

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. Maddesi'ne istinaden hazırlanmıştır.

## 1) Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

**Tablo 1: Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler**

| Halka Arza İlişkin Temel Bilgiler |                                                                                   |
|-----------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|
| İhraççı                           | Papillon Savunma-Güvenlik Sistemleri Bilişim Müh. Hiz. İth. İhr.San. ve Tic. A.Ş. |
| Borsa Kodu                        | PAPIL                                                                             |
| Halka Arz Yöntemi                 | Borsada Satış – Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış                              |
| Borsada Satış Tarihleri           | 28-29 Kasım 2019                                                                  |
| Halka Arz Miktarı                 | 7.500.000 TL Nominal Değerli Paylar                                               |
| Pay Başına Hisse Fiyatı           | 4,40 TL                                                                           |
| Halka Açıklık Oranı               | 23,08%                                                                            |
| Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye  | 30.000.000 TL                                                                     |
| Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye | 32.500.000 TL                                                                     |

Kaynak: Papillon Savunma Yatırımcı İlişkileri, Piramit Menkul Fiyat Tespit Raporu

**Tablo 2: Ortaklık Yapısı**

| Ortağın Adı / Soyadı / Unvanı | Pay Tutarı        | Pay Oranı   |
|-------------------------------|-------------------|-------------|
| Papillon AO                   | 20.400.000        | 68%         |
| Günel Sadıgova                | 6.000.000         | 20%         |
| Doğan Demir                   | 3.600.000         | 23%         |
| <b>TOPLAM</b>                 | <b>30.000.000</b> | <b>100%</b> |

Kaynak: Piramit Menkul Fiyat Tespit Raporu

## 2) Şirket Hakkında Özet Bilgi

Papillon Savunma, 2012 yılında Ankara’da hizmet vermeye başlamış, yerli biyometrik sistem geliştirici ve cihaz üreticisidir. 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 tarama, sanal gerçekliğe yönelik platform cihazları ve iris tanıma cihazlarının araştırma, geliştirme, üretim, entegrasyon işlemleri ile katma değerli bütüncül sistem inşasıdır.

Şirket, ağırlıklı olarak kamu güvenliği alanında biyometrik teknolojiler üzerine faaliyet göstermekte olsa da sahip olduğu teknolojiler ışığında son dönemde görüntü işleme birikimini yapay zeka becerisi ilave edilerek özellikle sanal gerçeklik alanlarında da Ar-Ge faaliyetlerini yürütmeye başlamıştır. Bu sayede, iki farklı alanın ortak teknolojilerinden maksimum fayda elde edilmesi planlanmakta aynı zamanda da yatay çeşitlenme fırsatı vererek yeni faaliyet alanları oluşturulmasına imkan sağlanmaktadır. Ancak, sanal gerçeklik alanında satış yaptığı bir ürün veya yazılım henüz bulunmamaktadır.

Papillon Savunma, biyometrik kimlik sürecini uluslararası standartlara uygun şekilde yönetmektedir. Polis, jandarma 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 harmanlayarak sunmaktadır. Papillon Savunma’nın kurumlararası biyometrik bilgi transferini eksiksiz ve hızlı yapmasını sağlayan algoritmaları Türkiye’de geliştirilmiş, yerli üretilmiş ve kamu hizmetlerine 2012 yılında sunulmuştur.

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

### 3) Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Tera Yatırım tarafından Piramit Menkul'ün hazırladığı 7 Kasım 2019 tarihli Fiyat Tespit Raporu incelenmiştir. Rapor'da yer alan çalışmaların sonuçları aşağıdaki gibidir:

#### 1. Çarpan Analizi

Bu yöntemle göre, şirketin değeri benzer diğer şirketlerin uygun piyasa çarpanları ile karşılaştırılarak tespit edilmiştir. Hesaplama ağırlıklı olarak kullanılan piyasa çarpanları FD/FAVÖK ve F/K oranı olarak belirlenmiştir.

Şirketin nakit yaratma kapasitesini iyi bir şekilde yansıtmaması, bir seferlik gelir ve giderlerden ziyade şirketin asıl faaliyetinden elde edilen gelir ve giderleri analize konu etmesi, şirketin gelecekteki kar yaratma kabiliyetini yansıtmaması ve vergilendirmeden kaynaklı gelir ve giderleri elemine etmesi FD/FAVÖK çarpanının kullanılmasına dayanak olmuştur.

