

Papilon Savunma Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme ve Analiz Raporu

1- Amaç

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmış olan bu rapor, Papilon Savunma – Güvenlik Sistemleri Bilişim Mühendislik Hizmetleri İthalat İhracat Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("PAPIL", "Papilon Savunma" veya "Şirket") için Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. ("Piramit Menkul") tarafından hazırlanarak 25.11.2019 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda revize olarak ilan edilmiş olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nun değerlendirmesi niteliğindedir.

Bu Rapor; Papilon Savunma'nın halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir teklif değildir. Bu raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır.

2- Halka Arz Bilgileri

Halka Arz Miktarı ve Şekli (Nominal)	<ul style="list-style-type: none">- Ödenmiş Sermaye : 30.000.000 TL- Halka Arz Şekli : Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı- Halka Arz Miktarı - Sermaye Artırımı : 2.500.000 TL- Halka Arz Miktarı - Ortak Satışı : 5.000.000 TL- Halka Arz Miktarı - Toplam : 7.500.000 TL- Halka Arz Oranı (Halka Açıklık) : 23,08%
Şirket Değeri ve Halka Arz Büyüklüğü	<ul style="list-style-type: none">- Halka Arz Fiyatı : 4,40 TL- Halka Arz Öncesi Şirket Değeri : 132 milyon TL- Halka Arz Büyüklüğü : 33,0 milyon TL- Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri : 143 milyon TL
Talep Toplama Yöntemi	<ul style="list-style-type: none">- Borsa'da Satış – Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış
Aracılık Yöntemi	<ul style="list-style-type: none">- Bakiyeyi Yüklenim
Fiyat İstikrarı İşlemleri	<ul style="list-style-type: none">- Ortak satışından elde edilecek 6,6 milyon TL ile 30 gün süreyle yapılması planlanmaktadır, ancak bu bir taahhüt anlamına gelmemektedir.
BİST İşlem Kodu	<ul style="list-style-type: none">- PAPIL
Talep Toplama Tarihleri	<ul style="list-style-type: none">- 28 – 29 Kasım 2019

3- Şirkete İlişkin Bilgiler

Papillon Savunma 18.12.2012 tarihinde Ankara merkezli olarak kurulmuş olup, Şirketin ana faaliyet konusu yurtiçi ve yurtdışı kamu kuruluşlarına ve özel ticari kuruluşlarına sağlanan uçtan uca bütünlük 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.

Şirketin gelirleri ürün ve yazılım satışları ile bakım ve onarım hizmet satışları olmak üzere gruplandırılarak TL cinsinden aşağıda gösterilmiştir.

Satışların Ürün Grupları Bazında Dağılımı (TL)				
	2016	2017	2018	2019/06
Anahtar Teslim Sistem Geliştirme Satışı	18.068.130	6.175.996	9.257.900	82.000
Süreklilik Kapsamında Hizmet Satışı	188.749	6.524.799	7.818.889	2.108.124
Ürün Satışı	17.273.551	29.933.992	41.468.523	6.175.678
Toplam	35.530.430	42.634.787	58.545.312	8.365.802

Satışların Ürün Grupları Bazında Dağılımı (%)				
	2016	2017	2018	2019/06
Anahtar Teslim Sistem Geliştirme Satışı	50,9	14,5	15,8	1,0
Süreklilik Kapsamında Hizmet Satışı	0,5	15,3	13,4	25,2
Ürün Satışı	48,6	70,2	70,8	73,8
Toplam	100,0	100,0	100,0	100,0

Şirketin satışları önemli ölçüde kamuya yapılmakta olup, müşteri grubu bazında dağılımı aşağıda yer almaktadır.

Satışların Müşteri Bazında Dağılımı (TL)				
	2016	2017	2018	2019/06
Kamu	18.172.094	29.961.737	34.501.746	7.526.325
Özel Sektör	17.358.336	12.673.050	24.043.566	839.477
Toplam	35.530.430	42.634.787	58.545.312	8.365.802

Satışların Müşteri Bazında Dağılımı (%)				
	2016	2017	2018	2019/06
Kamu	51,1	70,3	58,9	90,0
Özel Sektör	48,9	29,7	41,1	10,0
Toplam	100,0	100,0	100,0	100,0

Şirketin 30 Eylül 2019 dönemi itibarıyla personel sayısı 51'dir.

