

Papilon Savunma-Güvenlik Sistemleri Bilişim Mühendislik Hizmetleri İthalat İhracat Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporu Görüşü

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporda yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler, 25 Kasım 2019 tarihinde KAP'ta açıklanan Papilon Savunma-Güvenlik Sistemleri Bilişim Mühendislik Hizmetleri İthalat İhracat Sanayi ve Ticaret A.Ş. Halka Arz İzahnamesi ve eklerinden ve 7 Kasım 2019 tarihli Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporundan elde edilmiştir.

1. Şirket Hakkında Özet Bilgi

18.12.2012 tarihinde Ankara'da kurulan Papilon Savunma-Güvenlik Sistemleri Bilişim Mühendislik Hizmetleri İthalat İhracat Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Papilon Savunma" veya "Şirket") ana faaliyetleri arasında yurt içi ve yurt dışı kamu kuruluşlarına ve özel ticari kuruluşlara uçtan uca bütünlükli 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 ve bütüncül sistem inşasıdır. Şirketin hakim ortağı Papillon AO ise 1975 yılında kurulmuş Rusya merkezli bir şirkettir.

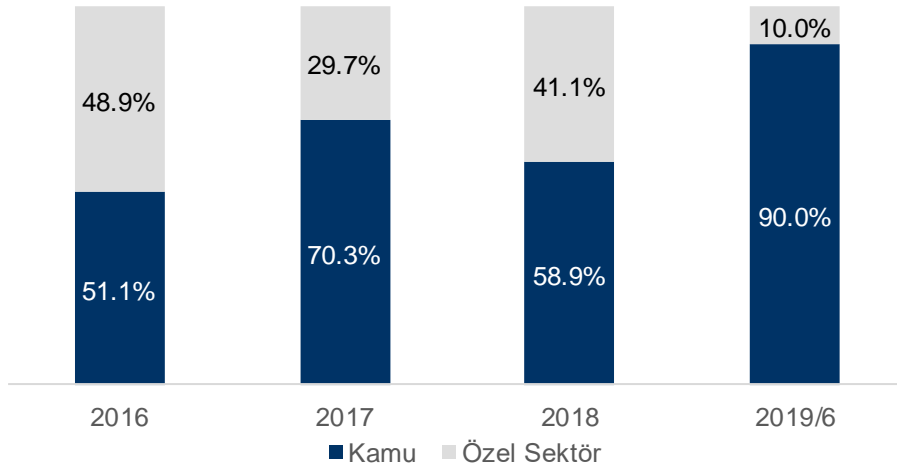
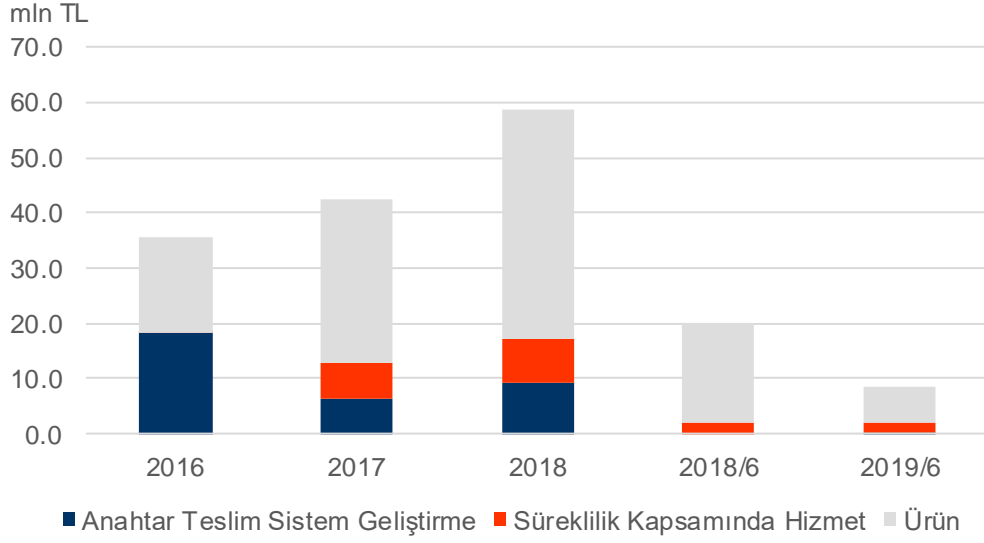
Şirketin ana faaliyet konusu kamu güvenliği olup sektörü ise biyometrik teknolojilerdir. Bu teknoloji ilk etapta kamu kurum ve kuruluşlarının kullandığı bir alan gibi gözükse de bankacılık, sağlık, telekom, eğitim, mobil uygulamalar ve oyun gibi geniş yelpazeyi kapsayan sektörel bir hizmet alanı vardır. Şirket ayrıca sanal gerçeklik alanında Ar-Ge yapmaktadır ama bu alanda henüz satışı bulunmamaktadır.

