



**Papilon Savunma-Güvenlik Sistemleri  
Bilişim Mühendislik Hizmetleri İthalat  
İhracat Sanayi ve Ticaret A.Ş.**

**Fiyat Tespit Raporu**

**PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.**

**7 Kasım 2019**



## İçindekiler

1. RAPORUN AMACI.....	2
2. DEĞERLEME ÇALIŞMASI SIRASINDA UYGULANAN ETİK İLKELER .....	2
3. YETKİNLİK BEYANI .....	4
4. FİYAT TESPİT RAPORU SORUMLULUK BEYANI.....	4
5. RAPOR BİLGİLERİ.....	5
6. RAPOR ÖZETİ .....	5
7. BİYOMETRİK YAZILIM SEKTÖRÜ.....	6
8. ŞİRKET VE FAALİYETLERİ HAKKINDA BİLGİLER .....	7
a. KURULUŞ ve FAALİYET KONUSU .....	7
b. ORTAKLIK YAPISI .....	8
c. ÜRÜN ve HİZMETLER .....	8
d. FİNANSAL TABLOLAR .....	10
i. Gelir Tablosu.....	10
ii. Bilanço .....	13
9. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ ve HESAPLAMALAR.....	15
a. Değerlemeye Yönelik Temel Hususlar .....	15
b. Çarpan Analizi .....	15
i. Yurt içi Şirket Çarpanları .....	16
ii. Yurtdışı Şirket Çarpanları .....	17
a. İndirgenmiş Nakit Akımları (“İNA”) Analizi .....	19
i. Gelir Tablosu Projeksiyonu .....	19
ii. Net İşletme Sermayesi.....	21
iii. Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM).....	21
iv. İndirgenmiş Nakit Akımları Tablosu.....	22
10. SONUÇ .....	23

## 1. RAPORUN AMACI

İşbu fiyat tespit raporunun amacı, Papilon Savunma-Güvenlik Sistemleri Bilişim Mühendislik Hizmetleri İthalat İhracat Sanayi ve Ticaret A.Ş. "PAPİLON" ve/veya "ŞİRKET") değerinin tespit edilebilmesi amacıyla PİRAMİT MENKUL DEĞERLER A.Ş. ("PİRAMİT MENKUL") tarafından GEDİK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. aracılığı ile gerçekleştirilmesi planlanan halka arzın fiyat tespiti amacıyla ŞİRKET'e teslim edilmek üzere, ŞİRKET'in fiyat tespitinin yapılması ve değerlendirme raporunun hazırlanmasıdır.

Değerin tespiti ve raporlanmasında;

- 2019/19 sayılı Sermaye Piyasası Kurul Bülteninde duyurulan 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararda belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve ayrıca değerlendirme çalışmasını talep eden şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkimizin bulunmadığını,
- 01.02.2017 tarihinden itibaren geçerli olan "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği'ne (Seri III, No: 62.1) ile 06.12.2012 tarihli ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 62. maddesinin ikinci fıkrası ve 128. maddesinin birinci fıkrasının (c) bendi hükümlerine dayanılarak hazırlandığını,

beyan ederiz.

## 2. DEĞERLEME ÇALIŞMASI SIRASINDA UYGULANAN ETİK İLKELER

Fiyat tespit raporunun hazırlanmasına ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (III-62.1)" hükümlerine uygun hareket edilmektedir.

Bu değerlendirme raporu; aşağıdaki ilkeler çerçevesinde, Uluslararası Değerleme Standartları doğrultusunda hazırlanmıştır;

- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar müşteriye 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.
- Piramit Menkul, önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Piramit Menkul, Şirketin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli bir şekilde hareket etmiştir.
- 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 değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Raporda kullanılan bilgiler Şirket, Bağımsız Denetim Şirketi ve kamuya açık kaynaklarından edinilen bilgilerden oluşmaktadır.

- Piramit Menkul, değerlemede kullanılan analiz verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Bununla birlikte, Piramit Menkul elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını varsaymaktadır.



### 3. YETKİNLİK BEYANI

Şirketin değer tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 07.11.2019 tarihli değerlendirme raporuna ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurul kararında belirtilen;

- Ayrı bir "Kurumsal Finansman Bölümü" ne,
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgesi, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlere,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan yeterli bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurlara,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına,

sahip olduğumuzu ve raporun SPK'nın yayımlanmış olduğu (III-62.1) sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"e ve Uluslararası Değerleme Standartlarına uygun olarak yapıldığını beyan ederiz.

### 4. FİYAT TESPİT RAPORU SORUMLULUK BEYANI

Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih 2019/19 sayılı 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, Papiyon Savunma- Güvenlik Sistemleri Bilişim Mühendislik Hizmetleri İthalat İhracat Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporumuzda 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.

**SORUMLU DEĞERLEME UZMANI**



**KURUMSAL FİNANSMAN YÖNETMENİ**  
**YİĞİT ENGİZ**

**PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.**



**GENEL MÜDÜR YARDIMCISI**  
**EMRE BİRKAN**

**GENEL MÜDÜR**  
**MEHMET**  
**OSMANOĞLU**

## 5. RAPOR BİLGİLERİ

Değerleme rapor bilgileri aşağıda yer almaktadır.

RAPOR BİLGİLERİ	
Rapor Tarihi Ve Sayısı	7 Kasım 2019 / KFD - 2019/01
Değerlemeyi Yapan Şirketin Unvanı	Piramit Menkul Kıymetler A.Ş.
Değerlemeyi Yapan Şirketin Adresi	Gümüşsuyu Mah. İnönü Cad. Işık Apt. No:53 D:9-10 Taksim-Beyoğlu/İSTANBUL
Değerlemeyi Yapan Personel	Yiğit Engiz
Raporu Talep Eden	Papilon Savunma-Güvenlik Sistemleri Bilişim Mühendislik Hizmetleri İthalat İhracat Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Değerlemeye Konu Şirket	Papilon Savunma-Güvenlik Sistemleri Bilişim Mühendislik Hizmetleri İthalat İhracat Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Ticaret Sicil No	Ankara Ticaret Sicil Müdürlüğü -322946 Sicil Numarası
İş Adresi	Mebusevleri Mareşal Fevzi Çakmak Cad. No:35/7 Çankaya/ANKARA
Değerlemeyi Yapan Şirketin Değerlenen Varlık ile İlişkisi*	Piramit Menkul Kıymetler A.Ş.'nin değerlemesi yapılan şirket ile iş ilişkisi bulunmamakla birlikte Şirket hakkında 2018 yılı Kasım ayında değerlendirme raporu hazırlamıştır.
Değerleme Sözleşmesi Tarihi	1 Kasım 2019

Tablo 1 : Rapor Bilgilerine İlişkin Özet Tablo

\*2018 yılında ASELSAN A.Ş.'ne teslim edilmek üzere Papilon Savunma-Güvenlik Sistemleri Bilişim Mühendislik Hizmetleri İthalat İhracat Sanayi ve Ticaret A.Ş. için değer tespit raporu hazırlanmıştır.

## 6. RAPOR ÖZETİ

07.11.2019 tarihli ve KFD - 2019/01 sayılı bu rapor 01.11.2019 tarihinde Papilon Savunma-Güvenlik Sistemleri Bilişim Mühendislik Hizmetleri İthalat İhracat Sanayi ve Ticaret A.Ş. ile Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. arasında imzalanan değerlendirme sözleşmesine istinaden hazırlanmıştır. Fiyat tespit raporu Sermaye Piyasası Kurulu'nun yayınladığı (Seri III, No: 62.1) numaralı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği'ne ve Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak fiyat tespiti amacıyla hazırlanmıştır.

Raporda kullanılan veriler ve finansal bilgiler Şirketin bağımsız denetim raporlarından ve kamuya açık kaynaklardan elde edilmiş olup, güvenilir bir kaynaklar olduğu varsayılmıştır. Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engeli olmadığını varsaymaktadır.

