliyetlerini olumsuz etkileyecek dalgalanmalar olmayacağı varsayılmıştır.

İNAA projeksiyonları geleceğe dönük bir taahhüt anlamına gelmemekte olup, birçok parametreye bağlıdır. Projeksiyonlarda meydana gelen değişiklikler farklı özsermaye ve paybaşına değerleri ile sonuçlanabilir.

Uç Değer Hesabı

Uç değer hesabında kullanılan büyüme oranı reel %2'dir.

İNA analizi ile elde edilen projeksiyonlara aşağıda yer verilmiştir.


İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 İş Kuleleri Kule-2 Kat: 12
 4. Levent 34330 Beşiktaş, İSTANBUL
 Tel: 0 212 350 20 00 Fax: 0 212 350 20 01
 Boğaziçi Kurumlar V. D. 481 009 6394

Tablo 26 İNA Analizi Sonuçları

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
Net Borç					-15
Özsermaye Değeri (mn TL)					1.212

İNA Analizi'nde görüldüğü üzere, ATP için 2022 yılından itibaren hızlı bir büyüme süreci başlamakta ve bu sürecin karlılık üzerinde de pozitif etkisi olmaktadır. Şirket, halka arz geliri ile birlikte bu büyüme dönemini daha erkene çekmeyi hedeflemekle, ve bu beklentinin değere etkisi pozitif olmakla beraber, daha muhafazakar bir yaklaşım sergilemek adına bu beklentiler hesaplama dahil edilmemiştir. Bu yaklaşımın sonucu olarak 2021 yılındaki FAVÖK beklentisi, 2020 yılına yakın bir düzeyde olmuştur.

Tablo 27 İNA Analizi – Hassasiyet Çalışması

	ÖZSERMAYE DEĞ. (TL)	Büyüme Oranı		
		%11,0	%11,5	%12,0
AOSM	%22,9	1.121	1.202	1.297
	%21,9	1.130	1.212	1.308
	%20,9	1.140	1.222	1.318

İNA analizi sonucu bulunan özsermaye değeri 1.212 mn TL olarak kabul edilmiştir.


 İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 4. Levent 34330 Beşiktaş, İSTANBUL
 Tel: 0 212 350 20 00 Fax: 0 212 350 20 01
 Boğaziçi Kurumlar V. D. 481 009 6394

4.2.Çarpan Analizi Yöntemi

Bu yöntemde şirket değeri, sermaye piyasalarında rayiç değeri oluşmuş olan benzer şirketlerin ilgili çarpanlarının değerlemeye konu olan şirketin ilgili verileriyle çarpılmasıyla hesaplanmaktadır.

Avantajları: Şirket değeri piyasada işlem gören güncel şirket değerlerine göre hesaplanmaktadır. Dolayısıyla yatırımcıların şirketler için öngördüğü değerler ön plandadır. Şirket satın alınırken kullanılan en uygun metotlardan biridir.

Dezavantajları: Şirketlerin geleceğine ilişkin beklentiler bu değerlendirme içerisinde tam olarak yer almadığı için ilgili risk ve beklentiler varsayılmamaktadır.

Çarpan Yöntemi'nde genelde bir değer "aralığı" belirlenir.

Çarpan analizinde en çok kullanılan çarpanlar aşağıdaki gibidir:

- FD/Satışlar (Firma Değeri Satışlar Oranı)
- FD/FAVÖK (Firma Değeri FAVÖK Oranı)
- F/K (Fiyat Kazanç Oranı)
- PD/DD (Piyasa Değeri/Defter Değeri)

4.2.1. ATP için Çarpan Analizi Çalışması

Çarpan Analizi Çalışması için hem Türkiye hem Dünya borsalarında benzer işlem gören şirketler incelenmiş, ana iş kolları ATP ile benzerlik gösteren şirketler baz alınarak bir değerlendirme çalışması yapılmıştır. Değerlemeye konu şirket listesi aşağıdadır:

