

# Papilon Savunma (Kapsam Dışı)

## Telekonferans Notu

2012 yılında kurulan ve Türkiye'nin ilk biyometrik teknoloji üreticisi konumunda olan Papilon Savunma ile bir telekonferans gerçekleştirdik. Toplantıda i) şirketin iş modelini ve devam eden AR-GE çalışmalarını, ii) 2021 beklentilerini ve iii) potansiyel ihaleleri gündeme aldık.

### Seçkin ve yenilikçi iş modeli önemli büyüme potansiyeli sunuyor

Papilon, biyometrik güvenlik, kamu güvenliği, kriminal analiz, vatandaş ve göçmen yönetimi teknolojilerini geliştirmeye yönelik hizmet vermektedir. Şirket bu geliştirmeleri, yazılımsal ve anahtar teslim projeler vasıtasıyla gerçekleştirmektedir. Papilon'un müşteri portföyünde, özel sektörün yanı sıra; Polis ve Jandarma kolluk kuvvetleri, İçişleri Bakanlığı Afet ve Acil Durum Yönetimi Başkanlığı (AFAD), Sağlık Bakanlığı gibi güçlü kamu kurumları da bulunmaktadır. 9A20 itibarıyla, kamu ve özel sektörden elde edilen gelirlerin, toplam ciro içindeki payı sırasıyla %55 ve %45 seviyesindedir (2019 Kamu: %60 - Özel Sektör: %40). Şirket yönetimi, uzun vadede bu oranın %50-50 mertebesine ulaşmasını hedefliyor. Papilon Aralık ayında, AR-GE kapsamında olan ve çalışmalarını sürdürdüğü "See & Sign" projesinin lansmanını resmi olarak gerçekleştirdi. "See & Sign" biyometrik projesi, selfie çekimi ve/veya kimlik fotoğrafı ile kişinin kimlik doğrulamasında hızlı ve pratik bir çözüm vaad ediyor. Projenin; bankalarda ve finans sektöründe, okullarda, ev&ofis ortamında, özel ve kamu kurumlarında kullanılması hedefleniyor.

### Tüketici odaklı sivil projeler yakında kullanıma hazır olacak

Papilon 2021 yılında, RD20 projesini tanıtmaya hazırlanıyor. ARGE Projesi RD20; perakendecilik sektörüne özel olarak geliştirilen; belirlenmiş alan içerisindeki kişi yoğunluğunu ölçme, kişilerin mağaza içerisindeki davranış/alışkanlıklarının analizi, grup tekilleştirme, müşteri/personel ayrımı, mağazalarda kullanılan mevcut CRM sistemleri ile entegrasyon, yapay zeka ile geleceğe yönelik satış ve pazarlama stratejileri belirleme, personel tahsisinde optimizasyon ve performans ölçümlerine yönelik 3D sensör ve kamera teknolojilerini bir araya getiren anahtar teslim çözümdür. Papilon 2021 yılında, perakende sektöründe hizmet veren büyük bir oyuncuyla ilgili projeye ilişkin bir sözleşme imzalayabilir. İlk müşterinin kazanımının ardından şirket, bu sektörde daha fazla oyuncuya hitap etmeyi amaçlıyor.

### Olası ihale kazanımları ile büyüme potansiyeli sunuyor

Şirket yönetimi, yeni ihale kazanımı için mevcut ve potansiyel müşterileri ile görüşmelerini sürdürüyor. Papilon daha çok Türki Cumhuriyetlerde büyüme stratejisi hedefliyor Bunun yanı sıra, İngiltere'de %100 iştiraki konumunda olması planlanan bir şirket kurulma ihtimali de gündeme gelebilir. İngiltere'de kurulması planan yeni şirket üzerinden Papilon, Orta Doğu'ya kapılarını açabilir. Şirket yönetimi 2021 yılında, nuhafazakar yaklaşımla toplamda 15-20mnUSD bandında yeni kontratlar kazanmayı hedefliyor. Şirketin başarısına ve artması muhtemel reputasyonuna göre, önümüzdeki dönemde bu tutarlar daha yüksek seviyeye çıkabilir.

