

**‘Fiyat Tespit Raporu’ Değerlendirme Analiz Raporu**

27/11/2019

Papillon Savunma Güvenlik Sistemleri Bil.Müh. Hiz. İth. İhr. San. ve Tic. A.Ş.

Bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Piramit Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırladığı Papillon Savunma A.Ş. halka arz fiyat tespit raporunun yöntem, içerik ve varsayımları itibarıyla analiz edilip, değerlendirilmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Papillon Savunma Güvenlik Sistemleri Bil.Müh. Hiz. İth. İhr. San. ve Tic. A.Ş. ('Papillon Savunma') nin halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor yalnızca aracı kurumun fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup yatırımcılar, halka arza ilişkin sirküleri ve izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

ŞİRKET HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Papillon Savunma savunma ve kamu projeleri ağırlıklı olmak üzere biyometrik ürünlerin ve sistemlerin geliştirilmesi, üretimi ve satışı konularında faaliyetlerini yürütmektedir. 2012 yılında Ankara'da kurulan şirketin temel ürün grupları kamu güvenlik sistemleri, parmak izi tarayıcıları, avuç içi tarayıcıları, geçiş kontrol sistemleri, biyometrik iş istasyonları, mobil cihazlar, yüz tanıma, sanal gerçekliğe yönelik platform cihazları olarak sıralanmaktadır. Şirket'in ödenmiş sermayesi halka arz öncesi 30.0 milyon TL olup, %68'lik bölümü Papillon AO adlı şirkete, %20'lik bölümü Günel Sadıgova'ya ve %12'lik bölümü Doğan Demir'e aittir.

Ortak Adı/Ünvanı	Arz Öncesi		Arz Sonrası	
	Sermaye (TL)	Sermayedeki payı (%)	Sermaye (TL)	Sermayedeki payı (%)
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 Açık Kısım	-	-	7.500.000	23.1%
Toplam	30.000.000	100.0%	32.500.000	100.0%

HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Halka arzda mevcut ortaklardan Papillon AO'ya ait 2.5 milyon adet ve Günel Sadıgova'ya ait 2.5 milyon adet payın yanı sıra, şirketin sermayesinin 30.0 milyon TL'den 32.5 milyon TL'ye çıkarılması sonucu elde edilecek 2.5 milyon adet payın satışı gerçekleştirilecektir. Böylece toplam arz büyüklüğü 7.5 milyon adet pay, arz sonrası halka açıklık oranının ise %23.1 olması beklenmektedir. Halka arz fiyatının hisse başına 4.40 TL olması durumunda, halka arz büyüklüğü 33.0 milyon TL olarak gerçekleşecektir.

Halka arz edilecek toplam 7.500.000 TL nominal değerli paylar, Borsa Birincil Piyasa'da "Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemi" ile beher pay için 4.40 TL fiyattan 28-29/11/2019 tarihlerinde Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. aracılığıyla, PAPIL.HE (ikincil piyasada işlem kodu PAPIL.E olacaktır) işlem sırasında satışa sunulacaktır.

YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Çıkarılmış Sermaye	30.000.000 TL
Çıkarılmış Sermaye (halka arz sonrası)	32.500.000 TL
Halka Arz Edilecek Toplam Nominal Tutar	7.500.000 TL nominal pay
Halka Açılacak Oran	%23.1
Halka Arz Şekli	Ortak satışı ve Sermaye arttırımı
Halka Arz İskontosu	%27.4
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontolu)	4.40 TL
Halka Arz Büyüklüğü	33.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Şirket Değeri	143.000.000 TL

DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Değerleme çalışması, aşağıda yer alan değerleme yöntemleri için ayrı ayrı, açık ve net ifade edilmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akışı Analizi Yöntemi

Gelir yaklaşımı analizinde kullanılan projeksiyon dönemi 2019-2028 yılları arasını kapsamaktadır.

Paylaşılan projeksiyonlara göre, 2019 yılında şirketin satışlarında %32.5 oranında düşüş kaydetmesi beklenmektedir. Satış büyüme hızının 2020 yılında %77, 2021 yılında %21 olması öngörülmüştür. Yapılan projeksiyonlarda, konsolide yıllık bileşik büyüme oranının 2019-2028 döneminde %16 olacağı ve 2028 yılında şirketin cirosunun 185 milyon TL'ye yükseleceği tahmin edilmiştir.