Tablo 28 ATP Benzer Şirket Listesi – Türkiye

Şirket	Piyasa Değeri (mn \$)	Açıklama
ARD Grup BilişimTehnolojileri	161	Şirket savunma, medikal, danışmanlık, inşaat ve enerji sektörlerine bilgi teknolojileri hizmetleri sunmaktadır. ARD Grup Bilişim Teknolojileri müşterilerine dünya çapında hizmet vermektedir.
Fonet Bilgi Teknolojileri	69	Şirket hastane bilgi yönetim sistemleri için uygulama geliştirme, teknik destek, sistem entegrasyonu ve eğitim gibi bilgi teknolojileri çözümleri sunmaktadır. Şirket teknoloji altyapısının, ağ, mobil cihazlar, yönetim sistemleri ve mali işlemler konularında odaklanmaktadır.
Kafein Yazılım Hizmetleri	68	Şirket uygulama geliştirme hizmetlerinin yanı sıra veri analizi, veri madenciliği, ve arşivleme hizmetleri çözümleri üretmektedir. Kafein Yazılım Hizmetleri Ticaret Türkiye'de faaliyet göstermektedir.
Link Bilgisayar Sistemler	50	Şirket, satış, pazarlama, satın alma, stok ve depo-yönetimi, cari hesaplar, finans, muhasebe, üretim, bütçe planlama, insan kaynakları ve duran varlıklar operasyonları izlemek için uygulamalar ve yazılım çözümleri geliştirmektedir.
Logo Yazılım	493	Şirket kurumsal kaynak planlama (ERP) yazılımları geliştirmekte ve pazarlamaktadır. Türkiye ve Almanya'da ofis bilgi işlem ve medya hizmetleri sağlamaktadır.
Matriks Bilgi Dağıtım	94	Şirket'in ana faaliyet alanı Türkiye ve dünya finans piyasalarında oluşan verilerin ve bu piyasalarla ilgili haber ve yorumların müşterilerine analiz imkanıyla birlikte anlık olarak sunulması ve bu piyasalara yönelik işlem platformları, emir ve risk yönetim sistemleri başta olmak üzere teknolojik çözümlerin geliştirilmesi ve bunlara ilişkin hizmetlerin sağlanmasıdır.

Kaynak: Bloomberg, Şirket websiteleri, Piyasa Değerleri 7 Mayıs 2021 itibarıyla

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLERİ A.Ş.
 İş Kuralları Kule-2 Kat.
 4. Levent 34330 Beşiktaş, İSTANBUL
 Tel: 0 212 350 20 00 Fax: 0 212 350 20 01
 Boğaziçi Kurumlar V. D. 481 009 6394

