

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

İşbu analiz raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29/2. Maddesi kapsamında QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Finansinvest") tarafından 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 Savunma") için hazırlanan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu ("Fiyat Tespit Raporu") analiz etmek amacıyla hazırlanmıştır.

Bu rapor yalnızca Şirket hakkında hazırlanan Fiyat Tespit Raporuna ilişkin QNB Finansinvest'in analizi olup yatırımcıların halka arza katılmasına ve/veya katılmamasına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin olarak KAP'da yayınlanan izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

1. Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler	
Halka Arz Talep Toplama Tarihleri	28-29 Kasım 2019
Halka Arz Yöntemi	Bakiyeyi Yüklenim – Borsada Satış- Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	30.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	%23,08
Halka Arz Fiyatı	4,40 TL
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Edilecek Paylar	7.500.000 TL nominal değerli pay 2.500.000 TL (Sermaye Artırımı) 5.000.000 TL (Ortak Satışı)
Halka Arz Büyüklüğü	33.000.000 TL

Ortağın Adı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
Papilon AO	20.400.000	68,0%	17.900.000	55,08%
Günel Sadıgova	6.000.000	20,0%	3.500.000	10,77%
Doğan Demir	3.600.000	12,0%	3.600.000	11,08%
Halka Açık	-	-	7.500.000	23,08%
Toplam	30.000.000	100,00%	32.500.000	100,00%

2. Şirket Hakkında Özet Bilgi

İhraççı, 2012 yılında Ankara'da kurulmuş olup yerli biyometrik sistem geliştirici ve cihaz üreticisidir. Şirket'in merkezi adresi Çankaya/Ankara'dır.

Şirket'in esas faaliyet konusu yurtiçi ve yurtdışındaki kamu ve özel ticari kuruluşlara sağlanan uçtan uca bütünlükli kamu güvenlik sistemleri, parmak izi ve avuç içi tarayıcıları, geçiş kontrol sistemleri, biyometrik iş istasyonları, mobil cihazlar, yüz tanıma ve sanal gerçeklik cihazları ve iris tanıma cihazlarını araştırma, geliştirme, üretme, entegrasyon işlemleri ile katma değerli bütüncül sistemler inşa etmektir.

30 Haziran 2019 itibarıyla Şirket bünyesinde çalışan sayısı 49 kişidir.

Papillon Savunma Ana Ürün ve Ürün Grupları;

- Anahtar teslim sistem geliştirme Ürün ve Hizmetleri,
- 3D sensör ve görüntü Cihazı,
- Elektronik parmak izi,
- Eşkal modelleme Yazılımı,
- Yüz Tanımlama ve Tespit Yazılımı,
- Otomatik parmak ve avuç içi tespit Yazılımı,
- Anlık Biyometrik Kimlik Kontrol Yazılımı
- Geçiş kontrol Sistemleri,
- Biyometrik İş İstasyonları,
- Mobil Cihazlar,
- Kriminal Analiz Cihazları,
- Balistik Tespit Sistemi

Satışlar

Şirketin ürün ve hizmet satışları, i) Anahtar teslim sistem geliştirme ve satışı, ii) Ürün (yazılım ve cihaz) üretim ve satışı ve iii) Bakım onarım hizmet satışları olarak gruplandırılmaktadır. 30.06.2019 itibarıyla toplam satışların %90'lık kısmı kamuya satışlardan, %10'luk kısmı ise özel sektör satışlarından oluşmaktadır.

3. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Piramit Menkul Kıymetler A.Ş tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na konu değerlendirme çalışmasında "İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi" ve "Çarpan Analizi" yöntemleri kullanılmıştır. Yapılmış olan çarpan analizinde yurtiçi ve yurtdışında faaliyet gösteren benzer şirketlerin F/K ve FD/FAVÖK çarpanlarına yer verilmiştir. Şirketin yurtiçinde faaliyet göstermesi ve ağırlıklı olarak satışlarını yurtiçine yapmasından dolayı çarpan analizinde yurtiçi benzer şirketlerin çarpanlarının sonuca etkisini %30 ve yurtdışındaki şirketlerin çarpanlarının %20 oranında etkili olacak şekilde hazırlanmıştır.