Şirketin halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıda gösterilmiştir.

HALKA ARZ ÖNCESİ VE SONRASI ORTAKLIK YAPISI				
	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Sermaye Tutarı	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı	Sermaye Payı
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 Kısım	0	0,00%	7.500.000	23,08%
Toplam	30.000.000	100%	32.500.000	100%

4- Finansal Tablolar (*)

FİNANSAL DURUM TABLOSU (TL)	30.09.2019	30.06.2019	31.12.2018	31.12.2017	31.12.2016
DÖNEN VARLIKLAR	58.872.622	59.341.089	61.260.885	44.537.643	26.838.881
Nakit ve Nakit Benzerleri	45.465.041	48.773.780	55.788.181	26.405.844	6.036.542
Ticari Alacaklar	1.047.305	2.474.835	560.520	9.255.140	18.060.664
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	0	0	121.096	0	0
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	1.047.305	2.474.835	439.424	9.255.140	18.060.664
Diğer Alacaklar	11.193	10.592	39.974	56.451	25.157
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	11.193	10.592	39.974	56.451	25.157
Stoklar	5.960.209	3.921.192	3.569.291	6.252.609	1.067.780
Peşin Ödenmiş Giderler	4.427.426	2.672.815	593.667	1.599.679	162.592
İlişkili Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	4.116.567	2.415.099	16.572	1.260.500	0
İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	310.859	257.716	577.095	339.179	162.592
Türev Finansal Araçlar	0	0	0	296.763	0
Cari Dönem Vergisi İle İlgili Varlıklar	266.288	190.372	0	0	0
Diğer Dönen Varlıklar	1.695.160	1.297.503	709.252	671.157	1.486.146
DURAN VARLIKLAR	3.366.989	2.794.805	1.096.921	302.604	143.985
Maddi Duran Varlıklar	628.161	410.475	290.657	235.795	91.422
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	119.465	123.287	67.776	57.167	26.228
Kullanım Hakkı Varlıkları	1.048.399	1.129.226	0	0	0
Ertelenmiş Vergi Varlığı	1.570.964	1.131.817	738.488	9.642	26.335
TOPLAM VARLIKLAR	62.239.611	62.135.894	62.357.806	44.840.247	26.982.866
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	3.693.586	3.007.747	2.668.414	4.551.587	2.837.751
İlişkili Olmayan Taraflardan Kısa Vadeli Borçlanmalar	326.269	330.407	0	0	0
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	326.269	330.407	0	0	0
Ticari Borçlar	305.127	123.940	24.146	1.907.134	66.226
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	305.127	123.940	24.146	1.907.134	66.226
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	117.770	98.026	106.152	168.072	67.141
Diğer Borçlar	329.145	45.772	38.919	9.497	16.284
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	329.145	45.772	38.919	9.497	16.284
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0	0	2.157.828	2.089.873	2.511.515
Kısa Vadeli Karşılıklar	2.331.288	2.335.361	176.961	134.054	77.555
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	370.376	374.449	176.961	134.054	77.555
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	1.960.912	1.960.912	0	0	0
Türev Araçlardan Borçlar	0	123	0	0	0
Ertelenmiş Gelirler	164.114	2.685	0	0	0
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	119.873	71.433	164.408	242.957	99.030
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	1.140.127	1.139.862	263.825	164.322	83.511
İlişkili Olmayan Taraflardan Uzun Vadeli Borçlanmalar	751.751	781.756	0	0	0
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	751.751	781.756	0	0	0
Uzun Vadeli Karşılıklar	388.376	358.106	263.825	164.322	83.511
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	388.376	358.106	263.825	164.322	83.511
ÖZKAYNAKLAR	57.405.898	57.988.285	59.425.567	40.124.338	24.061.604
Ödenmiş Sermaye	30.000.000	30.000.000	30.000.000	1.700.000	1.700.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Kapsamlı Giderler	-113.554	-101.747	-74.279	-40.806	-12.290
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kayıpları	-113.554	-101.747	-74.279	-40.806	-12.290
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	3.228.491	3.228.491	1.438.820	1.367.320	875.854
Geçmiş Yıllar Karları	20.909.476	20.909.476	2.926.658	16.968.234	4.419.476
Net Dönem Karı	3.381.485	3.952.065	25.134.368	20.129.590	17.078.564
TOPLAM KAYNAKLAR	62.239.611	62.135.894	62.357.806	44.840.247	26.982.866

