

*Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanan Papillon Savunma-Güvenlik Sistemleri Bilişim Mühendislik Hizmetleri İthalat İhracat Sanayi ve Ticaret A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.*

#### Papillon Savunma-Güvenlik Sistemleri A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Papillon Savunma-Güvenlik Sistemleri A.Ş.	
Borsa Kodu	PAPIL
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı & Mevcut Ortakların Pay Satışı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsada Satış
Kote Olunacak Pazar	Ana Pazar
Talep Toplama Tarihleri	28-29 Kasım 2019
Halka Arz Öncesi Sermaye	30.000.000 TL
Sermaye Artırımı	2.500.000 TL
Ortak Satışı	5.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	32.500.000 TL
Halka Açıklık Oranı	23,08%
Talep Toplama Fiyatı	4,40 TL
Halka Arz Büyüklüğü	33.000.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	132.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	143.000.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2019/06	5,79
FD/FAVÖK 2019/06	5,75
PD/DD 2019/06	2,28

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2019/06	6,28
FD/FAVÖK 2019/06	5,75
PD/DD 2019/06	2,07

## Özet Bilgi

- Papillon Savunma, 2012 yılında Ankara'da hizmet vermeye başlamış, yerli biyometrik sistem geliştirici ve cihaz üreticisidir.
- Şirketin 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.
- Şirket, biyometrik kimlik sürecini ulusal ve uluslararası standartlara uygun şekilde yönetmektedir.
- Papillon Savunma'nın kurumlar arası biyometrik bilgi transferini eksiksiz ve hızlı yapmasını sağlayan algoritmaları Türkiye'de geliştirilmiş, yerli üretilmiş ve kamu hizmetlerine 2012 yılında sunulmuştur.
- Şirket, kamu ve özel sektöre yüksek-güvenlik biyometrik sistemleri sağlanmasının yanı sıra vatandaşların yaşamını biyometrik teknoloji uygulamasıyla kolaylaştırmak amacıyla kurulmuştur.
- Biyometrik kimlik yönetimi ile birlikte; 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, 2019 yılı 6 aylık ara dönem verilerine göre bünyesinde 49 personel istihdam etmektedir.

## Ortaklık Yapısı

Papillon Savunma Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Edilen Paylar			Halka Arz Sonrası	
	Sermaye, TL	Oran	Sermaye, TL	Oran	Halka Arz Edilen Kısım İçindeki Pay	Sermaye, TL	Oran
Papillon AO	20.400.000	68,0%	2.500.000	8,3%	33,3%	17.900.000	55,1%
Günel Sadıgova	6.000.000	20,0%	2.500.000	8,3%	33,3%	3.500.000	10,8%
Doğan Demir	3.600.000	12,0%	0	0,0%	0,0%	3.600.000	11,1%
Sermaye Artırımı			2.500.000	8,3%	33,3%		0,0%
Halka Açık Kısım						7.500.000	23,1%
<b>Toplam</b>	<b>30.000.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>7.500.000</b>	<b>25,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>32.500.000</b>	<b>100,0%</b>