Değerleme çalışmasında fiyat tespiti için Çarpan Analiz ve İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") Analizi yöntemleri kullanılmış ve eşit ağırlıklandırılmıştır. Değerleme yöntemlerinin şirketin özelliklerine uygun ve makul olduğu kanaatindeyiz.

Değerleme çalışmasında Şirket tarafından sağlanan bilgiler kaynak olarak kullanılmıştır. Papilon şirketinin 2016, 2017 ve 2018 yılsonu dönemlerine ve 2018-2019 yılları 6 aylık ara dönemlerine ait bağımsız denetimden geçmiş mali tablolar kaynak olarak kullanılmıştır. 2019-2028 projeksiyon yıllarına ait veriler Şirket yönetimi tarafından sağlanmıştır.

### Değerleme Proje Ekibi

Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. Kurumsal Finansman Bölümü işbu raporu hazırlayabilmek için gerekli ehliyet ve tecrübeye sahiptir.

**Yiğit Engiz**, Kurumsal Finansman Yönetmeni olarak Piramit Menkul Kıymetler A.Ş' de çalışmakta olup, aracı kurumların kurumsal finansman bölümlerinde deneyimi bulunmakta olup, özel sektör tahvil bono ihraçları, Şirket değerlendirme projeleri, Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'na çok sayıda projede satıcı taraf danışmanlığı projeleri ve diğer birçok kurumsal finansman projesinde yer almıştır. Değerleme çalışması Yiğit Engiz tarafından yürütülmüştür. (SPL Düzey 3 - Sicil No. 148418)

**Engin Kurun**, Kurumsal Finansman Koordinatörü olarak Piramit Menkul Kıymetler A.Ş' de görev yapmaktadır. Doç. Dr. Engin Kurun Yatırımlar ve Portföy Yönetimi, Finansal Risk Yönetimi, Uluslararası Finans, Kurumsal Finansman alanlarında birçok farklı şirket ve projede çalışmış olup aynı zamanda öğretim üyesi olarak kurumsal finansman dersleri vermektedir. Değerleme projesinde kontrolör olarak görev almıştır. (SPL Düzey 3 – Sicil No. 10922)

## 7. BİYOMETRİK YAZILIM SEKTÖRÜ

Şirket ana faaliyet alanı kamu güvenliği olup, sektörü ise Biyometrik Teknolojiler'dir. Bu sektörün hizmet verdiği alanlar ise oldukça geniştir. İlk etapta kamu kurum ve kuruluşlarının kullandığı bir teknoloji olarak gözüke de bankacılıktan, sağlığa; telekomünikasyondan, eğitime; mobil uygulamalardan, oyun sektörüne kadar hemen hemen her alanda insan ve görüntü işleme hususları içeren kullanımlara hizmet verir.

Biyometri, biyolojiye dayalı ve bilgi güvencesinde kullanılan bir teknolojik ve bilimsel kimlik doğrulama yöntemidir. Biyometrik tanımlama, DNA veya parmak izleri gibi insan biyolojik bilgileri yoluyla güvenli giriş, veri veya erişimi doğrular. Biyometrik sistemler, etkili işlevsellik için birkaç bağlantılı bileşen içerir.

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 için güvenlik sistemleri ve yedek sistemler için kullanılır. Biyometri ve diğer sistemler arasındaki önemli bir fark, fiziksel bilginin biyometrik doğrulamasının bir kişinin var olmasını gerektirmesidir, bu da bir güvenlik katmanı ekler çünkü diğer kimlik türleri çalınabilir ve kaybedilebilir.

Bir biyometrik sistem aşağıdaki bileşenleri ve özellikleri içerir:

Verileri toplayan ve yazılımı kullanarak kullanılabilir, dijital bir formatta değiştiren bir sensör. Bu veriler, parmak izi veya retina taraması gibi insan davranışlarından veya fiziksel özelliklerinden olabilir. Bir mikrofon veya tarayıcı gibi bir satın alma cihazı verileri toplar.

Biyometrik sistemin sinyal işleme algoritmaları ile geliştirilen biyometrik bir şablon. Bu şablonlar, biyometrik sistemin veri depolama alanıyla karşılaştırılır ve veriler genellikle ek güvenlik için şifrelenir. Eşleşen bir algoritma, yeni şablonları biyometrik sistemin veri depolama tesisinde bulunan diğerleriyle karşılaştırır. Bir karar süreci eşleşen etkinlik sonuçlarını kullanır. (Kaynak: [www.technopedia.com](http://www.technopedia.com))

Biyometri, bireyin ölçülebilir fiziksel ve davranışsal özelliklerini tanıyarak kimlik saptamak üzere geliştirilmiş otomatik sistemler için kullanılan bir terimdir. (Kaynak: Hürriyet,06.07.2018)

- Pazar oligopol bir pazardır ve çok az sayıda ancak çok güçlü rakipler söz konusudur. Sektördeki oyuncular; Thales Group, Sagem, Gemalto ve NEC firmalarıdır. (Kaynak: Papiilon)
  - **SAFRAN:** 1. Morpho Group: Avrupa ve Afrika Pazar lideri. Sagem ve Identix firmalarını satın aldı.
  - **COGENT:** 2. 3M : Amerika ve Arap pazarı lideri. Cogent firmasını satın aldı.
  - **NEC :** 3. NEC: Asya pazar lideri. Japonya, Singapur ve Hong Kong gelirlerinin %90'ını oluşturuyor.
  - **PAPILLON SYSTEMS:** 4. Papillon AO: Rusya, Orta Asya ve Doğu Avrupa Pazar lideri.
  - **PAPILON:** 5. Papiilon Savunma: Türkiye, Orta Doğu, Butan, Afrika, Azerbaycan ve Türkmenistan.
- İlave olarak son dönemde daha da konsolide olunmuş ve şirket evlilikleri görülmüştür. Söz konusu firmaların yakın tarihlerdeki birleşme ve satın alma değerleri şu şekildedir;

Tarih	Devralan Firma	Hedef Firma	Satıcı	Pay	Anlaşma Büyüklüğü	FD/FAVÖK
2017	Thales Group	Gemalto	Gemalto	%100	€ 5.424 Bn	9.9x
2017	Advent International	Sagem Securite	Safran	%100	€ 2.425 Bn	n/a
2017	Bpifrance SA	Morpho Detection	Safran	%100	\$ 710 Mn	10.1x
2016	Smiths Group PLC	Cogent	3M	%100	\$ 850 Mn	13.1x
2012	Safran	Morpho Detection	GE	%19	€ 90 Mn	n/a
2010	3M	Cogent	Cogent	%100	\$625 Mn	n/a
2009	Safran	Morpho Detection	GE	%81	\$ 580 Mn	13.8x

Tablo 2 : Kaynak Mergermarket & Bloomberg

## 8. ŞİRKET VE FAALİYETLERİ HAKKINDA BİLGİLER

### a. KURULUŞ ve FAALİYET KONUSU

Papiilon Savunma, 2012 yılında Ankara'da hizmet vermeye başlamış, yerli biyometrik sistem geliştirici ve cihaz üreticisidir. Şirket, faaliyetlerini "Mebusevleri Mahallesi Ergin Sokak No:9/1 Çankaya Ankara" adresindeki merkez ofisinde sürdürmektedir.

Ankara Ticaret Sicili Müdürlüğü'ne 322946 sicil numarası ile tescil edilmek suretiyle 99 yıl süre için kurulmuştur. 06.12.2016 tarihinde tescil edilen esas sözleşme değişikliğiyle 99 yıllık süre sınırı kaldırılmış, Şirket'in süresiz şekilde faaliyetlerine devam edeceği kabul edilmiştir.

Şirketin ana faaliyeti yurtiçi ve yurtdışı kamu kuruluşlarına ve özel ticari kuruluşlara sağlanan uçtan uca bütünlükli 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, entegrasyon işlemleri ile katma değerli bütüncül sistem inşasıdır.



