



MARBAŞ MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU
PAPILON SAVUNMA-GÜVENLİK SİSTEMLERİ BİLİŞİM MÜHENDİSLİK
HİZMETLERİ İTHALAT İHRACAT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

Rapor Tarihi: 27 / Kasım / 2019

**“Papilon Savunma-Güvenlik Sistemleri Bilişim Mühendislik Hizmetleri İthalat İhracat Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi”
Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Değerlendirme Raporu**

İş bu rapor, Marbaş Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu VII-128.1 Pay Tebliği’ nin 29. Maddesine istinaden hazırlanmıştır. Rapor, Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. (Piramit Menkul) tarafından Papilon Savunma-Güvenlik Sistemleri Bilişim Mühendislik Hizmetleri İthalat İhracat Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Papilon, Şirket, İhraççı) için hazırlanmış olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’ nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir.

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu (Rapor)’ nda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır. Yatırımcılar, halka arza ilişkin sirküleri ve izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Marbaş Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

I. ŞİRKET HAKKINDA VERİLEN BİLGİLER

A. Faaliyet Konusu

Papilon, 2012 yılında Ankara’da hizmet vermeye başlamış, yerli biyometrik sistem geliştirici ve cihaz üreticisidir. Şirket, faaliyetlerini Ankara merkez ofisinde sürdürmektedir. Şirketin ana faaliyeti yurtiçi ve yurtdışı kamu kuruluşlarına ve özel ticari kuruluşlara sağlanan uçtan uca bütünlüklü 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.

Papilon, Biyometrik kimlik sürecini ulusal ve uluslar arası standartlara uygun şekilde yönetir; Polise, jandarmaya 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 ile harmanlayarak sunar. Papilon Savunma’nın kurumlararası biyometrik bilgi transferini eksiksiz ve hızlı yapmasını sağlayan algoritmaları Türkiye’de geliştirilmiş, yerli üretilmiş ve kamu hizmetlerine 2012 yılında sunulmuştur.

MARBAŞ MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU
PAPİLLON SAVUNMA-GÜVENLİK SİSTEMLERİ BİLİŞİM MÜHENDİSLİK
HİZMETLERİ İTHALAT İHRACAT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

Kamu ve özel sektörlere yüksek-güvenlikli biyometrik sistemleri sağlamasının yanı sıra vatandaşların yaşamını biyometrik teknoloji uygulamasıyla kolaylaştırmak amacıyla kurulmuştur. Papillon 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 yönetiminin yanı sıra; Papillon’un 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 yaratmıştır.

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

B. Hissedarlık 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	%12
Toplam	30.000.000	%100

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

MARBAŞ MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU
PAPİLON SAVUNMA-GÜVENLİK SİSTEMLERİ BİLİŞİM MÜHENDİSLİK
HİZMETLERİ İTHALAT İHRACAT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

C. Finansal Tablolar

Şirketin 31 Aralık 2016, 31 Aralık 2017, 31 Aralık 2018 ve 2019 dönemine ait finansal tablolar ve bağımsız denetçi raporlarına; <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/800198> ve <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/800199> adreslerinden ulaşılabilir.

II. DEĞERLEME YÖNTEMİ HAKKINDA

Piramit Menkul, Papilon paylarının değerinin tespit edilmesi amacıyla; değerlendirme yöntemleri olarak “Çarpan Analizi” ve “İndirgenmiş Nakit Akımları (“İNA”) Analizi” yöntemlerini kullanmıştır. 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.

A. Piyasa Çarpanları Analizi;

Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer başka şirketlerin uygun piyasa çarpanları ile Şirket değerinin hesaplanmasıdır. Analizde Yurtiçi ve Yurtdışı piyasalarda işlem gören benzer şirketlerin FD/FAVÖK ve F/K çarpanları kullanılmıştır. PD/DD ve FD/Satışlar çarpanları ise Şirketin nakit yaratma kabiliyetini yeterince göstermemesi, proje şirketlerinde genellikle tercih edilmemesi sebeplerinden kaynaklı olarak kullanılmamıştır.

Çarpan analizinde yurt içi ve yurt dışı çarpan ağırlıkları; Şirketin satışlarının ağırlıklı olarak yurt içine yapılmasından ve yurt içinde faaliyet göstermesinden kaynaklı olarak farklı tutulmuştur. Çarpan analizinde yurt içi çarpanların sonuca etkisi %30 iken yurt dışı çarpanların sonuca etkisi %20 alınmıştır.

Şirketin 2019 yıl sonu için bekleyen proje siparişinin azalması nedeniyle 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 değerlemede kullanılmıştır.

Değerleme çalışmasında, yurt içi benzer şirket analizi için BIST Bilişim sektörü şirketlerinin çarpan değerleri kullanılmıştır. Buna göre yurtiçi çarpan analizi ile 165.932.076 TL’ lik özsermaye değerine ulaşılmıştır.

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’ lik özsermaye değerine ulaşılmıştır.