### Güçlü nakit pozisyonu büyümeyi destekliyor

9A20 itibarıyla Papilon'un 72mnTL net nakit pozisyonu bulunuyor. Nakit ve nakit benzerleri kalemi altında yer alan 73.6mnTL'lik tutarın %72'lik kısmı döviz cinsinden mevduat olarak değerlendiriliyor. Sahip olduğu bu pozisyon, 4Ç20 finansallarında, özellikle net kar üzerinde pozitif bir etki yaratabilir. Güçlü bilanço yapısı ve pandeminin ardından başlaması planlanan normalleşme süreci, 2021 finansallarını da destekleyecek bir diğer unsur olacaktır.

### 2021 yılında daha uygun çarpanlarla işlem görmesini bekliyoruz

Papilon 2019 yılında, yurt içinde ve yurt dışında açılan ihalelere toplamda 400mnTL tutarında bir teklif verdi. 2020 yılında ise bu tutar, 500mnTL seviyesine (kur etkisinden arındırılmış) ulaştı. Şirketin ihale kazanım oranı, yıllık yaklaşık %10 seviyesindedir (devam eden bakım onarım işleri hariç). 2021 yılında Papilon'un 15mnUSD net satış hasılatı 5.6mnUSD FAVÖK ve 5.2mnUSD net kar açıklamasını bekliyoruz. Papilon 2021 beklentilerimize göre 13.8x FD/FAVÖK ve 16.3x F/K gibi hızlı büyüme potansiyeli taşıyan şirketler için makul sayılabilecek çarpanlarla işlem görüyor.

23 Aralık 2020

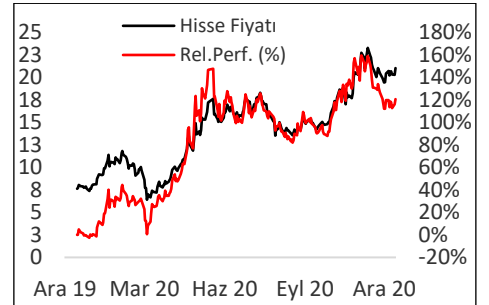
Bloomberg/Reuters Kodu	PAPIL TI / PAPIL IS
Hisse Fiyatı (TL)	21.70
Hedef Fiyat (TL)	Kapsam Dışı

Piyasa Değeri (mn TL)	746
Halka Açıklık (%)	27.0
12 Aylık yüksek/düşük (TL)	23.24 / 6.39
Ort. Gün. İşlem Hacmi	4.5
Net Nakit (mn TL)	72
Firma Değeri (mn TL)	674

	2017	2018	2019	9A/2019	9A/2020
Net Satışlar	43	59	17	13	7
% büyüme	20%	37%	-71%	-69%	-43%
FAVÖK	21	28	2	1	-3
% marj	50%	48%	13%	9%	-45%
Net Kar	20	25	8	3	9
% marj	47%	43%	48%	26%	131%
Sermaye Getirisi	62.7%	50.5%	11.7%	34.0%	19.5%
Kar Payı	-	-	-	-	0.06
% Kar dağıtım oranı	-	-	-	-	1.7%
Temettü verimi	-	-	-	-	0.6%

Çarpanlar					
FD/FAVÖK	-	-	78.0	59.7	-312.1
F/K	-	-	29.7	77.5	52.5
F/DD	-	-	3.0	13.1	8.4

	1A	3A	12A	YBB
Rel. Getiri	-9%	20%	128%	-22%
Mutlak	0%	54%	189%	267%



Oyak Yatırım Araştırma  
[research@oyakyatirim.com.tr](mailto:research@oyakyatirim.com.tr)