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Info Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Info Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

Kar veya Zarar Kısmı (TL)	30.09.2019	30.09.2018	30.06.2019	30.06.2018	31.12.2018	31.12.2017	31.12.2016
Hasılat	12.789.203	40.696.535	8.365.802	20.164.542	58.545.312	42.634.787	35.530.430
Satışların Maliyeti	-5.480.124	-17.202.491	-3.246.425	-11.004.035	-23.659.805	-15.789.069	-13.910.050
Brüt Kar (Zarar)	7.309.079	23.494.044	5.119.377	9.160.507	34.885.507	26.845.718	21.620.380
Pazarlama Giderleri	-5.491.778	-3.950.330	-730.179	-904.296	-1.873.857	-1.703.019	-306.457
Genel Yönetim Giderleri	-1.192.168	-1.700.150	-3.613.401	-3.819.282	-4.873.427	-3.851.276	-1.174.824
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	448.457	263.822	335.841	261.828	1.014.260	1.343.809	120.485
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-2.227.276	-790.631	-2.155.393	-197.281	-988.013	-712.578	-455.253
Esas Faaliyet Karı	-1.153.686	17.316.755	-1.043.755	4.501.476	28.164.470	21.922.654	19.804.331
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)	-1.153.686	17.316.755	-1.043.755	4.501.476	28.164.470	21.922.654	19.804.331
Finansman Gelirleri	7.974.090	7.456.663	7.576.862	4.103.983	4.108.433	4.055.163	1.603.731
Finansman Giderleri	-3.007.499	-625.945	-1.712.391	-501.385	-325.436	-795.237	-47.401
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	3.812.905	24.147.473	4.820.716	8.104.074	31.947.467	25.182.580	21.360.661
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri	-431.420	-5.376.593	-868.651	-1.801.837	-6.813.099	-5.052.990	-4.282.097
Dönem Vergi (Gideri) Geliri	-1.252.819	-5.234.667	-1.254.232	-1.295.426	-7.532.504	-5.029.169	-4.267.076
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	821.399	-141.926	385.581	-506.411	719.405	-23.821	-15.021
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı (Zararı)	3.381.485	18.770.880	3.952.065	6.302.237	25.134.368	20.129.590	17.078.564
Dönem Karı (Zararı)	3.381.485	18.770.880	3.952.065	6.302.237	25.134.368	20.129.590	17.078.564

(*) Fiyat tespit raporunda son dönem olarak 30.06.2019 verileri bulunmakla birlikte, izahname ekinde 30.09.2019 finansallarının yer alması ve karşılaştırmalı dönemler itibariyle önemli değişiklik içermesi sebebiyle, tablolar gösterilirken 30.09.2019 ve 30.09.2018 verileri de tarafımızca ayrıca eklenmiştir.

5- Halka Arzdan Elde Edilecek Kaynağın Kullanımı

Sermaye artırımı ve ortak satışı ile gerçekleştirilecek halka arzda Şirket tarafından elde edilecek brüt 11,0 milyon TL'lik halka arz gelirinden 1,8 milyon TL olan maliyet çıktıktan sonra şirket tarafından 9,2 milyon TL net kaynak elde edilmesi öngörülmektedir. Halka arzdan elde edilecek kaynağın yurt dışı iştirak edinimi, şube açılması veya iş ortakları vasıtasıyla büyümede, işletme sermayesinin güçlendirilmesinde ve yeni Ar - Ge çalışmalarında kullanılması planlanmaktadır.

- Yurtdışı İştiraki Edinimi, Şube Açılması veya İş Ortakları Vasıtasıyla Büyüme

Şirketin faaliyet alanlarını genişletmesi ve müşterilere coğrafi yakınlık sağlaması amacıyla halka arz gelirinin %30'unun yurtdışı iştiraki edinimi, şube açılması veya iş ortakları vasıtasıyla büyümede kullanılması planlanmaktadır.

- İşletme Sermayesinin Güçlendirilmesi

Şirketin iş planları ve orta vadede hedeflediği projeler göz önüne alınarak halka arz gelirinin %20'sinin işletme sermayesi olarak kullanılması planlanmaktadır.

