

**PAPILON SAVUNMA-GÜVENLİK
SİSTEMLERİ BİLİŞİM MÜHENDİSLİK
HİZMETLERİ İTHALAT İHRACAT SANAYİ
VE TİCARET A.Ş.**

**Fiyat Tespit Raporu Hakkında
Değerlendirme Raporu**

Fiyat Tespit Değerlendirme Raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararında yer alan; payları ilk kez halka arzı öncesi uygulacak esaslarının 7. Maddesine dayanılarak hazırlanmıştır. İlgili madde;

*Halka arza aracılık eden kuruluş tarafından hazırlanan fiyat tespit raporu, başka bir kuruluş tarafından analiz edilebilir. Söz konusu analist raporunun hazırlanması halinde, halka arz fiyatına ilişkin görüş beyan edilmesi ve raporun en geç ilgili halka arzın başladığı tarihte Kamuyu Aydınlatma Platformunda halka açılacak ortaklığa ilişkin bölümde ve bu raporu hazırlayan kuruluşun internet sitesinde ilan edilmesi zorunludur.

HALKA ARZ ÖZETİ	
Halka Arz Talep Toplama Tarihleri	28-29 Kasım 2019
Halka Arz Fiyatı	4,40 TL
Borsa Kodu	PAPIL
Halka Arz Talep Toplama Yöntemi	Borsa'da satış "Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış" yöntemi
Aracılık Yöntemi	Bakiyeyi yüklenim
Halka Arz Şekli	7.500.000 TL nominal değerli paylar (2.500.000 TL sermaye artırım, 5.000.000 TL ortak satışı)
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	30.000.000 TL nominal
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	32.500.000 TL nominal
Halka Açıklık Oranı	23,08%
Halka Arz Büyüklüğü	33.000.000 TL
Fiyat İstikrarı	Payların BİAŞ'da işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün süre ile yapılması planlanmaktadır
Satmama Taahhüdü	Ortaklar sahip oldukları payları (Borsada işlem görecekt payların tekrar alınıp satılması hariç) 1 yıl boyunca satmama ve şirket 1 yıl süreyle herhangi bir bedelli sermaye artırım yapılmaması taahhüdünde bulunmuştur
Halka Arz Gelirinin Kullanımı:	Yurtdışı iştirak edinimi, şube açılması veya iş ortaklıkları kurulması %30, işletme sermayesinin güçlendirilmesi %20, yeni Ar-Ge çalışmaları %50

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2019 Global Menkul Değerler A.Ş.

Şirket Profili:

PAPİLON Savunma-Güvenlik Sistemleri Bilişim Mühendislik Hizmetleri İthalat İhracat Sanayi Ve Ticaret A.Ş.'nin ana faaliyeti yurtiçi ve yurtdışı kamu kuruluşlarına ve özel ticari kuruluşlara 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 gelirlerini:

- 1 – Ürün ve yazılım satışları
 - *Anahtar teslim sistem geliştirme ve satışı
 - *Ürün (yazılım ve cihaz) üretim ve satışı

- 2 – Bakım ve onarım hizmet satışları

oluşturmaktadır.

Ortaklık Yapısı:

Şirketin halka arz edeceği, sermayesinin 30.000.000 TL'den 32.500.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle artırılabilecek 2.500.000 TL ve mevcut ortakların sahip olduğu toplamda 5.000.000 TL olmak üzere toplam 7.500.000 TL nominal değerli payların halka arz sonrası sermayeye oranı %23,08'dir.

Ortağın Adı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
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 arz edilecek paylar			7.500.000	23,1%
Toplam	30.000.000	100,0%	32.500.000	100,0%

Halka Arz Fiyat Tespiti ve Değerlendirmemiz

Papillon'un değerlendirme çalışmasında payların birim tespitinde aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

1. Çarpan Analizi
2. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

Çarpan Analizi

Çarpan analizinde yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler incelenmiş, yurtdışında aynı sektörde yer alan, benzer iş modeline sahip ve benzer ölçekli şirketlerin çarpanları kullanılmıştır.

