



PAPILON SAVUNMA TİC. A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORU ANALİZİ

Kasım 2019

Önemli Not İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Ahlatcı Yatırım A.Ş. Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Gedik Yatırım") aracılık ettiği Papiion Savunma Güvenlik Sistemleri Bilişim Müh. Hiz. İth. İhr. San. ve Tic. A.Ş. ("Papiion Savunma veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Piramit Menkul Değerler'in hazırladığı fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Halka Arza İlişkin Bilgiler

Halka Arz Bilgileri	
Halka Arz Tarihi	28-29 Kasım 2019
Halka Arz Büyüklüğü	33.000.000 TL
Hisse Kodu	PAPIL
Halka Arz Oranı	23,08%
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	30.000.000 TL nominal
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	32.500.000 TL nominal
Aracılık Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış
Halka Arz Miktarı/Şekli	7.500.000 TL nominal değerli paylar (2.500.000 TL sermaye artırım, 5.000.000 TL ortak satışı)
Halka Arz Fiyatı	4,40 TL
Aracılık Yöntemi	Bakiyeyi Yüklenim
Taahhütler	Ortaklar sahip oldukları payları (Borsada işlem görecektir payların tekrar alınıp satılması hariç) 1 yıl boyunca satmama ve şirket 1 yıl süreyle herhangi bir bedelli sermaye artırımını yapmaması taahhüdünde bulunmuştur.
Fiyat İstikrarı	Payların BİAŞ'da işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün süre ile yapılması planlanmaktadır.

Şirket Bilgileri

Papillon 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. Papillon Savunma-Güvenlik Sistemleri Bilişim Mühendislik Hizmetleri İthalat İhracat Sanayi Ve Ticaret A.Ş.'nin 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.

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

Ortaklık Yapısı

Ortağın Adı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Tutar (TL)	Pay	Tutar (TL)	Pay
Papillon AO	20.400.000	68,0%	17.900.000	55,1%
Günel Sadıgova	6.000.000	20,0%	3.500.000	10,8%
Doğan Demir	3.600.000	12,0%	3.600.000	11,1%
Halka Arz Edilecek Paylar			7.500.000	23,1%
Toplam	30.000.000	100,0%	32.500.000	100,0%

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, halka arz gelirinin kullanımına yönelik planlarını aşağıdaki tablodaki gibi açıklamıştır.

Fon Kullanım Yeri	Halka Arz Gelirine Oranı
Yurtdışı İştirak Edinimi, Şube Açılması veya İş Ortaklıkları Kurulması	30%
İşletme Sermayesinin Güçlendirilmesi	20%
Yeni Ar-Ge çalışmaları	50%
Toplam	100%

FINANSAL BİLGİLER

Son 3 yıllık karşılaştırmalı ve 2019 yılı ilk yarıyla ait özet bilançolar aşağıdaki gibidir.