## Mali Tablolar

<b>Papillon Savunma Bilanço (TL)</b>				
<b>VARLIKLAR</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019/6</b>
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>26.838.881</b>	<b>44.537.643</b>	<b>61.260.885</b>	<b>59.341.089</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	6.036.542	26.405.844	55.788.181	48.773.780
Ticari Alacaklar	18.060.664	9.305.007	560.520	2.474.835
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	17.800.376	9.127.640	439.424	2.474.835
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	260.288	177.367	121.096	0
Diğer Alacaklar	25.157	56.451	39.974	10.592
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	20.732	56.451	39.974	10.592
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	4.425	0	0	0
Stoklar	1.067.780	6.252.609	3.569.291	3.921.192
Peşin Ödenmiş Giderler	162.592	1.549.812	593.667	2.672.815
İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	115.222	277.431	577.095	257.716
İlişkili Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	47.370	1.272.381	16.572	2.415.099
Türev Finansal Araçlar	0	296.763	0	0
Diğer Dönen Varlıklar	1.486.146	671.157	709.252	1.487.875
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>143.985</b>	<b>302.604</b>	<b>1.096.921</b>	<b>2.794.805</b>
Maddi Duran Varlıklar	91.422	235.795	290.657	410.475
Diğer Duran Varlıklar	26.228	57.167	67.776	123.287
Kullanım Hakkı Varlığı	0	0	0	1.129.226
Ertelenmiş Vergi Varlığı	26.335	9.642	738.488	1.131.817
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>26.982.866</b>	<b>44.840.247</b>	<b>62.357.806</b>	<b>62.135.894</b>
<b>KAYNAKLAR</b>				
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>2.837.751</b>	<b>4.551.587</b>	<b>2.668.414</b>	<b>3.007.747</b>
Ticari Borçlar	66.226	1.907.134	24.146	123.940
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	66.226	1.907.134	24.146	123.940
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	0	0	0	330.407
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	67.141	168.072	106.152	98.026
Diğer Borçlar	16.284	9.497	38.919	45.772
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	16.284	9.497	38.919	45.772
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	2.511.515	2.089.873	2.157.828	0
Kısa Vadeli Karşılıklar	77.555	134.054	176.961	2.335.361
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	77.555	134.054	176.961	374.449
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	0	0	0	1.960.912
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	99.030	242.957	164.408	74.241
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>83.511</b>	<b>164.322</b>	<b>263.825</b>	<b>1.139.862</b>
Uzun Vadeli Karşılıklar	83.511	164.322	263.825	358.106
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	83.511	164.322	263.825	358.106
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	0	0	0	781.756
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>24.061.604</b>	<b>40.124.338</b>	<b>59.425.567</b>	<b>57.988.285</b>
Ödenmiş Sermaye	1.700.000	1.700.000	30.000.000	30.000.000
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	875.854	1.367.320	1.438.820	3.228.491
Kar veya Zararda Yen. Sınıf. Bir. Diğ. Kap. Giderler	-12.290	-40.806	-74.279	-101.747
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	4.419.476	16.968.234	2.926.658	20.909.476
Net Dönem Karı/Zararı	17.078.564	20.129.590	25.134.368	3.952.065
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>26.982.866</b>	<b>44.840.247</b>	<b>62.357.806</b>	<b>62.135.894</b>

