



**PAPİLON SAVUNMA-GÜVENLİK
SİSTEMLERİ BİLİŞİM MÜHENDİSLİK
HİZMETLERİ İTHALAT İHRACAT
SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ**

"FİYAT TESPİT RAPORU" ANALİZİ

KASIM 2019



İÇİNDEKİLER

I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER	3
II. ŞİRKET BİLGİLERİ	4
III. ŞİRKET'İN FAALİYETLERİ	5
IV. ÖZET FİNANSAL BİLGİLER	9
V. SEKTÖREL GÖRÜNÜM	10
VI. DEĞERLEME	12
VII. GÖRÜŞ	17

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Ziraat Yatırım") tarafından Piramit Menkul Kıymetler A.Ş.'nin ("Piramit Menkul") lider aracı kurum olduğu Papilon Savunma-Güvenlik Sistemleri Bilişim Mühendislik Hizmetleri İthalat İhracat Sanayi ve Ticaret A.Ş. (kısaca "Papilon Savunma" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Piramit Menkul tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin İzahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ziraat Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER

Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	■ 30.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	■ 32.500.000 TL
Halka Arz Miktarı ve Türü	■ 2.500.000 TL nominal - Sermaye Artırımı ■ 5.000.000 TL nominal - Ortak Satışı* ■ 1.875.000 TL nominal - Satışa Hazır Bekletilen Paylar**
Halka Arz Şekli	■ Sabit Fiyatla Borsa'da Satış
Halka Arz Fiyatı	■ 4,40 TL
Halka Arz Büyüklüğü	■ 33.000.000 TL
Halka Arz Oranı	■ %23,08
Halka Arz Lideri	■ Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Aracılık Yöntemi	■ Bakiyeyi Yüklenim
Fiyat İstikrarı	■ Payların Borsa İstanbul A.Ş.'de (kısaca "BİAŞ" veya Borsa İstanbul") işlem görmeye başladığı günden itibaren 30 gün süreyle fiyat istikrarı uygulanması planlanmaktadır. Bu işlem için, her biri 3.300.000 TL olmak üzere Papillon AO ve Günel Sadıgova'nın halka arzdan elde edecekleri net gelirin 6.600.000 TL'si kullanılacaktır.
Taahhütler	■ Şirket, payların BİAŞ'ta işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca dolaşımdaki pay sayısını artırmayacağını taahhüt etmiştir. ■ Ana ortaklardan Papillon AO ve Günel Sadıgova, payların BİAŞ'ta işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca dolaşımdaki pay sayısını artırmayacaklarını taahhüt etmişlerdir.

* Şirket'in 30.000.000 TL nominal tutarındaki mevcut sermayesinde, halka arz eden Papillon AO'nun sahip olduğu 2.500.000 TL ve Günel Sadıgova'nın sahip olduğu 2.500.000 TL nominal değerli kısmı halka arz edilecektir.

** Satışa hazır payların tamamının satılması durumunda Şirket'in sermayesi 34.375.000 TL'ye, halka açıklık oranı da %27,27'e yükselecektir.

II. ŞİRKET BİLGİLERİ

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler "Şirket'in Halka Arz İzahname Seti 'nden ve Papillon Savunma Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

- Papillon Savunma-Güvenlik Sistemleri Bilişim Mühendislik Hizmetleri İthalat İhracat Sanayi ve Ticaret A.Ş. (kısaca "Papillon Savunma" veya "Şirket") 10 bin TL sermaye ile 18 Aralık 2012 tarihinde "Papillon Savunma-Güvenlik Sistemleri Bilişim Mühendislik Hizmetleri İthalat İhracat Sanayi ve Ticaret Limited Şirketi" unvanıyla Ankara'da kurulmuştur. Şirket 6 Aralık 2016 tarihinde nev'i değişikliğiyle anonim şirkete dönüştürülmüş ve bugünkü adını almıştır.
- Şirket bünyesinde Ekim 2019 itibarıyla 53 personel istihdam edilmektedir.
- Şirket'in kuruluşundan günümüze kadar yaşadığı önemli gelişmeler aşağıda yer almaktadır.

PAPİLLON SAVUNMA TARİHSEL GELİŞİM	
2012	Şirket 18.12.2012 tarihinde 10.000 TL sermaye ile kurulmuştur.
2013	Şirket satılabilir seviyeye gelen ilk anahtar teslim sistemi olan Automated Palm and Fingerprint Identification System-Otomatik Parmak ve Avuç İzi Kimlik Tespit Sistemi ("APFIS")'ni tamamlayarak piyasaya sunmuştur. Bu sistem sayesinde, kişilerden alınan canlı parmak izleri ve olay yerinden çeşitli yöntemlerle toplanan parmak izleri, belirli bir veri setine karşı otomatik olarak sorgulanarak kişi tespiti yapılabilmekte ve faili meçhul olaylar çözülebilmektedir.
2014	Federal Bureau of Investigation ("FBI") testlerini başarı ile tamamlayarak FBI'nın biyometrik üretici listesinde yer almıştır. Bu sayede Şirket, bir ürünün FBI Görüntü Kalitesi standartlarını karşıladığını belgelendiren FBI Sertifikasına sahip ilk ve tek Türk firması olmuştur.
2015	Papillon Savunma geliştirdiği 20 ürün için yerli malı sertifikası almıştır.
2016	Şirket anonim şirkete dönüştürülmüş ve Papillon Savunma-Güvenlik Sistemleri Bilişim Mühendislik Hizmetleri İthalat İhracat Sanayi ve Ticaret A.Ş. adını almıştır.
2017	Savunma Sanayi İmalatçılar Derneği'ne ("SASAD") üye olmuştur.
2018	-Savunma Sanayi İhracatçıları Birliği'ne ("SSI") üye olmuştur. -Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu'na ("DEİK") üye olmuştur. -T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı tarafından Şirket'e Ar-Ge Merkezi Belgesi verilmiştir. -Papillon Savunma ödenmiş sermayesini 30 milyon TL'ye çıkarmıştır.

- Papillon Savunma'nın halka arz öncesi mevcut ve halka arz sonrası oluşacak ortaklık yapısı aşağıda yer almaktadır.