Şirketin istikrarlı kar marjı yaratması, F/K oranının çarpan analizlerinde oldukça yaygın bir şekilde kullanılması gibi etmenler de F/K oranının çarpan analizine konu edilmesine dayanak oluşturmıştır. PD/DD ve FD/Satışlar gibi oranların değerlemede nakit yaratma kabiliyetini yeterince yansıtmaması itibarıyla kullanılmadığını görüyoruz.

Şirketin çarpan analizi ile değerinin tespit edilmesinde, yurtiçinde ve yurtdışında emsal olan şirketler incelenmiş, benzer şirketler tespit edilirken sadece aynı sektörde değil, aynı zamanda aynı iş kolunda yer alan ve benzer iş modelleri olan şirketlerin kullanılmasına dikkat edilmiştir.

Bu kapsamda yurtiçi emsal şirketler BİST Bilişim endeksi içerisinde seçilmiş ve Logo Yazılım, Karel Elektronik, Armada Bilgisayar, Datagate Bilgisayar, Kafein Yazılım, Despec Bilgisayar, Fonet Bilgi Teknolojileri, Plastikkart, Smartiks Yazılım, Kron Telekomünikasyon ve Link Bilgisayar analize dahil edilmiştir.

Yurtdışı emsal şirketler olarak ise Facephi Biometria SA, Fingerprint Cards AB, IRIS Corporation Bhd, Union Community Co Ltd, Suprema Inc, Aware Inc, NXT-ID Inc, Egis Technology, Elan Microelectronics alınmıştır.

Borsada hisseleri işlem gören diğer teknoloji şirketleri olan Netaş, Aselsan, Indeks Bilgisayar, Alcatel ve Escort Computer gibi şirketler ise yazılım alanında faaliyet göstermediğinden emsal şirketlere dahil edilmemiştir. Söz konusu hesaplamalar aşağıdaki tablodaki gibi şekillenmiştir.

**Tablo 3: Yurtiçi emsal şirket çarpanları ve ulaşılan özsermaye değerleri**

| BİST BİLİŞİM - Ortalama                            |                    |
|----------------------------------------------------|--------------------|
| FD/FAVÖK Çarpanı                                   | 7,81               |
| Beklenen FAVÖK 2019 (TL)                           | 14.545.972         |
| Firma Değeri (TL)                                  | 113.547.992        |
| Net Borç / (Net Nakit) 2019/06 (TL)                | -48.773.780        |
| Özsermaye Değeri (TL)                              | 162.321.772        |
| BİST BİLİŞİM - Ortalama                            |                    |
| F/K Çarpanı                                        | 10,77              |
| Beklenen Net Dönem Karı 2019 (TL)                  | 15.735.205         |
| Firma Değeri (TL)                                  | 169.542.379        |
| Özsermaye Değeri (TL)                              | 169.542.379        |
| <b>BİST BİLİŞİM - Eşit Ağırlıklı Ortalama (TL)</b> | <b>165.932.076</b> |
| <b>Pay Başına Özsermaye Değeri (TL)</b>            | <b>5,53</b>        |

Tabloda BİST Bilişim endeksinde yer alan firmaların 05.11.2019 tarihli çarpan değerleri kullanılmıştır. Şirket çarpanları için KAP’da ilan edilen güncel 2019/06 finansal tabloları dikkate alınarak yıllıklandırılmış net kar ve FAVÖK verileri baz alınmıştır.

Kaynak: Piramit Menkul Fiyat Tespit Raporu

Şirketin FD/FAVÖK çarpanı ve F/K oranları ile beklenen FAVÖK ve beklenen net dönem karı kullanılarak ulaşılan özsermaye değerleri eşit olarak ağırlıklandırılmış ve nihai özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Yurtdışı şirket çarpanları ve piyasa değerleri 06.11.2019 tarihine göre şu şekildedir:

**Tablo 4: Yurtdışı emsal şirket çarpanları ve ulaşılan özsermaye değerleri**

|                                         |             |
|-----------------------------------------|-------------|
| Yurtdışı - Ortalama                     |             |
| F/K Çarpanı                             | 14,15       |
| FD/FAVÖK Çarpanı                        | 13,83       |
| Özsermaye Değeri - Ortalama (TL)        | 236.301.341 |
| <b>Pay Başına Özsermaye Değeri (TL)</b> | <b>7,88</b> |

Yurtdışı şirket çarpanları 06.11.2019 tarihlidir. Emsal olarak alınan yurtdışı firmalarının ortalama piyasa değeri 279 milyon USD’dir.