- Yeni Ar – Ge Çalışmaları

Şirketin uzun dönemli sürekliliğini artırması amacıyla yeni yatırımlar yapılması ve Ar – Ge faaliyetlerinde bulunan şirketlerin satın alınıp, bu şirketlerle ortak fon oluşturularak yeni Ar – Ge girişimlerine imkan sağlanması amacıyla halka arz gelirinin %50'sinin yeni Ar – Ge çalışmalarında kullanılması planlanmaktadır.

Şirket ilerleyen dönemde yaşanabilecek genel ekonomik ve sosyal gelişmelere bağlı olarak, halka arz gelirinin planlanmasında kullanılan oran ve yerlerinde %20'yi geçmemek kaydıyla değişim yapılabilir.

6- Halka Arz Teşviki

- Fiyat İstikrarı

Halka arzda pay satışı gerçekleştirecek mevcut ortaklardan Papillon AO ve Günel Sadıgova tarafından ortak satışı kapsamında elde edilecek fonlardan her biri tarafından 3,3 milyon TL olmak üzere toplamda 6,6 milyon TL'lik kısmının 30 gün süreyle fiyat istikrarı işlemlerinde kullanılması öngörülmektedir.

7- Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Genel Tespitler

Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanan 07.11.2019 tarihli fiyat tespit raporunda, Şirketin bağımsız denetimden geçmiş 2016, 2017 ve 2018 yılsonu ve 30.06.2019 dönemlerine ilişkin karşılaştırmalı finansal tablolarından hareketle halka arz fiyatının belirlenmesinde 2 değerlendirme yönteminin uygulanmasına karar verilmiştir.

- Çarpan Analizi
- İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ("İNA")

Piyasa Çarpanları Analizinde Borsa İstanbul'da işlem gören Bilişim Sektörü Endeksi'nde yer alan benzer şirketler ile yurtdışı benzer şirketlerin F/K (Fiyat / Kazanç) ve FD/FAVÖK (Firma Değeri / Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar) çarpanları dikkate alınmıştır. Çarpanlar olarak yurtiçi benzer şirketlerin 05.11.2019 tarihli, yurtdışı benzer şirketlerin ise 06.11.2019 tarihli çarpanları dikkate alınmıştır.

a) Çarpan Analizi

Çarpan analizinde, Papiyon Savunman BİST Bilişim Sektörü Endeksi'nde yer alan ve Şirket ile benzer olduğuna kanaat getirilen şirketlerin çarpanlarından hareketle şirket değeri tespit edilmiştir.

Bu kapsamda dikkate alınan şirketlerin Finnet'ten temin edilen 05.11.2019 tarihli F/K ve FD/FAVÖK çarpanları aşağıda gösterilmiştir.

Bilişim Sektörü	F/K	FD/FAVÖK
LOGO*	14,13	9,05
KAREL*	6,55	3,95
ARMDA*	0,00	6,55
DGATE	7,58	11,67
KFEIN*	8,34	3,77
DESPC	9,25	5,13
FONET*	7,14	6,39
PKART	15,97	10
SMART*	12,17	5,82
KRONT	46,76	16,29
LINK	15,83	7,15
Ortalama	10,77	7,81

*30.09.2019 finansal tabloları verilerinin alındığı tarihte henüz yayımlanmadığından 30.06.2019 dönemi baz alınmıştır.

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Info Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Info Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

Yurtdışı benzer şirketlerin ortalama FD/FAVÖK çarpanı 7,81 ve ortalama F/K çarpanı 10,77 olarak hesaplanmıştır. FD/FAVÖK çarpanı ile ulaşılan şirket değerine net borç/nakit kalemi eklenerek öz sermaye değerine ulaşılmıştır.

Şirketin değerlemeye esas verileri olarak ise 2019 yılı tahmini FAVÖK ve net kar verileri dikkate alınırken, net borç kalemi için ise 30.06.2019 dönemine ilişkin net borç verisi baz alınmıştır.

Yurtdışı benzer şirket çarpanlarına göre hesaplanan şirket değerleri aşağıda yer almaktadır.

