



**Papillon Savunma- Güvenlik Sistemleri Bilişim
Mühendislik Hizmetleri İthalat İhracat Sanayi ve
Ticaret A.ř.**

**Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Hazırlanan
Analist Raporu**



27 Kasım 2019

İÇİNDEKİLER

1. RAPORUN AMACI	3
2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ	3
3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ	3
3.1. Ortaklık Yapısı	4
4. HALKA ARZDAN SAĞLANACAK FONUN KULLANIMI.....	4
5. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	4
5.1. Pazar Yaklaşımı Yöntemi (Piyasa Çarpanları Analizi)	4
5.1.1. Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları	5
5.1.2. Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları.....	5
5.2. Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi)	5
5.2.1. İNA Sonuç	6
6. SONUÇ	6
7. GÖRÜŞ	6

1. RAPORUN AMACI

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

2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Halka Arz Şekli:	Ortak Satışı ve Sermaye Artırımı
Halka Arz Yöntemi:	Borsa Birincil Piyasasında Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemi
Çıkarılmış Sermaye :	30.000.000-TL
Halka Arz Tarihleri:	27-28 Kasım 2019
Halka Arz Toplamı (Nominal):	7.500.000-TL (Ortak satışı: 5.000.000-TL, Sermaye Artırımı:2.500.000-TL)
Halka Arz Fiyatı:	4,40-TL
Halka Arz Büyüklüğü:	33.000.000 TL
Halka Açıklık oranı:	%23,08
Satışa Hazır Bekletilen Paylar:	1.875.000-TL(Nominal)
Halka Arz Taahhütleri:	Şirket, 1 yıl süre ile satışa hazır bekletilen paylar dışında bedelli sermaye artırımı yapmama taahhüdünde bulunmuştur. Ortaklar, 1 yıl süre ile sahip olduğu payları satmama taahhüdünde bulunmuş olmakla birlikte, aynı kapsamdaki beyan Şirket ortağı ve Genel Müdürü Dr.Doğan Demir tarafından 2 yıl süre ile verilmiştir.
Fiyat İstikrarı İşlemleri:	Yetkili kuruluş, Şirket paylarının BİST’te işlem görmeye başlamasını takiben 30 gün süreyle fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler uygulayabilecektir.

Kaynak: Papilon Savunma Tasarruf Sahiplerine Satış Duyurusu, Sermaye Piyasası Aracı Notu ve Fiyat Tespit Raporu

3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

Şirket 2012 yılının Aralık ayında “ Papilon Savunma- Güvenlik Sistemleri Bilişim Mühendislik Hizmetleri İthalat İhracat Sanayi ve Ticaret Limited Şirketi” unvanı ile kurulmuş olup, 06.12.2016 tarihinde nevi değişikliği ile anonim şirkete dönüşerek “ Papilon Savunma- Güvenlik Sistemleri Bilişim Mühendislik Hizmetleri İthalat İhracat Sanayi ve Ticaret A.Ş. unvanı ile faaliyetlerine devam etmiştir.

Papilon Savunma, yerli biyometrik sistem geliştircisi ve cihaz üreticisidir. Şirketin ana faaliyeti yurt içi ve yurt dışı kamu kuruluşlarına ve özel ticari kuruluşlara sağlanan uçtan uca bütünsel 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 inşası olarak tanımlanmaktadır.

Kamu ve özel sektörlere yüksek-güvenlikli biyometrik sistemleri sağlaması ile vatandaşların yaşamını biyometrik teknoloji uygulamasıyla kolaylaştırmak amacıyla kurulmuştur. Papilon Savunma 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 yönetimi ile birlikte; Papilon Savunma’nın 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 oluşturmaktadır.

3.1. Ortaklık Yapısı

Şirket'in 31.09.2019 itibarıyla 30.000.000-TL olan çıkarılmış sermayesi rapor tarihi olan 07.11.2019 tarihi itibarıyla değişmemiş olup, Şirket'in güncel dolaylı ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Ortağın Ticaret Unvanı / Adı Soyadı	Halka Arz Öncesi					Halka Arz Sonrası		
	Pay Grubu	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)	Oy Hakkı	Oy Hakkı %	Nominal Değer	Pay Oranı	Oy Hakkı %
Papillon AO*	-	20.400.000	68%	20.400.000	68%	17.900.000	55,08%	55,08%
Günel SADİGOVA	-	6.000.000	20%	6.000.000	20%	3.500.000	10,77%	10,77%
Dr. Doğan DEMİR	-	3.600.000	12%	3.600.000	12%	3.600.000	11,08%	11,08%
Halka Açık	-	-	-	-	-	7.500.000	23,08%	23,08%
TOPLAM	-	30.000.000	100,00%	30.000.000	100%	32.500.000	100%	100%

* Pappillon AO(AO=A.Ş) Rusya merkezli olup paylarının tamamı yine Rusya merkezli olan OOO Adis (OOO=Ltd. Şti.) kontrolündedir.