Kaynak: Piramit Menkul Fiyat Tespit Raporu

## 2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Fiyat tespit raporunda kullanılan temel varsayımlar aşağıdaki gibidir.

- İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi’nde şirket için 10 yıllık bir projeksiyon süresi (2019 – 2028) ele alınmıştır.
- 10 yıllık gelir tablosu ve bilanço kalemleri Papilon yönetiminin beklentileri ile geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2019 – 2028 yılları için projekte edilmiştir.
- Satılan malın maliyetinin satışlara oranında öngörülen kademeli artışa bağlı olarak, brüt kar marjı beklentileri de 2019 yılı projeksiyonu %57,1’den 2028 yılına kadar %48,2’ye düşürülmüştür. Şirketin 2018 yılı brüt kar marjı ise %60 olarak gerçekleşmiştir.
- Faaliyet karının, brüt kardaki gelişmelere bağlı olarak benzer oranlarda artırıldığı görülmüştür.
- Net İşletme Sermayesi hesaplamasında ticari alacaklar, ticari borçlar ve stoklar kalemleri 10 yıllık projeksiyon dönemi için tahmin edilirken Şirket’in son 2 yıllık ortalama tahsilat, ortalama stokta kalma ve ortalama borç ödeme süreleri incelenmiş ve kullanılmıştır.
- 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 %6 olarak alınmıştır.
- Kurumlar vergisi oranı için mevcut mevzuat göz önüne alınarak 2019 ve 2020 yılları için %22, sonraki yıllar için %20 alınmıştır.
- Terminal büyüme oranı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası enflasyon hedefi olan %5 olarak alınmıştır.
- Beta değeri 1 olarak hesaplamaya dahil edilmiştir.
- Şirketin finansal borcu bulunmamasından ve yüksek nakit pozisyonundan kaynaklı, AOSM olarak sermaye maliyeti dikkate alınmıştır.

**Tablo 5: İNA Yöntemi Sonuç**

|                                         |                    |
|-----------------------------------------|--------------------|
| Firma Değeri (TL)                       | 120.678.344        |
| Finansal Borçlar                        | -                  |
| Nakit ve Nakit Benzerleri (TL)          | 48.773.780         |
| <b>Özsermaye Değeri (TL)</b>            | <b>169.452.124</b> |
| <b>Pay Başına Özsermaye Değeri (TL)</b> | <b>5,65</b>        |

Kaynak: Piramit Menkul Fiyat Tespit Raporu

### 3. Sonuç

Piramit Menkul tarafından yapılan değerleme çalışmasında;

- Çarpan Analizi
- İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi

Kullanılarak piyasa değeri hesaplaması yapılmış ve bu yöntemler sonucunda elde edilen değerler eşit ağırlıklandırılarak nihai piyasa değerine ulaşılmıştır. Şirket değerlemesinde çarpan analizi ve İNA yöntemleri eşit ağırlıklandırılmış olup, çarpan analizinde şirketle mukayese edilen yurtiçi ve yurtdışı emsal şirketler sırasıyla %30 ve %20 olarak ağırlıklandırılmıştır. Hem yurtiçi, hem de yurtdışı emsal analizinde kullanılan F/K ve FD/FAVÖK rasyolarının ağırlığı eşit olarak alınmıştır.

**Tablo 6: Piramit Menkul Fiyat Tespit Raporu Değerleme Sonucu**

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

Kaynak: Piramit Menkul Fiyat Tespit Raporu

Bu piyasa değeri doğrultusunda birim fiyat 6,06 TL olarak bulunurken, halka arz iskontosu sonrasında (%27,39) hissenin halka arz fiyatı 4,40 TL olarak belirlenmiştir.

## 4) Görüş

### 1. Çarpan Analizi

- Piyasa çarpanları yönteminde hem yerli hem de yabancı benzer şirketleri değerlendirmenin uygun olduğunu düşünüyoruz.
- Yurtiçi emsal şirketlerin belirlenmesinde BİST Bilişim endeksinde yer alan şirketlerin ele alınmasının yanı sıra, teknoloji sektöründe faaliyet gösterdiği halde yazılım dışı alanlarda faaliyet gösteren şirketlerin analize dahil edilmemesini uygun buluyoruz.
- Yurtdışı benzer şirketlerde geniş bir firma grubuna yer verilmesi ve şirket ile benzer iş kolunda faaliyet gösteren firmaların analiz edilmesi uygundur.
- Şirketlerin firma ve özsermaye değerlerine ulaşılmasında F/K ve FD/FAVÖK oranlarının kullanılması makuldür.
- Emsal şirketlerin analizinde FD/FAVÖK ve F/K oranlarında uç değerlerin veya bir seferlik değerlerin etkilerinin azaltılması ve yanıltıcı sonuç ortaya çıkartmaması açısından ortalamadan ziyade medyan değerlerin kullanılmasını daha doğru buluyoruz.