BİST BİLİŞİM - Ortalama	
FD/FAVÖK Çarpanı (x)	7,81
Beklenen FAVÖK 2019	14.545.972
Firma Değeri (TL)	113.547.992
Net Borç / (Net Nakit) (TL)	-48.773.780
Özsermaye Değeri (TL)	162.321.772
BİST BİLİŞİM - Ortalama	
F/K Çarpanı (x)	10,77
Beklenen Net Dönem Karı 2019	15.735.205
Firma Değeri (TL)	169.542.379
Özsermaye Değeri (TL)	169.542.379
Özsermaye Değeri (TL)	
BİST BİLİŞİM - Eşit Ağırlıklı Ortalama (TL)	165.932.076

Yurtdışı çarpan analizinde biyometri ürün geliştirme, biyometrik yazılım, biyometrik sistem ve gereç imalatı yürütmekte olan benzer ölçekte şirketler kullanılmıştır. Söz konusu şirketler Reuters'ten biyometrik ürün sektöründe yer alan şirketler ve biometricupdate.com sitesinin derlemiş olduğu halka açık şirketlerin listesinden derlenmiştir. Yurtdışı benzer şirketlerin Reuters terminalinden temin edilmiş 06.11.2019 tarihli verileri aşağıda gösterilmiştir.

Kodu	Şirket Unvanı	Ülke	Piyasa Değeri - USD	F/K	FD/FAVÖK
FACE.MC	Facephi Biometria SA	İspanya	24.669.257	20,75	20,93
FINGb.ST	Fingerprint Card AB	İsveç	585.388.869	-	18,18
IRIB.KL	IRIS Corporation Bhd	Malezya	100.576.314	12,74	17,27
203450.KQ	Union Community Co Ltd	Güne Kore	35.496.725	9,44	8,37
236200.KQ	Suprema Inc	Güne Kore	157.971.796	9,70	5,70
AWRE.O	Aware Inc	ABD	60.814.535	49,83	-
NXTD.O	NXT-ID Inc	ABD	12.482.456	-	16,27
6462.TWO	Egis Technology	Tayvan	620.417.825	18,40	13,70
2458.TW	Elan Microelectronics	Tayvan	920.789.080	13,90	10,20
ORTALAMALAR			279.845.206	14,15	13,83

Yurtdışı Şirket Çarpanları	
FD/FAVÖK Çarpanı (x)	13,8
Beklenen FAVÖK 2019	14.545.972
Firma Değeri (TL)	201.123.390
Net Borç / (Net Nakit) (TL)	-48.773.780
Özsermaye Değeri (TL)	249.897.170
Yurtdışı Şirket Çarpanları	
F/K Çarpanı (x)	14,2
Beklenen Net Dönem Karı 2019	15.735.205
Firma Değeri (TL)	222.705.512
Özsermaye Değeri (TL)	222.705.512
Yurtdışı Çarpan Analizi Değeri (TL)	236.301.341

b) İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine Göre Şirket Değeri

Şirket için yapılan İNA çalışmasında;

- Şirketin Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetinin (AOSM) %22,46 olarak hesaplamasında hisse senedi piyasası risk priminin %6, beta olarak 1,00, risksiz faiz oranının %16,46 olarak alındığı, şirketin borcu olmaması sebebiyle borç oranı ve vergi sonrası borç maliyetinin 0 olduğu,
- Şirketin 2019 yılı hasılatının %32,5 düşmesi, 2020 – 2022 yılları arasında sırasıyla %77,3, %21,1 ve %26,6 artış göstereceği, 2023 yılında %32,4 düşeceği, 2024 – 2026 yılları arasında sırasıyla %71,9, %29,0 ve %10,5, artış göstereceği, 2027 yılında %11,7 düşüş göstermesinin ardından 2028 yılında %17,6 artış öngörüldüğü ve 2028 yılından sonrasındaki nihai değer hesaplamasında terminal büyüme oranının %5 olarak kullanıldığı,
- Şirketin brüt kar marjının projeksiyon döneminde %57,1'den başlayarak yıllar itibarıyla %48,2'ye gerileyeceği,
- Faaliyet giderlerinin satışlara oranının %12,7 - %20,9 aralığında değişeceği,
- FAVÖK marjının %31,9 – %43,4 aralığında değişeceği,
- İşletme sermayesi döngüsü olarak son 3 yılın ortalama döngüleri dikkate alınarak ortalama alacak tahsilat süresinin 90 gün, ortalama stok devir süresinin 76 gün, ortalama borç ödeme süresinin ise 15 gün olarak alındığı,
- Yatırım harcamaları olarak 2021 yılında 3,92 milyon TL, 2024 yılında 6,6 milyon TL, 2027 yılında da 10,38 milyon TL yatırım öngörüldüğü,
- Bu doğrultuda şirketin İNA yöntemine göre özsermaye değeri 169.452.124 TL olarak hesaplanmış olup, pay başına değeri 5,65 TL'ye denk gelmektedir.