Papillon Savunma Gelir Tablosu						
TL	2016	2017	2018	2018/6	2019/6	Son 4Ç
Hasılat	35.530.430	42.634.787	58.545.312	20.164.542	8.365.802	46.746.572
Yıllık Değişim		20,0%	37,3%		-58,5%	
Satışların Maliyeti	-13.910.050	-15.789.069	-23.659.805	-11.004.035	-3.246.425	-15.902.195
<b>BRÜT KAR</b>	<b>21.620.380</b>	<b>26.845.718</b>	<b>34.885.507</b>	<b>9.160.507</b>	<b>5.119.377</b>	<b>30.844.377</b>
Yıllık Değişim		24,2%	29,9%		-44,1%	
Brüt Kar Marjı	60,9%	63,0%	59,6%	45,4%	61,2%	66,0%
Genel Yönetim Giderleri	-1.174.824	-3.851.276	-4.873.427	-3.819.282	-3.613.401	-4.667.546
Pazarlama Giderleri	-306.457	-1.703.019	-1.873.857	-904.296	-730.179	-1.699.740
<b>FAALİYET KARI</b>	<b>20.139.099</b>	<b>21.291.423</b>	<b>28.138.223</b>	<b>4.436.929</b>	<b>775.797</b>	<b>24.477.091</b>
Yıllık Değişim		5,7%	32,2%		-82,5%	
Faaliyet Kar Marjı	56,7%	49,9%	48,1%	22,0%	9,3%	52,4%
Amortisman	52.201	75.448	120.874	43.227	252.702	330.349
<b>FAVÖK1</b>	<b>20.191.300</b>	<b>21.366.871</b>	<b>28.259.097</b>	<b>4.480.156</b>	<b>1.028.499</b>	<b>24.807.440</b>
Yıllık Değişim		5,8%	32,3%		-77,0%	
FAVÖK1 Marjı	56,8%	50,1%	48,3%	22,2%	12,3%	53,1%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	120.485	1.343.809	1.014.260	261.828	335.841	1.088.273
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-455.253	-712.578	-988.013	-197.281	-2.155.393	-2.946.125
<b>ESAS FAALİYET KARI/ZARARI</b>	<b>19.804.331</b>	<b>21.922.654</b>	<b>28.164.470</b>	<b>4.501.476</b>	<b>-1.043.755</b>	<b>22.619.239</b>
Yıllık Değişim		10,7%	28,5%		-123,2%	
<b>FAVÖK2</b>	<b>19.856.532</b>	<b>21.998.102</b>	<b>28.285.344</b>	<b>4.544.703</b>	<b>-791.053</b>	<b>22.949.588</b>
Yıllık Değişim		10,8%	28,6%		-117,4%	
FAVÖK2 Marjı	55,9%	51,6%	48,3%	22,5%	-9,5%	49,1%
<b>FİNANSMAN GİD.ÖNCESİ FAALİYET KARI</b>	<b>19.804.331</b>	<b>21.922.654</b>	<b>28.164.470</b>	<b>4.501.476</b>	<b>-1.043.755</b>	<b>22.619.239</b>
Finansman Gelirleri	1.603.731	4.055.163	4.108.433	4.103.983	7.576.862	7.581.312
Finansman Giderleri (-)	-47.401	-795.237	-325.436	-501.385	-1.712.391	-1.536.442
<b>SÜRDÜRÜLEN FAAL. VERGİ ÖNCESİ KAR</b>	<b>21.360.661</b>	<b>25.182.580</b>	<b>31.947.467</b>	<b>8.104.074</b>	<b>4.820.716</b>	<b>28.664.109</b>
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri	-4.282.097	-5.052.990	-6.813.099	-1.801.837	-868.651	-5.879.913
Dönem Vergi Gideri/Geliri	-4.267.076	-5.029.169	-7.532.504	-1.295.426	-1.254.232	-7.491.310
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	-15.021	-23.821	719.405	-506.411	385.581	1.611.397
<b>DÖNEM KARI</b>	<b>17.078.564</b>	<b>20.129.590</b>	<b>25.134.368</b>	<b>6.302.237</b>	<b>3.952.065</b>	<b>22.784.196</b>

- Şirket, son üç yıllık verileri incelendiğinde 2018 yılında 58,5 milyon TL ile en yüksek ciroyu elde ederken son 4 çeyrek cirosu 46,7 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.
- 2019 yılının ilk yarısında önceki yılın aynı dönemine göre şirketin cirosu %58,5 oranında azalarak 8,4 milyon TL'ye gerilemiştir.
- 2018 yılının ilk 6 aylık döneminde 4,5 milyon TL esas faaliyet karı açıklayan Şirket, 2019 yılının aynı döneminde 1,04 milyon TL esas faaliyet zararı elde etmiştir.
- Şirketin brüt kar marjı son 3 yılda %60-63 bandında, FAVÖK marjları ise %48-56 bandında hareket ettiği görülmektedir.

## Değerleme

- Piramit Menkul, Papillon'un halka arz fiyatının tespitinde indirgenmiş Nakit Akımı ve Çarpan metodunu kullanmış olup, her iki yöntem de eşit ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Papillon özelinde yönetimin beklentilerini yansıtması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