B. İNA Analizinde;

MARBAŞ MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU
PAPİLON SAVUNMA-GÜVENLİK SİSTEMLERİ BİLİŞİM MÜHENDİSLİK
HİZMETLERİ İTHALAT İHRACAT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

- 10 yıllık projeksiyon dönemi kullanılmıştır.
- Risksiz getiri oranında, T.C. Hazine’sinin ihraç ettiği 10 yıl vadeli TRT080328T15 tahvilinin 1 yıllık ortalaması olarak %16,46 alınmıştır.
- Net İşletme Sermayesi hesaplamasında Şirket’in son 3 yıllık ortalama tahsilat, ortalama stokta kalma ve ortalama borç ödeme süreleri incelenmiş ve kullanılmıştır.
- Kurumlar vergisi oranı mevcut mevzuat dahilinde 2019 ve 2020 yılları için %22 ve sonraki yıllar için %20 alınmıştır.
- Hisse senedi piyasası risk primi % 6 olarak değerlendirilmiştir.
- 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.

Buna göre neticede İNA Analizi ile 169.452.124 TL’lik özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Sonuç olarak; Çarpan analizinde yurt içi çarpanların sonuca etkisi %30, yurt dışı çarpanların sonuca etkisi %20 alınmış ve İNA Analizi’ nin sonuca etkisi de % 50 olarak ağırlıklandırılmıştır. Buna göre Şirket özsermaye değeri 181.765.953 TL ve Pay değeri 6.06 TL olarak hesaplanmıştır.

C. Kullanılan Yöntemlere İlişkin Değerlendirmelerimiz

Piyasa Çarpanları Analizi:

- Analizde FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının kullanılmasını ve 40 ve üstü oranların uç değer kabul edilip çarpan analizine dâhil edilmemesini makul buluyoruz. Ancak PD/DD çarpanı da kullanılabilirdi.
- F/K ve FD/FAVÖK oranlarında çarpanların aritmetik ortalamaları kullanılmıştır. Bunun yerine medyan verisinin kullanılabilirdi.
- Şirket, halka arzı sonrasında BİST-Ana Pazar’ da işlem göreceğinden yurtiçi çarpan analizinde BİST-Ana Pazar çarpanlarının da kullanılmasının doğru olacağı görüşündeyiz.
- Yurt içi ve yurt dışı çarpan ağırlıklarının, Şirketin satışlarının ağırlıklı olarak yurt içine yapılmasından ve yurt içinde faaliyet göstermesinden kaynaklı olarak farklı tutulmasını ve yurt içi çarpanların sonuca etkisi %30, yurt dışı çarpanların sonuca etkisinin %20 alınmasını makul buluyoruz.
- Şirketin 2019 yıl sonu için bekleyen proje siparişinin azalması nedeniyle çarpan analizinde hem FAVÖK hem de net dönem karı verisi olarak yapılan projeksiyonlar dahilinde yer alan

MARBAŞ MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU
PAPİLON SAVUNMA-GÜVENLİK SİSTEMLERİ BİLİŞİM MÜHENDİSLİK
HİZMETLERİ İTHALAT İHRACAT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

31.12.2019 tarihli mali tablolarda gerçekleşmesi beklenen FAVÖK ve dönem karı verilerinin baz alınmasını makul buluyoruz.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi:

- ✓ Değerleme çalışmasında 10 yıllık projeksiyon dönemi yerine 5 yıllık dönem kullanılmasını daha doğru olduğu görüşünderiz.
- ✓ Net İşletme Sermayesi tahmin edilirken Şirket’in son 3 yıllık ortalama tahsilat, ortalama stokta kalma ve ortalama borç ödeme sürelerinin kullanılmasını makul buluyoruz.
- ✓ % 6 oranındaki hisse senedi piyasası risk primini ve % 5’ lik terminal büyüme rakamını makul buluyoruz.
- ✓ 2019 yılında Şirket cirosunun % 32 oranında gerilemesine 2020’ de % 77 oranında artmasına ve projeksiyon dönemi içinde benzer büyük dalgalanmaların öngörülmesinin nedenlerine ilişkin bir açıklama yapılması gerektiği görüşünderiz.
- ✓ 2019/9 aylık ciro gerçekleşmesinin 12,8 milyon TL olduğu göz önüne alındığından, 2019 yılı için beklenen hasılat olan 39,3 milyon TL’ ye ulaşmada Şirketin zorlanabileceğini ve daha yüksek oranda bir ciro kaybı yaşanabileceği görüşünderiz. Yine 2019/9 aylık gerçekleştirmeler göz önüne alındığında 2019 yılı favök tahmininin tutturulmasının zor olabileceği görüşünderiz.

III. SONUÇ

4,40 TL olarak belirlenen halka arz birim pay fiyatı, tespit edilen 6,06 TL’ ye göre yaklaşık % 27,4 oranında halka arz iskontosuna işaret etmektedir. Sonuç olarak, uygulanan iskonto oranının ve iskonto sonrası hesaplanan Şirket değerinin makul olduğu görüşünderiz.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

GENEL MERKEZ

Aytar Cad. Metro İş Merkezi No:10 Kat:1 Levent, Beşiktaş-İstanbul

Tel:+90 212 286 30 00 Faks: +90 212 286 30 50

Web: www.marbasmenkul.com.tr

E-Mail: iletisim@marbasmenkul.com.tr