Papillon Savunma, Biyometrik kimlik sürecini ulusal ve uluslar arası standartlara uygun şekilde yönetir; Polise, jandarmaya ve benzeri üst düzey önleyici güvenlik gerektiren kurumlara tam donanımlı ve yerli parmak ve avuç izi teşhis, yüz tanıma, iris tanıma sistemlerini, lokal ihtiyaçları göz önünde bulundurarak alan tecrübesi ile harmanlayarak sunar. Papillon Savunma'nın kurumlararası biyometrik bilgi transferini eksiksiz ve hızlı yapmasını sağlayan algoritmaları Türkiye'de geliştirilmiş, yerli üretilmiş ve kamu hizmetlerine 2012 yılında sunulmuştur.

Kamu ve özel sektörlere yüksek-güvenlikli biyometrik sistemleri sağlamanın yanı sıra vatandaşların yaşamını biyometrik teknoloji uygulamasıyla kolaylaştırmak amacıyla kurulmuştur. Papillon aynı zamanda gelişmiş teknoloji ve tecrübeyle oluşan deneyimlerini bir arada uygulayarak müşterilerine -devlet veya özel işletme- için güven ve rahatlık duygusu vermeyi hedefleyen sistemler kurmaktadır. Biyometrik kimlik yönetiminin yanı sıra; Papillon'un Sınır ve Göç Yönetimi alanında Türkiye'de bir ilke imza attığı Biyometrik Entegre Otomatik Geçiş Sistemleri, Türk vatandaşlarına ve Polis Güçlerine pasaport kontrol noktalarında öncü ve yenilikçi bir sınır güvenliği konsepti yaratmıştır.

Şirket 2019 yılı 6 aylık ara dönem verilerine göre bünyesinde 49 personel istihdam etmektedir.

#### b. ORTAKLIK YAPISI

Papillon Savunma-Güvenlik Sistemleri Bilişim Mühendislik Hizmetleri İthalat İhracat Sanayi ve Ticaret A.Ş. 30.06.2019 tarihli bağımsız denetim raporuna göre ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Ortağın Ad-Soyadı / Unvan	Pay Tutarı	Pay Oranı
<b>Papillon AO</b>	20.400.000	%68
<b>Günel Sadıgova</b>	6.000.000	%20
<b>Doğan Demir</b>	3.600.000	%12
<b>TOPLAM</b>	30.000.000	%100

Tablo 3 : Kaynak: Papillon A.Ş. bağımsız denetim raporu

#### c. ÜRÜN ve HİZMETLER

Şirket ana ürün ve ürün grupları aşağıdaki gibidir.

- Anahtar Teslim Sistem Geliştirme Ürün ve Hizmetleri
- 3D Sensör ve Görüntülü Cihazı,
- Elektronik Parmak İzi Yazılımı,
- Eşkal 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'in ürün ve hizmet satışları aşağıdaki şekilde gruplamak mümkündür.

#### Ürün ve yazılım satışları

- Anahtar teslim sistem geliştirme ve satışı
- Ürün (yazılım ve cihaz) üretim ve satışı

#### Bakım ve onarım hizmet satışları

Şirket'in satışları önemli ölçüde kamuya yapılmaktadır. Satış kanallarını gösterir tablo aşağıdaki gibidir.

Satışların Müşteri Dağılımı - TL	2016	%	2017	%	2018	%	2019/6	%
<b>Kamuya Satışlar</b>	18.172.094	51,1	29.961.737	70,3	34.501.746	58,9	7.526.325	90,0
<b>Özel Sektöre Satışlar</b>	17.358.336	48,9	12.673.050	29,7	24.043.566	41,1	839.477	10,0
<b>Toplam Satışlar</b>	<b>35.530.430</b>	<b>100</b>	<b>42.634.787</b>	<b>100</b>	<b>58.545.312</b>	<b>100</b>	<b>8.365.802</b>	<b>100,0</b>

Tablo 4 : Kaynak: Şirket Verileri



d. FİNANSAL TABLOLAR

i. Gelir Tablosu

Şirket'in karşılaştırmalı gelir tablosu aşağıda yer almaktadır.

Gelir Tablosu	2016	2017	2018	2018/6	2019/6
Hasılat	35.530.430	42.634.787	58.545.312	20.164.542	8.365.802
Satışların Maliyeti	(13.910.050)	(15.789.069)	(23.659.805)	(11.004.035)	(3.246.425)
<b>BRÜT KAR/(ZARAR)</b>	<b>21.620.380</b>	<b>26.845.718</b>	<b>34.885.507</b>	<b>9.160.507</b>	<b>5.119.377</b>
Genel Yönetim Giderleri	(1.174.824)	(3.851.276)	(4.873.427)	(3.819.282)	(3.613.401)
Pazarlama Giderleri	(306.457)	(1.703.019)	(1.873.857)	(904.296)	(730.179)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	0	0	0	0	0
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	120.485	1.343.809	1.014.260	261.828	335.841
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(455.253)	(712.578)	(988.013)	(197.281)	(2.155.393)
<b>ESAS FAALİYET KARI / (ZARARI)</b>	<b>19.804.331</b>	<b>21.922.654</b>	<b>28.164.470</b>	<b>4.501.476</b>	<b>(1.043.755)</b>
Finansman Gelirleri	1.603.731	4.055.163	4.108.433	4.103.983	7.576.862
Finansman Giderleri (-)	(47.401)	(795.237)	(325.436)	(501.385)	(1.712.391)
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI / (ZARARI)</b>	<b>21.360.661</b>	<b>25.182.580</b>	<b>31.947.467</b>	<b>8.104.074</b>	<b>4.820.716</b>
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir / (Gideri)	(4.282.097)	(5.052.990)	(6.813.099)	(1.801.837)	(868.651)
Dönem Vergi (Gideri) / Geliri	(4.267.076)	(5.029.169)	(7.532.504)	(1.295.426)	(1.254.232)
Ertelenmiş Vergi (Gideri) / Geliri	(15.021)	(23.821)	719.405	(506.411)	385.581
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI / (ZARARI)</b>	<b>17.078.564</b>	<b>20.129.590</b>	<b>25.134.368</b>	<b>6.302.237</b>	<b>3.952.065</b>
<b>DURDURULAN FAALİYETLER DÖNEM KARI / (ZARARI)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>DÖNEM KARI / (ZARARI)</b>	<b>17.078.564</b>	<b>20.129.590</b>	<b>25.134.368</b>	<b>6.302.237</b>	<b>3.952.065</b>
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacaklar	(12.290)	(28.516)	(33.473)	(19.230)	(27.468)
Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kayıpları	(15.363)	(35.645)	(42.914)	(24.654)	(35.216)
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak diğer kapsamlı gelire ilişkin vergiler	3.073	7.129	9.441	5.424	7.748
<b>TOPLAM KAPSAMLI GELİR</b>	<b>17.066.274</b>	<b>20.101.074</b>	<b>25.100.895</b>	<b>6.283.007</b>	<b>3.924.597</b>
Pay Başına Kazanç	0,57	0,67	0,84	13%	21%

Tablo 5 : Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Şirket'in satış gelirlerinin son 3 yıl içerisindeki kırılımını gösterir tablo aşağıda sunulmaktadır. Şirket ağırlıklı olarak faaliyetlerini yurtiçinde sürdürmektedir.

Satışların dağılımı (TL)	2016	2017	2018	2018/6	2019/6
Yurtiçi ürün ve yazılım satış gelirleri	35.530.430	36.143.909	51.019.857	18.049.084	5.501.752
Yurtiçi bakım ve onarım hizmet satış gelirleri	-	6.490.878	7.525.455	2.115.458	2.108.123
Yurtdışı ürün ve yazılım satış gelirleri	-	-	-	-	755.927
Satışların dağılımı (%)	2016	2017	2018	2018/6	2019/6
Yurtiçi ürün ve yazılım satış gelirleri	%100	%85	%87	%90	%66
Yurtiçi bakım ve onarım hizmet satış gelirleri	-	%15	%13	%10	%25
Yurtdışı ürün ve yazılım satış gelirleri	-	-	-	-	%9
<b>Toplam Net Satışlar</b>	<b>35.530.430</b>	<b>42.634.787</b>	<b>58.545.312</b>	<b>20.164.542</b>	<b>8.365.802</b>

Tablo 6 : Kaynak: Şirket

## Satışların Maliyeti

Şirketin satışlarının maliyetini gösterir tablo aşağıdaki gibidir.

