



HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİNDE ESAS ALINAN  
VARSAYIMLARA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME RAPORU

Sermaye Piyasası Kanunu'nun

VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29/5 Maddesi Uyarınca Hazırlanmıştır.

13.03.2020

## 1. RAPORUN AMACI

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29/5 maddesi uyarınca Denetimden Sorumlu Komitesi tarafından Şirket'in halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmedi ise nedeninin açıklanması amacıyla hazırlanmıştır.

## 2. FİYAT TESPİT RAPORUNDA YER ALAN DEĞERLEME YÖNTEMLERİ VE HESAPLAMALAR

Şirket'in halka arz sürecinde Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanan ve Şirket'imizin internet sitesi ile Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yatırımcıların bilgisine sunulan 07.11.2019 tarihli fiyat tespit raporunda;

### a. Değerlemeye Yönelik Temel Hususlar

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

- i. Pazar Yaklaşımı - Çarpan Analizi
- ii. 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 dahil 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 imkan tanıması 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.

### 3. DEĞERLEME SONUÇ TABLOSU

Fiyat tespit raporunda kullanılan değerlendirme yöntemleri sonucu hesaplanan şirket ve pay değeri şu şekildedir;

Değerleme Sonucu	Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık Oranı
İNA Analizi	169.452.124	50%
Yurtiçi Çarpan Analizi	165.932.076	30%
Yurtdışı Çarpan Analizi	236.301.341	20%
Sonuç	181.765.953	
Ödenmiş Sermaye	30.000.000	
Pay Değeri	6,06	

### 4. SONUÇ

2019 yılı tahmini ve gerçekleşen verileri şu şekildedir;

PAPILON A.Ş.	2019 Tahmini	2019 Gerçekleşen	Gerçekleşme Oranı %
Hasılat	39.496.881	17.260.616	43,70
Satışların Maliyeti	16.950.810	7.756.866	45,76
Brüt Kar	22.546.072	9.503.750	42,15
Faaliyet Giderleri	8.252.802	7.773.390	94,19
Faaliyet Karı	14.293.270	1.730.360	12,11
Faaliyet Kar Marjı	36,2%	10,0%	27,70
Net Finansman Geliri	7.699.622	7.686.388	99,83
Net Dönem Karı	15.735.205	8.273.945	52,58
Net Kar Marjı	39,8%	47,9%	120,32

Şirket'in 2019 yılı tahminlerine ve gerçekleşen verilere yukarıdaki tabloda yer verilmiştir.

Buna göre; 2019 yılı için tahmin edilen rakamlardan hasılat ve faaliyet karının hedeflenen rakamlara ulaşmadığı görülmektedir. Bunun temel sebebi olarak, özellikle yıl sonunda beklenen yüksek ölçekli siparişlerin sonraki dönemlere kaydırılması ve bununla ilişkili projelendirmelerin kamu kurumlarınca durdurulması olarak görülmüştür. Ayrıca, sipariş aşamasına gelen yurt dışı kamu satış fırsatlarında ilgili iki ülkede siyasi karışıklık çıkması sebebiyle, siparişlerin onayını verecek makamın otorite belirsizliği ve can güvenliği sorunları gibi gerekçelerle tahminlemede kullanılan işlerin alımının gerçekleşemediği görülmüştür. Bunun yanında, yeni ürün ve konsept geliştirme için harcanan faaliyet giderleri tahminlenen düzeyde gerçekleşmiş, yatırım süreci olsa da net kar marjının bu durumdan negatif etkilenmediği gözlenmiştir. Geliştirilen konseptlerle ilgili bazı iş ortaklıkları güçlendirildiği ve bu iş

ortaklıklarının gelir modeli olarak çalışır düzeye gelmesi için teknik geliştirmelerin tamamlanması beklenmektedir.

2019 yılında yurt içi pazarda iki yerel seçim geçirilmesi ve bu dönemde yaşanan ekonomik sıkıntılar ve kamu bütçe kesintileri, yıl sonunda da etkisini devam ettirdiği görülmüştür. Bu sebeple kamu için hazırlanan özel biyometrik çözümlerin satış imknı olamamıştır. Ancak, bu amaçla harcanan iş gücü, satılabilir ürünlerin artmasını sağlamış ve ürün çeşitliliği konusunda şirket stratejilerine olumlu hizmet ettiği gözlenmiştir.

Bu süreçte ciro düşüşü, iş kaybından ziyade talebin daralması ile karşılaşılan bir süreç olarak şirket'in karşısına çıkmış ve talep kaybının da teknolojiye olan ilgiden ziyade bütçe kesintileri ve ilişkili devletlerdeki siyasal gelişmelerden kaynaklandığı gözlenmiştir.

şirket hem üretim hem de pazarlama faaliyetlerinin olgunlaştırılması sürecinde, büyümek için gerekli olan enerjinin ve maliyetlerin uzun dönemli sürdürülebilirlik açısından harcanması gerektiği düşüncesi ile, faaliyet giderleri ilerleyen dönemlerde satışa konu olabilecek ve iş geliştirmelerde etkinliği arttıracak düzeyde tahminlendiği düzeyde gerçekleştirmiştir.

şirket uzmanlık alanı olan işleri dışında yayılcacı bir politika izlememiş ve bu minvalde, teknik çözümüne emin olmadığı veya tahminleme üzerine yeni iş alımı gerçekleştirmemiştir. şirket'in beklenmeyen riskleri almayan bu duruşu, kriz anlarından da yüksek oranda etkilenmememizi sağlamıştır.

2019 yılında yapılan tahminlemede, şirket'in verdiği teklifler, katılmayı planladığı ihaleler ve kurum ihtiyaçlarının satın almaya yönelecek olmasına göre toplanan verilerin kullanıldığı gözlenmiştir. İşlerin çeşitli sebeplerle ötelenmiş olması, şirket açısından da gelirin de ötelenmesinin dışında yüksek oranlı bir risk durumu ortaya çıkarmadığı gözlenmiştir.

Saygılarımızla,

Denetimden Sorumlu Komite