## Şirket Profili

2012 yılında kurulan Papillon Savunma, Türkiye'nin ilk biyometrik teknoloji üreticisidir. Şirket; biyometrik güvenlik, kamu güvenliği, kriminal analiz, vatandaş ve göçmen yönetimi teknolojileri geliştirmek üzere bir start-up girişimi olarak hizmet vermeye başlamıştır. Bugün itibarıyla Papillon; yapay zeka, makine öğrenmesi, robotik, artırılmış ve genişletilmiş gerçeklik, bilgisayar görüşü, bulut bilişimi ve veri madenciliği gibi alanlarda atılımlar gerçekleştiriyor. Şirket, yapay zeka temelli kişi ve obje tanıma, akıllı güvenlik, çoklu ortam işleme gibi konularda AR-GE ve sistem geliştirme faaliyetlerini sürdürmektedir. Papillon'un ürünleri GDPR ve FBI standartları ile uyumludur. Şirket hisseleri, 6 Aralık 2019 tarihinden beri Borsa İstanbul'da işlem görmektedir.

## Ortaklık Yapısı

**Investco Holding A.Ş.:** Tüm grup şirketlerini bir çatı altında toplamak amacıyla kurulan Investco Holding; enerji, demir çelik, girişim sermayesi, petro-kimya ve telekomünikasyon sektörlerinde yatırımları bulunuyor. Holding'in %69.69'luk payı Mustafa Ünal'a ve kalan %30.31'lik pay Reha Çırak'a aittir. Verusa Holding, Verusa Girişim Sermayesi ve Aciselsan, Investco Holding bünyesindeki halka açık şirketlerdir.

**Necmi Albayrakoğlu:** Bireysel yatırımcı.

**Ömer Özbay:** Investco Holding'in Yönetim Kurulu Üyesi. 7 Aralık 2020 tarihinde, MKK'ya satışa konu edilebilmesi amacıyla 4mn lot Papillon hissesi kaydetti.

**Kafein Yazılım:** 16 Mayıs 2018 tarihinden bu yana Borsa İstanbul'da işlem gören yazılım şirkettir. Verusa Holding, Kafein Yazılım nezdinde bulunan %21.72'lik payı 2019 Haziran ayı içerisinde satmıştır. Kafein Yazılım, 24 Kasım 2020 tarihinde, yaklaşık 3.8mn nominal tutarlı Papillon hissesini 18.90TL ortalama fiyatla satın almıştır.

**Doğan Demir:** Ortak ve Genel Müdür. 19 yıllık sektör tecrübesi bulunuyor.

**Tablo 1: Ortaklık Yapısı**

Ortak	Nominal (TL)	Pay Oranı (%)	Oy Hakkı (%)
Investco Holding A.Ş.	6,400,000	18.62	18.62
Necmi Albayrakoğlu	5,230,001	15.21	15.21
Ömer Özbay	4,018,750	11.69	11.69
Kafein Yazılım	3,781,250	11.00	11.00
Doğan Demir	3,602,212	10.48	10.48
Diğer	11,342,787	33.00	33.00
<b>Toplam</b>	<b>34,375,000</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

\*Kaynak: KAP

**Tablo 2: Halka Arz Öncesi Ortaklık Yapısı**

Ortak	Nominal (TL)	Pay Oranı (%)
Papillon AO	20,400,000	68
Günel Sadigova	6,000,000	20
Doğan Demir	3,600,000	12
<b>Toplam</b>	<b>30,000,000</b>	<b>100%</b>