Brüt kar marjında ise projeksiyon döneminde kademeli olarak düşüş tahmin edilerek, 2019 yılında %57 olması beklenen marjın 2028 yılında %48 seviyesinde gerçekleşmesi öngörülmüştür.

Faaliyet giderlerinin ciroya oranında da benzer şekilde düşüş öngörülmüş olup, 2019 yılında %21 olan oranın 2028 yılında %15'e gerilemesi öngörülmüştür.

İndirgenmiş nakit akımları analizi ile şirketin değeri 169.4 milyon TL, birim pay değeri ise 5.65 TL olarak hesaplanmıştır.

YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

İndirgenmiş Nakit Akımları Tablosu (Milyon TL)	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Satışlar	39.5	70.0	84.8	107.4	72.6	124.7	161.0	177.8	157.0	184.6
Satışlardaki Büyüme	-32.5%	77.2%	21.1%	26.7%	-32.4%	71.8%	29.1%	10.4%	-11.7%	17.6%
Faaliyet Karı	14.3	30.1	35.5	43.5	22.5	47.1	58.5	62.3	48.4	59.8
Vergi Oranı	22%	22%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	11.1	23.5	28.4	34.8	18.0	37.6	46.8	49.8	38.8	47.8
Amortisman (+)	0.3	0.3	0.7	0.8	0.7	1.6	1.7	1.8	2.7	2.8
Yatırım Harcamaları (-)			3.9			6.6			10.4	
İşletme Sermayesi Değişimi (-)	8.7	10.7	5.3	8.2	-12.2	18.8	13.3	6.4	-7.3	10.4
Serbest Nakit Akımları (=)	1.3	13.1	19.9	27.4	30.9	13.8	35.3	45.2	38.4	40.3
İndirgenmiş Değer	1.2	9.6	12.0	13.5	12.4	4.5	9.4	9.9	6.9	5.9

Kaynak: Yetkili Aracı Kurum

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması

AOSM	22.46%
Özsermaye Maliyeti	22.46%
Risksiz getiri oranı	16.5%
Hisse senedi pazarı risk primi	6.0%
Özsermaye oranı	100.0%
Dış kaynak oranı	0.0%
Terminal Büyüme	5.0%
Beta	1.0

Kaynak: Yetkili Aracı Kurum

YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Emsal Şirket Değeri Yöntemi (Piyasa Çarpanları Analizi)

Piyasa çarpanları yönteminde uygulanan varsayımlar, hesaplamalar ve ağırlıklandırmalar genel bir değerlendirme yapmaya uygunlukta açık ve net bir şekilde ifade edilmiştir.

Piyasa çarpanları analizinde Şirket'in piyasa değerinin belirlenmesinde, hem Borsa İstanbul'da işlem gören Bilişim sektörü hisselerinin değerlendirme çarpanları, hem de yurtdışı benzer şirketlerin değerlendirme çarpanları kullanılmıştır. Karşılaştırmada Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanlarına yer verilmiştir.

Hesaplamalarda karşılaştırma yapılan şirketlerin en son açıklanan finansal tabloları yıllıklandırılarak 2019 tahmini çarpanları elde edilmiştir. Piyasa çarpanları için hesaplanan ortalama çarpanlar aşağıdaki gibidir.

Kullanılan Piyasa Çarpanları	Yurtiçi Benzer Şirketler (2019)	Yurtdışı Benzer Şirketler (2019)
FD/FAVÖK	7.81x	13.8x
F/K	10.77x	14.2x

Kaynak: Yetkili Aracı Kurum

Çarpan Analizi Sonuçları (Milyon TL)	Yurtiçi Benzer Şirketler (son 12 ay)	Yurtdışı Benzer Şirketler (son 12 ay)
Papillon Savunma Özsermaye Değeri	165.9	236.3

Kaynak: Yetkili Aracı Kurum

Bu hesaplamalar doğrultusunda şirketin ağırlıklandırılmış özsermaye değeri hesaplamasında, İNA yöntemine %50, yurtiçi benzer şirket çarpan analizine %30, yurtdışı benzer şirket çarpan analizine ise %20 ağırlık verilerek hesaplanmıştır. Sonuç olarak şirketin özsermaye değeri 181.8 milyon TL, birim pay değeri ise 6.06 TL olarak hesaplanmıştır. Belirlenen halka arz fiyatı 4.4 TL olup, fiyat tespit raporunda bulunan değere göre %27 oranında halka arz iskontosuna işaret etmektedir.

