PAPİLON SAVUNMA-GÜVENLİK SİSTEMLERİ BİLİŞİM MÜHENDİSLİK HİZ. İTH. İHR. SAN. VE TİC. A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

27 Kasım 2019

İŞ YATIRIM

Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Gedik Yatırım") Konsorsiyum Lideri olduğu Papilon Savunma-Güvenlik Sistemleri Bilişim Mühendislik Hizmetleri İthalat İhracat Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Papilon Savunma" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Piramit Menkul Kıymetler A.Ş.'nin ("Piramit Menkul") hazırladığı 7 Kasım 2019 tarihli fiyat tespit raporunu ("Fiyat Tespit Raporu") 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 İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

İçindekiler

1 Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler 4
2 Şirket Hakkında Özet Bilgi 5
3 Değerleme Hakkında Özet Bilgi 6
4 Görüş 9

1 Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Tablo 1 Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Halka Arz Tarihi	28-29 Kasım 2019
Halka Arz Yöntemi	Borsada Satış - Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış
Mevcut Ödenmiş Sermaye	30.000.000 TL
Halka Arz Oranı	%23,08
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arza Aracılık Eden Lider Kuruluş	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Aracılığın Türü	Bakiyeyi Yüklenim
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	2.500.000 TL (Sermaye Artırımı) 5.000.000 TL (Ortak Satışı)
Taahhütler	• İhraççının Şirket paylarının borsada işlem görmeye başlamasından itibaren 1 yıl boyunca herhangi bir bedelli sermaye artışı yapılmamasına ve dolaşımdaki pay miktarının artırılmamasına; bu süre boyunca ileride yeni bir satış veya halka arz yapılmasına yönelik yeni bir karar alınmamasına • Şirketin halka açık kısım harici mevcut pay sahiplerinin, bir yıl süreyle herhangi bir bedelli sermaye artırımı gerçekleştirmeyeceklerine, sahip oldukları ortaklık paylarını borsada satmayacaklarına, dolaşımdaki pay miktarını artırmayacaklarına ve borsa dışında yapılacak satışlarda satışa konu payların da bu sınırlamaya tabi olacağını alıcılara bildireceğine ilişkin taahhüt verilmektedir.
Fiyat	4,40 TL
Halka Arz Büyüklüğü	33.000.000 TL

Kaynak: Gedik Yatırım

Arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda verilmektedir:

Tablo 2 Ortaklık Yapısı

	ARZ ÖNCESİ		ARZ SONRASI	
Ortak	**Tutar (TL)**	**Pay (%)**	**Tutar (TL)**	**Pay (%)**
Papillon AO	20.400.000	68,00	17.900.000	55,08
Günel Sadıgova	6.000.000	20,00	3.500.000	10,77
Doğan Demir	3.600.000	12,00	3.600.000	11,08
Halka Açık	-	-	7.500.000	23,08
TOPLAM	**30.000.000**	**100,00**	**32.500.000**	**100,00**

Kaynak:Gedik Yatırım

2 Şirket Hakkında Özet Bilgi

Papilon Savunma 2012 yılında Ankara'da kurulmuştur. Firmanın ana faaliyeti yurtiçi ve yurtdışı kamu kuruluşlarına ve özel ticari kuruluşlara yönelik güvenlik sistemlerinin araştırma, geliştirme, üretim ve entegrasyon işlemleri ile katma değerli bütüncül sistem inşasıdır.

Şirketin ana ürünleri parmak, avuç ve ayak izi tarayıcıları, geçiş kontrol sistemleri, biyometrik iş istasyonları, mobil cihazlar, taşınabilir biyometrik el terminali kriminal analiz cihazları, yüz tanıma, balistik tespit sistemi ve sanal gerçeklik sistemleridir.

Şirket ağırlıklı olarak kamu güvenliği alanında biyometrik teknolojiler üzerine faaliyet göstermektedir. 2019/6 dönemi itibarıyla Şirketin 8,4 milyon TL tutarındaki satışlarının %90'ı kamuya gerçekleştirilmiştir. Aynı dönemde yurtdışı satışların oranı %9 olarak şekillenmiştir.

Şirket, halka arz gelirinin kullanım alanı olarak aşağıdaki planlamayı sunmuştur:

1) %50: Yeni ARGE Çalışmaları
2) %30: Yurtdışı İştirak Edinimi, Şube Açılması veya İş Ortaklıkları Vasıtasıyla Büyüme
3) %20: İşletme Sermayesi Güçlendirme

3 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

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

1. Piyasa Çarpanları Yöntemi

Bu yönteme göre Şirket'in değeri, yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketlerin çarpanları dikkate alınarak tespit edilmiştir.