Papillon Savunma Ortaklık Yapısı				
Ortak Unvanı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı
Papillon AO	20.400.000	68,00%	17.900.000	55,08%
Günel Sadıgova	6.000.000	20,00%	3.500.000	10,77%
Dr. Doğan Demir	3.600.000	12,00%	3.600.000	11,08%
Halka Açık	-	-	7.500.000	23,08%
Toplam	30.000.000	100,00%	32.500.000	100,00%

-
- Şirket'in hâkim ortağı %68 pay oranı ile Papillon AO'dur. Papillon AO, 1995 yılında Rusya'da kurulmuş, biyometrik teknolojiler konusunda çoğunlukla ara ürün üreten bir teknoloji firmasıdır. Papillon AO, imzalanan sözleşmeler çerçevesinde Şirket'e teknoloji transferi konusunda her türlü desteği vermektedir.
 - Şirket'in %20 ortağı Günel Sadıgova ise Azerbaycan, İsviçre ve Kanada'da start-up projelere danışmanlık vermekte ve yatırım yapmaktadır.

III. ŞİRKET'İN FAALİYETLERİ

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler "Şirket'in Halka Arz İzahname Seti 'nden ve Papillon Savunma Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

- Şirket'in ana faaliyeti yurt içi ve yurt dışında kamu kuruluşları ve özel ticari kuruluşlara sağlanan uçtan uca bütünlük kamu güvenlik sistemleri, parmak izi tarayıcıları, avuç içi tarayıcıları, geçiş kontrol sistemleri, biyometrik iş istasyonları, mobil cihazlar, yüz tanıma, sanal gerçekliğe yönelik platform cihazları ve iris tanıma cihazlarının araştırma, geliştirme, üretim ve entegrasyon işlemleri ile katma değerli bütüncül sistem inşasıdır.
- Papillon Savunma, biyometrik kimlik sürecini ulusal ve uluslararası standartlara uygun şekilde yönetmekte olup, Polis, Jandarma ve benzeri üst düzey güvenlik kuruluşlarına tam donanımlı ve yerli, parmak ve avuç içi teşhisi, yüz tanıma, iris tanıma sistemlerini, lokal ihtiyaçları göz önünde bulundurarak sunmaktadır. Papillon Savunma'nın kurumlar arası biyometrik bilgi transferini eksiksiz ve hızlı bir şekilde gerçekleştirmesini sağlayan algoritmalar yerli üretim olup, 2012 yılında kamu hizmetlerine sunulmuştur.
- Şirket ağırlıklı olarak kamu güvenliği alanında biyometrik teknolojiler üzerine faaliyet göstermekle birlikte sahip olduğu teknolojiler ışığında son dönemde görüntü işleme birikimine yapay zekâ becerisi ilave ederek sanal gerçeklik alanlarında Ar-Ge faaliyetleri yürütmeye başlamıştır. Bu sayede, iki farklı alanın ortak teknolojilerinden maksimum fayda elde edilmesi planlanmakta ve yatay çeşitlendirme fırsatı sayesinde yeni faaliyet alanları oluşturulmasına imkân sağlanmaktadır. Ancak, hâlihazırda sanal gerçeklik alanında satış yaptığı bir ürün veya yazılım bulunmamaktadır.
- Şirket Ar-Ge işlemlerini, rutin ve rutin olmayan görevler olarak gruplandırmaktadır. Rutin görevleri, maliyet, hız ve kalite açısından mümkün oldukça işbirlikleriyle dışarıdan hizmet alımı ile gerçekleştirmektedir. Bu kapsamda Şirket'in ana tedarikçisi ilişkili taraf olan Papillon AO'dur. Rutin olmayan tüm Ar-Ge faaliyetlerini ise Şirket kendi bünyesinde gerçekleştirmektedir.
- Papillon AO ile yapılan ticaretin tamamı Türk Lirası cinsinden olup, Papillon AO ihracatının %50'sinden fazlasını Şirket'e gerçekleştirmektedir.
- Şirket'in ana ürün grupları aşağıda yer almaktadır.
 - Anahtar Teslim Sistem Geliştirme Ürün ve Hizmetleri
 - 3D Sensör ve Görüntülü Cihazı
 - Elektronik Parmak İzi Yazılımı
 - Eşkâl Modelleme Yazılımı
 - Yüz Tanımlama ve Tespit Yazılımı

- Anlık Yüz Tanımlama ve Tespit Yazılımı
- Otomatik Parmak ve Avuç İçi Tespit Yazılımı
- Anlık Biyometrik Kimlik Kontrol Yazılımı
- Geçiş Kontrol Sistemleri
- Biyometrik İş İstasyonları
- Mobil Cihazlar
- Kriminal Analiz Cihazları
- Balistik Tespit Sistemi

- Şirket tüm faaliyetlerini ISO 9001 kalite yönetim sistemi çerçevesinde kendi süreç uygulamalarını geliştirerek inovasyonu merkezde tutan bir tutumla sürdürmektedir.
- Şirket bünyesinde, üretimi yapılan ürünlerin ulusal ve uluslararası sertifikasyon işlemlerini takip eden uzmanlar bulunmaktadır. Bu kapsamda Pabilon Savunma'nın ürünleri, TSE Hizmet yeterlilik (ulusal hizmet standartlarını belirler), FBI (biyometrik cihazlar için uluslararası sertifikasyon işlemi yapar), ICAO (yüz tanıma işlemlerinin uluslararası standartlarını belirler), Yerli Malı (üretimin Türkiye'de ve Türk mühendisler tarafından yapıldığını belgeler), Kapasite Raporu (üretim kabiliyetini ölçümler) gibi belgelerle uyumlu halde sertifikalandırılmaktadır.
- Satışların kamu ve özel sektör dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Satışlar (mn TL)	2016	%	2017	%	2018	%	2019/6	%
Kamu Kısım Satışları	18,17	51	29,96	70	34,50	59	7,53	90
Özel Kısım Satışları	17,36	49	12,67	30	24,04	41	0,84	10
Toplam	35,53	100	42,63	100	58,55	100	8,37	100

