

Pabilon Savunma-Güvenlik Sistemleri Bilişim Mühendislik Hizmetleri İthalat İhracat Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ("Pabilon Savunma" veya "Şirket") "Fiyat Tespit Raporu" Değerlendirme Raporu

Bu değerlendirme raporu 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 Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. Pabilon Savunma-Güvenlik Sistemleri Bilişim Mühendislik Hizmetleri İthalat İhracat Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. **Bu rapor yalnızca aracı kurumun fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup yatırımcılar, halka arza ilişkin sirküleri ve izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.**

Halka Arz Yapısı:

PAPİLON SAVUNMA HALKA ARZ ÖZETİ	
İhraççı	Pabilon Savunma
Konsorsiyum Lideri	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Talep Toplama Tarihleri - Yöntemi	28-29 Kasım 2019 – BİST'te Satış / Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Çıkarılmış Sermaye	30.000.000 TL
Sermaye Artırımı	2.500.000 TL
Ortak Satışı	5.000.000 TL
Aracılık Yöntemi	Bakiyeyi Yüklenim
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontolu)	4,40 TL
Halka Arz İskontosu	27,5 %
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontosuz)	6,06 TL
Piyasa Yapıcılığı	Yoktur
Fiyat İstikrarı	Planlanmaktadır

Kaynak: Pabilon Savunma Sermaye Piyasası Aracı Notu

Papilon Savunma Hakkında

Papilon Savunma, 2012 yılında Ankara’da hizmet vermeye başlamış, yerli biyometrik sistem geliştirici ve cihaz üreticisidir.

Şirketin ana faaliyet, yurtiçi ve yurtdışı kamu kuruluşlarına ve özel ticari kuruluşlara sağlanan uçtan uca bütünleşik kamu güvenlik sistemleri, parmak izi tarayıcıları, avuç içi tarayıcıları, geçiş kontrol sistemleri, biyometrik iş istasyonları, parmak izi 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.

Papilon Savunma, Biyometrik kimlik sürecini ulusal ve uluslararası standartlara uygun şekilde yönetir; Polise, jandarmaya ve benzeri üst düzey önleyici güvenlik gerektiren kurumlara tam donanımlı ve yerli parmak ve avuç içi teşhis, yüz tanıma, iris tanıma sistemlerini, lokal ihtiyaçları göz önünde bulundurarak hizmet sunar.

Şirket 2019 yılı altı aylık dönem verilerine göre bünyesinde kırk dokuz personel istihdam etmektedir.

Şirket ana ürün ve ürün grupları aşağıdaki gibidir:

- Anahtar Teslim Sistem Geliştirme Ürün ve Hizmetleri
- 3D Sensör ve Görüntülü Cihazı,
- Elektronik Parmak İzi Yazılımı,
- Eşkal Modelleme Yazılımı,
- Yüz Tanımlama ve Tespit Yazılımı,
- Anlık Yüz Tanımlama ve Tespit Yazılımı,
- Otomatik Parmak ve Avuç İçi Tespit Yazılımı,
- Anlık Biyometrik Kimlik Kontrol Yazılımı,
- Geçiş Kontrol Sistemleri,
- Biyometrik İş İstasyonları,
- Mobil Cihazlar,
- Kriminal Analiz Cihazları,
- Balistik Tespit Sistemi.

Şirket’in ürün ve hizmet satışlarını anahtar teslim sistem geliştirme ve satışı ile ürün (yazılım ve cihaz) üretim ve satışı şeklinde gruplamak mümkündür.

Ortaklık Yapısı

Şirket'in 30.000.000 TL nominal değerli mevcut sermayesinde 20.400.000 TL nominal değerli paya sahip olan Papillon AO'nun Şirket'te %68,00 oranında payı bulunmaktadır. Bu paylarının 2.500.000 TL nominal değerli kısmını halka arz edecek olan Papillon AO'nun halka arz sonrası paylarının Şirket sermayesine oranı %55,08 seviyesinde olacaktır.