Değerleme Sonucu			
Değerleme Yöntemi	Verilen Ağırlık	Özsermaye Değeri Milyon TL	Pay Başına Değer (TL/hisse)
İNA	50.0%	169.5	5.65
Yurtdışı Çarpanlar	30.0%	165.9	5.53
Yurtdışı Çarpanlar	20.0%	236.3	7.88
SONUÇ		230.8	6.06

Kaynak: Yetkili Aracı Kurum

YATIRIM FINANSİYAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

NIHAİ GÖRÜŞÜMÜZ

Fiyat tespit raporunun genel olarak açık ve anlaşılır olduğu, tespit edilen hisse başı fiyatın ise yapılan projeksiyonlara göre makul olduğu gözlenmektedir.

Değerleme raporundaki İNA analizinde kullanılan büyüme tahminlerinin gerçekleşmesi, görümöze göre şirketin teknolojik know-how olarak gelişimine ve sürdürülebilirliğine bağlıdır. Şirketin Ar-Ge yatırımları konusunda ve ana ortağı ile arasındaki teknoloji paylaşımı konusunda daha fazla detay paylaşılmasının yatırımcılar açısından sağlıklı olacağı görüşündeyiz. Ayrıca şirketin 2019 yılı 9 aylık sonuçlarında 2018 yılına göre gözlenen karlılık azalışının sebeplerinin belirtilmesinin de faydalı olacağı görüşündeyiz.

YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

BİLANÇO (Milyon TL)

2016/12

2017/12

2018/12

2019/09

I-DÖNEN VARLIKLAR	26.8	44.5	61.3	58.9
NAKİT VE NAKİT BENZERLERİ	6.0	26.4	55.8	45.5
TİCARİ ALACAKLAR	18.1	9.3	0.6	1.0
STOKLAR	1.1	6.3	3.6	6.0
PEŞİN ÖDENMİŞ GİDERLER	0.2	1.6	0.6	4.4
DİĞER DÖNEN VARLIKLAR	1.4	0.9	0.7	2.0
II-DURAN VARLIKLAR	0.1	0.3	1.1	3.4
MADDİ DURAN VARLIKLAR	0.1	0.2	0.3	0.6
DİĞER DURAN VARLIKLAR	0.0	0.1	0.8	2.8
AKTİF TOPLAMI	27.0	44.8	62.4	62.2
III-KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	2.8	4.6	2.7	3.7
KISA VADELİ BORÇLANMALAR	0.0	0.0	0.0	0.3
UZUN VADELİ BORÇLANMALARIN KISA VADELİ KISIMLARI	0.0	0.0	0.0	0.0
TİCARİ BORÇLAR	0.1	1.9	0.0	0.3
DİĞER KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	2.7	2.7	2.7	3.1
IV-UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	0.1	0.2	0.3	1.1
UZUN VADELİ BORÇLANMALAR	0.0	0.0	0.0	0.8
DİĞER UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	0.1	0.2	0.3	0.3
V-ÖZKAYNAKLAR	24.1	40.1	59.4	57.4
ÖDENMİŞ SERMAYE	1.7	1.7	30.0	30.0
KÂR VEYA ZARARDA YENİDEN SINIFLANDIRILMAYACAK BİRİKMİŞ DİĞER KAPSAMLI GELİRLER VEYA GİDERLER	0.0	0.0	-0.1	-0.1
KÂRDAN AYRILAN KISITLANMIŞ YEDEKLER	0.9	1.4	1.4	3.2
GEÇMİŞ YILLAR KÂRI/ZARARI	4.4	17.0	2.9	20.9
NET DÖNEM KÂRI/ZARARI	17.1	20.1	25.1	3.4
PASİF TOPLAMI	27.0	44.9	62.4	62.2

Kaynak: Yetkili Aracı Kurum

YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER

GELİR TABLOSU (Milyon TL)