Çarpan Analizine ilişkin;

- Çarpan analizinde yurtiçi benzer şirketler için BIST Bilişim Sektörü şirketlerinin çarpan değerleri kullanılmıştır.
- Buna göre, bahse konu olan şirketlerin. 04.11.2019 tarihli çarpan değerleri kullanılmış olup F/K ve FD/FAVÖK oranları 40x ve üstü olan değerler uç değer olarak kabul edilerek analize dahil edilmemiştir.
- Ayrıca BIST Bilişim sektöründe yer alan ALCTL, ARENA, INDES, NETAS ve ESCOM borsa kodlu şirketler yazılım alanında faaliyet göstermediği gerekçesiyle analizden çıkarılmıştır. Buna göre yapılan yurtiçi çarpan analizinde yer alan şirketler ve ulaşılan çarpan ortalamaları aşağıda yer almaktadır.

Hisse Kodu	Şirket Adı	F/K	FD/FAVÖK
LOGO	Logo Yazılım	14,13	9,05
KAREL	Karel Elektronik	6,55	3,95
ARMDA	Armada Bilgisayar	-	6,55
DGATE	Datagate Bilgisayar	7,58	11,67
KFEIN	Kafein Yazılım Hizmetleri	8,34	3,77
DESPC	Despec Bilgisayar	9,25	5,13
FONET	Fonet Bilgi Teknolojileri	7,14	6,39
PKART	Plastik Akıllı Kart	15,97	10,00
SMART	Smartiks Yazılım	12,17	5,92
KRONT	Kron Telekomunikasyon	46,76	16,29
LINK	Link Bilgisayar	15,83	7,15
Ortalama		10,77	7,81

Kaynak: Piramit Menkul Değerler A.Ş

BIST Bilişim Endeksi FD/FAVÖK- Ortalama	TL
FD/FAVÖK Çarpanı	7,81
Beklenen FAVÖK 2019	14.545.972
Firma Değeri	113.547.992
Net Borç / Net Nakit	- 48.773.780
Özsermaye Değeri	162.321.772

BIST Bilişim Endeksi F/K - Ortalama	TL
F/K Çarpanı	10,77
Beklenen Net Dönem Karı 2019	15.735.205
Firma Değeri	169.542.379
Özsermaye Değeri	169.542.379

Kaynak: Piramit Menkul Değerler A.Ş

BIST Bilişim Endeksi - Eşit Ağırlıklı Ortalama	165.932.076
--	-------------

- Yurtdışı çarpan analizinde biyometrik ürün geliştirme, biyometrik yazılım ve biyometrik sistem ve gereç imalatı faaliyeti yürütmekte olan şirketler kullanılmıştır. Çalışmada kullanılan şirketler alttaki tabloda yer almaktadır.

Şirket Adı	Ülke	Piyasa Değeri (USD)	F/K	FD/FAVÖK
Facephi Biometria SA	İspanya	24.669.257	20,75	20,93
Fingerprint Cards AB	İsviçre	585.388.869	-	18,18
IRSI Corporation Bhd	Malezya	100.576.314	12,74	17,27
Union Community Co Ltd	Güney Kore	35.496.725	9,44	8,37
Suprema Inc	Güney Kore	157.971.796	9,70	5,70
Aware Inc	ABD	60.814.535	49,83	15,25
NXT-ID Inc	ABD	12.482.456	-	16,27
Egis Technology	Tayvan	620.417.825	18,40	13,70
Elan Microelectronics	Tayvan	920.789.080	13,90	10,20
Ortalama		279.845.206	14,15	13,83

Kaynak: Piramit Menkul Değerler A.Ş.

- Yurtdışı şirket çarpanlarında 06.11.2019 tarihli rakamlar kullanılmıştır.
- Yapılan çalışmalar sonucu yurtiçi ve yurtdışı çarpanlar üzerinden hesaplanan değerlerin ortalaması alınarak özsermaye değeri hesaplamasında kullanılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizine ilişkin;