VARLIKLAR	2016	2017	2018	2019/06
Nakit ve Nakit Benzerleri	6.036.542	26.405.844	55.788.181	48.773.780
Ticari Alacaklar	18.060.664	9.305.007	560.520	2.474.835
- İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	17.800.376	9.127.640	439.424	2.474.835
- İlişkili taraflardan ticari alacaklar	260.288	177.367	121.096	0
Diğer Alacaklar	25.157	56.451	39.974	10.592
Stoklar	1.067.780	6.252.609	3.569.291	3.921.192
Peşin Ödenmiş Giderler	162.592	1.549.812	593.667	2.672.815
- İlişkili olmayan taraflara peşin ödenmiş giderler	115.222	277.431	577.095	257.716
- İlişkili taraflara peşin ödenmiş giderler	47.370	1.272.381	16.572	2.415.099
Türev Araçlar	0	296.763	0	0
Diğer Dönen Varlıklar	1.486.146	671.157	709.252	1.487.875
TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR	26.838.881	44.537.643	61.260.885	59.341.089
Maddi Duran Varlıklar	91.422	235.795	290.657	410.475
Diğer Duran Varlıklar	26.228	57.167	67.776	123.287
Kullanım Hakkı Varlığı	0	0	0	1.129.226
Ertelenmiş Vergi Varlığı	26.335	9.642	738.488	1.131.817
TOPLAM DURAN VARLIKLAR	143.985	302.604	1.096.921	2.794.805
TOPLAM VARLIKLAR	26.982.866	44.840.247	62.357.806	62.135.894
KAYNAKLAR				
Ticari Borçlar	66.226	1.907.134	24.146	123.940
- İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar	66.226	1.907.134	24.146	123.940
Kiralama işlemlerinden borçlar	0	0	0	330.407
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	67.141	168.072	106.152	98.026
Diğer Borçlar	16.284	9.497	38.919	45.772
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	2.511.515	2.089.873	2.157.828	0
Kısa Vadeli Karşılıklar	77.555	134.054	176.961	2.335.361
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	77.555	134.054	176.961	374.449
- Diğer kısa vadeli karşılıklar	0	0	0	1.960.912
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	99.030	242.957	164.408	74.241
TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	2.837.751	4.551.587	2.668.414	3.007.747
Uzun Vadeli Karşılıklar	83.511	164.322	263.825	358.106
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar	83.511	164.322	263.825	358.106
Kiralama işlemlerinden borçlar	0	0	0	781.756
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	83.511	164.322	263.825	1.139.862
Ödenmiş Sermaye	1.700.000	1.700.000	30.000.000	30.000.000
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	875.854	1.367.320	1.438.820	3.228.491
Kar veya Zararda Yeniden Sınıfl. Birikmiş Diğer Kaps.Gider	-12.290	-40.806	-74.279	-101.747
Geçmiş Yıllar Kar / Zararları	4.419.476	16.968.234	2.926.658	20.909.476
Net Dönem Karı / Zararı	17.078.564	20.129.590	25.134.368	3.952.065
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	24.061.604	40.124.338	59.425.567	57.988.285
TOPLAM KAYNAKLAR	26.982.866	44.840.247	62.357.806	62.135.894

Şirket'in karşılaştırmalı özet gelir tablosu ise aşağıdaki gibidir.

Gelir Tablosu (TL)	2016	2017	2018	2018/6	2019/06
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
BRÜT KAR/(ZARAR)	21.620.380	26.845.718	34.885.507	9.160.507	5.119.377
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
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
ESAS FAALİYET KARI / (ZARARI)	19.804.331	21.922.654	28.164.470	4.501.476	-1.043.755
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
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI / (ZARARI)	21.360.661	25.182.580	31.947.467	8.104.074	4.820.716
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
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI / (ZARARI)	17.078.564	20.129.590	25.134.368	6.302.237	3.952.065
DÖNEM KARI / (ZARARI)	17.078.564	20.129.590	25.134.368	6.302.237	3.952.065

DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİLER

Değerleme çalışmasında Papilon'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.

Piramit Menkul Değerler değerleme çalışmasında şirketin yapısına uygun olarak uluslararası değerleme standartlarında yer alan "Çarpan Analizi" ve "İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") Analizi" yöntemlerini kullanmıştır.

- a) **Çarpan Analizi Yöntemi:** Piramit Menkul Değerler çarpan analiziyle değerlendirme çalışmasında FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarını kullanmıştır. 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.

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 05.11.2019 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.

Yurtiçi Şirket Çarpanları BIST Bilişim sektöründe yer alan firmaların bulunduğu 05.11.2019 tarihli çarpan değerlerini gösterir tablo aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur. Söz konusu Şirket çarpanları için KAP'da ilan edilen en son (30.09.2019) finansal tabloları dikkate alınarak yıllıklandırılmış net kar ve FAVÖK verileri baz alınmıştır.

Kod	Unvan	F/K	FD/FAVÖK
LOGO	Logo Yazılım*	14,13	9,05
KAREL	Karel Elektronik*	6,55	3,95
ARMDA	Armada Bilgisayar*	9,00	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
ORTALAMA		10,77	7,81

*30.09.2019 Finansal tabloları verilerin alındığı tarihte henüz yayınlanmadığından 30.06.2019 dönemi tabloları baz alınmıştır.

Değerleme çalışmasında, yurt içi benzer şirket analizi için BIST Bilişim sektörü şirketlerinin çarpan değerleri kullanılmıştır. Bu çalışmaya göre yurtiçi çarpan analizi hesaplaması sonucu 165.932.076 TL'lik öz sermaye değerine ulaşılmıştır.

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

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.

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

Kod	Unvan	Ülke	Piyasa Değeri - USD	F/K	FD/FAVÖK
FACE.MC	Facephi Biometria SA	İspanya	24.669.257	20,75	20,93
FINGb.ST	Fingerprint Cards AB	İsveç	585.388.869	-	18,18
IRIB.KL	IRIS Corporation Bhd	Malezya	100.576.314	12,74	17,27
203450.KQ	Di Union Community Co Ltd	Güney Kore	35.496.725	9,44	8,37
236200.KQ	Suprema Inc	Güney Kore	157.971.796	9,70	5,70
AWRE.O	Aware Inc	ABD	60.814.535	49,83	-
NXTD.O	NXT-ID Inc	ABD	12.482.456	-	16,27
6462.TWO	Egis Technology	Tayvan	620.417.825	18,40	13,70
2458.TW	Elan Microelectronics	Tayvan	920.789.080	13,90	10,20
ORTALAMA			279.845.206	14,15	13,83

Yurtdışı çarpan analizinde, biyometri ürün geliştirme, biyometrik yazılım, biyometrik sistem ve gereç imalatı faaliyeti yürütmekte olan benzer ölçekte şirketler kullanılmıştır. Söz konusu şirketlerin piyasa değeri piyasa değeri ortalaması yaklaşık 280 Milyon USD civarındadır. Buna göre yurtdışı çarpan analizi ile **236.301.341 TL** öz sermaye değerine ulaşılmıştır. Detaylandırılmış şekilde tablo aşağıdaki gibi oluşturulmuştur.

Yurtdışı Şirket Çarpanları	
FD/FAVÖK Çarpanı (x)	13,8
Beklenen FAVÖK 2019	14.545.972
Firma Değeri (TL)	201.123.390
(Net Nakit (TL)	48.773.780
Özsermaye Değeri (TL)	249.897.170
F/K Çarpanı (x)	14,2
Beklenen Net Dönem Karı 2019	15.735.205
Özsermaye Değeri (TL)	222.705.512
Yurtdışı Çarpan Analizi Değeri	236.301.341

b) İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi: Bu yöntemle şirket değeri hesaplanırken aşağıdaki varsayımlar uygulanmıştır.

- Projeksiyon dönemi olarak 10 yıllık periyot belirlenmiştir.
- Risksiz getiri oranında, T.C. Hazinesinin ihraç ettiği 10 yıl vadeli TRT080328T15 tahvilinin 1 yıllık ortalaması olarak %16,46 alınmıştır.
- Kurumlar vergisi oranı mevcut mevzuat dahilinde 2019 ve 2020 yılları için %22 ve sonraki yıllar için %20 alınmıştır.
- Net İşletme Sermayesi hesaplamasında Şirket'in son 3 yıllık ortalama tahsilat, ortalama stokta kalma ve ortalama borç ödeme süreleri incelenmiş ve kullanılmıştır.
- Risk primi olarak % 6 düzeyi hesaplamalarda baz alınmıştır.
- Terminal büyüme % 5 olarak kabul edilmiştir.
- Beta değeri "1" olarak hesaplamaya dahil edilmiştir.
- Şirketin finansal borcu bulunmamasından ve yüksek nakit pozisyonundan kaynaklı olarak AOSM olarak sermaye maliyeti dikkate alınmıştır.

Bu varsayımlara göre Papiilon'un İNA yöntemine göre **169.452.124 TL** öz sermaye değerine ulaşılmıştır.

Sonuç olarak; Çarpan analizinde yurt içi çarpanları ile hesaplanan değer %30, yurt dışı çarpanları ile bulunan değer %20 ağırlıklandırma, İNA Analizi ile bulunan değer ise % 50 ağırlıklandırmayla değerlendirilmiştir. Buna göre Papiilon'un öz sermaye değeri 181.765.953 TL ve pay değeri 6.06 TL olarak hesaplanmıştır.