## Piyasa Çarpanları Metodu

- Piramit Menkul tarafından Papillon'un halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi ve yurt dışı benzer sektörde faaliyet gösteren şirketlerin F/K (Fiyat/Kazanç) ve Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanı kullanılmıştır. Papillon'a ait 30.06.2019 bilanço verileri ve 2019 yılının tamamında elde edilmesi beklenen net kar ve FAVÖK rakamları kullanılmıştır. F/K ve FD/FAVÖK çarpanlarının piyasada kabul edilmiş ve yaygın olarak kullanılması nedeniyle değerlemede bu çarpanlardan faydalanılmasını makul bulmaktayız.
- Piramit Menkul 2019 yılının tamamında beklenen FAVÖK ve Net Kar rakamlarının muhafazakar olması nedeniyle tercih edildiğini belirtmiş olmasına rağmen 2019/06 döneminde 12 aylık FAVÖK ve net kar rakamı sırasıyla 22,9 ve 22,8 milyon TL; 2019/09 döneminde ise fiyat tespit raporunda yer almasa da 2019/09 bağımsız denetim raporundan tarafımızca FAVÖK ve net kar sırasıyla 9,8 ve 9,7 milyon hesaplanmıştır. 2019 yılının tamamında Piramit Menkul tarafından beklenen FAVÖK ve net kar rakamları ise sırasıyla 14,5 ve 15,7 milyon TL'dir. 2019 yılının ilk 9 ayında gerçekleşen FAVÖK ve net kar ise sırasıyla -769.816 ve 3.381.485 TL'dir. Yılın son çeyreğinde şirketin yaklaşık 15,3 milyon TL FAVÖK ve 12, 3 milyon TL net kar üretmesi gerekmektedir. Yılın ilk 9 ayındaki veriler ışığında son çeyrekte bu denli bir iyileşmenin gerekçeleri fiyat tespit raporunda yer almamaktadır. Bu bağlamda 2019 yılının tamamı için beklenen FAVÖK ve net kar rakamlarının gerçekleştirilebilirliği ve çarpan değerlemesinin geçerliliği somut verilerle desteklenmemiştir.
- Piramit Menkul, PD/DD ve FD/Satışlar çarpanlarını Şirketin nakit yaratma kabiliyetini yeterince göstermemesi ve proje şirketlerinde genellikle tercih edilmemesini gerekçe göstererek Çarpan değerinin belirlenmesinde kullanmamıştır. Bu durumu makul karşılamaktayız.

## Yurt İçi Şirket Çarpanları

- Çarpan analizinde BIST Bilişim sektöründe yer alan ve Papillon ile benzer olduğuna kanaat getirilen 11 şirketin 5 Kasım 2019 tarihli piyasa ve firma değerleri ile 30.09.2019 tarihli finansal tabloları dikkate alınarak yıllıklandırılmış net kar ve FAVÖK verileriyle F/K ve FD/FAVÖK çarpanları hesaplanmıştır.
- Rapor hazırlama tarihinde çarpan analizinde kullanılan 6 şirketin 30.09.2019 finansal tablolarının henüz yayınlanmamış olmasından ötürü 30.06.2019 finansal tabloları baz alınmış olup bu durumun raporun güncelliği açısından makul karşılamaktayız. F/K ve FD/FAVÖK çarpanları için 40 ve üstü oranlar uç değer kabul edilmiş ve çarpan analizine dahil edilmemiş olması da tarafımızca makul görülmektedir.
- BIST Bilişim sektöründe yer alan NETAS, ARENA, INDES, ALCTL ve ESCOM kodlu teknoloji şirketleri yazılım dışında faaliyet gösterdikleri gerekçesiyle analize dahil edilmemiştir.

Kod	Unvan	F/K	FD/FAVÖK
LOGO	Logo Yazılım*	14,13	9,05
KAREL	Karel Elektronik*	6,55	3,95
ARMDA	Armada Bilgisayar*	0,00	6,55
DGATE	Datagate Bilgisayar	7,58	11,67
KFEIN	Kafein Yazılım*	8,34	3,77
DESPC	Despec Bilgisayar	9,25	5,13
FONET	Fonet Bilgi Teknolojileri*	7,14	6,39
PKART	Plastikkart	15,97	10,00
SMART	Smartiks Yazılım*	12,17	5,92
KRONT	Kron Telekomünikasyon	46,76	16,29
LINK	Link Bilgisayar	15,83	7,15
<b>ORTALAMA</b>		<b>10,77</b>	<b>7,81</b>

- Seçilen şirket çarpanlarının ortalama değerleri alınarak F/K ve FD/FAVÖK çarpanları sırasıyla 10,77 ve 7,81 kabul edilmiştir. Ancak çarpanı yüksek olan şirketlerin etkisinin minimize edilmesi için şirket çarpanlarının medyanının alınmasının daha uygun olduğunu düşünmekteyiz. Seçilmiş şirketlerin F/K ve FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı tarafımızca sırasıyla 9,28 ve 6,52 olarak hesaplanmış olup raporda kullanılanlardan daha düşük değerler olup muhafazakar tarafta kalınmasından bu çarpanların kullanılmasının daha makul olduğu görüşündeyiz.
- Çarpan analizinde FAVÖK ve net kar olarak 2019 yılsonunda gerçekleşmesi beklenen rakamlar baz alınmıştır. Benzer şirketler için çarpan analizi yaparken şirketlerin 6 aylık veya 9 aylık mali verilerinin kullanılmasına karşın Papillon için 2019 yılsonu tahmini değerlerin kullanılmasını makul karşılamamaktayız.