c) Sonuç

Papillon Savunma'nın nihai şirket değerinin belirlenmesinde Çarpan Analizi yöntemlerinden yurtiçi çarpan analizine göre elde edilen değere %30, yurtdışı çarpan analizine göre elde edilen değere %20, İNA yöntemi çerçevesinde hesaplanan şirket değerine de %50 oranda ağırlık verilerek 181.765.953 TL değere ulaşılmış olup, bu doğrultuda pay başına değer ise 6,06 TL'ye denk gelmektedir.

Değerleme Sonucu	Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık Oranı
İNA Analizi	169.452.124	50%
Yurtiçi Çarpan Analizi	165.932.076	30%
Yurtdışı Çarpan Analizi	236.301.341	20%
SONUÇ	181.765.953	
Ödenmiş Sermaye	30.000.000	
Pay Değeri	6,06	

Halka arz fiyatının belirlenmesinde %27,4 oranında halka arz iskontosu uygulanarak halka arz fiyatının 4,40 TL olarak belirlendiği görülmektedir.

8 – Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüşlerimiz

- Papillon Savunma'nın fiyat tespit raporunda yer alan bilgi ve veriler yeterince açıklayıcı ve verilerle desteklenmiştir.
- Fiyat tespitine ilişkin olarak kullanılan değerlendirme yöntemlerinin uygun ve yeterli olduğunu düşünmekteyiz.
- İNA analizinde 10 yıllık projeksiyon dönemi yerine 5 yıllık projeksiyon döneminin dikkate alınmasının ve bu değer üzerinden uç değer hesaplanmasının daha makul olabileceğini düşünmekteyiz.
- Kullanılan %22,46 oranındaki ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile güncel veriler dikkate alındığında muhafazakar bir yaklaşım uygulandığını düşünmekteyiz.
- Geçmiş dönemlerde satışlarına göre karlı yapısı sebebiyle kar odaklı F/K ve FD/FAVÖK çarpanlarının baz alınmasını makul buluyoruz.
- Fiyat tespit raporunda yer alan 30.06.2019 finansallarında 2018 yılına göre olan daralmanın izahname ekinde yer alan 30.09.2019 finansal tablolarında derinleştiği görülmektedir. Şirketin çarpan analizinde 2019 tahmini net kar ve FAVÖK verileri kullanılmıştır.
- Sermaye piyasası aracı notunda yer alan Borsa görüşünde, 2019/09 dönemi gerçekleştirmelerinin göz önünde bulundurulduğunda 2019 net kar ve FAVÖK tahminlerinin gerçekleşmesinin güç olduğu, ayrıca İNA yönteminde hasılat tahminlerinin iyimser olduğu belirtilmiştir.
- Faaliyetleri itibarıyla beğendiğimiz Şirketin katma değeri yüksek ürün portföyü, geçmiş yıllardaki satış büyümesi ve karlılığı ile mevcut durum itibarıyla önemli ölçüde nakit pozisyonunun olumlu yanlarına karşılık, özellikle 2019 yılında hasılat ve karlılıktaki düşüş Borsa görüşünde de belirtildiği üzere 2019 yılı tahminlerinde aşağı yönlü riskleri barındırmaktadır.
- Fiyat tespit raporunda çarpan analizinde aynı çarpanlarla 2019 tahmini veriler yerine 30.09.2019 dönemine göre yıllıklandırılmış verilerin kullanılması halinde halka arz iskontosu %27,4'ten %14,6'ya gerilemektedir.
- Bu doğrultuda %27,4 oranında halka arz iskontosu ile 4,40 TL olarak belirlenen halka arz fiyatının, 2019 yılı tahmini verilerin gerçekleştirilebilmesi halinde makul olabileceğini düşünmekteyiz.