Şirketin mevcut durumda satış faaliyetleri ürün satışı, süreklilik kapsamında hizmet satışı ve anahtar teslim sistem geliştirme satışı olarak üç ana kol altında toplanmaktadır, 2018 yılında yıllık bazda %37 büyüyen ve 58,5 mln TL olan satışların %71'i ürün satışından elde edilirken süreklilik kapsamında hizmet ve anahtar teslim sistem geliştirme satışlarının payları sırasıyla %13 ve %16 olmuştur. 2019 6 aylık dönemde ise satış rakamı yıllık bazda %59 daralarak 8,4 mln TL ürün satışı %74 paya sahip durumdayken süreklilik kapsamında hizmet satışının payı %25'e yükselmiştir. Satışların müşteri kırılımına bakıldığında 2018'de kamu kuruluşlarının payı %59 iken 2019 6 aylık dönemde bu oran %90'a yükselmiştir. Satışların kamu dışındaki kısmı özel sektöre yapılmaktadır.

FAVÖK ise %48 marjla 2018 yılında 28,3 milyon TL iken 2019 6 aylık dönemde yaklaşık %10 marjla 0,85 mln TL olarak gerçekleşmiştir (2018 6 aylık FAVÖK: 4,4 milyon TL). Net kar ise 2018 yılında 25,1 milyon TL (2017: 20,1) iken 2019 6 aylık dönemde 4,0 milyon TL (2018 6 aylık: 6,3 milyon TL) düzeyindedir.

Papilon Savunma, halka arz sonucunda elde edeceği net gelirin %30'unu yurt dışı iştirak edinimi, şube açılması ve iş ortaklıkları kurulması için, %20'sini işletme sermayesi ihtiyaçları için ve geri kalan %50'sini ise ar-ge çalışmaları için kullanmayı amaçladığını açıklamıştır.

Gelirlerin Kırılımı



2. Halka Arz Hakkında Özet Bilgi

Şirket	Papillon Savunma-Güvenlik Sistemleri Bilişim Mühendislik Hizmetleri İthalat İhracat Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Talep Toplama Tarihi	28-29 Kasım 2019
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Edilecek Payların Dağılımı	Sermaye Artırımı: 2.500.000 TL nominal değerli paylar Ortak Satışı: 5.000.000 TL nominal değerli paylar
Talep Toplama Yöntemi	Borsada Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Fiyatı	4,40 TL
Öngörülen Piyasa Değeri	143.000.000 TL
Tahmini Arz Büyüklüğü	33.000.000 TL
Halka Arz Oranı	%23,1
Fon Kullanım Yeri	Halka arz sonucunda elde edeceği net gelirin %30'unu yurt dışı iştirak edinimi, şube açılması ve iş ortaklıkları kurulması için, %20'sini işletme sermayesi ihtiyaçları için ve geri kalan %50'sini ise Ar-Ge çalışmaları için kullanmayı amaçladığını açıklamıştır.