Satışların Maliyeti dağılımı (TL)	2016	2017	2018	2018/6	2019/6
İlk madde ve malzeme giderleri	(11.519.164)	(12.901.839)	(17.338.915)	(9.746.556)	(896.137)
Personel giderleri	(2.172.827)	(1.263.871)	(3.270.740)	(625.180)	(963.570)
Dışarıdan sağlanan fayda ve hizmetler	(203.081)	(1.468.452)	(2.017.803)	(560.035)	(1.363.276)
Amortisman ve itfa payları giderleri	(13.873)	(17.477)	(39.023)	(2.597)	(830)
Diğer	(1.105)	(137.430)	(993.324)	(69.667)	(22.612)
İlk madde ve malzeme giderleri	%83	%82	%73	%89	%28
Personel giderleri	%16	%8	%14	%6	%30
Dışarıdan sağlanan fayda ve hizmetler	%1	%9	%9	%5	%42
Amortisman ve itfa payları giderleri	%0	%0	%0	%0	%0
Diğer	%0	%1	%4	%1	%1
<b>Toplam Satışların Maliyeti</b>	<b>(13.910.050)</b>	<b>(15.789.069)</b>	<b>(23.659.805)</b>	<b>(11.004.035)</b>	<b>(3.246.425)</b>
<b>% Net Satışlardaki Payı</b>	<b>%39</b>	<b>%37</b>	<b>%40</b>	<b>%55</b>	<b>%39</b>

Tablo 7 : Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

## Genel Yönetim Giderleri

Şirketin genel yönetim giderlerini gösterir tablo aşağıdaki gibidir. 2016-2018 dönemi verilerine göre Şirket faaliyet giderlerinin içerisinde genel yönetim giderleri yıllık ortalama %74 oranında pay bulunmaktadır. Söz konusu oran Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri için aynı dönemde %26'dır.

Genel Yönetim Giderleri (TL)	2016	2017	2018	2018/6	2019/6
Personel giderleri	224.106	3.080.606	3.095.515	3.036.321	2.962.120
Dışarıdan sağlanan fayda ve hizmetler	196.235	85.375	373.618	223.180	370.408
Vergi giderleri	14.652	63.645	317.580	-	-
Kira giderleri	284.929	317.978	241.733	155.384	-
Seyahat giderleri	125.248	42.412	84.479	26.650	34.496
Amortisman ve itfa payları giderleri	38.329	57.971	81.852	22.765	71.821
Diğer	291.325	203.289	678.650	354.982	174.556
<b>Toplam Genel Yönetim Giderleri</b>	<b>1.174.824</b>	<b>3.851.276</b>	<b>4.873.427</b>	<b>3.819.282</b>	<b>3.613.401</b>
<b>% Net Satışlardaki Payı</b>	<b>%3</b>	<b>%9</b>	<b>%8</b>	<b>%19</b>	<b>%43</b>

Tablo 8: Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (TL)	2016	2017	2018	2018/6	2019/6
Personel giderleri	82.287	1.009.760	1.014.647	489.404	422.966
Seyahat giderleri	14.764	101.698	310.398	230.597	33.634
Dışarıdan sağlanan fayda ve hizmetler	174.125	316.236	305.785	63.758	196.749
Kira giderleri	8.974	100.957	202.420	64.699	30.946
Diğer	26.307	174.368	40.607	55.838	45.884
<b>Toplam Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri</b>	<b>306.457</b>	<b>1.703.019</b>	<b>1.873.857</b>	<b>904.296</b>	<b>730.179</b>
<b>% Net Satışlardaki Payı</b>	<b>%1</b>	<b>%4</b>	<b>%3</b>	<b>%4</b>	<b>%9</b>
	<b>%21</b>	<b>%31</b>	<b>%28</b>	<b>%19</b>	<b>%17</b>

Tablo 9: Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

### Finansman Gelir ve Giderler

Şirket'in finansman gelirleri ağırlıklı olarak nakit ve nakit benzerlerinin faiz ve döviz cinsi nakit ve nakit benzerlerinin kur farkı gelirlerinden, finansman giderleri de döviz cinsi nakit ve nakit benzerlerinin kur farkı giderlerinden oluşmuştur. Finansal gelirler / (giderler) kırılımı aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Şirketin en önemli özelliği özkaynak yöntemi ile finansman politikasını uygulaması, banka kredileri kaynaklı finansman yükümlülüğü bulunmamasıdır.

Finansman gelirleri (TL)	2016	2017	2018	2018/6	2019/6
<b>Faiz gelirleri</b>	628.992	799.342	2.801.302	799.536	1.283.980
<b>Kur farkı gelirleri</b>	974.739	2.959.058	420.178	1.449.752	5.757.211
<b>Türev araçlardan gelirler</b>	-	296.763	886.953	1.854.695	535.671
Finansman giderleri (TL)	2016	2017	2018	2018/6	2019/6
<b>Kur farkı giderleri</b>	(20.326)	(753.558)	(310.097)	(493.716)	(1.666.266)
<b>Faiz giderleri</b>	(27.075)	(41.679)	(15.339)	(7.669)	(46.125)
<b>Net finansman gelirleri/(giderleri) (TL)</b>	<b>1.556.330</b>	<b>3.259.926</b>	<b>3.782.997</b>	<b>3.602.598</b>	<b>5.864.471</b>
<b>% Net Satışlardaki Payı</b>	<b>%4,4</b>	<b>%7,6</b>	<b>%6,5</b>	<b>%17,9</b>	<b>%70,1</b>

Tablo 10:Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

### Karlılık Oran Analizleri

Karlılık oranlarına ilişkin tablo aşağıda yer almaktadır. Şirket net kar marjı 2016-2018 yılları arasında yıllık ortalama %46 düzeyindedir. Şirket karlılık oranlarına göre istikrarlı bir görünüm çizmektedir.

Karlılık Oranları	2016	2017	2018	2018/6	2019/6
<b>Brüt Kar Marjı</b>	%61	%63	%60	%45	%61
<b>Faaliyet Kar Marjı</b>	%57	%50	%48	%22	%9
<b>FAVÖK Marjı</b>	%57	%50	%48	%22	%12
<b>Net Kar Marjı</b>	%48	%47	%43	%31	%47

Tablo 11 :Kaynak: Finansal Tablolar Üzerinden Hesaplanmıştır.

ii. Bilanço

Son 3 yıllık karşılaştırmalı ve 2019 yılı birinci yarıyla ait bilançolar aşağıdadır.