Kaynak: Papillon Savunma Fiyat Tespit Raporu, Sermaye Piyasası Aracı Notu ve İhraççı Bilgi Dökümanı

4. HALKA ARZDAN SAĞLANACAK FONUN KULLANIMI

Halka Arzdan sağlanacak fonun kullanımı ile ilgili olarak Şirket'in 15.10.2019 tarih ve 2019/21 sayılı yönetim kurulu kararı bulunmaktadır. Sermaye Piyasası Aracı Notunda belirtildiği üzere Şirket'in net halka arz gelirin 9.217.029-TL olarak gerçekleşmesi beklenmektedir. Şirket, ilerleyen dönemlerde yaşanabilecek genel ekonomik ve sektörel gelişmelere bağlı olarak, halka arz gelirin öngörülen kullanım oran ve yerlerinde, %20'yi aşmamak kaydıyla değişiklik yapabilecektir.

BRÜT HALKA ARZ GELİRİ	11.000.000 TL
NET HALKA ARZ GELİRİ	9.217.029 TL
NET HALKA ARZ GELİRİNİN KULLANIM YERLERİ	Tutar(TL) Oran
Yurt Dışı İştirak Edinimi, Şube Açılması veya İş Ortaklıkları Vasıtasıyla Büyüme	2.765.109 30%
İşletme Sermayesi Güçlendirilmesi	1.843.406 20%
Yeni Ar-Ge Çalışmaları	4.608.515 50%
TOPLAM	9.217.029 100%

Kaynak: Papillon Savunma Sermaye Piyasası Aracı Notu, 15.10.2019 tarih ve 2019/21 sayılı yönetim kurulu kararı

5. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Piramit Menkul Kıymetler tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda şirket paylarının değerinin tespit edilmesi amacıyla; Çarpan Analizi ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yöntemleri kullanılmış olup, her iki yöntemde eşit ağırlıklandırılarak nihai Şirket değeri belirlenmiştir.

5.1. Pazar Yaklaşımı Yöntemi (Piyasa Çarpanları Analizi)

Piramit Menkul Kıymetler tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi bölümünde; yurt içi benzer firmaların yer aldığı BİST Bilişim sektörü çarpanları incelenmiştir. BİST Bilişim Sektörü için 05.11.2019 tarihli çarpanlar kullanılmıştır.

Yurt dışı benzer şirketlerin seçiminde Reuters terminali kullanılmıştır. Çarpan analizinde uç değer olarak; FD/FAVÖK ve F/K için 1 ile 40, aralığı dışındaki çarpanlar hesaplamada dikkate alınmamıştır.

Piyasa Çarpanları Analizi yönteminde yurt içi benzer şirketler için 05.11.2019, yurt dışı benzer şirketler için 06.11.2019 tarihli oranlar kullanılmıştır. Piyasa çarpanları analizinde kullanılan çarpanlar;

- F/K – Fiyat / Kazanç ve
- FD/FAVÖK - Firma Değeri / Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr oranlarına yer verilmiştir.

Değerleme çalışmasında çarpanların ortalamasının hesaplanmasında ortalama değer kullanılmış olup, Pazar Yaklaşımı Yönteminde kullanılan Şirket verileri aşağıdaki gibidir.

5.1.1. Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları

BİST 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
BİST BİLİŞİM – Ortalama	
F/K Çarpanı (x)	10,77
Beklenen Net Dönem Karı 2019	15.735.205
Firma Değeri (TL)	169.542.379
Özsermaye Değeri (TL)	169.542.379
BİST BİLİŞİM - Eşit Ağırlıklı Ortalama (TL)	165.932.076

Kaynak: Papillon Savunma Fiyat Tespit Raporu

5.1.2. Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları

Yurt Dışı Benzer Şirketler - Ortalama	
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
Yurt Dışı Benzer Şirketler - Ortalama	
F/K Çarpanı (x)	14,20
Beklenen Net Dönem Karı 2019	15.735.205
Firma Değeri (TL)	222.705.512
Özsermaye Değeri (TL)	222.705.512
Yurt Dışı Çarpan Analizi Değeri	236.301.341

Kaynak: Papillon Savunma Fiyat Tespit Raporu

5.2. Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi)

Piramit Menkul Kıymetler tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nun İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinde aşağıdaki varsayımlar uygulanmıştır.