- Yukarıdaki tabloda da görüldüğü üzere, Şirket satışlarını ağırlıklı olarak kamu sektörüne gerçekleştirmektedir. 2016 yılında %50 seviyesinde olan bu oran 2019 yılının ilk yarıyıl sonu itibarıyla %90 seviyelerine ulaşmıştır.
- Şirket'in gelirlerini 2 şekilde gruplandırmak mümkündür.
 1. Ürün ve Yazılım Satışları
 - a) Anahtar teslim sistem geliştirme ve satışı
 - b) Ürün (yazılım ve cihaz) üretimi ve satışı
 2. Bakım ve Onarım Hizmet Satışları
- Pabilon Savunma'nın gelirlerinin faaliyet bazında dağılımı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Faaliyet Türü (mn TL)	2016	%	2017	%	2018	%	2018/6	%	2019/6	%
Anahtar Teslim Sistem Geliştirme Satışı	18,07	50,8	6,18	14,49	9,26	15,8	-	0	0,08	0,9
Süreklilik Kapsamında Hizmet Satışı	0,19	0,5	6,52	15,3	7,82	13,4	2,12	10,5	2,11	25,2
Ürün Satışı	17,27	48,6	29,93	70,21	41,47	70,8	18,05	89,5	6,18	73,8
Toplam	35,53	100	42,63	100	58,55	100	20,16	100	8,37	100

1.a) Anahtar Teslim Sistem Geliştirme ve Satışı

- Papilon Savunma, müşterilerine katma değerli uçtan uca çözümler sunmaktadır. Özellikle insan ihtiyaçlarının kamusal anlamda uluslararası benzerliği, teknolojinin farklı ülkelerde tekrar kullanımına imkân tanımaktadır. Müşteri ihtiyaçları uzun analiz süreçlerinden geçirilerek, mevcut teknolojilerin adaptasyonuna yönelik planlaması iş geliştirme birimlerince sağlanmaktadır. Bu birimin teknik birikimi, tekrar kullanımlarda maliyetleri düşürmektedir.
- Şirket'in satışa hazır anahtar teslim sistem geliştirme kapsamında yerli ve ortak üretim (söz konusu ürünün bileşenlerini çözüm ortaklarından temin ederek katma değer sağlayacak değişikliklerle tasarlanması) şeklinde olmak üzere 13 adet sistem çözümü bulunmaktadır.
- Bunlara ek olarak, son kullanıcıların satın alma davranışlarındaki tercihleri doğrultusunda uçtan uca çözüm konseptleri de geliştirilmiştir. Bu konseptler hem ürünler bütünü olarak hem de tamamlayıcı teknolojilerle uçtan uca hizmet vermektedirler.
- Şirket tarafından oluşturulan uçtan uca çözüm konseptleri, yapılan iş geliştirme faaliyetleri ile 53 adet ülkenin üst düzey yetkililerine sunulmuş ve demo yapımları gerçekleştirilmiştir. Söz konusu konsept ve çözümlerin ilgili ülkelere özel geliştirme süreci devam etmekte olup, bu konseptlerin tamamı ihtiyaçlara göre yapılabilecek ara yüz değişiklikleri ile satışa ve hizmete hazır durumdadırlar.
- Şirket'in anahtar teslim sistem geliştirme ve satışında bulunan rakipleri aşağıda sıralanmaktadır.
 - NEC - Japonya merkezli
 - Thales – Fransa merkezli
 - IDEMIA – Fransa merkezli
 - Dermalog – Almanya merkezli
- Papilon Savunma bu rakiplere karşı, fiyat, hız, müşteri memnuniyeti, odaklanma stratejisi ve geliştirme aşamasında teknolojinin istisnai durumlara uyarlanabilme seçeneklerinin fazla olmasının getirdiği ürün çeşitliliği açısından avantajlı konumdadır. Ancak, Şirket bu rakiplere karşı büyüklük ve sektör tecrübesi açısından dezavantajlı konumdadır.

1.b) Ürün (Yazılım ve Cihaz) Üretimi ve Satışı

- Papilon Savunma, tüm üretim süreçlerini sistematik bir yaklaşımla ve çeşitli disiplinleri de dâhil ederek ele almaktadır. Şirket bu kapsamda sürekli olarak iyileştirme ve performans seviyelerini yükseltmeye yönelik çalışmalar gerçekleştirmektedir.
- Şirket pazar ihtiyaçlarını tespit ederek, bu ihtiyaçlara yönelik yenilikçi ürünleri geliştirme yeteneği ile verimliliği artırıp, maliyetleri düşürmeyi hedeflemektedir. Bu kapsamda nihai ürünler, yenilikçi ve rekabetçi olarak pazara sunulmaktadır.
- Papilon Savunma, söz konusu süreçleri ihtiyaçlar doğrultusunda uygulamış ve satışa hazır hale getirdiği ürün gruplarını pazara sunmuştur. Bu ürün grupları günümüz itibarıyla 38 adettir.
- Şirket'in ürün üretimi ve satışı alanında rakipleri ürün bazında aşağıdaki şekilde sıralanmaktadır:
 - A) Biyometrik Tarayıcı
 - Crossmatch – ABD merkezli

- Dermalog – Almanya merkezli
- Suprema – Güney Kore merkezli
- Greenbit – İtalya merkezli

Papilon Savunma'nın biyometrik tarayıcı ürünleri rakip firmaların cihazları ile kıyaslandığında, ürün kaliteleri açısından Şirket lehine önemli farklılıklar ortaya çıkmaktadır. Buna karşın Şirket rakiplerine kıyasla pazarlama ağı ve ülke faktörleri nedeniyle dezavantajlı konumdadır.

B) BEOGS (Biyometrik Entegre Otomatik Geçiş Sistemi / E-gate)

- Visionbox – Portekiz merkezli
- IDEMIA Morpho – Fransa merkezli
- Diğer – farklı menşeli ürünleri bir araya getirerek çözüm sağlayan oluşumlar

Şirket'in Biyometrik Entegre Otomatik Geçiş Sistemi ürünlerinde rakiplerine kıyasla pazara geç girmesinden dolayı bilinirliği düşüktür. Ancak mevcut durumda Türkiye'deki ve yurt dışındaki havalimanlarına teklifler verilmiş olup, ihale ve satın alma süreçleri takip edilmektedir.

- Sınır güvenlik projelerinde zaman içinde kullanıcıların kalite beklentilerinin artacak olmasının, yüksek kaliteli segmente üretim yapan Şirket'in satışlarını da pozitif yönde etkilemesi beklenmektedir.

2. Bakım ve Onarım Hizmet Satışları

- Şirket, bilgi teknolojileri altyapısını oluşturan donanım, yazılım ve servislerin daha verimli kullanılması, bilişim hizmetlerinin sürekliliğinin sağlanması için sistem iyileştirmeleri, periyodik bakım vb. hizmetler sunmaktadır. Şirket müşterilerine süreklilik hizmetini, Bilgi Teknolojisi Altyapı Kütüphanesi – Information Technologies Infrastructure Library ("ITIL") servis yönetim metodolojisine uygun olarak vermektedir.

III. I. Yatırımlar

- Şirket'in yazılım geliştirmeye yönelik yatırımları bulunmakta olup, söz konusu yatırımlar Papilon Savunma Ar-Ge Merkezi'nde yapılmakta ve tamamen özkaynaklardan finanse edilmektedir. Ar-Ge yatırımları kapsamında geliştirilmekte olan projelere ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Sıra No	Proje Türü	Proje Adı	Tanımı	Durumu	Tahmini Bitiş Tarihi	Kullanım Ömrü
1	Siparişe Dayalı Ar-Ge Projesi	Akıllı Yüz Tanıma Diafon Sistemi	Görüntülü diafon üreticisi bir firma ile birlikte diafon sistemlerine yüz tanıma özelliği eklenerek gece ve gündüz durumundan bağımsız aktif yüz tanıma yapan yeni bir ürün geliştirilmesi	Devam ediyor (%35 tamamlandı)	21.12.2019	3 Yıl
2	Siparişe Dayalı Ar-Ge Projesi	Personel takip, puantaj ve merkezi kontrol sistemi ile biyometrik kontrol ünitesi geliştirilmesi	Multimodel biyometrik kontrole uygun şekilde kapı tetikleyici kontrol ünitesi geliştirilerek, standart PDKS sistemlerine ek olarak Ar-Ge 5746 mevzuatına uygun şekilde puantaj ve personel telefonlarından dışarıda geçirilen süre hesabı yapan yazılım geliştirilmesi	Devam ediyor (%45 tamamlandı)	31.12.2019	10 Yıl

3	Siparişe Dayalı Ar-Ge Projesi	Yapay zekâ ile plaka tanıma sistemi	Otomatik plaka tanıma sistemi sayesinde plakalar bilgisayarlı bir sisteme iletilmekte ve plaka tanınmaktadır	Devam ediyor (%25 tamamlandı)	01.11.2020	15 Yıl
4	TÜBİTAK	Mobil yüz tanıma ve parmak izi sorgulama çoklu biyometri cihazı ve gömülü yazılımı	Geliştirilen biyometrik el terminaline, destekleyici biyometri olarak eklenen yüz tanıma kabiliyeti sonrasında çift kabiliyetli veya füzyon biyometrik sorgulama cihaz ve altyapı yazılımı	Devam ediyor (%20 tamamlandı)	31.12.2021	10 Yıl

- Papilon Savunma, biyometrik teknolojiler alanındaki çalışmaların yanı sıra, sanal gerçeklik sektöründe de araştırma ve geliştirme çalışmalarına başlamıştır.

IV. ÖZET FİNANSAL GÖRÜNÜM

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler “Şirket’in Halka Arz İzahname Seti ’nden ve Papilon Savunma Fiyat Tespit Raporu’ndan alınmıştır.

Varlıklar (bin TL)	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	30.06.2019	30.09.2019
Dönen Varlıklar	26.839	44.538	61.261	59.341	58.873
Nakit ve Nakit Benzerleri	6.037	26.406	55.788	48.774	45.465
Ticari Alacaklar	18.061	9.305	561	2.475	1.047
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>17.800</i>	<i>9.128</i>	<i>439</i>	<i>2.475</i>	<i>1.047</i>
Diğer Alacaklar	25	56	40	11	11
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>21</i>	<i>56</i>	<i>40</i>	<i>11</i>	<i>11</i>
Stoklar	1.068	6.253	3.569	3.921	5.960
Peşin Ödenmiş Giderler	163	1.550	594	2.673	4.427
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler</i>	<i>115</i>	<i>277</i>	<i>577</i>	<i>258</i>	<i>4.117</i>
Cari Dönem Vergisi İle İlgili Varlıklar	-	-	-	190	266
Diğer Dönen Varlıklar	1.486	671	709	1.298	1.695
Duran Varlıklar	144	303	1.097	2.795	3.367
Maddi Duran Varlıklar	91	236	291	410	628
Kullanım Hakkı Varlıklar	-	-	-	1.129	1.048
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	26	57	68	123	119
Ertelenmiş Vergi Varlığı	26	10	738	1.132	1.571
Aktif Toplamı	26.983	44.840	62.358	62.136	62.240

Kaynaklar (bin TL)	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	30.06.2019	30.09.2019
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.838	4.552	2.668	3.008	3.694
İlişkili Olmayan Taraflardan Kısa Vadeli Borçlanmalar	-	-	-	330	326
Ticari Borçlar	66	1.907	24	124	305
Diğer Borçlar	16	9	39	46	329
Dönem Kârı Vergi Yükümlülüğü	2.512	2.090	2.158	-	-

Kısa Vadeli Karşılıklar	78	134	177	2.335	2.331
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	99	243	164	74	120
Uzun Vadeli Yükümlülükler	84	164	264	1.140	1.140
İlişkili Olmayan Taraflardan Uzun Vadeli Borçlanmalar	-	-	-	782	752
<i>Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler</i>	-	-	-	782	752
Uzun Vadeli Karşılıklar	84	164	264	358	388
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar</i>	84	164	264	358	388
Özkaynaklar	24.062	40.124	59.426	57.988	57.406
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	24.062	40.124	59.426	57.988	57.406
Ödenmiş Sermaye	1.700	1.700	30.000	30.000	30.000
Kâr ve Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	(12)	(41)	(74)	(102)	(114)
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	876	1.367	1.439	3.228	3.228
Geçmiş Yıllar Kâr/Zararları	4.419	16.968	2.927	20.909	20.909
Net Dönem Kâr/Zararı	17.079	20.130	25.134	3.952	3.381
Toplam Kaynaklar	26.983	44.840	62.358	62.136	62.240

Gelir Tablosu (bin TL)	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	30.06.2018	30.06.2019	30.09.2018	30.09.2019
Hasılat	35.530	42.635	58.545	20.165	8.366	40.697	12.789
Satışların Maliyeti (-)	(13.910)	(15.789)	(23.660)	(11.004)	(3.246)	(17.202)	(5.480)
Brüt Kâr/(Zarar)	21.620	26.846	34.886	9.161	5.119	23.494	7.309
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(306)	(1.703)	(1.874)	(904)	(730)	(1.700)	(1.192)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(1.175)	(3.851)	(4.873)	(3.819)	(3.613)	(3.950)	(5.492)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	120	1.344	1.014	262	336	264	448
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(455)	(713)	(988)	(197)	(2.155)	(791)	(2.227)
Esas Faaliyet Kâr/(Zarar)	19.804	21.923	28.164	4.501	(1.044)	17.317	(1.154)
Finansal Gelirler	1.604	4.055	4.108	4.104	7.577	7.457	7.974
Finansal Giderler (-)	(47)	(795)	(325)	(501)	(1.712)	(626)	(3.007)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kâr/(Zarar)	21.361	25.183	31.947	8.104	4.821	24.147	3.813
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/(Gideri)	(4.282)	(5.053)	(6.813)	(1.802)	(869)	(5.377)	(431)
<i>Dönem Vergi Gelir/(Gideri)</i>	<i>(4.267)</i>	<i>(5.029)</i>	<i>(7.533)</i>	<i>(1.295)</i>	<i>(1.254)</i>	<i>(5.235)</i>	<i>(1.253)</i>
<i>Ertelenmiş Vergi Gelir/(Gideri)</i>	<i>(15)</i>	<i>(24)</i>	<i>719</i>	<i>(506)</i>	<i>386</i>	<i>(142)</i>	<i>821</i>
Dönem Kârı/ (Zararı)	17.079	20.130	25.134	6.302	3.952	18.771	3.381

V. SEKTÖREL GÖRÜNÜM

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler “Şirket’in Halka Arz İzahname Seti ’nden ve Papillon Savunma Fiyat Tespit Raporu’ndan alınmıştır.

- Şirket, biyometrik teknolojiler sektöründe faaliyet göstermektedir. Bu sektörün hizmet sunduğu iş alanları ise oldukça geniştir. Biyometrik teknoloji ilk etapta kamu kurum ve kuruluşlarının kullandığı bir teknoloji olarak gözüke de Papillon Savunma, bankacılık, sağlık, telekom, eğitim, mobil uygulamalar ve oyun sektörü gibi birçok farklı alanda hizmet vermektedir.

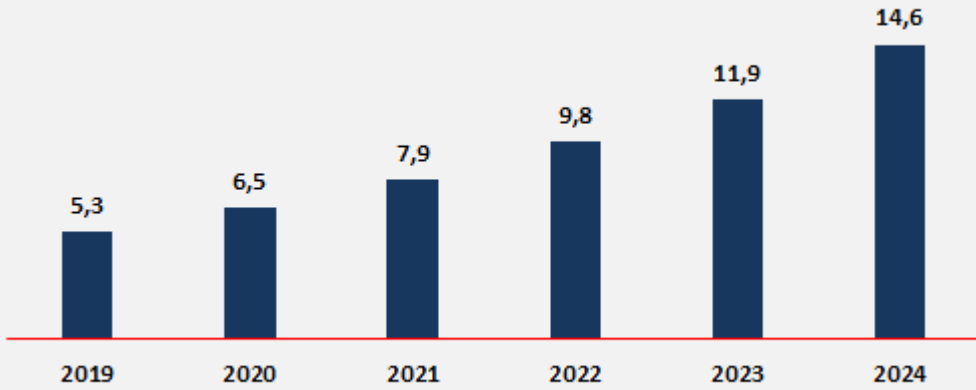
V.I. Biyometrik Teknolojiler

- Biyometri, biyolojiye dayalı ve bilgi güvencesinde kullanılan bir teknolojik ve bilimsel kimlik doğrulama yöntemidir. Biyometrik tanımlama, DNA veya parmak izleri gibi insanın biyolojik

bilgileri yoluyla güvenli giriş, veri veya erişimi doğrulamaktadır. Biyometrik sistemler, etkili işlevsellik için birkaç bağlantılı bileşen içermektedir.

- Biyometrik sistem bir olayı tek bir kişiye bağlarken, kişisel kimlik numarası ("PIN") gibi diğer kimlik formları herkes tarafından kullanılabilir.
- Biyometri, kimlik kartları, jetonlar veya PIN'ler, güvenlik sistemleri ve yedek sistemler için kullanılmaktadır. Fiziksel bilginin biyometrik doğrulaması için bir kişinin var olması, biyometri ve diğer sistemler arasındaki önemli bir farktır.
- Biyometrik teknolojiler, bir bireyi hatta herhangi bir objeyi diğerlerinden ayırtıcı özellikleri vasıtasıyla tanımlayabilme kabiliyeti sunulması amacıyla hizmet etmektedir. Biyometrik teknolojiler özellikle bilgi ve iletişim teknolojilerinin hızlı dönüşümü ile birlikte, nesnelerin tanımlama ve tespit ihtiyacına cevap olarak gelişmiştir. Tanımlama ve tespit ihtiyacının artması, söz konusu sektörün genişlemesini sağlamaktadır.
- 2016 yılında dünya perakende biyometri sektörünün hacmi 624 milyon Amerikan Doları (kısaca "dolar") iken biyometri sektörünün tamamı 2 milyar dolarlık hacme ulaşmıştır.