VARLIKLAR	2016	2017	2018	2019/6
<b>Nakit ve Nakit Benzerleri</b>	6.036.542	26.405.844	55.788.181	48.773.780
<b>Ticari Alacaklar</b>	18.060.664	9.305.007	560.520	2.474.835
- <i>İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar</i>	17.800.376	9.127.640	439.424	2.474.835
- <i>İlişkili taraflardan ticari alacaklar</i>	260.288	177.367	121.096	0
<b>Diğer Alacaklar</b>	25.157	56.451	39.974	10.592
- <i>İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar</i>	20.732	56.451	39.974	10.592
- <i>İlişkili taraflardan diğer alacaklar</i>	4.425	0	0	0
<b>Stoklar</b>	1.067.780	6.252.609	3.569.291	3.921.192
<b>Peşin Ödenmiş Giderler</b>	162.592	1.549.812	593.667	2.672.815
- <i>İlişkili olmayan taraflara peşin ödenmiş giderler</i>	115.222	277.431	577.095	257.716
- <i>İlişkili taraflara peşin ödenmiş giderler</i>	47.370	1.272.381	16.572	2.415.099
<b>Türev Araçlar</b>	0	296.763	0	0
<b>Diğer Dönen Varlıklar</b>	1.486.146	671.157	709.252	1.487.875
<b>TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>26.838.881</b>	<b>44.537.643</b>	<b>61.260.885</b>	<b>59.341.089</b>
<b>Maddi Duran Varlıklar</b>	91.422	235.795	290.657	410.475
<b>Diğer Duran Varlıklar</b>	26.228	57.167	67.776	123.287
<b>Kullanım Hakkı Varlığı</b>	0	0	0	1.129.226
<b>Ertelenmiş Vergi Varlığı</b>	26.335	9.642	738.488	1.131.817
<b>TOPLAM DURAN VARLIKLAR</b>	<b>143.985</b>	<b>302.604</b>	<b>1.096.921</b>	<b>2.794.805</b>
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>26.982.866</b>	<b>44.840.247</b>	<b>62.357.806</b>	<b>62.135.894</b>
<b>KAYNAKLAR</b>				
<b>Ticari Borçlar</b>	66.226	1.907.134	24.146	123.940
- <i>İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar</i>	66.226	1.907.134	24.146	123.940
- <i>İlişkili taraflara ticari borçlar</i>	0	0	0	0
<b>Kiralama işlemlerinden borçlar</b>	0	0	0	330.407
<b>Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar</b>	67.141	168.072	106.152	98.026
<b>Diğer Borçlar</b>	16.284	9.497	38.919	45.772
- <i>İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar</i>	16.284	9.497	38.919	45.772
<b>Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü</b>	2.511.515	2.089.873	2.157.828	0
<b>Kısa Vadeli Karşılıklar</b>	77.555	134.054	176.961	2.335.361
- <i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar</i>	77.555	134.054	176.961	374.449
- <i>Diğer kısa vadeli karşılıklar</i>	0	0	0	1.960.912
<b>Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	99.030	242.957	164.408	74.241
<b>TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>2.837.751</b>	<b>4.551.587</b>	<b>2.668.414</b>	<b>3.007.747</b>
<b>Uzun Vadeli Karşılıklar</b>	83.511	164.322	263.825	358.106
- <i>Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar</i>	83.511	164.322	263.825	358.106
<b>Kiralama işlemlerinden borçlar</b>	0	0	0	781.756
<b>TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>83.511</b>	<b>164.322</b>	<b>263.825</b>	<b>1.139.862</b>
<b>Ödenmiş Sermaye</b>	1.700.000	1.700.000	30.000.000	30.000.000
<b>Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler</b>	875.854	1.367.320	1.438.820	3.228.491
<b>Kar veya Zararda Yeniden Sınıfl. Birikmiş Diğer Kaps. Gider</b>	(12.290)	(40.806)	(74.279)	(101.747)
<b>Geçmiş Yıllar Kar / Zararları</b>	4.419.476	16.968.234	2.926.658	20.909.476
<b>Net Dönem Karı / Zararı</b>	17.078.564	20.129.590	25.134.368	3.952.065
<b>TOPLAM ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>24.061.604</b>	<b>40.124.338</b>	<b>59.425.567</b>	<b>57.988.285</b>
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>26.982.866</b>	<b>44.840.247</b>	<b>62.357.806</b>	<b>62.135.894</b>

Tablo 12: Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

*Likidite oranları ve mali yapı oranları*

Şirket'in likidite oranları ve mali yapı oranları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Likidite Oranları	2016	2017	2018	2019/6
Cari Oran	9,46	9,79	22,96	19,73
Likidite Oranı	9,08	8,41	21,62	18,43
Nakit Oran	2,13	5,80	20,91	16,22
Mali Yapı Oranları	2016	2017	2018	2019/6
Kaldıraç Oranı	%10,8	%10,5	%4,7	%6,7
Kısa Vadeli Yükümlülükler/Aktif Toplam	%10,5	%10,2	%4,3	%4,8
Uzun Vadeli Yükümlülükler/Aktif Toplam	%0,3	%0,4	%0,4	%1,8
Özkaynaklar/Aktif Toplam	%89,2	%89,5	%95,3	%93,3
Toplam Yükümlülükler/Özkaynaklar	%12,1	%11,8	%4,9	%7,2

Tablo 13: Kaynak: Finansal Tablolar Üzerinden Hesaplanmıştır.

Cari oranın 2, likidite oranının 1 ve nakit oranının 1'in üzerinde olması Şirket'in kısa vadeli yükümlülüklerini karşılayabilecek güçlü likiditeye sahip olduğu anlamına gelmektedir. Dolayısıyla, Şirket'in 2016-2018 yılları ve 2019 yılı 6 aylık bilanço verilerine göre likidite oranları incelendiğinde, Şirket'in dönen varlıklarıyla kısa vadeli yükümlülükleri rahatlıkla karşılayabildiği gözlemlenmektedir.

Şirketin 2019 yılı 6 aylık bağımsız denetim raporuna göre Nakit ve Nakit Benzeri hesabı 48.773.780 TL'dir.

*Ticari İşletme Sermayesi İhtiyacı*

Şirket'in denetimden geçmiş 2016-2018 yılları ve 2019 yılı 6 aylık ara dönem mali tablolarına göre hesaplanan ticari işletme sermayesi ihtiyacı ve nakit dönüşüm süreleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Ticari İşletme Sermayesi Tablosu - TL	2015	2016	2017	2018	1Y2019
Ticari Alacaklar	124.950	18.060.664	9.305.007	560.520	2.474.835
Stoklar	44.280	1.067.780	6.252.609	3.569.291	3.921.192
Ticari Borçlar	4.425.889	66.226	1.907.134	24.146	123.940
Ticari İşletme Sermayesi - Net	(4.256.659)	19.062.218	13.650.482	4.105.665	6.272.087
Diğer İşletme Sermayesi - Net	1.147.153	1.491.440	1.856.894	1.033.414	2.465.368
<b>Değişim</b>		<b>23.663.164</b>	<b>(5.046.282)</b>	<b>(10.368.297)</b>	<b>3.598.376</b>
Ortalama Tahsilat Süresi (gün)	1	186	80	3	19
Ortalama Stokta Kalma Süresi (gün)	1	28	145	55	90
Ortalama Borç Ödeme Süresi (gün)	55	2	44	0	3
Nakit Dönüşüm Süresi (gün)	-53	212	180	58	106
Diğer İşletme Sermayesi - Net (% satışlar)	3,1%	4,2%	4,4%	1,8%	5,3%

Tablo 14 : Finansal Tablolar Üzerinden Hesaplanmıştır.

### *Duran Varlıklar*

Şirket'in maddi duran varlıklarındaki döşeme ve demirbaşların payı 2019 yılı 6 aylık bilançoda %93'tür (2018: %87) Kullanım hakkı varlıkları ise bina ve araçlardan oluşmaktadır.

### *Kiralamadan Kaynaklı Yükümlülükler*

30.06.2019 tarihli bağımsız denetimden geçmiş mali tablolarına göre Şirketin 330.407 TL kısa vadeli ve 781.756 TL uzun vadeli kiralama işlemlerinden borcu bulunmaktadır.

## 9. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ ve HESAPLAMALAR

### a. Değerlemeye Yönelik Temel Hususlar

Değerleme çalışmasında Papiyon'un bağımsız denetimden geçmiş 30.06.2019, 30.06.2018, 31.12.2018, 31.12.2017 ve 31.12.2016 tarihli bilanço ve gelir tabloları kullanılmıştır.

Değerleme çalışmasında şirketin yapısına uygun olarak uluslararası değerlendirme standartlarında yer alan;

1. Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi
2. İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") Analizi

Yöntemleri kullanılmıştır.

**Pazar Yaklaşımı**, Değerleme konusu varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya benzer varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımdır.

**İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi**, gelecekte planlanan tüm nakit akışlarının bugünkü değerinin tahmin edilmesi için bir indirgeme oranının uygulandığı, gelir yaklaşımının kapsamına dâhil olan yöntemdir.

### b. Çarpan Analizi

Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer başka şirketlerin uygun piyasa çarpanları ile Şirket değerinin hesaplanmasıdır.