- Projeksiyonlar Türk Lirası cinsinden yapılmıştır.
- İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yönteminde projeksiyonlar, gelecek on yıllık dönem esas alınarak hesaplanmıştır.
- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Oranı "AOSM" (indirgeme oranı) hesaplamasında sermaye maliyeti için;
 - Risksiz Faiz Oranı olarak; 10 yıllık hazine tahvilinin 1 yıllık ortalama değeri %16,50 kullanılmıştır.
 - Risk Primi olarak; %6 oranı kullanılmıştır.
 - Beta katsayısı 1 olarak kullanılmıştır.
 - Şirket'in 2028 yılı sonrası için nihai büyüme oranı %5 olarak değerlendirilmiştir.

Bu varsayımlar doğrultusunda Sermaye Maliyeti %22,46 olarak hesaplanırken, net borçluluğu olmaması sebebiyle borçlanma maliyeti hesaplanmamış ve nihai olarak AOSM %22,46 olarak hesaplanmıştır.

5.2.1. İNA Sonuç

Piramit Menkul Kıymetler tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemine göre hesaplanan Şirket değeri 169.452.124-TL olarak belirtilmiştir.

6. SONUÇ

Değerleme Yöntemi	Ağırlık Oranı	Piyasa Değeri (TL)
İNA Analizi	50%	169.452.124
Yurt İçi Çarpanlar	30%	165.932.076
Yurt Dışı Çarpanlar	20%	236.301.341
Sonuç	100%	181.765.953
Pay Değeri		6,06
%27,4 Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri		131.962.082
Halka Arz İskontolu Pay Değeri		4,40

Kaynak: Papillon Savunma Fiyat Tespit Raporu

Papillon Savunma'nın Şirket Değeri İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi için %50, Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi için Yurt İçi Çarpanlar %30 ve Yurt Dışı Çarpanlar %20 ağırlıklandırılarak 181.765.953-TL olarak hesaplanmıştır. Şirket'in 30.000.000-TL olan mevcut çıkarılmış sermayesine göre Şirket'in birim pay değeri 6,06 TL'dir. Bu değer üzerinden uygulanan %27,4 halka arz iskontosu sonrası halka arz birim pay değeri 4,40 TL olarak belirlenmiştir.

7. GÖRÜŞ

- Papillon Savunma için Piramit Menkul Kıymetler tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nun net ve anlaşılır olduğu görüşündeyiz.
- Çarpan Analizine ilişkin olarak kullanılan çarpanları makul bulmakla beraber, defter değeri ve net satışlar çarpanları bakımından da değerlendirilmesinin daha makul olacağı görüşündeyiz.
- Çarpan Analizinde kullanılan yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin, Şirket ürün gamının hem yazılım hem de ticari ürünlerden oluşması nedeniyle uygun olduğu görüşündeyiz.
- Çarpan Analizinde Özkaynak Değeri hesaplaması yapılırken; FAVÖK ve Net Kâr verilerinin 2019 yılı sonuna ilişkin tahminlerle hesaplanmıştır. İzahname setinin "Kâr Tahminleri ve Beklentileri" bölümü ile "İhraççının Finansal Durumu ve Faaliyet Sonuçları Hakkında Bilgiler" bölümlerinde konu ile ilgili bir bilginin yer almadığı ve bilgilere ilişkin "Bağımsız Güvence Raporu" olmaması nedeniyle FAVÖK ve Net Kâr tahminlerine ilişkin olarak mutabakat sağlayamıyoruz. Ancak, 2018 yılının, 2018 yılının ilk 6 ayı ve 2019 yılının ilk 6 ayına göre bağımsız denetimden geçmiş finansal tabloları kullanılarak yıllıklandırılması halinde FAVÖK ve Net Kâr rakamlarının daha yüksek çıkacağını ve Özkaynak Değerini de aynı doğrultuda arttıracığı görüşündeyiz.
- İNA analizinde kullanılan projeksiyonların, özellikle 2019 yılının daha detaylı olarak açıklanması gerektiği görüşündeyiz.
- İNA analizinde kullanılan risksiz faiz oranına ilişkin olarak; faizlerin gerilemiş olduğu günümüzde 1 yıllık ortalamasının kullanılmasını makul buluyoruz.
- Halka arz iskontosunun makul olduğu görüşündeyiz.

Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi ve İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi kullanılarak bulunan Şirket Değeri'ne göre bulunan 6,06-TL birim pay değerine uygulanan %27,4'lük halka arz iskontosu ile hesaplanan 4,40-TL halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.