3. Şirket Ortaklık Yapısı

Ortağın Adı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Pay (TL)	Pay (%)	Pay (TL)	Pay (%)
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

4. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. ("Piramit Menkul"), Papilon Savunma'nın paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerlerin belirlenmesi amacıyla değerlendirme yöntemleri olarak piyasa çarpanları ve indirgenmiş nakit akımları ("İNA") analizlerini kullanmıştır.

4.1 Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa çarpanları analizinde yurt içi ve yurt dışı benzer şirketleri kullanarak iki farklı analiz yapılmış ve bunlara toplam değerlendirme içinde sırasıyla %30 ve %20 pay verilmiştir.

Yurt içi çarpan analizinde BIST Bilişim Sektör endeksinde yer alan şirketlerin açıklanmış son finansal verilerine göre 12 aylık dönemdeki Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve F/K çarpanları kullanılmıştır. Yurt içindeki şirketlerin çarpan analizinde seçilen şirketlerin firma değerleri toplanıp, toplam FAVÖK'lerine bölünerek FD/FAVÖK oranı 7,81x olarak bulunmuştur. Aynı şekilde seçilen şirketlerin toplam piyasa değerlerinin net kar rakamları toplamına bölünerek F/K oranı 10,77 olarak hesaplanmıştır. Bu çarpanların eşit ağırlıklı şekilde Piramit Menkul'ün Papilon Savunma için tahmin ettiği 2019 FAVÖK ve net kar rakamlarına uygulanması sonucu bulunan özsermaye değeri 165,9 milyon TL olmuştur.

Yurt dışı şirketlerin çarpan analizinde ise Papilon Savunma'ya ölçek olarak yakın biyometri ürün geliştirme, biyometrik yazılım, biyometrik sistem ve gereç imalatı yapan şirketler kullanılmıştır. Reuters terminalinden alınan verilere dayandırılan analize göre bu şirketlerin ortalama FD/FAVÖK ve F/K çarpanları ortalamaları sırasıyla 13,83 ve 14,15 olarak hesaplanmıştır. Bu çarpanların eşit ağırlıklı şekilde Piramit Menkul'ün Papilon Savunma için tahmin ettiği 2019 FAVÖK ve net kar rakamlarına uygulanması sonucu bulunan özsermaye değeri 236,3 milyon TL olmuştur.

4.2 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İndirgenmiş nakit akımları analizi, 10 yıllık projeksiyonlara dayandırılarak yapılmıştır. Şirketin borcu olmaması nedeniyle iskonto oranı olarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti yerine özsermaye maliyeti kullanılmıştır. Özsermaye maliyeti hesaplamasında risksiz getiri oranı olarak, T.C. Hazine'sinin ihraç ettiği 10 yıllık tahvilin 1 yıllık ortalaması olan %16,46 kullanılmıştır. Hisse senedi risk primi %6,0 kabul edilirken, beta katsayısı 1,0 olarak alınmıştır. Terminal büyüme hızı %5,0 olarak hesaplamalara katılmıştır. Son olarak, 2019 ve 2020 yılları için vergi oranı %22, geri kalan yıllar için %20 olarak öngörülmüştür. Bu varsayımlar sonucunda özsermaye maliyeti %22,46 ve bu oranla indirgenen nakit akımlarına göre özsermaye değeri 169,4 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Piyasa çarpanları (yurt içi %30, yurt dışı %20) ve indirgenmiş nakit akımları (%50) analizlerinin ağırlıklandırılması sonucunda özsermaye değeri 181.765.953 TL (hisse başına 6,06) olarak bulunmuş, %27,4 halka arz iskontosu uygulanarak nihai özsermaye değeri olan 132.000.000 TL'ye ulaşılmıştır. Bu özsermaye değerine tekabül eden birim pay fiyatı ise 4,40 TL'dir.