İNA Yöntemine Göre Şirket Değeri	Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık
İNA Analizi	169.452.124	50%
Yurtiçi Çarpan Analizi	165.932.076	30%
Yurtdışı Çarpan Analizi	263.301.341	20%
SONUÇ	181.765.953	
Ödenmiş Sermaye	30.000.000	
Pay Değeri	6,06	

PAPILON SAVUNMA HALKA ARZ FİYATI	
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontosuz)	6,06 TL
Halka Arz İskontosu	27,4%
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontolu)	4,40 TL

GÖRÜŞ

- Yapılan değerlemede “Benzer Şirket” çarpanları yanında İndirgenmiş Nakit Akımları (“İNA”) yönteminin de kullanılmış olmasını makul buluyoruz.
- Şirket öz sermaye değeri hesaplanırken İNA ve “Benzer Şirket” çarpanlarına verilen ağırlıkların makul olduğunu düşünüyoruz.
- İNA projeksiyonunda 2020 yılında net satışlar tahmini 70.012.924 TL’den 2022 yılında 107.376.075 TL’ye yükseldikten sonra 2023 yılında tekrar 2020 yılı seviyelerine yakın 72.576.081 TL’ye gerilemektedir. Satış gelir projeksiyonunda 2 yıllık yükselişten sonra 3.yılda neden bu seviyeye düşüş yaşandığını, yani satışlarda meydana gelen bu dalgalanmanın açıklamasının detaylandırılması gerektiğini düşünüyoruz. Benzer şekilde 2024’de 124.740.377 TL olan satış gelir tahmini değerinin 2025 yılında birden neden 160.952.886 TL’ye ulaşmasının beklendiği de detaylandırılabilir.
- İNA analizinde kullanılan 10 yıllık tahvil faizinin oranının 1 yıllık ortalaması olan %16.46 risksiz faiz oranını nispeten muhafazakar olması nedeniyle makul buluyoruz.
- % 6 oranındaki hisse senedi piyasası risk primini ve % 5 oranındaki terminal büyüme rakamını makul olduğunu düşünüyoruz.
- “1” olarak belirlenen Beta katsayısının makul olduğunu düşünüyoruz.
- Net İşletme Sermayesi tahmininde Şirket’in son 3 yıllık ortalama tahsilat, ortalama stokta kalma ve ortalama borç ödeme sürelerinin kullanılmasının makul olduğunu düşünüyoruz.
- Piyasa çarpanları yöntemiyle yapılan çalışmada benzer şirketler için FD/FAVÖK ve F/K çarpanları analizinde ortalama değerlerin alınması yerine bazı şirketlerde diğerlerine göre daha yüksek ya da düşük değerler olması nedeniyle medyan değerlerinin kullanılmasının daha makul olacağını düşünüyoruz.
- Çarpan Analizinde F/K ve FD/FAVÖK çarpanları için 40 ve üstü değerlerin uç değer kabul edilip değerlendirme dışı bırakılmasının makul olduğunu düşünüyoruz.
- Fiyat tespit raporunda PD/DD ve FD/Satışlar çarpanları Şirketin nakit yaratma kabiliyetini yeterince göstermemesi, proje şirketlerinde genellikle tercih edilmemesi sebeplerinden kaynaklı olarak kullanılmadığı belirtilmiş olsa da bu değerlerin daha rafine bir sonuç elde etmek adına yapılan çalışmada yer alması gerektiğini düşünüyoruz.
- Yurtdışı benzer şirketlerin değerlendirme çalışmasına dahil edilmesini olumlu olarak değerlendiriyoruz. Ancak baktığımızda seçilmiş yurtdışı benzer şirketlerin büyüklüklerinin Papon Savunma’ya göre daha büyük olması nedeniyle değerlendirme makul bir karşılaştırma yapılabilmesi adına Şirket büyüklüğüne yakın şirketlerin seçilmesinin ve değerlendirme kullanılmasının daha makul olacağını düşünüyoruz.
- Benzer Şirket Çarpanları ve İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi ile elde edilen %27,4 iskontolu halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.
- Sonuç olarak İndirgenmiş Nakit Akımları ve Çarpanları Analizleri Yöntemlerine göre hesaplanan %27.4 iskonto uygulanmış 4,40 TL pay başına değeri, yukarıda belirttiğimiz bazı çekinceler dışında, makul olarak değerlendiriyoruz.