Yurtiçi Sektör Çarpanları	
<b>FD/FAVÖK Çarpanı</b>	<b>7,81</b>
Beklenen FAVÖK 2019	14.545.972
Net Borç / (Net Nakit) 2019/06	-48.773.780
Özsermaye Değeri	162.321.772
<b>F/K Çarpanı</b>	<b>10,77</b>
Beklenen Net Dönem Karı 2019	15.735.205
Özsermaye Değeri	169.542.379
<b>Bilişim Eşit Ağırlıklı Ort.</b>	<b>165.932.076</b>

### Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları

- Yurt dışı çarpan analizinde, biyometri ürün geliştirme, biyometrik yazılım, biyometrik sistem ve gereç imalatı faaliyeti olan benzer ölçekte şirketler kullanılmıştır. Yurt dışı şirket çarpanları 6 Kasım 2019 tarihlidir.

Kod	Ülke	Piyasa Değeri (\$)	F/K	FD/FAVÖK
FACE.MC	İspanya	24.669.257	20,75	20,93
FINGb.ST	İsveç	585.388.869	-	18,18
IRIB.KL	Malezya	100.576.314	12,74	17,27
203450.KQ	Güney Kore	35.496.725	9,44	8,37
236200.KQ	Güney Kore	157.971.796	9,70	5,7
AWRE.O	ABD	60.814.535	49,83	-
NXDT.O	ABD	12.482.456	-	16,27
6462.TWO	Tayvan	620.417.825	18,40	13,7
2458.TW	Tayvan	920.789.080	13,90	10,2
<b>ORTALAMALAR</b>		<b>279.845.206</b>	<b>14,15</b>	<b>13,83</b>

- Yurt dışı çarpan analizinde seçilen 9 şirketin çarpanlarının ortalama değerleri alınarak F/K ve FD/FAVÖK çarpanları sırasıyla 14,15 ve 13,83 olarak hesaplanmıştır. Eğer medyan değerleri alınmış olsaydı yine sırasıyla F/K ve FD/FAVÖK çarpanları sırasıyla 13,90 ve 14,99 olacaktı. Bu bağlamda uç değerlerin çarpan üzerindeki etkisinin elimine edilmesi adına medyan çarpanların kullanılması gerektiğini düşünmekle beraber muhafazakâr tarafta kalmak açısından düşük değerlerin alınmasını da anlayışla karşılamaktayız.

Yurtdışı Sektör Çarpanları	
<b>FD/FAVÖK</b>	<b>13,8</b>
Beklenen FAVÖK 2019	14.545.972
Özsermaye Değeri	249.897.170
<b>F/K</b>	<b>14,2</b>
Beklenen Net Dönem Karı 2019	15.735.205
Özsermaye Değeri	222.705.512
<b>Yurtdışı Çarpan Analizi Değeri</b>	<b>236.301.341</b>

### İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- İNA metodunda 10 yıllık gelir tablosu ve bilanço kalemleri Papillon yönetiminin beklentileri ve geçmiş yıl verileri ışığında analiz edilerek 2019-2028 yılları projeksiyonu hazırlanmıştır. Şirket yönetimi, projeksiyonlarını proje satışları, ürün/hizmet satışları ve garanti kapsamı sonrasında yıllık bakım ve onarım hizmetlerine göre oluşturmaktadır.
- Ciro Büyümesi:** Papillon yönetiminin öngörülleri doğrultusunda 2019-2028 yılları arasında satış projeksiyonları hesaplanmıştır. Yıllar itibarıyla yapılan satış büyüme tahminlerinde dalgalanmalar görülmekte birlikte sebepleri açık bir şekilde ifade edilmemiştir. 2019 yılının ilk 9 ayında 12,8 milyon TL olan cironun 2019 yılının tamamında 39,5 milyon TL gerçekleşeceği öngörülmektedir. Bu durumda şirketin 2019 yılının son çeyreğinde 26,7 milyon TL hasılat elde etmesi gerekmekte olup,

bu hasılatın gerçekleşmesini gerekelemlendirecek açıklamalar fiyat tespit raporunda yer almamaktadır.