Biyometri Sektörü Yıllık Satış Tahmini (milyar dolar)



- Gelişen teknolojilere yönelik pazar araştırmaları yapan Tractica'nın biyometrik teknoloji piyasasına ilişkin tahmin çalışmasından (Tractica, Biometric Market Forecasts) edinilen verilere göre 2020 yılında perakende biyometri sektörünün satış hacminin 1,6 milyar dolara ulaşması ve biyometri sektörünün tamamının da 6,5 milyar dolar düzeyinde satış gerçekleştirmesi beklenmektedir. Yukarıdaki grafikte yer aldığı üzere sektörün gelecek yıllarda gerçekleştirmesi beklenen tahmini satışları dikkate alındığında istikrarlı bir büyüme kaydedeceği ve 2024 yılı itibarıyla da 14,6 milyar dolar seviyesinde satış hacmine ulaşacağı söylenebilmektedir.
- Pazar oligopol yapıya sahip olmakla birlikte, pazarda faaliyet gösteren firmalar, oldukça yüksek rekabet gücüne sahiptirler.

V.II. Sanal Gerçeklik

- Sanal gerçeklik sektörü geleceğin önemli teknoloji alanlarından biri olarak karşımıza çıkmaktadır. Papiyon Savunma'nın bu pazara yönelik çalışmalarına başlamasının öncelikli nedenleri arasında Şirket'in sahip olduğu teknolojilerin desteğiyle sanal gerçeklik alanında yenilikçi ve öncü inovasyonları ortaya çıkarabileceğini öngörmesi ve uluslararası araştırmalar neticesinde sektör büyümesinin gelecek yıllarda oldukça iyi gerçekleşeceğine ilişkin beklenti yer almaktadır.
- Bu alana yönelik teknolojik cihazlar dört ana grupta toplanmaktadır.

- a. Başlık Ekranı
- b. Uygulama Sistemi
- c. İzleme/Yakalama Sistemi
- d. Kontrol Ünitesi

- Şirket hali hazırda b ve c maddelerine yönelik biyometrik çözümler oluştururken elde ettiği teknolojik benzerliğin getirdiği avantajlara da sahiptir.
- Uygulama Sistemi ile mobil cihazlar veya herhangi bir PC benzeri işlemci üzerinde karar verecek ve bu kararın uygulanacağı diğer uygulamaların çalışacağı platform kastedilmektedir. İzleme/Yakalama Sistemi ise, biyometrik teknoloji ile daha fazla benzerlik taşıyan alandır. Bunun için ilgili sensörlerin biyometrik kullanımdan adapte edilerek el-vücut-baş hareketlerini etkin bir şekilde anlık takibiyle, olasılıksal bilgilendirmeyi en doğru şekilde yapabilmeyi sağlayacak inovasyonun ortaya çıkması gerekmektedir.

VI. DEĞERLEME

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler "Şirket'in Halka Arz İzahname Seti'nden ve Papiyon Savunma Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. ("Piramit Menkul") tarafından 7 Kasım 2019'da hazırlanmış ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (kısaca "KAP") yayınlanmış olan "Papiyon Savunma Halka Arz Fiyat Tespit Raporu"nda (kısaca "Rapor") İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (kısaca "İNA Analizi") ve Piyasa Çarpanları Analizi (kısaca "Çarpan Analizi") kullanılmış olup, bu analizler kabul görmüş değerlendirme yöntemleridir.

Aşağıda, Rapor'da incelenen yöntemler ve bulunan değerlere ilişkin özet bilgi ve tablolar yer almaktadır. Papiyon Savunma Fiyat Tespit Raporu hazırlanırken Şirket'in 2016-2017-2018 yılsonu ile 2018 ve 2019 yılları ilk yarıyıl finansal sonuçları kullanılmıştır. Ayrıca 2019-2028 yılları arasındaki tahmini finansal veriler baz alınmıştır. Söz konusu tüm bu veriler, bağımsız denetimden geçmiş mali tablolar, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, Papiyon Savunma yönetimi tahminleri ve Piramit Menkul'ün bulguları ve tahminleridir.

VI.1. PİYASA ÇARPANLARI ANALİZİ

Piramit Menkul tarafından hazırlanan Rapor'da yurt içi ve yurt dışında Papiyon Savunma ile aynı sektörde yer alan ve benzer iş modeline sahip ve benzer ölçekli şirketler içinden seçilen benzer şirketlerin Fiyat/Kazanç (F/K), Firma Değeri/Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr (FD/FAVÖK) çarpanları kullanılmıştır.

Rapor'da, Şirket'in geçmiş dönem kârı verileri göz önüne alındığında istikrarlı bir kâr marjı sergilemesi, F/K oranının geniş bir oranda kullanılması ve hisse senetleri arasında karşılaştırma yapmaya uygun olması, Şirket'in diğer faaliyet gelir ve giderlerinin satışlara oranının düşük olması dikkate alınarak değerlemede F/K oranı çarpanının tercih edildiği ifade edilmiştir. Şirket'in nakit yaratma kapasitesi ile gelecekteki kâr yaratma kapasitesini göstermesinin yanı sıra geçici ve istisnai kâr artışlarını değil Şirket'in faaliyetlerinden sağladığı kârları dikkate alarak faaliyet kârı üzerinden analiz yapılabildiği için de FD/FAVÖK çarpanının kullanıldığı ifade edilmiştir.

Piramit Menkul tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) ve Firma Değeri/Satışlar çarpanlarının Şirket'in nakit yaratma kabiliyetini yeterince

göstermemesi ve proje şirketlerinde genellikle tercih edilmemesi sebeplerinden kaynaklı olarak kullanılmadığı ifade edilmiştir.

Rapor'da yurt içi benzer şirket olarak Borsa İstanbul'da işlem gören ve bilişim sektöründe faaliyet gösteren benzer şirketlerin çarpan değerleri kullanılmıştır. Analizde F/K ve FD/FAVÖK için 40 ve üstü oranların uç değer kabul edilmesi gerekçesi ile değerlemeye dâhil edilmediği ifade edilmiştir.