Tablo 29 ATP Benzer Şirket Listesi - Yurtdışı

Şirket	Ülke	Piyasa Değeri (mn \$)	Açıklama
Tecnotree	Finlandiya	264	Şirket telekomünikasyon sistemleri geliştirmekte ve pazarlamaktadır. Ürün yelpazesi mesajlaşma sistemlerini, kablosuz internet çözümlerini, akıllı ağırları ve geniş alan çağrı sistemlerini içerir. Ürünlerini dünya çapındaki kendi organizasyonu yoluyla ve küresel ve yerel ortakları aracılığıyla telefon operatör ve servis sağlayıcılarına satmaktadır.
Fortnox	İsveç	2.924	Şirket, muhasebe, defter tutma, bordro ve faturalandırma dahil ofis uygulamaları için internet tabanlı iş yazılım programları sağlamaktadır.
Beijing Zznodetech	Çin	330	Şirket yazılım geliştirme, sistem entegrasyonu, ağ sistemi bakımı benzeri çeşitli bilgi teknolojisi hizmetleri sunmaktadır. Şirket Çin genelinde servis sağlamaktadır.
Iar Systems Group	İsveç	241	Şirket dünya çapında firmalara geleceğe yönelik yazılım araçları ve hizmetleri sağlamaktadır.
Microlink Solutions	Malezya	150	Şirket bankacılık sektörü için uygulamalar geliştirmekte ve pazarlamaktadır.
Sopra	Fransa	3.820	Şirket dünya çapında, havacılık, hükümet, finans, sigorta, enerji, yardımcı programları, telekom, seyahat ve ulaşım sektörlerine; stratejik danışmanlık, analitik, bulut, veri merkezi, nesnelerin interneti, ağ ve güvenlik çözümleri hizmetleri vermektedir.
SAP	Almanya	174.115	SAP çok uluslu bir yazılım firmasıdır. Şirket e-iş ve kurumsal yönetim yazılımı, benzeri kurumsal kullanım için yazılım geliştirir ve eğitim hizmetleri sağlar. SAP, dünya çapında ürünlerini ve hizmetlerini pazarlamaktadır.
Oracle	ABD	231.836	Şirket, veri tabanları ve ilişkisel sunucular, uygulama geliştirme, karar destek araçları ve kurumsal iş uygulamaları üzerine kurumsal bilgi yönetimi için yazılım üretmektedir. Şirket'in uygulamaları, ağ bilgisayarları, kişisel dijital asistanlar, set üstü cihazlar, kişisel bilgisayarlar, iş istasyonları, minibilgisayarlar, ana bilgisayarlara ve güçlü paralel bilgisayarlarda çalıştırılmaktadır.
Salesforce	ABD	199.663	Şirket, kurumsal yazılımlar tasarlamakta ve geliştirmektedir. Şirket, müşterilere ve geliştiricilere iş uygulamaları oluşturup çalıştırmanın yanı sıra müşterilerini, satışlarını ve operasyonel verilerini yönetmeleri için bir teknoloji platformu sağlayan işletmelere bir müşteri ilişkileri yönetimi hizmeti sağlar. Şirket dünya çapında müşterilerine hizmet vermektedir.
Fidelity National Info Serv	ABD	94.005	Şirket bir ödeme hizmetleri sağlayıcısıdır. Şirket finans kurumları ve satıcılara kredi ve banka kartı işlemleri, elektronik bankacılık, çek risk yönetimi, çek bozdurma ve kart işleme servisleri sağlar.
Intelligent Systems	ABD	331	Intelligent Systems Corporation, teknoloji segmentindeki operasyonlar, ticari müşteriler ve devlet kurumları tarafından operasyon yönetimi için kullanılan uygulama yazılımı ürünlerinin tasarımını, geliştirilmesini ve pazarlamasını yapar.
Asseco Business Solutions	Polonya	324	Asseco Business Solutions S.A. işletmelere IT çözümleri sunmaktadır. Şirket'in ERP ve İK sistemlerinin, mobil SFA uygulamalar ve faktoring sistemlerinin uygulanması konusunda uzmanlığı bulunmaktadır.
Douzone Bizon	Güney Kore	2.287	Şirket e-iş çözümleri, stratejik kurumsal yönetimi, iş süreci yönetimi ve kurumsal pazar yönetimi alanlarında bilgisayar programları üretmekte ve pazarlamaktadır.
Microsoft	ABD	1.901.421	Microsoft Corporation, yazılım ürünleri geliştirir, üretir, lisanslar satar ve destekler. Şirket, işletim sistemi yazılımları, sunucu uygulama yazılımları, iş ve tüketici uygulamaları yazılımları, yazılım geliştirme araçları ve İnternet ve İnternet yazılımları sunmaktadır. Microsoft ayrıca video oyun konsolları ve dijital müzik eğlence cihazları geliştirmektedir.
Comarch	Polonya	495	Şirket, modern bilgi sistemleri tasarlar, geliştirir ve sunar. Şirketin sistemleri yazılım, bilgisayar ve ağ donanımını içerir. Şirket, uygulama, eğitim ve işletme hizmetleri sunmaktadır. Şirket, müşterilerine bankacılık ve finans, telekomünikasyon, üretim ve hizmet ve elektronik ticaret alanlarında hizmet vermektedir.
Intuit	ABD	109.821	Şirket, küçük ve orta ölçekli işletmeler, finans kurumları, tüketiciler ve muhasebe profesyonelleri için iş ve finans yönetimi yazılım çözümleri geliştirir ve pazarlar. Şirket, küçük işletme yönetimi ve bordro işlemleri, kişisel finans ve vergi hazırlama ve dosyalama için yazılım sağlamaktadır.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