- İndirgenmiş nakit akımı analizinde şirketin 2019 – 2028 yılları serbest nakit akımı projeksiyonunu içeren tablosu paylaşılmıştır.
- Yapılan projeksiyonda 2019 – 2028 yıllarında yıllık ortalama %19 ciro büyümesi elde edilmesi beklenmektedir.
- Brüt marjın 2019'da tahmin edilen 57% seviyelerinden yıllar içinde gerileyerek 2028'de 48%'lere düşmesi beklenmektedir.
- Yatırım Harcamaları projeksiyonunda şirketin 2021 yılı sonunda TL 3.920.000, 2024 yılı sonunda TL 6.600.000 ve 2027 yılı sonunda TL 10.380.000 yatırım yapması öngörülmüştür.
- Net işletme sermayesi projeksiyonunda şirketin son 3 yıllık ortalama tahsilat, stokta kalma ve borç ödeme süreleri kullanılmıştır.
- Risksiz getiri oranı için %16,46, hisse senedi risk primi için %6, beta kat sayısı olarak 1,0x, kurumlar vergisi için %22 alınmıştır. Ayrıca şirketin yüksek nakit pozisyonu dikkate alınarak öz kaynak oranı %100 olarak hesaplamaya dahil edilmiş olup AOSM olarak sermaye maliyeti kullanılmıştır. Böylelikle AOSM %22,46 olmuştur.
- Yapılan INA çalışması neticesinde TL169.452.124 özsermaye değeri bulunmuştur.

INA Tablosu (TL)

SNA'nın bugünkü değeri	120.678.344
Firma Değeri	120.678.344
Finansal Borçlar	
Nakit ve Nakit benzerleri	48.773.780
Özsermaye değeri	169.452.124
Pay başına özsermaye değeri	5,65

Kaynak: Piramit Menkul Değerler A.Ş.

Değerleme Sonuçları (TL)

Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Özsermaye Değeri	Pay Başına Değer
İNA	50%	169.452.124	5,65
Yurtiçi çarpanlar	30%	165.932.076	5,53
Yurtdışı çarpanlar	20%	236.301.341	7,88

Halka Arz Değerleme Sonucu (TL)

Halka Arz Öncesi Sermaye Değeri	181.765.953
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	30.000.000
Halka Arz Pay Başına Değer	6,06

Kaynak: Piramit Menkul Değerler A.Ş.

- TL 6,06 olarak hesaplanan hisse birim fiyatına %27,39 halka arz iskontosu uygulanarak nihai fiyat **TL 4,40** olarak belirlenmiştir.

4. Değerleme Hakkında Nihai Görüşümüz

Fiyat Tespit Raporu'nda verilen şirket ve finansal bilgilerinin yeterli olduğu düşünülmektedir. Halka arz fiyatı, değerlendirme sonucuna göre %27,39 oranında iskontoludur. Bu rakam halka arz iskontosu olarak makul kabul edilebilir. Belirlenen değerlendirme yöntemleri ve ilgili varsayımlar dikkate alındığında belirlenen halka arz fiyat aralığının da makul olduğu düşünülmektedir. Değerlemeyle ilgili ek görüşlerimiz aşağıdaki gibi özetlenmiştir:

- Genel anlamda şirketin mevcut bekleyen iş portföyüne ilişkin bilgilerin paylaşılması şirketin İNA projeksiyonda yer alan bilgilerin tutarlılığı anlamında daha destekleyici olacaktır.
- İndirgenmiş nakit akımı analizinde kullanılan yatırım harcaması bilgilerinin daha detaylı bir şekilde paylaşılması değerlendirme sürecinin şeffaflığına katkı sağlayabilir.
- Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinde 1,0x olarak kullanılan Beta katsayısı yurtiçinde faaliyet gösteren benzer şirketlerin beta katsayısının medyanı şeklinde alınması değerlendirme sürecinin sağlıklılığı adına daha uygun olabilir.
- Yurtiçi çarpan analizinde kullanılan FD/FAVÖK çarpanları arasında ciddi farklılıklar gözlemlenmektedir. İş modeli anlamında daha fazla operasyonel benzerlik gösteren bir grup oluşturulması daha sağlıklı sonuçların elde edilmesine neden olabilir.
- Yurtdışı çarpan analizinde yer alan şirketlerin arasında ciddi miktarda büyüklük farkı bulunmaktadır. Ayrıca, yurtiçi piyasalarda son dönemlerde görülen oynaklıktan ötürü artan Türkiye iskontosu sebebiyle yurtdışı çarpan analizine düzeltme yapılması daha sağlıklı sonuç verebilir.

UYARI NOTU

Bu rapor, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Finansinvest"), bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir.

Raporda yapılan yorumlar sadece QNB Finansinvest'in görüşünü yansıtmakta olup, hiçbir şekilde alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir ve 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. QNB Finansinvest ve QNB Finansinvest çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Ayrıca, QNB Finansinvest'in yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. Bunlara ilaveten, QNB Finansinvest raporların internet üzerinden veya e-posta yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.