Şirketin nakit yaratma kapasitesini, ülkeler arasındaki vergilendirme farklılıklarını ortadan kaldırması, şirketin gelecekte kar yaratma kapasitesini göstermesi, geçici ve istisnai kar artışlarını değil şirketin faaliyetlerden sağladığı karları dikkate alarak faaliyet karı üzerinden analize imkân tanınması göz önüne alındığında FD/FAVÖK çarpanı değerlendirilmiştir.

Şirketin geçmiş dönem karı verileri göz önüne alındığında istikrarlı bir kar marjı sergilemesi, F/K oranının geniş bir oranda kullanılması ve hisse senetleri arasında karşılaştırma yapmaya uygun olması, Şirketin diğer faaliyet gelir/giderlerinin satışlara oranının düşük olması dikkate alınarak F/K oranı çarpanı değerlendirilmiştir.

PD/DD ve FD/Satışlar çarpanları Şirketin nakit yaratma kabiliyetini yeterince göstermemesi, proje şirketlerinde genellikle tercih edilmemesi sebeplerinden kaynaklı olarak kullanılmamıştır.

Çarpan analizinde yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler incelenmiş, yurt dışında aynı sektörde yer alan, benzer iş modeline sahip ve benzer ölçekli şirketlerin çarpanları kullanılmıştır.



Çarpan analizinde yurt içi ve yurt dışı çarpan ağırlıkları; Şirketin satışlarının ağırlıklı olarak yurt içine yapılmasından ve yurt içinde faaliyet göstermesinden kaynaklı olarak farklı tutulmuştur. Çarpan analizinde yurt içi çarpanların sonuca etkisi %30 iken yurt dışı çarpanların sonuca etkisi %20 alınmıştır.

Değerleme çalışmasında, yurt içi benzer şirket analizi için hem faaliyet hem de ölçek uyumu açısından BIST Bilişim sektörü şirketlerinin çarpan değerleri kullanılmıştır. Değerleme çalışmasında BIST Bilişim sektöründe yer alan şirketlerin 04.11.2019 tarihli FD/FAVÖK ve F/K oranları kullanılmış olup, hem F/K hem de FD/FAVÖK oranları için 40 ve üstü oranlar uç değer kabul edilmiş ve çarpan analizine dâhil edilmemiştir.

Yazılım dışında faaliyet gösteren NETAS, ARENA, INDES, ALCTL ve ESCOM borsa kodlu teknoloji şirketleri analize dahil edilmemiştir.

Şirketin 2019 yıl sonu için bekleyen proje siparişinin azalması nedeniyle muhafazakar davranılarak çarpan analizinde hem FAVÖK hem de net dönem karı verisi olarak yapılan projeksiyonlar dahilinde yer alan 31.12.2019 tarihli mali tablolarda gerçekleşmesi beklenen FAVÖK ve dönem karı verileri baz alınmıştır.

Çarpan analizinde kullanılan F/K ve FD/FAVÖK oranlarında çarpanların aritmetik ortalamaları alınmış ve değerlendirilmiştir.

i. Yurt içi Şirket Çarpanları

BIST Bilişim sektöründe yer alan firmaların bulunduğu 04.11.2019 tarihli çarpan değerlerini gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Kod	Unvan	F/K	FD/FAVÖK
LOGO	Logo Yazılım	14,13	9,05
KAREL	Karel Elektronik	6,55	3,95
ARMDA	Armada Bilgisayar	0,00	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	46,76	16,29
LINK	Link Bilgisayar	15,83	7,15
<b>ORTALAMA</b>		<b>10,77</b>	<b>7,81</b>

Tablo 15 : Kaynak: FİNNET - 04.11.2019 Tarihli Çarpan Değerleri

Tablolarda belirtildiği üzere FD/FAVÖK çarpanı 7,81 ve F/K çarpanı 10,77 alınmıştır. FD/FAVÖK çarpanı ile ulaşılan şirket değerine şirketin net borç/nakit kalemi eklenerek öz sermaye değerine ulaşılmıştır. Söz konusu çarpanlar dahilinde şirket değeri FD/FAVÖK ile 162.321.772 TL ve F/K ile 169.542.379 olmaktadır.

Söz konusu hesaplamaların detayı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

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

Tablo 16 : Çarpan Analizi Özet Tablo

ii. Yurtdışı Şirket Çarpanları

Çarpan analizinde biyometri ürün geliştirme, biyometrik yazılım, biyometrik sistem ve gereç imalatı faaliyeti yürütmekte olan benzer ölçekte şirketler kullanılmıştır. Söz konusu şirketler Reuters Terminalinin biyometrik ürün sektöründe yer alan şirketler ve biometricupdate.com sitenin derlemiş olduğu halka açık şirketlerin listesinden seçilerek derlenmiştir.

(<https://www.biometricupdate.com/biometrics-stock-market>)

Söz konusu şirketlerin piyasa değeri piyasa değeri ortalaması yaklaşık 280 Milyon civarındadır. Detay tablo aşağıda yer almaktadır.

Şirket Unvanı	Ülke	Açıklama
Facephi Biometria SA	İspanya	Facephi Biometria SA, biyometri ürün geliştirme alanında faaliyet gösteren İspanya merkezli bir şirkettir. Şirket, özellikle finansal sektöre dahil olan şirketler için bir yüz tanıma teknolojisi sunmaktadır. Ürün yelpazesi Selphi ve Yazılım Geliştirme Kiti (SDK) içerir. Selphi, mobil bankacılık için kullanıcıların bir kullanıcı adı ve parola olmadan bankacılık hesabına erişmelerini sağlayan bir biyometrik çözümdür. Selphi ayrıca kullanıcının yanıp sönmelerini analiz eden gerçek zamanlı bir filtre sunar. SDK, yüz tanıma teknolojisinin kullanılmış uygulamalara entegre edilmesini sağlayan bir araçtır. SDK, bankacılık hesaplarına, kişisel bilgisayarlara, kimlik kartlarına, sosyal medyaya ve e-posta hesaplarına ve ayrıca binek araçlarına biyometrik izin vermektedir.
Fingerprint Cards AB	İsveç	Fingerprint Cards AB, insanların parmak izini analiz ederek ve eşleştirerek kişinin kimliğini doğrulayan biyometrik teknolojiyi geliştiren, üreten ve pazarlayan İsveç merkezli bir teknoloji şirkettir. Teknoloji, ayrı ayrı veya bir arada kullanılacak biyometrik sensörler, işlemciler, algoritmalar ve modüllerden oluşur. Şirketin ürün portföyünde FPC1011F Alanı ve FPC1080A Swipe sensörleri, FPV2020 biyometrik işlemci, FPC-AM3 biyometrik modül, FPC-BUND ve FPC-AMD3 prototipleme alanı geliştirme kitleri (DevKits) ve FPC-SSK ve SPC-SAK prototipleme kaydırma DevKit'leri bulunmaktadır.
IRIS Corporation Bhd	Malezya	IRIS Corporation Berhad, teknoloji danışmanlığı ve güvenilir kimlik, ödeme, ulaşım ve sürdürülebilir kalkınma uygulamalarında faaliyet göstermektedir. Şirket'in segmentinde e-pasaport, e-kimlik kartı, banka kartı, ulaşım ve diğer ilgili cihaz ve ekipmanlarını sağlayan güvenilir kimlik ve ödeme ve ulaşım sistemleri bulunmaktadır.
Union Community Co Ltd	Korea	Union Community Co Ltd temel olarak parmak izi tanıma erişim kontrol sistemlerinin araştırılması ve geliştirilmesi (AR-GE), üretimi ve satışı ile uğraşmaktadır. Ana ürün portföyünde; parmak izi terminalleri, radyo frekansı (RF) / akıllı kart terminalleri, kişi sayma sistemleri, parmak izi kapı kilitleri, parmak izi evrensel seri veri yolu (USB) okuyucuları, parmak izi orijinal ekipman üretimi (OEM) modülleri, parmak izi tanıma yazılımı, diğerleri arasında tam yüksek tanımlı (HD) kayıt cihazlarının yanı sıra. Şirket ürünlerini yurtiçi pazarlara ve yurtdışı pazarlara dağıtır.
Suprema Inc	Kore	Suprema Inc., biyometri sektöründe faaliyet gösteren Kore merkezli bir şirkettir. Şirket teklifleri parmak izi sistemleri ve parmak izi çözümlerinden oluşmaktadır. Parmak izi sistemleri, BioStation, D-Station, FaceStation, BioEntry, BioLite ve diğerleri markaları altında Internet protokolü (IP) tabanlı erişim kontrolü ve zaman devam terminalleri içerir. Parmak izi çözümleri ilgili parmak izi sistemlerinde kullanılmaktadır.
Aware Inc	ABD	Aware, Inc. biyometri endüstrisi için bir yazılım ve hizmet sağlayıcısıdır. Şirketin yazılım ürünleri, insanları tanımlamak veya doğrulamak için devlet kurumları ve özel kurumlarda biyometri sistemlerinde kullanılmaktadır.
NXT-ID Inc	ABD	Şirket, mobil cihazlarda güvenlik için ürün, çözüm ve hizmetlere odaklanmıştır. Şirket'in ana teknolojileri dijital ödemeleri, biyometrik tanımlamayı, şifrelemeyi, sensörleri ve minyatürleştirmeyi destekleyenlerden oluşmaktadır.
Egis Technology	Tayvan	Egis Technology Inc., esas olarak kapasitif parmak izi sensörlerinin üretimi ve satışı ile uğraşan Tayvan merkezli bir şirkettir. Şirketin ana ürünleri arasında biyometrik algılama entegre devre (IC) kristalleri ve yazılım ve uygulamaları, veri güvenliği koruma yazılımı ve uygulamaları ve diğerleri yer almaktadır.
Elan Microelectronics	Tayvan	Elan Microelectronics Corp., esas olarak entegre devrelerin (IC) ve mikrodenetleyicilerin araştırma, geliştirme, üretim ve satışını yapan Tayvan merkezli bir şirkettir. Şirket'in ana ürünleri dokunmatik yüzey modülleri, tüketici IC'leri, mikro denetleyiciler, kişisel bilgisayar çevre birimleri IC'leri, iletişim IC'leri ve işaret çubuğu ürünlerinden oluşmaktadır. Şirket, ürünlerini ağırlıklı olarak Hong Kong, Tayvan ve Çin Halk Cumhuriyeti'nde satış yapmaktadır.