### 2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

- Proforma finansal sonuçlar ve net işletme sermayesi hesaplamasında 10 yıl gibi geniş bir vadenin alınması uygundur.
- İNA metodunda gelir tablosu ve bilanço kalemlerinin tahmin edilmesinde şirket yönetiminin beklentilerinin yanı sıra geçmiş mali analizlerin de kullanılması, öngörülemez bilanço gerçekleştirmeleri, bir seferlik gerçekleştirmelerin etkisi gibi uç unsurların etkisinin giderilmesinin yanında gerçek ve normal piyasa koşullarının hesaba dahil edilmesi açısından uygun olmuştur.
- Faaliyet karındaki değişimlerin brüt kar ile bağlantılı şekilde artırılmış olması ve net işletme sermayesi hesaplamasında Şirket'in son 2 yıllık ortalama tahsilat, ortalama stokta kalma ve ortalama borç ödeme sürelerinin kullanılmasını uygun buluyoruz.
- Risksiz getiri oranında 10 yıllık Hazine tahvilinin son 1 yıllık ortalama faiz oranının kullanılması makuldür.
- Beta katsayısında 1 yerine yurtiçi emsal şirketlerin medyan beta değerinin kullanılmasını daha uygun buluyoruz.
- Terminal büyüme oranı için IMF, OECD, Dünya Bankası gibi resmi kurumların reel GSYH büyüme tahminleri üzerinden ortalama bir değer kullanılması daha uygun olabilirdi.

### 3. Sonuç

Sonuç olarak; hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nun şirket hakkında kapsamlı bilgi sağlamaktadır. Kullanılan değerlendirme yöntemleri ve bu yöntemlere dayanarak yapılan analizler Fiyat Tespiti Raporu'nda detaylı olarak ve yeterince açıklanmıştır.

Görüş kısmında belirttiğimiz çekinceler haricinde; Fiyat Tespiti Raporu'nda ulaşılan 6.06 TL'lik halka arz birim fiyatının (halka arz iskontosu sonrasında 4,40 TL) makul olduğuna inanıyoruz.

Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Eski Büyükdere Cad. İz Plaza Giz Kat 11 Maslak,  
İstanbul

Tel: +90 212 365 1000

[www.terayatirim.com](http://www.terayatirim.com)

research@terayatirim.com

## ÇEKİNCE:

Burada yer alan bilgiler halka açık kaynaklardan veya Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir addedilen diğer kaynaklardan derlenmiştir. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin söz konusu bilgi ve görüşlerde meydana gelebilecek değişikliklerden yatırımcıları haberdar etme yükümlülüğü bulunmamaktadır. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bu bilgilerin veya bu bilgilere dayalı olarak yapılan tahmin, çıkarım veya görüşlerin doğruluğu, tamlığı veya uygunluğuna ilişkin açık veya zımni hiçbir beyan veya taahhütte bulunmamaktadır. Burada yer alan hiçbir bilgi Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. veya başka bir şirket tarafından veya onlar adına her hangi bir kimseye, her hangi bir menkul kıymetin alınması veya satılması yönünde her hangi bir icap veya davet teşkil etmez. Bu rapor onu hazırlayan analistlerin raporda bahsedilen menkul kıymetlere ve şirketlere ilişkin kişisel görüşlerini içermektedir. Yatırımcılar burada bahsedilen şirketlerin menkul kıymetlerine ilişkin her hangi bir yatırım kararını, kendi özel yatırım amaçları ve mali durumlarını göz önünde bulundurarak, o şirket tarafından onaylanmış izahnameyi, sirküleri, kendi araştırmalarını ve bağımsız danışmanlarından aldıkları tavsiyeleri temel alarak yapmalıdır. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş., her hangi bir tarafın uğrayacağı doğrudan/dolaylı, maddi/manevi zararlar da dahil olmak üzere ancak bunlarla sınırlı kalmaksızın, hiçbir sorumluluk veya yükümlülük kabul etmez .

**Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:V, No:55 “ Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ’i Uyarınca Yayımlanan Uyarı Notu :**

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.