İş Kuleleri Kule-2 Kat: 10

4. Levent 34330 Beşiktaş-İSTANBUL

Tel: 0 212 350 20 00 Fax: 0 212 350 20 01

Boğaziçi Kurumlar V. D. 481 009 6394

Şirket	Ülke	Piyasa Değeri (mn \$)	Açıklama
Sage Group	Britanya	9.588	Şirket bir yazılım yayıncılık şirkettir. Kişisel bilgisayar sistemleri için muhasebe ve bordro yazılımları geliştirir, yayınlar ve dağıtır. Bağlı kuruluşları aracılığıyla Sage ayrıca, bilgisayar formları, yazılım destek sözleşmeleri, program yükseltmeleri ve eğitim dahil olmak üzere ilgili ürün ve hizmetleri için bir pazar sağlayan kayıtlı bir kullanıcı veri tabanına sahiptir.
Totvs	Brezilya	3.761	Şirket, yazılım çözümleri geliştirir ve pazarlar. Şirketin yazılım çözümleri, kurumsal kaynak planlama yazılımı, müşteri ilişkileri yönetimi yazılımı ve tedarik zinciri yönetimi yazılımlarını içermektedir.

Kaynak: Bloomberg, Şirket websiteleri, Piyasa Değerleri 7 Mayıs 2021 itibarıyla

ATP'nin 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 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.

Değerlemede kullanılan son finansal dönem ve tahmini veriler aşağıda yer almaktadır.

Tablo 30 ATP Veriler (Azınlık Payı Hariç)

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

2020 bilançosuna göre Şirket'in net borcu bulunmayıp, net nakit pozisyonu 15 mn TL'dir.

Tablo 31 Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanları - Türkiye

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	27,0	m.d.
ortalama	20,6	13,6

*Uç Değer olması sebebi ile ortalamaya dahil edilmemiştir

Kaynak: İş Yatırım, 7 Mayıs 2021 itibarıyla

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 İş Kuleleri Kule-2 Kat:12
 4. Levent 34330 Beşiktaş, İSTANBUL
 Tel: 0 212 350 20 00 Fax: 0 212 350 20 01
 Boğaziçi Kurumlar V. D. 481 009 6394

Tablo 32 Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanları - Yurtdışı

Şirket	FD/FAVÖK	
	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	58,0	31,5
Fidelity National Info Serv	25,2	18,4
Intelligent Systems	20,9	18,5
Asseco Business Solutions	11,2	10,4
Douzone Bizon	29,0	22,9
Microsoft	27,4	23,3
Comarch	6,4	6,5
Intuit	45,0	33,8
Sage Group	14,2	17,1
Totvs	-	27,1
ortalama	24,9	24,7

Kaynak: Bloomberg, 7 Mayıs 2021 itibariyle, Uç Değerler ortalamaya dahil edilmemiştir.

Tablo 33 Benzer Şirketler F/K Çarpanları - Türkiye

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

*Uç Değer olması sebebi ile ortalamaya dahil edilmemiştir

Kaynak: İş Yatırım, 7 Mayıs 2021 itibariyle

Tablo 34 Benzer Şirketler F/K Çarpanları - Yurtdışı

Şirket	F/K	
	2020	2021T
Tecnotree	17,1	12,5
Fortnox	131	97,2
Beijing Znode 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
Asseco 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	48,1
Sage Group	24,3	27,0
Totvs	-	51,8
ortalama	34,5	28,2

Kaynak: Bloomberg, 7 Mayıs 2021 itibariyle, Uç Değerler ortalamaya dahil edilmemiştir.

Bu çarpanlar doğrultusunda her bir yıl için, FD/FAVÖK ve F/K çarpanı ile hesaplanan özsermaye değerinin ortalaması alınıp, o yıla ait hesaplanan özsermaye değeri bulunmuştur.