5. Halk Arz Fiyatı Hakkında Nihai Değerlendirmeler

Papilon Savunma için hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, değerlendirme aşamasında, "İndirgenmiş Nakit Akımı" ve "Çarpan Analizi" yöntemlerinin eşit ağırlıklarda kullanılmasını, şirketin ileriye yönelik büyüme dinamikleri, faaliyette bulunduğu sektör ve büyüme hızı dikkate alındığında makul karşılıyoruz. Öte yandan hem "İNA" hem de "Çarpan Analizi" yöntemleri için aşağıda belirttiğimiz bazı çekincelere sahibiz.

Çarpan Analizi: Çarpan Analizinde, özellikle de benzer makro değişkenlere tabi olunması açısından yurt içi şirketler için, son 12 aylık gerçekleştirmelerin dikkate alınmasını ihtiyatlılık açısından sağlıklı buluyoruz. Hesaplamaya dahil edilen şirketlerin faaliyet gösterdiği alanlar Papilon Savunma'ya göre farklılıklar gösterse de, BIST'teki görece en yakın iş kollarından şirketlerin seçilmiş olmasını da makul karşılıyoruz. Yine analiz için kullanılan şirketlerin genelde aracı kurumlar tarafından inceleme kapsamında olmamaları nedeniyle gerçekleşmiş rakamların kullanılması da anlaşılabilir bir durum. Bununla birlikte yurt dışı için kullanılan şirketlerin ise bazılarının İspanya, İsveç ABD gibi Türkiye'den dinamikleri açısından çok farklı olan gelişmiş ülkelere seçilmiş olması değerlemeyi yukarı çeken unsur

olarak öne çıkıyor. Dolayısıyla gelişmekte olan ülke şirketlerinin kullanılmasının daha uygun olacağı görüşündeyiz. Ayrıca dikkate alınan değerlerin dağılımı gözetildiğinde, hem yurt içi hem de yurt dışı için aritmetik ortalama yerine, ortanca değerinin (medyan) kullanılmasının daha makul olacağı görüşündeyiz.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi: 2019 yılında satışlardaki ciddi gerilemenin ardından 2020 yılında %77'lik yüksek bir artış beklenmektedir. Sonraki yıllar için de önemli bir baz oluşturması nedeniyle bu artışın gerçekleşmemesini önemli bir risk unsuru olarak değerlendiriyoruz. Burada satışın artışında daha yıllara yayılan bir yaklaşım benimsenebilirdi. Bunun yanında proje bazlı çalışması nedeniyle belirsizlikleri yansıtmak adına projeksiyonlarda 4 senede bir (2023 ve 2027) satışlarda önemli daralmalar beklendiği görülüyor. Bunun ihtiyatlı bir yaklaşım olması açısından makul bir yaklaşım olarak düşünüyoruz. Bunun yanında özsermaye maliyeti için yapılan varsayımları da özellikle 10 yıllık Hazine bonusu faizinin düşmüş olduğu güncel seviyeyi düşünürsek yine ihtiyatlı bir yaklaşım olarak görüyoruz.

Belirttiğimiz çekinceler dışında, %27,4 halka arz iskontosuyla birlikte ortaya çıkan 4,40 TL'lik birim pay fiyatının makul kabul edilebilecek bir seviye olduğunu düşünüyoruz.

ÇEKİNCE:

Bu raporda yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda kurumumuz ve kurumumuz çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Bu rapor yatırımcıların bilgi edinmeleri amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların yatırıma ilişkin kararlarını verirken bu rapordaki bilgilerden yararlanmaları, ancak bu rapordan etkilenmeyerek kararlarını vermeleri beklenmektedir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımı sonucu oluşabilecek zararlardan dolayı kurumumuz hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu rapor hiç bir şekilde menkul değerlerin satın alınması veya satılması için bir teklifi veya aracılık teklifini içermemektedir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez.