

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan ATP Ticari Bilgisayar Ağı ve Elektrik Güç Kaynakları Üretim Pazarlama ve Ticaret A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

ATP Ticari Bilgisayar Ağı ve Elektrik Güç Kaynakları Üretim Paz. ve Tic. A.Ş. Halka Arz Bilgileri

ATP Ticari Bilgisayar Ağı ve Elektrik Güç Kaynakları Üretim Pazarlama ve Ticaret A.Ş.	
Borsa Kodu	ATATP
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Tahsisatlar	Yurt İçi Bireysel : %70 Yurt İçi Kurumsal : %20 Yurt Dışı Kurumsal : %10
Kote Olunacak Pazar	Ana Pazar
Talep Toplama Tarihleri	27-28 Mayıs 2021
Halka Arz Öncesi Sermaye	30.000.000 TL
Sermaye Artırımı	7.500.000 TL
Ortak Satışı	0 TL
Ek Satış	0 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	37.500.000 TL
Halka Açıklık Oranı	20,00%
Talep Toplama Fiyatı	24,00 TL
Halka Arz Büyüklüğü	180.000.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	720.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	900.000.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2020	26,97
FD/FAVÖK 2020	14,39
PD/DD 2020	15,40

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2020	33,72
FD/FAVÖK 2020	14,39
PD/DD 2020	3,97

Özet Bilgi

- 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.
- **Tradesoft** (Finans Sektörü ve Sermaye Piyasalarına Yönelik Faaliyetler): 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.
- **Zenia** (Konuk Ağırılama Sektörüne Yönelik Faaliyetler): ATP'nin, konuk ağırılama sektörüne yönelik faaliyetlerin/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 ağırılama 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 ağırılama 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 itibari ile 2.601 restoranda kullanılmaktadır. 2.601 restoranın 2.000 tanesi TFI'nın restoranlarından oluşmakta olup, 601 tanesi TFI dışındaki müşterilerden meydana gelmektedir.
- 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.
- Hero çözümleri için Asya Pasifik pazarının büyük potansiyelini de değerlendiren ATP, 2020 senesinde Shanghai merkezli TS China'nın %51 hissesini satın almıştır.
- **ATP Digital** (Diğer Sektörlere Yönelik Bilgi Teknolojileri Hizmetleri): Orta ve orta üstü büyüklükteki kurumsal şirketlerin dijital dönüşümlerine odaklanmaktadır. 2020 yılsonu itibarıyla, Türkiye'nin

önemli şirketlerinden olan Turkcell, Aspen Yapı ve Zemin, Yapı Kredi Portföy, Polat Holding, Terminal Yapı ve İş GYO gibi şirketler ATP Digital'in 60 müşterisi arasındadır. Şirket'in müşterilerinin 9'u üretim, 8'i konuk ağırlama, 5'i finans, 5'i gayrimenkul, 4'ü danışmanlık sektöründe ve 29 tanesi diğer çeşitli sektörlerde faaliyet göstermektedir.

- ATP Digital'in 447 tane dijital dönüşüm projesi bulunmaktadır. Şirket müşterilerine danışmanlık hizmetleri sunmakta, analiz servisleri ve gerek duyulan yazılımları geliştirmekte, çözüm ve ürünler oluşturmakta ve tüm bu yazılım, hizmet ve ürünlerin pazarlama ve satışını gerçekleştirmektedir.
- Şirket ayrıca, üçüncü taraf ürün ve çözümlerle entegrasyonları gerçekleştirmekte, yazılım kullanım platformları için gerekli yazılım lisanslarını müşterileri adına üçüncü taraflardan tedarik etmekte, yazılım kurulumlarını desteklemekte, müşterilerinin destek ihtiyaçlarına ve ek taleplerine cevap vermekte, Ar- Ge çalışmaları yürüterek ileriki dönemlerde kullanılacak teknolojiler üzerinde çalışmaktadır.

Halka Arz Gelirinin Kullanım Yeri

- %23,3 'ü ArGe yatırımlarının ölçeğinin artırılması ve aktif projelerin hızlandırılması
- %28'i ATP Zenia markasının global pazarlarda açılım yapısının planlar doğrultusunda oluşturulması
- %11,2'si ATP Zenia markasının global pazarlama faaliyetlerinin gerçekleştirilmesi
- %21,2'si ATP global açılımını ve satışlarını destekleyen teknoloji araçlarını, altyapıyı ve bulut sistemlerinin ölçeklendirilmesi
- %3,8'i Şirket büyümesini destekleyen fiziksel ortamların oluşturulması
- %3,6'sı Şirket'in, Tradesoft China IT LTD firmasının %51'in alımının borcunun ödenmesi
- %8,9'u Şirket'in İşletme Sermayesinin güçlendirilmesi

Ortaklık Yapısı

ATP Ortaklık Yapısı		Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
Hissedar	Grubu	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı
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%
Halka Açık Kısım	B		0,00%	7.500.000	20,00%
Toplam		30.000.000	100,0%	37.500.000	100,0%

Mali Tablolar

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

KAYNAKLAR	2018	2019	2020
Kısa Vadeli Yükümlülükler	32.494.590	68.787.447	101.836.814
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	772.942	1.189.694	1.326.559
Ticari Borçlar	23.298.765	52.340.925	57.076.205
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	22.641.894	52.114.425	56.395.829
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	656.871	226.500	680.376
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1.160.813	1.646.044	7.873.106
Diğer Borçlar	3.107.731	9.535.455	26.252.234
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	1.686.575	3.803.424	13.063.807
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	1.421.156	5.732.031	13.188.427
Ertelenmiş Gelirler	264.784	585.884	3.240.135
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ertelenmiş Gelirler</i>	264.784	585.884	3.240.135
Kısa Vadeli Karşılıklar	3.889.555	3.489.445	6.068.575
<i>Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	2.821.327	2.153.364	4.637.267
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Kar.</i>	1.068.228	1.336.081	1.431.308
Uzun Vadeli Yükümlülükler	8.170.792	10.400.208	17.876.005
Uzun Vadeli Borçlanmalar	3.052.103	2.640.082	1.482.650
Ticari Borçlar	3.161.830	4.930.316	3.795.750
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	3.161.830	4.930.316	3.795.750
Diğer Borçlar	587.093	888.942	8.452.171
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	587.093	888.942	8.452.171
Ertelenmiş Gelirler	8838		1.839.572
Uzun Vadeli Karşılıklar	1.360.928	1.940.868	2.305.862
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Kar.</i>	1.360.928	1.940.868	2.305.862
ÖZKAYNAKLAR	28.425.603	48.576.450	46.749.150
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	22.433.513	37.336.299	40.659.429
Ödenmiş Sermaye	4.000.000	4.000.000	4.000.000
Kar veya Zar. Yen. Sınıflandırılma. Bir. Diğ. Kap. Gel. veya Gid.	-411.162	-546.306	-553.620
Kar veya Zar.Yen. Sınıf. Bir. Diğ. Kap. Gel. veya Gid.		-3.305	294.870
Ortak Kont. Tabi Teşebbüs ve İşlet. İç. Bir. Etkisi			-23.661.719
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	51.471	51.471	51.471
Geçmiş Yıllar Kar/(Zararları)	11.420.288	18.793.204	33.834.439
Net Dönem Karı/(Zararı)	7.372.916	15.041.235	26.693.988
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	5.992.090	11.240.151	6.089.721
TOPLAM KAYNAKLAR	69.090.985	127.764.105	166.461.969

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

ATP Gelir Tablosu			
TL	2018	2019	2020
Hasılat	142.147.706	175.485.875	211.573.794
Yıllık Değişim		23,5%	20,6%
Satışların Maliyeti	-103.105.014	-121.701.702	-126.105.605
Yıllık Değişim		18,0%	3,6%
BRÜT KAR/(ZARAR)	39.042.692	53.784.173	85.468.189
Yıllık Değişim		37,8%	58,9%
Brüt Kar Marjı	27,5%	30,6%	40,4%
Genel Yönetim Giderleri	-13.559.472	-18.780.319	-31.241.010
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-7.819.587	-10.804.700	-13.685.928
FAALİYET KARI	17.663.633	24.199.154	40.541.251
Yıllık Değişim		37,0%	67,5%
Faaliyet Kar Marjı	12,4%	13,8%	19,2%
Amortisman	3.274.617	4.836.251	12.343.234
FAVÖK1	20.938.250	29.035.405	52.884.485
Yıllık Değişim		38,7%	82,1%
FAVÖK1 Marjı	14,7%	16,5%	25,0%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	14.604.274	8.715.646	26.775.186
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-18.622.218	-4.963.068	-23.864.308
ESAS FAALİYET KAR/(ZARARI)	13.645.689	27.951.732	43.452.129
Yıllık Değişim		104,8%	55,5%
FAVÖK2	16.920.306	32.787.983	55.795.363
Yıllık Değişim		93,8%	70,2%
FAVÖK2 Marjı	11,9%	18,7%	26,4%
FİNANSMAN GELİR GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI	13.645.689	27.951.732	43.452.129
Finansman Gelirleri	942.475	1.773.482	3.544.404
Finansman Giderleri	-1.219.204	-1.024.909	-2.839.298
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI/	13.368.960	28.700.305	44.157.235
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri/(Gideri)	-1.405.086	-4.025.244	-7.785.089
Dönem Vergi Geliri/(Gideri)	-1.620.861	-4.080.856	-8.284.777
Ertelenmiş Vergi Geliri/(Gideri)	215.775	55.612	499.688
DÖNEM KARI/(ZARARI)	11.963.874	24.675.061	36.372.146
Ana Ortaklık Karı	7.372.916	15.041.235	26.693.988

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Değerleme

- İş Yatırım, ATP'nin halka arz fiyatının tespitinde indirgenmiş Nakit Akımı ve Çarpan metodunu kullanmış olup, her iki yöntem de eşit ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. ATP özelinde yönetimin beklentilerini yansıtmaması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerelecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.
- İş Yatırım tarafından ATP'nin halka arz fiyatının belirlenmesinde, yurt içi ve yurt dışında ana iş kolları ATP ile benzerlik gösteren şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanlarının ortalamaları kullanılmıştır. FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının kullanılmasını makul bulmakla birlikte muhafazakâr tarafta kalmak açısından çarpanların medyan değerlerinin kullanılması gerektiği kanaatindeyiz.
- İş Yatırım, Şirket'in 2020 yılı ve 2021 tahmini FAVÖK değerini çarpan analizinde kullanmıştır.

Yurt İçi Benzer Şirket Çarpan Analizi

- ATP'nin yurt içi çarpan analizinde, BİST içerisinde Şirket'e benze alanlarda faaliyet gösteren 6 şirket incelenmiştir. Uç değerler ortalamaya dahil edilmemiş olup 2020 için 20,6 ve 2021T için 13,6 FD/FAVÖK, 2020 için 25,7 ve 2021T için 17,4 F/K çarpanları ile hesaplama yapılmıştır.

Yurt İçi Benzer Şirketler	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: Fiyat Tespit Raporu

Yurt İçi Benzer Şirketler	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: Fiyat Tespit Raporu

- Yurt içi benzer şirket çarpan değeri hesaplanırken 2020 yılı değerine %60 ve 2021T değerine %40 ağırlık verilmiştir.

Yurt İçi (mn TL)	2020	2021T
Hesaplanan Özsermaye Değeri	859	619
Ağırlık	60%	40%
Ortalama (Ağırlıklı)		763

Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpan Analizi

- ATP ile benzer olduğuna kanaat getirilerek 18 şirket seçilmiştir. Seçilen şirketlerin çarpanlarında uç değerler ortalama dahil edilmemiş olup 2020 için 24,9 ve 2021T için 24,7 FD/FAVÖK, 2020 için 34,5 ve 2021T için 28,2 F/K çarpanları ile hesaplama yapılmıştır.

Yurt Dışı Benzer Şirketler	FD/FAVÖK		Yurt Dışı Benzer Şirketler	F/K	
	2020	2021T		2020	2021T
Tecnotree	11,6	8,7	Tecnotree	17,1	12,5
Fortnox	80,9	60,9	Fortnox	131	97,2
Beijing Zznod Technologie	23,2	-	Beijing Zznod Technologie	34,2	-
Iar Systems Group	16,7	12,6	Iar Systems Group	37,3	26
Microlink Solutions	32,0	-	Microlink Solutions	60,4	-
Sopra	10,8	7,7	Sopra	31,3	14,8
SAP	18,9	16,8	SAP	29,6	25,4
Oracle	15,2	13,1	Oracle	22,9	17,1
Salesforce	58,0	31,5	Salesforce	a.d	46,3
Fidelity National Info Serv	25,2	18,4	Fidelity National Info Serv	a.d	23,3
Intelligent Systems	20,9	18,5	Intelligent Systems	40,5	28,9
Asseco Business Solutions	11,2	10,4	Asseco Business Solutions	16,5	15,3
Douzone Bizon	29,0	22,9	Douzone Bizon	50,1	38,7
Microsoft	27,4	23,3	Microsoft	42,9	32,4
Comarch	6,4	6,5	Comarch	16,2	15,8
Intuit	45,0	33,8	Intuit	60,7	48,1
Sage Group	14,2	17,1	Sage Group	24,3	27,0
Totvs	-	27,1	Totvs	-	51,8
Ortalama	24,9	24,7	Ortalama	34,5	28,2

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Yurt dışı benzer şirket çarpan değeri hesaplanırken 2020 yılı değerine %60 ve 2021T değerine %40 ağırlık verilmiştir.

Yurt dışı (mn TL)	2020	2021T
Hesaplanan Özsermaye Değeri	1.084	1.062
Ağırlık	60%	40%
Ortalama (Ağırlıklı)	1.075	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Çarpan Analizi Sonucu

- Sonuç olarak İş Yatırım, ATP'nin çarpan değerini hesaplarken yurt içi ve yurt dışı benzer şirket çarpan değerlerini eşit ağırlıklandırarak 919 milyon TL piyasa değerine ulaşmıştır.

Çarpan Analizi Sonucu (mn TL)	Hesaplanan Değer	Ağırlık
Yurt içi	763	50%
Yurt dışı	1.075	50%
Sonuç	919	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve Şirket yönetiminin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2021-2025 yılları için projekte edilmiştir.
- **Satışlar:** 2021-2025 yılları arası Şirket'in satış gelirleri projeksiyonları oluşturulurken ilk önce net satış rakamları tahmin edilmiştir. Bunun için Şirket'in 3 ana faaliyet kolu için ayrı bir tahmin çalışması yapılmıştır.
- Tradesoft net gelirleri 2021 yılında Şirket projeksiyonu doğrultusunda (mevcut yatırımların yapıldığı göz önüne 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 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.
- Şirket'in mevcut durumda uyguladığı fiyatlar projeksiyon dönemi için de baz oluşturmuştur. 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.
- ATP Digital gelirleri ATP Digital - Diğer ve ATP Digital - İTS olmak üzere 2 ana segmentte tahmin edilmiştir. Bu kalemler proje bazlı olduğu için, tahmin edilirken Şirket'in büyüme tahminleri kullanılmıştır.
- Bu varsayımlar sonrasında satış gelirlerinin 2021 yılında %20, 2022 yılında %39, 2023 yılında %30,2024 yılında %26 ve 2025 yılında %23 büyüyeceği öngörülmüştür.
- **Faaliyet Giderleri:** Şirket'in gider kalemleri tahmin edilirken, satış tahminlerine paralel bir çalışma yapılmıştır. Her bir iş kolu bazında kalemler seçilmiş ve bu kalemler Tradesoft ve ATP Digital için enflasyon oranı kullanılarak artırılmıştır.
- **İşletme Sermayesi:** Şirket'in özel bağımsız denetim raporunun bilanço ve gelir tablosu tutarlarına göre son 3 yıl ve 9 aylık ortalama tahsilat, ortalama stokta kalma ve ortalama borç süreleri incelenmiştir. Son dönemi daha iyi yansıması açısından 2020 9 aylık dönemin gün sayılarına yakın gün sayıları 2020 yılı için kullanılırken sonrasında ticari alacak ve ticari borç günlerinde ufak iyileşmeler öngörülmüştür. Son 3 yıl ortalamaları göz önünde bulundurulduğunda öngörülerin iyimser olduğunu düşünmekte olup muhafazakar tarafta kalma açısından son 3 yıl ortalamalarının kullanılmasının daha doğru olacağı kanaatindeyiz.
- 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 kalacağı, stok devir hızı ve ticari borç ödeme gün sayısının da

projeksiyon dönemi boyunca 2018- 2020 ortalamalarında kalacağı öngörölmüş olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.

- Bu kalemlere ek olarak net işletme sermayesi içine iki kalem dahil edilmiştir. Diğer kısa vadeli borçlar, 9 milyon TL'si TS China alımından kaynaklı Ata Holding'e olan borçlar olup, her ay 300.000 TL ödeme yapılmaktadır. Geri kalan 5 milyon TL'lik kalemin projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmıştır. Diğer uzun vadeli borçlar ise pandemi döneminde ödemesi ertelenen vergi, harç vb. giderlerden oluşmaktadır.
- **Yatırım Harcamaları:** Şirketin verilerinden faydalanılmıştır. Buna göre yatırım harcamalarının satışlara oranının 2021-2025 yılları arasında %12-13 aralığında olacağı varsayılmış olup tarafımızca makuldür.
- **Kurumlar Vergisi:** 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.
- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlama Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
 - **Risksiz Getiri Oranı:** 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. 2021 yılı için risksiz getiri oranı %16 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
 - **Piyasa risk primi:** %6 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
 - **Beta:** Sermaye Betası için, yine benzer şirketler ortalaması olan 1,1 kullanılmış olup makuldür.
 - **Özsermaye Maliyeti :** %22,5 olarak hesaplanmıştır.
 - **Borçlanma Maliyeti:** Projeksiyon dönemi boyunca borçlanma maliyetinin risksiz faiz oranından belirli bir prim ile (2%) yukarıda olacağı varsayılmıştır.
 - **Borç Oranı:** Şirket'in borçluluk oranını tahmin etmek için Türkiye'de faaliyet gösteren halka açık benzer şirketlerin borçluluk oranı incelenmiştir. 2020 yılı sonu itibariyle bu şirketler için ortalama oranın %7 olduğu görölmüştür. Bu doğrultuda ATP için borçluluk oranı projeksiyon dönemi boyunca %10 olarak kabul edilmiş olup Şirket'in finansal borçlarının, finansal borç ve özkaynak toplamına oranı olan ve tarafımızca %5,67 olarak hesaplanan oranın kullanılmasının daha makul olacağı kanaatindeyiz. AOSM %21,9 olarak hesaplanmıştır.
- **Uç Değer Büyüme Oranı:** %11,5 olarak varsayılmış olup değer üzerinde yükseltici etkisi olduğu kanaatindeyiz.
- Sonuçta İNA'dan şirket için, firma değerine 15 milyon TL net nakit eklenerek 1.212 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.
- Ancak uç değer tarafımızca makul görölen %6 olarak alındığında şirket için İNA'dan hesaplanan piyasa değeri 738 milyon TL'ye gerilemektedir.

Halka Arz Değeri

Değerleme Sonucu (mn TL)	Hesaplanan Değer	Ağırlık
İNA Yöntemi	1.212	50%
Piyasa Değerı Yöntemi	919	50%
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değerı	1.066	

Değerleme Sonucu	TL
Nominal Sermaye	30.000.000
Hesaplanan Özsermaye Değerı	1.065.695.366
Halka Arz İskontosu Öncesi Pay Değerı	35,5
Halka Arz İskonto Oranı	32,4%
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değerı	720.000.000
Halka Arz Fiyatı	24,0

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA'ya ve çarpan analizinden hesaplanan piyasa değerlerine eşit ağırlık verilmiş ve %32,4 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 24 TL halka arz değerı tespit edilmiştir.

BMD Halka Arz Değerı

Değerleme Sonucu (mn TL)	Hesaplanan Değer	Ağırlık
İNA Yöntemi	738	50%
Piyasa Değerı Yöntemi	919	50%
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değerı	829	

Değerleme Sonucu	mn TL
Nominal Sermaye	30
Hesaplanan Özsermaye Değerı	829
Halka Arz İskontosu Öncesi Pay Değerı	27,6
Halka Arz İskonto Oranı	-13,1%
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değerı	720
Halka Arz Fiyatı	24,0

- İNA'da değerı hesaplanırken uç değer %6 olarak kabul edildiğinde şirket değerı 738 milyon TL olarak hesaplanmaktadır. Bu doğrultuda şirketin halka arz fiyatı belirlenirken 738 milyon TL dikkat alındığından şirket için pay başına 27,6 TL fiyat belirlenmektedir. 24 TL olan talep toplama fiyatına göre halka arz iskontosu da %13,1 hesaplanmaktadır.

Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.

- ATP'nin fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. ATP özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- İş Yatırım tarafından ATP'nin halka arz fiyatının belirlenmesinde, yurt içi ve yurt dışında ana iş kolları ATP ile benzerlik gösteren şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanlarının ortalamaları kullanılmıştır. FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının kullanılmasını makul bulmakla birlikte muhafazakâr tarafta kalmak açısından çarpanların medyan değerlerinin kullanılması gerektiği kanaatindeyiz.
- İNA metodunda Şirket yönetiminin beklentileriyle geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2021-2025 yılları için projekte edilmiş olması makuldür.
- Şirket'in borçluluk oranını tahmin etmek için Türkiye'de faaliyet gösteren halka açık benzer şirketlerin borçluluk oranı incelenmiş ve 2020 yılı sonu itibariyle bu şirketler için ortalama oranın %7 olduğu görülmüştür. Bu doğrultuda ATP için borçluluk oranı projeksiyon dönemi boyunca %10 olarak kabul edilmiş olup Şirket'in finansal borçlarının, finansal borç ve özkaynak toplamına oranı olan ve tarafımızca %5,67 olarak hesaplanan oranın kullanılmasının daha makul olacağı kanaatindeyiz. AOSM %21,9 olarak hesaplanmıştır.
- Uç değer büyüme oranı, %11,5 olarak varsayılmış olup değerinde yükseltici etkisi olduğu kanaatindeyiz.
- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken Çarpan Analizi ve İNA'dan hesaplanan piyasa değerlerinin ortalaması alınmış olması tarafımızca makul bulunmaktadır.
- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA'ya ve çarpan analizinden hesaplanan piyasa değerlerine eşit ağırlık verilmiş ve %32,4 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 24 TL halka arz değeri tespit edilmiştir. İNA değeri hesaplanırken uç değer %6 olarak kabul edildiğinde şirket değeri 738 milyon TL olarak hesaplanmaktadır. Bu doğrultuda şirketin halka arz fiyatı belirlenirken İNA değeri 738 milyon TL olarak dikkat alındığında şirket için pay başına 27,6 TL fiyat belirlenmektedir ve 24 TL olan talep toplama fiyatına göre halka arz iskontosu da %13,1 hesaplanmaktadır. Bu bağlamda talep toplam fiyatının makul olduğunu düşünmekle beraber halka arz değeriyle hesaplanan çarpanların, her ne kadar seçilen benzer şirketlerin çarpanlarının ortalamasının yüksek olması ve şirketin büyüme hikayesi nedeniyle hesaplanan İNA değerinin bu çarpana işaret etmesi nedeniyle olsa da, son dönemde yapılan halka arzların tavan seviyesine yakın olmasının değerlendirme üzerinde bir risk unsuru olduğunu değerlendirmekteyiz.

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2020	26,97
FD/FAVÖK 2020	14,39
PD/DD 2020	15,40

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2020	33,72
FD/FAVÖK 2020	14,39
PD/DD 2020	3,97