Ortaklık Ad-Soyadı / Unvan	Pay Tutarı	Pay Oranı
Papillon AO	20.400.000	68%
Günel Sadıgova	6.000.000	20%
Doğan Demir	3.600.000	12%
TOPLAM	30.000.000	100%

Kaynak: Papillon Savunma Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in 30.000.000 TL nominal değerli mevcut sermayesinde 6.000.000 TL nominal değerli paya sahip olan Günel Sadıgova'nın Şirket'te %20,00 oranında payı bulunmaktadır. Bu paylarının 2.500.000 TL nominal değerli kısmını halka arz edecek olan Papillon AO'nun halka arz sonrası paylarının Şirket sermayesine oranı %10,77 seviyesinde olacaktır.

Ortaklık Ad-Soyadı / Unvan	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		TL	%	TL	%
Papillon AO	-	20.400.000	68,00	17.900.000	55,08
Günel Sadıgova	-	6.000.000	20,00	3.500.000	10,77
TOPLAM		26.400.000	88,00	21.400.000	65,86

Kaynak: Papillon Savunma Sermaye Piyasası Aracı Notu

Önemli Hususlar

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri

1. Yurtdışı İştirak Edinimi, Şube Açılması veya İş Ortaklıkları Vasıtasıyla Büyüme:

Şirket farklı coğrafyalarda bölge ofisleri açmayı yahut yerel şirket kurmayı veya şirket ortaklıkları gerçekleştirmeyi planlamaktadır. Henüz karar verilmiş veya inceleme süreci başlamış bir girişim olmamak ile birlikte ilerleyen dönemlerde yatırım yapılması planlanan bütçe, halka arzdan elde edilecek net gelirin %30'u civarındadır.

2. İşletme Sermayesi Güçlendirme:

Şirket'in iş planları ve orta vadede hedeflediği projeler göz önüne alınarak Şirket işletme sermayesinin güçlendirilmesi proje finansmanında Şirket'e kolaylık sağlayacağı düşünülmektedir. Halka arzdan elde edilecek net gelirin yaklaşık %20'sinin, bu amaçla kullanılması planlanmaktadır.

3. Yeni ARGE Çalışmaları:

İşletmenin uzun dönemli sürekliliğini sağlayacak ARGE projeleri gerçekleştirilmesi, ARGE projelerine yatırım yapılması, ARGE faaliyetlerinde bulunan şirketlerin satın alınması yahut bu şirketlerde ortaklıklar kurulması veya ortak fon oluşturularak yeni ARGE girişimlerine imkan sağlanması amaçları doğrultusunda kullanılması planlanmaktadır. Niceliksellikten çok niteliklilik gerektiren bu ekiplerin oluşumu için halka arzdan elde edilecek net gelirin yaklaşık %50'si büyüme sürecindeki ilk yılların finanse edilmesi amacıyla kullanımı planlanmaktadır.

Şirket, ilerleyen dönemlerde yaşanabilecek genel ekonomik ve sosyal gelişmelere bağlı olarak, halka arz gelirlerinin öngörülen kullanım oran ve yerlerinde, %20'yi geçmemek kaydı ile değişim yapılabilir.

Finansal Tablolar

Bilanço

VARLIKLAR (TL)	2016	2017	2018	2019/6
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
Diğer Alacaklar	25.157	56.451	39.974	10.592
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
Türev Araçlar	0	296.763	0	0
Diğer Dönen Varlıklar	1.486.146	671.157	709.252	1.487.875
TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR	26.838.881	44.537.643	61.260.885	59.341.089
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
TOPLAM DURAN VARLIKLAR	143.985	302.604	1.096.921	2.794.805
TOPLAM VARLIKLAR	26.982.866	44.840.247	62.357.806	62.135.894

KAYNAKLAR (TL)	2016	2017	2018	2019/6
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
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
Diğer Kısa vadeli Yükümlülükler	99.030	242.957	164.408	74.241
TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	2.837.751	4.551.587	2.668.414	3.007.747
Uzun Vadeli Karşılıklar	83.511	164.322	263.825	358.106
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	0	0	0	781.756
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	83.511	164.322	263.825	1.139.862
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 Yeniden Sınıf. Birikmiş Diğer Kaps. Gider	-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	3.592.065
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	24.061.604	40.124.338	59.425.567	57.988.285
TOPLAM KAYNAKLAR	26.982.866	44.840.247	62.357.806	62.135.894