2016/12

2017/12

2018/12

2018/09

2019/09

NET SATIŞLAR (HASILAT)	35.5	42.6	58.5
SATIŞLARIN MALİYETİ (-)	-13.9	-15.8	-23.6
BRÜT ESAS KAR VEYA ZARARI	21.6	26.8	34.9
Genel Yönetim Giderleri	-1.2	-3.9	-4.9
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri	-0.3	-1.7	-1.9
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-	-	-
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	0.1	1.3	1.0
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-0.5	-0.7	-1.0
ESAS FAALİYET KÂRI VEYA ZARARI	19.8	21.9	28.2
Finansman Gelirleri	1.6	4.1	4.1
Finansman Giderleri	0.0	-0.8	-0.3
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ GELİR/GİDERİ	21.4	25.2	31.9
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri	-4.3	-5.1	-6.8
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KÂRI/ZARARI	17.1	20.1	25.1
DÖNEM KARI VEYA ZARARI	17.1	20.1	25.1

40.7	12.8
-17.2	-5.5
23.5	7.3
-4.0	-5.5
-1.7	-1.2
-	-
0.3	0.4
-0.8	-2.2
17.3	-1.2
7.5	8.0
-0.6	-3.0
24.1	3.8
-5.3	-0.4
18.8	3.4
18.8	3.4

Kaynak: Yetkili Aracı Kurum

YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Yatırım Finansman Menkul Değerler

Meclis-i Mebusan Cad. 81 Fındıklı 34427 Beyoğlu/İstanbul

Tel: +90 (212) 317 69 00 Faks: +90 (212) 282 15 50 - 51

UYARI NOTU:

Bu e-posta mesajı ve ekleri gönderildiği kişi ya da kuruma özeldir ve gizlidir. Hiçbir şekilde üçüncü kişilere açıklanamaz ya da yayınlanamaz. Yetkili alıcılardan biri değilseniz, bu mesajın herhangi bir şekilde ifşa edilmesi, kullanılması, kopyalanması, yayılması veya mesajda yer alan hususlarla ilgili olarak herhangi bir işlem yapılmasının kesinlikle yasak olduğunu bildiririz. Eğer mesajın alıcısı veya alıcısına iletmekten sorumlu kişi değilseniz lütfen mesajı sisteminizden siliniz ve göndereni uyarınız. Gönderen ve Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş., bu mesajın içerdiği bilgilerin doğruluğu, güncelliği ve eksiksiz olduğu konusunda bir garanti vermemektedir, içerik Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından her zaman değiştirilebilir. Bu e-posta yer alan bilgiler "Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş." tarafından genel bilgilendirme amacı ile her türlü veri, yorum ve değerlendirmeler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklara dayanılarak hazırlanmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan içerik, yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu tavsiyeler 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 e-posta içeriğinde yer alan çeşitli bilgi ve görüşlere dayanarak yapılacak ileriye dönük yatırımlar ve ticari işlemlerin sonuçlarından ya da ortaya çıkabilecek zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Mesajın içeriğinden, iletilmesinden, alınmasından, saklanmasından, gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve sisteminizde yaratabileceği zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Yatırım Finansman bu mesajın içeriği ve ekleri ile ilgili olarak hukuki açıdan herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Teşekkür ederiz.

Levent Durusoy Genel Müdür Yardımcısı levent.durusoy@yf.com.tr +90 (212) 334 98 33

Araştırma Bölümü

Serhan Gök Müdür serhan.gok@yf.com.tr +90 (212) 334 98 39

Yatırım Danışmanlığı Birimi

Göksel Tekiner Müdür Yrd. goksel.tekiner@yf.com.tr +90 (212) 334 98 44
Vahap Taştan Yönetmen Yardımcısı vahap.tastan@yf.com.tr +90 (212) 334 98 47
Onur Alkan Uzman onur.alkan@yf.com.tr +90 (212) 334 98 70

Kurumsal Finansman Bölümü

Pervin Bakankuş Müdür pervin.bakankus@yf.com.tr +90 (212) 334 98 61

Hizmet Noktalarımız

Genel Müdürlük	+90 (212) 317 69 00	Merkez	+90 (212) 334 98 00
Antalya	+90 (242) 243 02 01	Ankara	+90 (312) 417 30 46
Ulus	+90 (212) 263 00 24	Bursa	+90 (224) 224 47 47
Caddebostan	+90 (216) 302 88 00	İzmir	+90 (232) 441 80 72
Samsun	+90 (362) 431 46 71		

YATIRIM FINANSMAN
MENKUL DEĞERLER