- 2020 yılında %77,3 oranında yaşanacak yüksek ciro büyümesine ek olarak 2023 ve 2027 yıllarında tahmini olarak yaşanan ciro kaybının gerekçeleri net olarak anlaşılammamaktadır.
- **Brüt Kar Marjı:** Şirket projeksiyonlarında brüt kar marjı 2019 yılında %57,1 olarak kabul edilirken yıllar itibariyle düşüş yaşanacağı varsayılmış ve 2028 sonunda %48,2 seviyesine gerileyeceği öngörülmüştür. Son 3 yıl brüt kar marjı ortalaması ise %61,1 olarak gerçekleşmiştir. Bu bağlamda Brüt kar marjının son üç yıl ortalamasının altında tahmin edilmesini makul karşılamaktayız.
- **İşletme Sermayesi:** Şirketin tahsilat, stokta kalma ve borç ödeme süreleri son 3 yılın ortalamaları baz alınarak projeksiyon dönemi boyunca kullanılmış olup tarafımızca makul görülmektedir.
- **Yatırım Harcaması:** Şirketin 10 yıllık projeksiyonlarına bakıldığında 2021, 2024, 2027 yıllarında sırasıyla 3,9, 6,6 ve 10,4 milyon TL'lik yatırım harcaması gerçekleştirileceği öngörülmektedir. Yatırım tutarlarının raporda yer almasına rağmen yatırım harcamasına yönelik daha detaylı bilgiler verilmesi gerektiği kanaatindeyiz.
- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** Piramit Menkul, İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlama Metodolojisi'ne (CAPM) göre şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanarak AOSM tespit etmiştir.
  - **Risksiz Getiri Oranı:** T.C. Hazine'sinin ihraç ettiği 10 yıl vadeli TRT080328T15 tahvilinin 1 yıllık ortalaması olarak %16,46 alınmış olup tarafımızca makuldür.
  - **Sermaye piyasası risk primi:** %6 olarak kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
  - **Beta:** 1 kabul edilmiş olup tarafımızca makuldür.
  - **Özkaynak Oranı:** %100 olarak alınmıştır.
- **Terminal Büyüme Oranı:** TCMB enflasyon hedefi olan %5 alınmış olup tarafımızca uygun görülmektedir.
- Şirketin finansal borcu bulunmaması ve yüksek nakit pozisyonunun bulunması nedeniyle AOSM olarak sermaye maliyeti dikkate alınmıştır.
- Sonuç olarak İNA'dan şirket için 169,5 milyon TL piyasa değerine ulaşılmıştır.

#### Halka Arz Değeri

Halka Arz Değeri, TL		
İNA	169.452.124	50%
Yurtiçi Çarpan Analizi	165.932.076	30%
Yurtdışı Çarpan Analizi	236.301.341	20%
Piyasa Değeri	181.765.953	
Ödenmiş Sermaye	30.000.000	
Pay Değeri	6,06	
Halka Arz İskontosu	27,4%	
Halka Arz Fiyatı	4,40	



- Halka arz taleptoplama fiyatı belirlenirken yurt içi çarpan analizi %30, yurtdışı çarpan analizi %20 ve İNA'dan hesaplanan piyasa değeri %50 ağırlıklandırılmış ve 181,8 milyon TL halk arz öncesi piyasa değeri tespit edilmiştir. Bu değere %27,4 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 4,40 TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Uygulanan %27,4'lük iskontonun son dönemde kısmen iyileşen piyasa koşullarına rağmen çarpan analizinde kullanılan 2019 yılının tamamında gerçekleşmesi beklenen FAVÖK ve net karın oldukça iyimser kalması ve İNA'da projekte edilen gelir ve kar rakamlarının oldukça yüksek oranda artış göstermesi nedeniyle değerlemede oluşabilecek yukarı yönlü sapmaları elimine edebilecek büyüklükte olmadığı kanaatindeyiz.

## Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuş olmasına rağmen şirketin 2019 yılının tamamında ve sonraki yıllarda elde etmeyi beklediği ciro ve kar rakamlarındaki büyümenin detayları yeterince açıklanmamıştır.
- Papillon'un fiyat tespitinde çarpan metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Papillon özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- Papillon'un halka arz fiyatının belirlenmesinde F/K ve FD/FAVÖK çarpanları ile 2019 yılının tamamında elde edilmesi beklenen net kar ve FAVÖK verileri kullanılmıştır. Piyasada kabul görmüş ve yaygın olarak kullanılan F/K ve FD/FAVÖK çarpanlarının değerlemede kullanılması tarafımızca makul bulunmuş olmasına rağmen 2019/09 FAVÖK ve net kar rakamlarının 2019 yılının tamamında elde edilmesi beklenen FAVÖK ve net karı desteklemediği görülmektedir. Bu bağlamda kullanılan FAVÖK ve net kar rakamlarının iyimser olduğunu düşünmekteyiz.
- Çarpan analizinde BIST Bilişim sektöründe yer alan ve Papillon ile benzer olduğuna kanaat getirilen 11 şirketin mali verileri dikkate alınarak F/K ve FD/FAVÖK çarpanları hesaplanmıştır. Benzer şirketlerin seçilmesini makul karşılamakla birlikte çarpan değerleri belirlenirken ortalama yerine medyanın kullanılmasının uç değerlerin etkisinin minimize edilmesi açısından daha makul olacağını düşünmekteyiz.
- İNA'da projeksiyon dönemi boyunca satış büyüme tahminlerinde dalgalanmalar görülmekle birlikte sebepleri açık bir şekilde ifade edilmemiştir. 2020 yılında %77,3 oranında yaşanacak yüksek ciro büyümesine ek olarak 2023 ve 2027 yıllarında tahmini olarak yaşanan ciro kaybının gerekçeleri net olarak anlaşılmamaktadır.
- Şirket projeksiyonlarında brüt kar marjı 2019 yılında %57,1 olarak kabul edilirken yıllar itibarıyla düşüş yaşanacağı varsayılmış ve 2028 sonunda %48,2 seviyesine gerilediği görülmektedir. Son 3 yıl brüt kar marjı ortalaması ise %61,1 olarak gerçekleşmiştir. Bu bağlamda Brüt kar marjının son üç yıl ortalamasının altında olmasını makul karşılamaktayız.
- İşletme sermayesinin hesaplanmasında 10 yıllık projeksiyon dönemi için son 3 yıl ortalamaları alınarak baz alınarak tahsilat, stokta kalma ve borç ödeme sürelerinin kullanılması tarafımızca makul karşılanmaktadır.

- 2021, 2024, 2027 yıllarında öngörülen sırasıyla 3,9, 6,6 ve 10,4 milyon TL'lik yatırımların gerekçeleri paylaşılmamıştır.
- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken yurt içi çarpan analizi %30, yurtdışı çarpan analizi %20 ve İNA'dan hesaplanan piyasa değeri %50 ağırlıklandırılmış ve 181,8 milyon TL halk arz öncesi piyasa değeri tespit edilmiştir. Bu değere %27,4 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 4,40 TL halka arz değeri tespit edilmiştir.
- Sonuç olarak uygulanan %27,4'lük iskontonun son dönemde kısmen iyileşen piyasa koşullarına rağmen çarpan analizinde kullanılan 2019 yılının tamamında gerçekleşmesi beklenen FAVÖK ve net karın oldukça iyimser kalması ve İNA'da projekte edilen gelir ve kar rakamlarının oldukça yüksek oranda artış göstermesi nedeniyle değerlemede oluşabilecek yukarı yönlü sapmaları elimine edebilecek büyüklükte olmadığı kanaatindeyiz.
- Bu çekincelerimiz ışığında 4,40TL'lik pay başı halka arz fiyatını makul bulmamaktayız.