Değerlemede kullanılan çarpanlar; F/K ve FD/FAVÖK çarpanlarıdır.

PD/DD ve FD/Satışlar çarpanları Şirketin nakit yaratma kabiliyetini yeterince gösterememesi, proje şirketlerinde genellikle tercih edilmemesi sebeplerden kaynaklı olarak gösterilmemiştir.

Değerleme çalışmasında, yurt içi benzer şirket analizi için hem faaliyet hem de ölçek uyumu açısından BIST Bilişim sektörü şirketlerinin çarpan değerleri kullanılmıştır. Değerleme çalışmasında BIST Bilişim sektöründe yer alan şirketlerin 05.11.2019 tarihli FD/FAVÖK ve F/K oranları kullanılmıştır.

Yazılım dışında faaliyet gösteren NETAS, ARENA, INDES, ALCTL ve ESCOM teknoloji şirketleri analize dahil edilmemiştir.

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

FD/FAVÖK çarpanı 7,81 ve F/K çarpanı 10,77 alınmıştır. FD/FAVÖK çarpanı ile ulaşılan şirket değerine şirketin net borç/nakit kalemi eklenerek öz sermaye değerine ulaşılmıştır. Söz konusu çarpanlar dahilinde şirket değeri FD/FAVÖK ile 162.321.772 TL ve F/K ile 169.542.379 olmaktadır.

BIST 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

BIST 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
BIST Bilişim - Eşit Ağırlıklı Ortalama (TL)	165.932.076

Yurtdışı Şirket Çarpanları

FD/FAVÖK Çarpanı (x)	13,80
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
F/K Çarpanı (x)	14,20
Beklenen Net Dönem Karı 2019	15.735.205
Firma Değeri (TL)	222.705.512
Özsermaye Değeri (TL)	222.705.512
Yurtdışı Çarpan Analizi Değeri	236.301.341

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2019 Global Menkul Değerler A.Ş.

İNA Analizi

İNA Yöntemi Sonuç	
Firma Değeri TL	120.678.344
Finansal Borçlar	-
Nakit ve Nakit Benzeri TL	48.773.780
Özsermaye Değeri TL	169.452.124
Pay Başına Özsermaye Değeri TL	5,65

SONUÇ

Papilon şirket değerlemesinin indirgenmiş nakit akımları ve çarpan analizi ile hesaplanan şirket değeri eşit ağırlıklandırılmıştır. Çarpan analizinde kullanılan yurt içi ve yurtdışı benzer şirket çarpanları sırasıyla %30 ve %20 şeklinde ağırlıklandırılmıştır.

Hem yurt içi hem yurt dışı kullanılan F/K ve FD /FAVÖK çarpanlarının ağırlığı eşittir.

DEĞERLEME SONUCU	Özsermaye Değeri TL	Ağırlık Oranı
İNA Analizi	169.452.124	50%
Yurtiçi Çarpan Analizi	165.932.076	30%
Yurtdışı Çarpan Analizi	263.301.341	20%
SONUÇ	181.765.953	
Ödenmiş Sermaye	30.000.000	
Pay Değeri	6,06	

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

Fiyat Tespit Raporu'na göre değerlendirmemizde;

- Çarpan analizinde tercih edilen yurtiçi benzer şirketlerin uygun ve Papilon ile karşılaştırılabilir olduğunu görüyoruz. Ancak yurtdışı benzer şirket seçiminde büyüklük açısından daha seçici davranılabildi diye düşünüyoruz.
- İndirgenmiş Nakit Akımları'nda kullanılan varsayımların makul olduğu görüşündeyiz. Ancak değerlendirme periyodu boyunca belirli dönemlerde ciro, FAVÖK ve yatırım harcamalarında görülen dalgalanmaların sebeplerinin yeterince açıklanmadığını düşünüyoruz.
- Yukarıda yer alan çekişmelerimizin dışında, değerlendirme sonucu ulaşılan şirket değerinin ve halka arz için verilen iskonto oranının makul olduğunu düşünüyoruz.