Tablo 17 : Kaynak: Reuters Terminali

Yurtdışı şirket çarpanları 06.11.2019 tarihli olup çarpan ve piyasa değerlerini gösterir detay tablo aşağıda yer almaktadır.

Kodu	Şirket Unvanı	Ülke	Piyasa Değeri - USD	F/K	FD/FAVÖK
<b>FACE.MC</b>	Facephi Biometria SA	İspanya	24.669.257	20,75	20,93
<b>FINGb.ST</b>	Fingerprint Cards AB	İsviçre	585.388.869	-	18,18
<b>IRIB.KL</b>	IRIS Corporation Bhd	Malezya	100.576.314	12,74	17,27
<b>203450.KQ</b>	Union Community Co Ltd	Korea	35.496.725	9,44	8,37
<b>236200.KQ</b>	Suprema Inc	Korea	157.971.796	12,71	7,05
<b>AWRE.O</b>	Aware Inc	ABD	60.814.535	49,83	15,25
<b>NXTD.O</b>	NXT-ID Inc	ABD	12.482.456	-	16,27
<b>6462.TWO</b>	Egis Technology	Tayvan	620.417.825	18,40	13,70
<b>2458.TW</b>	Elan Microelectronics	Tayvan	920.789.080	13,90	10,20
<b>ORTALAMALAR</b>			<b>279.845.206</b>	<b>14,15</b>	<b>13,83</b>

Tablo 18: Kaynak Reuters Terminali

a. İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi şirketin serbest nakit akımı üretme yeteneği üzerinden yapılan bir değerlendirme yöntemi olup bu serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmesi ve nakit pozisyonun da eklenmesi ile oluşan değeri, şirketin özsermaye değeri olarak kabul etmektedir.

İNA metodunda 10 yıllık gelir tablosu ve bilanço kalemleri Papiyon yönetiminin beklentileri ile geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2019-2028 yılları için projekte edilmiştir.

i. Gelir Tablosu Projeksiyonu

Şirket yönetimi projeksiyonlarını proje satışları, proje satışlarına ilave ürün/hizmet satışları ve garanti kapsamı sonrasında yıllık bakım ve onarım hizmet satışlarına göre oluşturmaktadır.

Şirket'in 2019-2028 yıllarına ilişkin gelir tablosu projeksiyonu aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

İNA metodunda 10 yıllık gelir tablosu ve bilanço kalemleri Papillon yönetiminin beklentileri ile geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2019-2028 yılları için projekte edilmiştir.

2019B	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
<b>39.496.881</b>	<b>70.012.924</b>	<b>84.805.655</b>	<b>107.376.075</b>	<b>72.576.081</b>	<b>124.740.377</b>	<b>160.952.886</b>	<b>177.811.737</b>	<b>156.982.362</b>	<b>184.641.159</b>
-32,5%	77,3%	21,1%	26,6%	-32,4%	71,9%	29,0%	10,5%	-11,7%	17,6%
-39,9%	61,7%	12,2%	17,6%	-37,1%	60,2%	20,6%	3,7%	-16,7%	11,5%
16.950.810	30.127.100	37.416.601	48.544.977	33.602.725	59.114.842	78.030.020	88.141.550	79.527.265	95.552.174
42,9%	43,0%	44,1%	45,2%	46,3%	47,4%	48,5%	49,6%	50,7%	51,8%
<b>22.546.072</b>	<b>39.885.824</b>	<b>47.389.054</b>	<b>58.831.098</b>	<b>38.973.355</b>	<b>65.625.534</b>	<b>82.922.866</b>	<b>89.670.187</b>	<b>77.455.097</b>	<b>89.088.985</b>
57,1%	57,0%	55,9%	54,8%	53,7%	52,6%	51,5%	50,4%	49,3%	48,2%
8.252.802	9.753.387	11.907.567	15.365.478	16.517.889	18.565.692	24.387.828	27.365.580	29.007.515	29.279.638
22,3%	18,2%	22,1%	29,0%	7,5%	12,4%	31,4%	12,2%	6,0%	0,9%
20,9%	12,7%	13,0%	13,3%	13,6%	13,9%	14,2%	14,5%	14,7%	15,0%
<b>14.293.270</b>	<b>30.132.438</b>	<b>35.481.487</b>	<b>43.465.620</b>	<b>22.455.467</b>	<b>47.059.843</b>	<b>58.535.038</b>	<b>62.304.607</b>	<b>48.447.583</b>	<b>59.809.348</b>
36,2%	43,0%	41,8%	40,5%	30,9%	37,7%	36,4%	35,0%	30,9%	32,4%
-1.819.552	31.388	38.020	48.139	32.537	55.924	72.158	79.716	70.378	82.778
-4,61%	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%
<b>12.473.718</b>	<b>30.163.826</b>	<b>35.519.507</b>	<b>43.513.758</b>	<b>22.488.004</b>	<b>47.115.766</b>	<b>58.607.197</b>	<b>62.384.323</b>	<b>48.517.961</b>	<b>59.892.126</b>
31,6%	43,1%	41,9%	40,5%	31,0%	37,8%	36,4%	35,1%	30,9%	32,4%
7.699.622	8.111.437	9.466.133	12.216.538	15.837.758	19.255.875	22.877.027	27.127.768	31.238.629	34.979.272
13,6%	11,5%	9,9%	9,7%	10,3%	10,5%	10,0%	9,6%	9,5%	9,3%
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>20.173.340</b>	<b>38.275.263</b>	<b>44.985.639</b>	<b>55.730.297</b>	<b>38.325.761</b>	<b>66.371.642</b>	<b>81.484.224</b>	<b>89.512.092</b>	<b>79.756.590</b>	<b>94.871.398</b>
51,1%	54,7%	53,0%	51,9%	52,8%	53,2%	50,6%	50,3%	50,8%	51,4%
-4.438.135	-8.420.558	-8.997.128	-11.146.059	-7.665.152	-13.274.328	-16.296.845	-17.902.418	-15.951.318	-18.974.280
22,0%	22,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
<b>15.735.205</b>	<b>29.854.705</b>	<b>35.988.512</b>	<b>44.584.237</b>	<b>30.660.609</b>	<b>53.097.313</b>	<b>65.187.379</b>	<b>71.609.673</b>	<b>63.805.272</b>	<b>75.897.119</b>
39,8%	42,6%	42,4%	41,5%	42,2%	42,6%	40,5%	40,3%	40,6%	41,1%

Tablo 19 : Gelir Tablosu Projeksiyonu

ii. Net İşletme Sermayesi

Net İşletme Sermayesi hesaplamasında ticari alacaklar, ticari borçlar ve stoklar kalemleri 10 yıllık projeksiyon dönemi için tahmin edilirken Şirket'in son 3 yıllık ortalama tahsilat, ortalama stokta kalma ve ortalama borç ödeme süreleri incelenmiş ve kullanılmıştır.