Rapor'da yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerde kullanılan F/K ve FD/FAVÖK çarpanlarının ağırlıklarının eşit olarak hesaplandığı belirtilmiştir.

Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Değerleri			
Kod	Şirket	F/K (x)	FD/FAVÖK (x)
LOGO	Logo Yazılım	14,13	9,05
KAREL	Karel Elektronik	6,55	3,95
ARMDA	Armada Bilgisayar		6,55
DGATE	Datagate Bilgisayar	7,58	11,67
KFEIN	Kafein Yazılım	8,34	3,77
DESPC	Despec Bilgisayar	9,25	5,13
FONET	Fonet Bilgi Teknolojileri	7,14	6,39
PKART	Plastikkart	15,97	10,00
SMART	Smartiks Yazılım	12,17	5,92
KRONT	Kron Telekomünikasyon		16,29
LINK	Link Bilgisayar	15,83	7,15
Benzer Şirket Ortalaması		10,77	7,81

Rapor'da F/K çarpanı için ortalama 10,77, FD/FAVÖK çarpanı için ise ortalama 7,81 değerine ulaşılmıştır. FD/FAVÖK çarpanı ile ulaşılan Şirket değerine, Şirket'in borç/nakit kalemi eklenerek özsermaye değerine ulaşıldığı ifade edilmiştir.

BİST BİLİŞİM - Ortalama	
FD/FAVÖK Çarpanı (x)	7,81
Beklenen FAVÖK 2019 (TL)	14.545.972
Firma Değeri (TL)	113.547.992
Net Borç / (Net Nakit) (TL)	-48.773.780
Özsermaye Değeri (TL)	162.321.772
BİST BİLİŞİM - Ortalama	
F/K Çarpanı (x)	10,77
Beklenen Net Dönem Kârı 2019 (TL)	15.735.205
Firma Değeri (TL)	169.542.379
Özsermaye Değeri (TL)	169.542.379
BİST BİLİŞİM - Eşit Ağırlıklı Ortalama (TL)	165.932.076

Fiyat Tespit Raporu'nda söz konusu çarpanlar dâhilinde Şirket değeri FD/FAVÖK ile 162.321.772 TL, F/K ile de 169.542.379 TL olduğu ifade edilmiştir.

Rapor'da, Yurt Dışı Piyasa Çarpanları Analizi'nde biyometri ürün geliştirme, biyometrik yazılım, biyometrik sistem ve gereç imalatı faaliyeti yürütmekte olan benzer nitelikte şirketlerin kullanıldığı ifade edilmiştir. Söz konusu şirketlerin ortalama değeri 280 milyon dolar civarında olup, detay veriler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Yurt Dışı Çarpan Değerleri (bin Dolar)				
Şirketler	Ülke	Firma Değeri	F/K	FD/FAVÖK
Facephi Biometria SA	İspanya	24.669	20,75	20,93
Fingerprint Cards AB	İsviçre	585.389	-	18,18
IRIS Corporation Bhd	Malezya	100.576	12,74	17,27
Union Community Co Ltd	G.Kore	35.497	9,44	8,37
Suprema Inc	G.Kore	157.972	12,71	7,05
Aware Inc	ABD	60.815	49,83	15,25
NXT - ID Inc	ABD	12.482	-	16,27
Egis Technology	Tayvan	620.418	18,40	13,70
Elan Microelectronics	Tayvan	920.789	13,90	10,20
Ortalama		279,845	14,15	13,83

Kaynak: Reuters Terminali (06.11.2019)

VI.2. İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI ANALİZİ

Piramit Menkul tarafından hazırlanan Rapor'da İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'nde 2019-2028 yıllarını kapsayan (projeksiyon dönemi) 10 yıllık bilanço ve gelir tablosu projeksiyonları kullanılmıştır.

VI.2.1. Net İşletme Sermayesi

Piramit Menkul tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda net işletme sermayesinin projeksiyonları yapılırken son üç yıla ilişkin ortalama tahsilat, ortalama stokta kalma süresi ve ortalama borç ödeme sürelerinin dikkate alındığı vurgulanmıştır. 2019-2028 yıllarına ilişkin tahmin edilen net işletme sermayesine ilişkin tablo aşağıda yer almaktadır.

Net İşletme Sermayesi Tablosu (bin TL)	2019 T	2020 T	2021 T	2022 T	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T
Ticari Alacaklar	9.692	17.180	20.810	26.348	17.809	30.609	39.495	43.631	38.520	45.307
Stoklar	3.524	6.263	7.778	10.091	6.985	12.289	16.221	18.323	16.532	19.863
Ticari Borçlar	715	1.271	1.579	2.048	1.418	2.494	3.292	3.719	3.355	4.031
Ticari İşletme Sermayesi - Net	12.500	22.171	27.009	34.391	23.376	40.403	52.423	58.235	51.697	61.139
Diğer İşletme Sermayesi - Net	1.358	2.408	2.917	3.693	2.496	4.290	5.536	6.116	5.399	6.351
Değişim	8.720	10.721	5.346	8.158	(12.212)	18.821	13.265	6.392	(7.255)	10.393
Ortalama Tahsilat Süresi (Gün)	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90
Ortalama Stokta Kalma Süresi (Gün)	76	76	76	76	76	76	76	76	76	76
Ortalama Borç Ödeme Süresi (Gün)	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
Nakit Dönüşüm Süresi (Gün)	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150

VI.2.2. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Piramit Menkul tarafından yapılan ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (kısaca "AOSM") hesaplamasında kullanılan önemli varsayımlar hakkında özet bilgi aşağıda yer almaktadır:

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	22,46%
Sermaye Maliyeti	22,46%
Risksiz Faiz Oranı	16,46%
Özkaynak Oranı	100,00%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	0,00%
Borç Oranı	-
Vergi Oranı	22,00%
Risk Primi	6,00%
Borçlanma Oranı	0,00%
Terminal Büyüme Oranı	5,00%
Beta	1,00