Yurtiçi şirketler belirlenirken, BİST Bilişim Sektöründe yer alan ve Papilon Savunma ile benzer olduğuna kanaat getirilen şirketler kullanılmıştır. Bu kapsamda hesaplamalara Logo Yazılım, Karel Elektronik, Armada Bilgisayar, Datagate Bilgisayar, Kafein Yazılım, Despec Bilgisayar, Fonet Bilgi Teknolojileri, Plastikkart, Smartiks Yazılım, Kron Telekomünikasyon ve Link Bilgisayar şirketleri dahil edilmiştir. Yazılım dışında faaliyet gösteren Netaş, Arena Bilgisayar, İndeks Bilgisayar, Alcatel ve Escort Teknoloji analize dahil edilmemiştir.

İlgili şirketlerin FD/FAVÖK ve F/K oranları kullanılmış olup, çarpanların aritmetik ortalamaları alınmış ve ortalama çarpan değerleri hesaplanırken uç değerler hesaplamaya dahil edilmemiştir.

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

Oran analizinde baz alınan rasyolar aşağıdaki gibidir:

Tablo 3 Benzer Şirket Çarpanları

Çarpanlar	FD/FAVÖK	F/K
Yurtiçi Benzer Şirketler	7,81	10,77
Yurtdışı Benzer Şirketler	13,8	14,2

Kaynak: Piramit Menkul Fiyat Tespit Raporu

Şirketin net nakit tutarı 48.773.780 TL olarak belirlenmiş, buna göre, Papilon Savunma'nın yukarıdaki tabloda belirtilen ortalama rasyolara göre hesaplanan özsermaye değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

Tablo 4 Çarpan Analizi Sonuçları

Özermaye Değeri (TL)	FD/FAVÖK	F/K	Ortalama
Yurtiçi Benzer Şirketler	162.321.772	169.542.379	165.932.076
Yurtdışı Benzer Şirketler	249.897.170	222.705.512	236.301.341

Kaynak: Piramit Menkul Fiyat Tespit Raporu

2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Kullanılan temel varsayımlar aşağıdaki gibidir:

- Projeksiyon süresi 10 yıl olup, 2019-2028 dönemini kapsamaktadır.
- Gelir tablosu ve bilanço kalemleri, Papilon yönetiminin beklentileri ve geçmiş mali veriler ışığında projekte edilmiştir.
- Projeksiyonlar, potansiyel proje satışları, proje satışlarına ilave ürün/hizmet satışları ve garanti kapsamı sonrasında yıllık bakım ve onarım hizmet satışlarına göre oluşturulmuştur.
- Projeksiyon dönemi boyunca net işletme sermayesi hesaplamasında, Şirket'in son 3 yıllık ortalama tahsilat, ortalama stokta kalma ve ortalama borç ödeme süreleri kullanılmıştır.
- Terminal büyüme oranı olarak TCMB enflasyon hedefi olan %5 alınmıştır.
- Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti belirlenirken risksiz getiri oranı olarak, mevcut 10 yıl vadeli tahvilin 1 yıllık ortalama faizi olan %16,46 kullanılmıştır.
- Hisse senedi piyasası risk primi olarak %6 kullanılmıştır.
- Şirketin mevcut durumda finansal borcu bulunmamasından ve yüksek nakit pozisyonundan kaynaklı olarak AOSM olarak sermaye maliyeti (%22,46) dikkate alınmıştır.
- Beta değeri Şirket hisseleri henüz işlem görmeye başlamadığından 1 olarak hesaba dahil edilmiştir.
- Kurumlar vergisi oranı için mevcut yönetmeliklere paralel olarak 2019 ve 2020 yılları için %22, sonraki yıllar için %20 kullanılmıştır.

Tablo 5 İNA Yöntemi - Sonuç

Firma Değeri (TL)	Net Nakit (TL)	Özsermaye Değeri (TL)	Pay Başına Özsermaye Değeri (TL)
120.678.344	48.773.780	169.452.124	5,65

Kaynak: Piramit Menkul Fiyat Tespit Raporu

3. Sonuç

Piramit Menkul tarafından yapılan değerleme çalışmasında;

- Piyasa Çarpanları Yöntemi
- İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi

kullanılarak özsermaye değeri hesaplaması yapılmış ve bu yöntemler sonucu elde edilen değerler ağırlıklandırılmak suretiyle Papilon'un nihai özsermaye değerine ulaşılmıştır. Hesaplamada İNA Analizi %50, Yurtiçi Çarpan Analizi %30, Yurtdışı Çarpan Analizi ise %20 oranında ağırlıklandırılmıştır.