İNA Analizi'nde de görüldüğü üzere, Şirket 2021 yılında 2020 yılına benzer bir performans sergileyecek olup, yatırımlarının sonuçlarını takip eden yıllarda almaya başlayacak olup, bu dönemden itibaren hem FAVÖK hem net kar rakamlarında kayda değer büyüme oranları sergileyecektir. Yazılım sektörü varlık-yoğun yatırım gerektirmeyen bir sektör olduğu için, yüksek büyüme oranlarının kısa sürede gerçekleştirilebildiği bir sektör olmasına rağmen, bu yüksek performans dönemi gelecekte başlayacağı ve kesinlik taşımadığı için, çarpanlara göre özsermaye değeri hesaplanırken, 2020 yılı çarpanları kullanılarak hesaplanan özsermaye değerine 2021 yılına kıyasla daha yüksek bir ağırlık verilmesi öngörülmüştür.

Tablo 35 ATP FD/FAVÖK ve F/K Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesaplaması

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

Şirket'in 2020 yılında elde ettiği cironun %51'i Türkiye'deki faaliyetlerinden, %49'u ise yurtdışındaki faaliyetlerinden elde edilmiş olup, bu ciro dağılımını ileriye döneminde de

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
İş Kuleleri Kule-2 Kat: 5
4. Levent 34330 Beşiktaş, İSTANBUL
Tel: 0 212 350 20 00 Fax: 0 212 350 20 01
Boğaziçi Kurumlar V. D. 481 009 6394

benzer şekilde devam etmesi hedeflenmektedir. Bu ciro dağılımı gözönüne alınarak, çarpan analizi yöntemi sonucu belirlenirken, Türkiye ve yurtdışı çarpanlarına eşit ağırlık verilmiştir.

Tablo 36 Çarpan Analizi Yöntemi Sonuçları

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

5. Sonuçlar ve Görüş

Yukarıda açıklanan yöntemler doğrultusunda, ATP için belirlenen değer sonuçları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 37 Değerleme Yöntemleri Sonuçları

mn TL	Hesaplanan Özsermaye Değeri	Ağırlık	Özsermaye Değerine Katkısı
İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi	1.212	%50	606
Piyasa Değeri Yöntemi	919	%50	460
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		1.066	

Yukarıdaki tabloda özetlenen ağırlıklandırma sonucu, Şirket'in halka arz öncesi özsermaye değeri **1.066 mn TL** olarak hesaplanmaktadır. Halka arz öncesi taban ve tavan fiyattan hesaplanan iskonto oranları aşağıda gösterilmektedir.

Tablo 38 Değerleme Sonucu

TL	Sonuç
Nominal Sermaye	30.000.000
Hesaplanan Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri	1.065.695.366
Halka Arz İskontosu Öncesi Pay Değeri	35,5
Halka Arz İskonto Oranı	%32,4
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri	720.000.000
Halka Arz Fiyatı (TL/pay)	24,0

Önceki bölümlerde açıklanan yöntemler doğrultusunda hesaplanan özsermaye değeri dikkate alındığında, halka arz fiyatı (**24,0 TL**) üzerinden %32,4 oranında halka arz öncesi iskonto oranı hesaplanmaktadır.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 İş Kurumları Kule 2 Kat: 12
 Akmerkez 34330 Beşiktaş, İSTANBUL
 Tel: 0 212 350 20 00 Fax: 0 212 350 20 01
 Boğaziçi Kurumlar V. D. 481 009 6394

6. Ekler

Ek: Sorumluluk beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞI'NA

Eskişehir Yolu 8. Km No: 156

06530 Ankara

12 Mayıs 2021

Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. Maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
İş Kuleleri Kule-2 Kat: 12
4. Levent 34330 Beşiktaş, İSTANBUL
Tel: 0 212 350 20 00 Fax: 0 212 350 20 01
Boğaziçi Kurumlar V. D. 481 009 6394
İdil Er Kurucu Müdür Yardımcısı
Mehmet GORBAN Director

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
İş Kuleleri Kule-2 Kat: 12
4. Levent 34330 Beşiktaş, İSTANBUL
Tel: 0 212 350 20 00 Fax: 0 212 350 20 01
Boğaziçi Kurumlar V. D. 481 009 6394