VI.2.3. Tahmini İndirgenmiş Nakit Akımları

Şirket'in 2019-2028 yıllarına ilişkin tahmini nakit akımları tablosu aşağıda yer almaktadır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Tablosu (bin TL)	2019 T	2020 T	2021 T	2022 T	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T
Net Satışlar	39.497	70.013	84.806	107.376	72.576	124.740	160.953	177.812	156.982	184.641
<i>Satışlardaki Büyüme (%)</i>	-32,5%	77,3%	21,1%	26,6%	-32,4%	71,9%	29,0%	10,5%	-11,7%	17,6%
Satışların Maliyeti (-)	(16.951)	(30.127)	(37.417)	(48.545)	(33.603)	(59.115)	(78.030)	(88.142)	(79.527)	(95.552)
<i>Satışlara Oranı (%)</i>	42,9%	43,0%	44,1%	45,2%	46,3%	47,4%	48,5%	49,6%	50,7%	51,8%
Brüt Kar	22.546	39.886	47.389	58.831	38.973	65.626	82.923	89.670	77.455	89.089
<i>Brüt Kar Marjı (%)</i>	57,1%	57,0%	55,9%	54,8%	53,7%	52,6%	51,5%	50,4%	49,3%	48,2%
Faaliyet Giderleri (-)	(8.253)	(9.753)	(11.908)	(15.365)	(16.518)	(18.566)	(24.388)	(27.366)	(29.008)	(29.280)
<i>Satışlara Oranı (%)</i>	20,9%	12,7%	13,0%	13,3%	13,6%	13,9%	14,2%	14,5%	14,7%	15,0%
Faaliyet Karı	14.293	30.132	35.481	43.466	22.455	47.060	58.535	62.305	48.448	59.809
<i>Vergi Oranı</i>	22%	22%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Vergi Sonrası Faaliyet Karı (FVÖK)	11.149	23.503	28.385	34.772	17.964	37.648	46.828	49.844	38.758	47.847
+ Amortisman	253	280	731	822	682	1.551	1.696	1.763	2.718	2.829
- Yatırım Harcamaları	-	-	3.920	-	-	6.600	-	-	10.380	-
- İşletme Sermayesi Değişimi	8.720	10.721	5.346	8.158	(12.212)	18.821	13.265	6.392	(7.255)	10.393
Serbest Nakit Akımları	1.341	13.063	19.850	27.436	30.859	13.778	35.259	45.215	38.351	40.283
İskonto Edilmiş Serbest Nakit Akımları	1.212	9.640	11.962	13.502	12.401	4.522	9.449	9.895	6.854	5.879

İNA ÖZETİ	Bin TL
Serbest Nakit Akımı (SNA)'nın Bugünkü Değeri	120.678
Firma Değeri	120.678
- Finansal Borç	-
+ Nakit	48.774
Özsermaye Değeri	169.452
Pay Başına Özsermaye Değeri	5,65 TL

Rapor'da 10 yıllık projeksiyon döneminin sonunda elde edilen uç değerin bugünkü değeri 35.363.055 TL olup, serbest nakit akımlarının bugünkü değeri 120.678.344 TL olarak ifade edilmiştir. Şirket'in 30 Haziran 2019 tarihi itibarıyla mevcut nakit ve nakit benzeri hesabında yer alan tutar, serbest nakit akımlarının bugünkü değerine eklenmiş olup, Fiyat Tespit Raporu'nda bu yöntemle firma değerine ulaşıldığı ifade edilmiştir.

Piramit Menkul tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda İndirgenmiş Nakit Akımları'nda yer alan tutarlar ile 10 yıl yerine 5 yıllık projeksiyon kullanılarak ayrı bir duyarlılık analizi yapılmıştır. Söz konusu duyarlılık analizinde AOSM verisi kullanılmış ve uç değerin bugünkü değeri 74.594.589 TL olarak hesaplanmıştır. Rapor'da, bu hesaplamalara göre serbest nakit akımlarının bugünkü değerinin 123.310.891 TL olduğu ifade edilmiştir.

VI.3. SONUÇ

Piramit Menkul tarafından Papilon Savunma için hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nda İNA Analizi ve Çarpan Analizi eşit ağırlıklandırılmıştır. Rapor'da, Çarpan Analizi'nde kullanılan yurt içi ve yurt dışı benzer şirket çarpanlarının sırasıyla %30 ve %20 oranında ağırlıklandırılarak analize dâhil edildiği belirtilmiştir.

Değerleme Sonucu			
Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Özsermaye Değeri (TL)	Pay Başına Değer (TL)
İndirgenmiş Nakit Akımları	50%	169.452.124	5,65
Yurt İçi Benzer Şirket	30%	165.932.076	5,53
Yurt Dışı Benzer Şirket	20%	236.301.341	7,88
Sonuç		181.765.953	6,06

VII. GÖRÜŞ

Piramit Menkul tarafından Pabilon Savunma için hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nda kabul görmüş değerlendirme yöntemleri olan İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Piyasa Çarpanları Analizi yöntemleri kullanılarak fiyat tespiti yapılmıştır.

Şirket hakkında verilen bilgilerin anlaşılır ve yeterli olduğunu, değerlendirme metodolojisinin ayrıntılı ve net biçimde açıklandığını düşünmekteyiz.

Değerleme çalışmasında kullanılan İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi geleceğe yönelik tahminler içerdiğinden ve yorumlanması açısından Şirket yetkilileri ile bir araya gelmesi gerektiğinden tarafımızca analiz edilememiş ve dolayısıyla Fiyat Tespit Raporu'nda yapılan çalışma da test edilememiştir.

Çarpan analizinde aritmetik ortalama yerine medyan kullanılmasının analizin duyarlılığı açısından daha etkin olacağını değerlendirmekteyiz. Diğer yandan F/K ve FD/FAVÖK için 40 ve üstü oranların uç değer kabul edilip değerlemeye dâhil edilmemesini olumlu olarak nitelendiriyoruz.

Şirket değerinin belirlenmesine ilişkin hesaplamaları uygun buluyoruz.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, haber veya öneriler nedeniyle ortaya çıkacak ticari kazanç veya kayıplardan Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Rapor sayfalarında yayınlanan hiçbir yazı, görüş, resim, analiz ve diğer sunumlar izin alınmadan yazılı veya görsel basın organlarında yayınlanamaz.