\*Kaynak: Halka Arz Dökümanları

Tablo 3: Özet Finansal Tablolar

Gelir Tablosu TLmn	2016	2017	2018	2019	9A/2019	9A/2020
Satışlar	36	43	59	17	13	7
Satışların Maliyeti	14	16	24	8	5	6
Brüt Kar	22	27	35	10	7	2
Faaliyet Giderleri	1	6	7	8	7	6
Faaliyet Karı	21	21	28	2	1	-4
<b>FAVÖK</b>	20	21	28	2	1	-3
Diğer kar/zarar	0	1	0	0	-2	0
Finansal Gelirler, Net	2	3	4	8	5	15
Vergi	-4	-5	-7	-1	0	-2
<b>Net Kar</b>	17	20	25	8	3	9
Hisse Başı Net Kar	10.0	11.8	0.8	0.2	0.1	0.3
Hisse Başı Temettü	-	-	-	-	-	0.06
Büyüme	2016	2017	2018	2019	9A/2019	9A/2020
Satışlar	-	20%	37%	-71%	-69%	-43%
FAVÖK	-	6%	32%	-92%	-94%	-397%
Net Kar	-	18%	25%	-67%	-82%	180%
Bilanço TLmn	2016	2017	2018	2019	9A/2019	9A/2020
Hazır Değerler & Menkul Kıymetler	6	26	56	76	45	74
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	18	9	1	0	1	2
Stoklar	1	6	4	9	6	10
Uzun Vadeli Varlıklar	0	0	1	4	3	6
<b>Toplam Varlıklar</b>	27	45	62	92	62	95
Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler	0	0	0	0	0	1
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	0	2	0	0	0	0
Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler	0	0	0	1	1	1
Diğer Yükümlülükler	3	5	3	10	4	5
<b>Özkaynaklar</b>	24	40	59	83	57	90
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar	27	45	62	92	61	95
<b>Net Nakit</b>	6	26	56	75	44	72
Rasyolar	2016	2017	2018	2019	9A/2019	9A/2020
Brüt Kar Marjı	62%	63%	60%	55%	57%	21%
FAVÖK Marjı	57%	50%	48%	13%	9%	-45%
Net Kar Marjı	48%	47%	43%	48%	26%	131%
Özsermaye Karlılığı	105.6%	62.7%	50.5%	11.7%	34.0%	19.5%
Aktif Karlılığı	83.9%	56.1%	46.9%	10.7%	31.3%	18.3%
Özsermaye / Toplam Aktifler	89.2%	89.5%	95.3%	89.5%	92.2%	94.9%
Temettü Dağıtım Oranı	-	-	-	-	-	5%

Kaynak: OyakYatırım

## Değerleme Yaklaşımı

Değerleme yöntemi olarak çoğunlukla İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Uluslararası Eş Grup Karşılaştırması yöntemleri kullanılırken, Temettü Verimi, Gordon Büyüme Modeli ve Yenileme Değeri metodu da uygun olan durumlarda kullanılmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü analistleri, değerlemelerinde tek bir yönetime bağlı kalabilecekleri gibi; kendi yorumlarına göre, çeşitli ağırlıklandırmalar yaparak birden çok değerlendirme yöntemini de bir arada kullanabilmektedirler. BIST-100'ün "Beklenen Piyasa Getirisi", araştırma kapsamındaki şirketlerin, halka açıklık oranlarına karşılık gelen piyasa değerleri üzerinden bulunan hedef getirilere göre hesaplanmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin araştırma kapsamındaki şirketlerin piyasa değeri, yaklaşık olarak BIST'nin toplam piyasa değerinin %80'ine karşılık gelmektedir.

## Derecelendirme Metodolojisi

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş., araştırma kapsamındaki her şirketi aşağıdaki kriterlere göre derecelendirmektedir:

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder. Hedef getirisi, 12 aylık dönem sonundaki "Beklenen Piyasa Getirisi"nin en az %10 üzerinde olan hisselerle ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ tavsiyesi verilir. Hedef getirisi "Beklenen Piyasa Getirisi"nin %10'unundan az olan hisselerle ENDEKSİN ALTINDA GETİRİ tavsiyesi verilirken; ENDEKSE PARALEL tavsiyesi ise, hedef getirisi ile Beklenen Piyasa Getirisi arasında +/- %10'luk bant içerisinde kalan hisselerle verilen öneridir.

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler. Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirmeyebilir.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri 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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.