Tablo 6 Piramit Menkul Fiyat Tespit Raporu Değerleme Sonucu

Değerleme Analizi	Piyasa Değeri (TL)	Ağırlık Oranı
İNA Analizi	169.452.124	%50
Yurtiçi Çarpan Analizi	165.932.076	%30
Yurtdışı Çarpan Analizi	236.301.341	%20
Özsermaye Değeri	**181.765.953**	

Kaynak: Piramit Menkul Fiyat Tespit Raporu

Bu özsermaye değeri doğrultusunda birim pay fiyatı **6,06 TL** olarak hesaplanmış olup, halka arz iskontosu **(%27,5)** sonrası fiyat **4,40 TL** olarak belirlenmiştir.

4 Görüş

1. Piyasa Çarpanları Yöntemi

- Piyasa çarpanları yönteminde hem yurtiçi hem de yurtdışı benzer şirketlerin dikkate alınmasının yerinde olduğunu düşünüyoruz
- Yurtiçi benzer şirketlerin belirlenmesinde BİST Bilişim sektöründe yer alan şirketlerin kullanılması ve bunlardan yalnızca Papilon Savunma ile benzer olduğuna kanaat getirilen şirketlerin kullanılması makuldür.
- Yurtdışı benzer şirketler belirlenirken farklı coğrafyalardan geniş bir firma grubuna yer verilmesini uygun buluyoruz.
- Değerin belirlenmesinde FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının kullanılması makuldür.
- Benzer şirketlerin çarpanları arasındaki uç değerlerin ortalama çarpan hesaplamasına katılmaması makuldür.
- Bununla birlikte, değerleme sırasında benzer şirketlerin çarpanlarının aritmetik ortalamasından ziyade medyan değerinin kullanılmasının daha uygun olacağını düşünüyoruz.
- Fiyat tespit raporunda bahsi geçen yurtiçi ve yurtdışı firmaların 26.11.2019 tarihi itibarıyla FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının medyan değerlerinin kullanılması suretiyle özsermaye değerleri hesaplanmış; bu durumda hesaplanan değerler ile fiyat tespit raporunda ulaşılan değerlerin birbirine yakın olduğu görülmüştür.

2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

- Projeksiyon süresinin 10 yıl olarak belirlenmesi olumlu bulunmuştur.
- 2019/6 ve 2019/9 dönemi finansal verileri dikkate alındığında, 2019 yılsonu satış, FAVÖK ve net kar beklentilerine erişilmesinin güç olabileceği düşünülmektedir. Ayrıca satışların 2016-2017 ile 2017-2018 yıllarında %20 ve %37 oranında artmasına ve 2019 yılında satışlarda %32,5 oranında düşüş beklenmesine karşın 2020 yılındaki %77 oranında artış dikkat çekmektedir. Söz konusu artış oranının yüksek olmasının bir sebebi 2019 yılı cirosunun geçmiş yıllara kıyasla olağandışı şekilde düşük şekillenmesi, diğer bir deyişle baz etkisidir. Fiyat Tespit Raporu'nda da hâlihazırda teslimi beklenen ve/veya süreci devam eden işler bulunduğu da belirtilmektedir. Ancak, bu işlerin 2020'ye tekabül eden büyüklüğü ve gerçekleşme olasılığı hakkında bilgi verilmediğinden, 2019 ve 2020 yılsonu rakamlarına ulaşılabilirliğine ilişkin risklerin yatırımcılar tarafından göz önünde bulundurulmasında fayda görülmektedir.
- Net işletme sermayesi hesaplanmasında son 3 yılın ortalama gün sayılarının baz alınması olumlu olarak değerlendirilmiştir.
- AOSM hesaplanırken;
  - Risksiz faiz oranı için 10 yıllık tahvil faizinin kullanılması makul bulunmuştur.
  - Şirketin özkaynak/borç katsayısı hesaplanırken, şirketin mevcut borçluluk durumu dikkate alınarak finansal borcunun bulunmamasından ötürü borç

oranı 0 olarak uygulanmıştır. Bunun yerine, şirketin hedef borçluluk oranının kullanılması daha uygundur.

- Beta katsayısı olarak 1 kullanılmış olup, bunun yerine faaliyet konusu Papilon Savunma'ya en çok benzeyen şirketlerin beta katsayılarından faydalanılarak bir beta değerine ulaşmanın daha uygun olabileceğini düşünüyoruz.

3. Sonuç

Sonuç olarak;

Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında kapsamlı bir şekilde bilgilendirme yapılmıştır. Kullanılan değerleme yöntemleri ve bu yöntemler temelinde yapılan analizler, Fiyat Tespit Raporu'nda detaylı olarak ve yeterli şekilde açıklanmıştır.

Yukarıda belirtilen çekincelerimiz dışında, Fiyat Tespit Raporu'nda ulaşılan 4,40 TL'lik halka arz birim fiyatının makul olduğu görüşündeyiz.