Net İşletme Sermayesi Tablosu - TL	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Ticari Alacaklar	9.691.727	17.179.740	20.809.574	26.347.894	17.808.687	30.608.739	39.494.548	43.631.365	38.520.263	45.307.166
Stoklar	3.523.682	6.262.729	7.778.048	10.091.381	6.985.231	12.288.612	16.220.641	18.322.594	16.531.883	19.863.092
Ticari Borçlar	715.154	1.271.061	1.578.604	2.048.110	1.417.697	2.494.052	3.292.082	3.718.687	3.355.250	4.031.340
Ticari İşletme Sermayesi - Net	12.500.256	22.171.409	27.009.018	34.391.165	23.376.221	40.403.299	52.423.107	58.235.273	51.696.895	61.138.918
Diğer İşletme Sermayesi - Net	1.358.448	2.408.011	2.916.790	3.693.072	2.496.168	4.290.297	5.535.783	6.115.623	5.399.222	6.350.513
Değişim	8.719.625	10.720.716	5.346.388	8.158.429	(12.211.848)	18.821.207	13.265.294	6.392.007	(7.254.779)	10.393.314
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

Tablo 20 : Net İşletme Sermayesi Tablosu

iii. Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasında;

- Risksiz getiri oranında, T.C. Hazine'sinin ihraç ettiği 10 yıl vadeli TRT080328T15 tahvilinin 1 yıllık ortalaması olarak %16,46 alınmıştır.
- Hisse senedi piyasası risk primi oranı, gelişen pazarlarda %5-6 seviyesindeki olup, çalışmamızda %6 olarak alınmıştır. Kaynak olarak, New York University Aswath Damodaran'ın dönemsel olarak açıkladığı oran baz alınmıştır.
- Kurumlar vergisi oranı mevcut yıl baz alınarak %22 alınmıştır.
- Terminal büyüme oranı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası enflasyon hedefi olan %5 alınmıştır.
- Beta katsayısı Şirket hisseleri henüz işlem görmeye başlamamış olduğundan ve bu sebeple istatistiki olarak hisseye özgü standart Beta hesabı yapılamayacağından, değerlendirme çalışmasında 1 olarak kabul edilmiştir.
- Şirketin finansal borcu bulunmamasından ve yüksek nakit pozisyonundan kaynaklı olarak AOSM olarak sermaye maliyeti dikkate alınmıştır.

AOSM	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

Tablo 21 : AOSM Hesaplaması

iv. İndirgenmiş Nakit Akımları Tablosu

İNA analizi gösterir detay tablo aşağıda yer almaktadır. 10 yıllık projeksiyon döneminin sonun elde edilen uç değer bugünkü değeri 35.363.055 TL olup, serbest nakit akımlarının bugünkü değeri 120.678.344 TL'dir. Şirketin 30.06.2019 mali tablolarında yer alan nakit ve benzeri serbest nakit akımlarının bugünkü değerine eklendiğinde firma değerine ulaşılmaktadır. Duyarlık analizi açısından aynı tutarlar ve AOSM verisi kullanılarak 10 yıl yerine 5 yıllık projeksiyon kullanıldığında uç değer bugünkü değeri 74.594.589 TL olarak hesaplanmış olup, serbest nakit akımlarının bugünkü değeri 123.310.891 TL'dir. 5 yıllık projeksiyonun Şirket değerine etkisinin kayda değer bir artış yaratmadığı görülmüştür.

İNA yöntemi Şirketin öngörülere, geçmiş performansı ve birçok varsayımsal parametreye dayanmaktadır. Söz konusu projeksiyonlar geleceğe yönelik taahhüt anlamına gelmemekle beraber, projeksiyon ve İNA'da kullanılan parametrelerin değişmesi halinde özkaynak değeri farklılaşacaktır.

İNA Tablosu	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2028
Satış Hasılatı	39.496.881	70.012.924	84.805.655	107.376.075	72.576.081	124.740.377	160.952.886	177.811.737	156.982.362	184.641.159	
Satışların Maliyeti	16.950.810	30.127.100	37.416.601	48.544.977	33.602.725	59.114.842	78.030.020	88.141.550	79.527.265	95.552.174	
Faaliyet Giderleri	8.252.802	9.753.387	11.907.567	15.365.478	16.517.889	18.565.692	24.387.828	27.365.580	29.007.515	29.279.638	
Faaliyet Karı	14.293.270	30.132.438	35.481.487	43.465.620	22.455.467	47.059.843	58.535.038	62.304.607	48.447.583	59.809.348	
Vergi Oranı	22%	22%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	11.148.751	23.503.301	28.385.189	34.772.496	17.964.373	37.647.874	46.828.031	49.843.685	38.758.066	47.847.478	
+ Amortisman	252.702	280.052	731.223	821.504	682.304	1.550.962	1.695.812	1.763.247	2.717.929	2.828.565	
- Yatırım Harcaması	-	-	3.920.000	-	-	6.600.000	-	-	10.380.000	-	
- İşletme Sermayesindeki Değişim	8.719.625	10.720.716	5.346.388	8.158.429	-12.211.848	18.821.207	13.265.294	6.392.007	7.254.779	10.393.314	
= Serbest Nakit Akımı (SNA)	1.340.914	13.062.637	19.850.024	27.435.571	30.858.526	13.777.629	35.258.548	45.214.926	38.350.775	40.282.729	242.304.885
İskonto Edilmiş Serbest Nakit Akımları	1.211.744	9.639.633	11.962.182	13.501.534	12.401.209	4.521.506	9.449.151	9.895.322	6.853.967	5.879.041	35.363.055
SNA'nın Bugünkü Değeri	120.678.344										
Firma Değeri	120.678.344										
- Finansal Borçlar											
+ Nakit ve Nakit Benzerleri	48.773.780										
Özsermaye Değeri	169.452.124										
Pay Başına Özsermaye Değeri	5,65										

Tablo 22 : İNA Tablosu

## 10. SONUÇ

Papilon şirket değerlemesinin indirgenmiş nakit akımları ve çarpan analizi ile hesaplanan şirket değeri eşit ağırlıklandırılmıştır. Çarpan analizinde kullanılan yurt içi ve yurt dışı benzer şirket çarpanları sırasıyla %30 ve %20 şeklinde ağırlıklandırılmıştır.

Hem yurt içi hem de yurt dışı kullanılan F/K ve FD/FAVÖK çarpanlarının ağırlığı eşittir.

07.11.2019 tarihli ve KFD – 2019/01 sayılı işbu değerlendirme raporumuzun değerlendirme sonucunu gösterir özet tablo aşağıda yer almaktadır.

DEĞERLEME SONUCU	Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık Oranı
İNA	169.452.124	50%
Yurtiçi	165.932.076	30%
Yurtdışı	236.301.341	20%
<b>SONUÇ</b>	<b>181.765.953</b>	
Ödenmiş Sermaye	30.000.000	
Pay Değeri	6,06	

Tablo 23 : Değerleme Özet Tablosu