Kaynak: Papiyon Savunma Fiyat Tespit Raporu

Gelir Tablosu

GELİR TABLOSU (TL)	2016	2017	2018	2019/6
Hasılat	35.530.430	42.634.787	58.545.312	8.365.802
Satışların Maliyeti	(13.910.050)	(15.789.069)	(23.659.805)	(3.246.425)
Brüt Kar/(Zarar)	21.620.380	26.845.718	34.885.507	5.119.377
Genel Yönetim Giderleri	(1.174.824)	(3.851.276)	(4.873.427)	(3.613.401)
Pazarlama Giderleri	(306.457)	(1.703.019)	(1.873.857)	(730.179)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	0	0	0	0
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	120.485	1.343.809	1.014.260	335.841
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(455.253)	(712.578)	(988.013)	(2.155.393)
Esas Faaliyet Karı / (Zararı)	19.804.331	21.922.654	28.164.470	(1.406.755)
Finansman Gelirleri	1.603.731	4.055.136	4.108.433	7.576.862
Finansman Giderleri (-)	(47.401)	(795.237)	(325.436)	(1.712.391)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı / (Zararı)	21.360.661	25.182.580	31.947.467	4.820.716
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir / (Gideri)	(4.282.097)	(5.052.990)	(6.813.099)	(868.651)
Dönem Vergi (Gideri) / Geliri	(4.267.076)	(5.029.169)	(7.532.504)	(1.254.232)
Ertelenmiş Vergi (Gideri) / Geliri	(15.021)	(23.821)	719.405	385.581
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı / (Zararı)	17.078.564	21.129.590	25.134.368	3.952.065
Durdurulan Faaliyetler Dönem Karı / (Zararı)	0	0	0	0
Dönem Karı / (Zararı)	17.078.564	21.129.590	25.134.368	3.952.065

Kaynak: Papiyon Savunma Fiyat Tespit Raporu

Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Görüşlerimiz

Kullanılan Değerleme Yöntemleri

Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket ve faaliyet gösterdiği sektör göz önüne alınarak; Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında “Pazar Yaklaşımı-Çarpan Analizi” ve “İndirgenmiş Nakit Akımları” yöntemleri kullanılmıştır.

“Çarpan Analizi” Yöntemi İle Piyasa Değeri Tespiti

Çarpan Analizi yöntemi ile yapılan piyasa değeri hesaplamasında;

Firma Değeri/FAVÖK (“FD/FAVÖK”) ve Fiyat/Kazanç (“F/K”) oranları kullanılmıştır.

Şirket için piyasa çarpanları yöntemiyle yapılan değerlemede baz alınan rasyolarda

(i) Yurtiçi benzer şirketlerin piyasa çarpanları kullanılmıştır,

(ii) Yurtdışı benzer şirketlerin piyasa çarpanları kullanılmıştır.

Yurtiçi Şirket Çarpanlarına Göre Değerleme Sonuçları

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

Kaynak: Papiyon Savunma Fiyat Tespit Raporu

Yurtdışı Şirket Çarpanlarına Göre Değerleme Sonuçları

Yurtdışı Şirket Çarpanları	
FD/FAVÖK Çarpanı (x)	13,8
Beklenen FAVÖK 2019 (TL)	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)	14,2
Beklenen Net Dönem Karı 2019 (TL)	15.735.205
Firma Değeri (TL)	222.705.512
Özsermaye Değeri (TL)	222.705.512
BİST Bilişim - Eşit Ağırlıklı Ortalama (TL)	236.301.341

Kaynak: Papiyon Savunma Fiyat Tespit Raporu

“İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi” Yöntemi İle Piyasa Değeri Tespiti

İndirgenmiş Nakit Akımları metodunda 10 yıllık gelir tablosu ve bilanço kalemleri Papiyon yönetiminin beklentileri ile geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2019-2028 yılları için projekte edilmiştir.

Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması;

AOSM	22,46%
Sermaye Maliyeti	22,46%
Risksiz Faiz Oranı	16,46%
Özkaynak Oranı	100,00%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	0,00%
Borç Oranı	-
Vergi Oranı	22,00%
Risk Primi	6,00%
Borçlanma Oranı	0,00%

Terminal Büyüme Oranı	5,00%
Beta	1

Kaynak: Pabilon Savunma Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine Göre Değerleme Sonuçları

İNA Özeti (TL)

Firma Değeri	120.678.344
-Finansal Borç	-
+Nakit ve Nakit Benzerleri	48.773.780
Özsermaye Değeri	169.452.124

Pay Başına Özsermaye Değeri 5,65

Kaynak: Pabilon Savunma Fiyat Tespit Raporu

Sonuç

Pabilon şirket değerlemesini İndirgenmiş Nakit Akımları ve Çarpan Analizi ile hesaplanan şirket değeri eşit ağırlıklandırılmıştır. Çarpan analizinde kullanılan yurtiçi ve yurtdışı benzer şirket çarpanları sırasıyla %30 ve %20 şeklinde ağırlıklandırılmıştır.

Hem yurtiçi hem yurtdışı kullanılan F/K ve FD/FAVÖK çarpanlarının ağırlığı eşittir.

Değerleme sonucunun özeti aşağıda olan tabloda yer almaktadır:

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	

Kaynak: Pabilon Savunma Fiyat Tespit Raporu

Genel Değerlendirme

- ✓ Raporla Şirket hakkında verilen bilgi, açıklama ve mali tablolar yeterlidir.
- ✓ Değerleme için kullanılan yöntemler ayrıntılı ve net bir şekilde açıklanmıştır.
- ✓ Benzer şirketler hakkında verilen bilgilerin açıklayıcı olduğunu düşünmekteyiz.
- ✓ Yurtdışı benzer şirketlerin değerlendirme çalışmasına dahil edilmesini makul bulmaktayız. Ancak ölçek olarak bakıldığında seçilen yurtdışı benzer şirketlerin Pabilon Savunma'ya göre büyük olması sebebiyle, değerlemede emsal olabilmesi adına, Şirket ölçeğinde olan benzer şirketlerin seçilmesinin ve kullanılmasının daha makul olacağını düşünmekteyiz.

- ✓ Değerleme çalışmasında Şirket'in işlem göreceği Borsa İstanbul Ana Pazar çarpanları değerlerinin hesaplamaya dahil edilmesi gerektiğini düşünmekteyiz. Ayrıca, kullanılmayan Piyasa Değeri/Defter Değeri ve Firma Değeri/Satışlar gibi farklı çarpan değerlerinin de raporda yer alması gerektiğini düşünmekteyiz.
- ✓ Çarpan Analizinde Fiyat/Kazanç ve Firma Değeri/FAVÖK oranları için 40 ve üstü oranların uç değer kabul edilip kullanılmamasını makul bulmaktayız.
- ✓ Değerleme çalışmasında çarpanların ortalamasının hesaplanmasında aritmetik ortalama yerine medyan değerlerin kullanılmasının daha makul olacağını düşünmekteyiz.
- ✓ Çarpan Analizinde kullanılan 2019 yılsonu net kar ve FAVÖK tahmin değerlerinin farklı gerçekleşme ihtimali olması nedeniyle hesaplanan beklenen Şirket değerinde farklılık olabileceğini belirtiriz. Aynı şekilde, İndirgenmiş Nakit Akımları analizinde kullanılan satış gelirleri, satışların maliyeti, faaliyet giderleri, net işletme sermayesi, ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti gibi tahmin yapılarak elde edilen sonuçların projeksiyonların farklılaşması halinde farklı pay değerine ulaşılacağını belirtiriz.
- ✓ Uygulanan halka arz iskontosunun makul olduğunu düşünmekteyiz.

Sonuç

İndirgenmiş Nakit Akımları ve Çarpanları Analizleri Yöntemlerine göre hesaplanan iskonto uygulanmış 4,40 TL pay başına değeri, yukarıda belirttiğimiz çekinceler dışında, makul bulmaktayız.

‘Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.’