

Papilon Savunma Teknoloji ve Ticaret A.Ş.

ve

Protect Grup Savunma A.Ş.

Birleşme ve Hisse Değişim Oranları Tespitine İlişkin
Uzman Kuruluş Raporu

Bizim Menkul Değerler A.Ş.

Merdivenköy Mah. Bora Sok. Göztepe Nida
Kule İş Merkezi No:1 Kat:17 34732 Kadıköy
İstanbul
Tel : 0216 444 1 263

17/12/2025

Papilon Savunma & Protect Grup Uzman Kuruluş Raporu

Rapor Bilgileri

- a) Raporun Tarihi: 17 Aralık 2025
- b) Raporun Numarası: UKRPAPIL20251217
- c) Raporun Türü: Şirket Değerleme & Uzman Kuruluş Raporu
- d) Değerleme Para Birimi: Türk Lirası
- e) Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve Adresi: Bizim Menkul Değerler A.Ş. (BMD) Merdivenköy Mah. Bora Sok. Göztepe Nida Kule İş Merkezi No:1 Kat:17 34732 Kadıköy İstanbul.
- f) Değerlemeyi Gerçekleştiren Kişi: Rapora konu varlığın değerlemesi Bizim Menkul Değerler A.Ş. Kurumsal Finansman Müdürü İlker Şahin tarafından yapılmıştır. SPL Sicil numarası 31839 olan İlker Şahin 211071 numaralı Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansına sahip olmakla beraber türev ürünler lisansı almaya da hak kazanmıştır.
- g) Müşteri: Papilon Savunma Teknoloji ve Ticaret A.Ş.
- h) Değerlemeyi Yapanın Değerlemeye Konu Varlık ve Müşteri ile Olan İlişkisi: Bizim Menkul Değerler A.Ş. ile Papilon Savunma Teknoloji ve Ticaret A.Ş. arasında sermaye ilişkisi bulunmamaktadır. Son 3 yılda Papilon Savunma Teknoloji ve Ticaret A.Ş.'ye BMD tarafından herhangi bir hizmet verilmemiştir.
- i) Değerleme Tarihi: 30 Eylül 2025
- j) Dayanak Sözleşme Tarihi: 01 Aralık 2025

BİZİM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Merdivenköy Mah. Bora Sok. Nida Kule Göztepe İş Mtk.
No: 1 Kat: 17 Kadıköy / İSTANBUL
Tel: 0216 547 13 00 Fax: 0216 547 13 89
Anadoluhisari Kurumlar V.D. 824 00 00 00
Tic. Sic. No: 267 48 00 00
www.bmd.com.tr

Papilon Savunma Teknoloji ve Ticaret A.Ş.'ye,

Papilon Savunma Teknoloji ve Ticaret A.Ş. ("Papilon Savunma" veya "Devralan Şirket") ile Protect Grup Savunma A.Ş. ("Protect Grup" veya "Devrolunan Şirket") değerini ve SPK'nın II-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği uyarınca uygun birleşme ve hisse değişim oranlarının hesaplanmasını içeren Uzman Kuruluş Raporu'nu tamamlamış bulunmaktayız. Bu değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğunu Bizim Menkul Değerler A.Ş. olarak beyan ederiz.

Bu değerlendirme çalışması Papilon Savunma ve Protect Grup'un birleşme işlemine baz oluşturacak değerlerine gösterge olabilmesi amacıyla Papilon Savunma'nın talebi doğrultusunda gerçekleştirilmiştir.

Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır. Bilerek aldatici, hatalı, ön yargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamıştır. Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görev kabul edilmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür. Değerleme çalışması bağımsızlık ve objektiflik ilkelerine bağlı kalınarak kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir. Değerleme ücreti, değerlendirme çalışmasının tamamlanmasından önce tespit edilmiş olup değerlendirme çalışmasının sonucuna veya raporun herhangi bir kısmına hiçbir şekilde bağlı değildir.

Bu değerlendirme çalışması kesinlikle tekrar çıkarılmak, çoğaltılmak, kopyalanmak ve/veya SPK'nın ilgili tebliği gereğince raporun sonuçlarına ihtiyaç duyan kurumlar haricinde başkasına dağıtılmak üzere hazırlanmamıştır.

Finansal Değerlemesi yapılan şirketler ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergi ile ilgili bir durum tespiti yapılmamıştır. Burada ifade edilen değer, hukuki ve vergi durum tespitleri haricinde belirlendiği göz ardı edilmemelidir. Değerlemesi yapılan şirketin aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapılmamış olup bu konuda herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. Bu çalışmada şirket için bulunan değer alım veya satım fiyatı olarak da esas teşkil etmemektedir ve etmemelidir. Buna ilave olarak; bulunan değer üzerinden alım-satım işlemi yapılması ve/veya işlemin teminatlandırılması, bu çalışmaya dâhil edilmemiş olan birçok faktörün de göz önünde bulundurulmasını gerektirmektedir. Bizim Menkul Değerler A.Ş. alım-satım ve/veya teminatlandırma işlemlerinde herhangi bir yükümlülük veya sorumluluk kabul etmemektedir ve etmeyecektir.

Bu değerlendirme çalışmasında Şirketlerin yetkililerinin tarafımıza iletmış olduğu verilerden, projeksiyonlardan ve raporlardan yararlanılmıştır. Şirketimiz, bu bilgilerin makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşamamıştır. Bununla birlikte elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğruluğuna güvenmiş olup; bu bilgilerin doğruluğu konusunda şirketimiz veya çalışanları tarafından herhangi bir beyan verilmemiştir ve bu konuda herhangi bir sorumluluk da kabul edilmemiştir ve edilmeyecektir.

Raporun bütünlüğünü ve değerlemenin daha anlaşılır olmasını sağlamak adına Şirket yetkililerinin tarafımıza iletmış olduğu veriler dışında BMD'nin güvenilir olduğunu düşündüğü yayımlanmış bilgilerden ve veri kaynaklarından derlenmiş veriler de raporda kullanılmıştır. Kullanılan bilgilerin hatasızlığı ve/veya eksiksizliği konusunda BMD hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, burada yer alan tahmin, yorum ve tavsiyeler rapor tarihi itibarıyla geçerlidir. BMD Kurumsal Finansman Bölümü daha önce hazırladığı ya da daha sonra hazırlayacağı raporlarda bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerden farklı ya da bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerle çelişen başka tahmin, yorum ve tavsiyelerde bulunabilir. Çelişen fikir ve tavsiyeler bu raporun hazırlanma tarihinden farklı zaman dilimlerine işaret ediyor, farklı analiz yöntemlerini içeriyor ya da farklı varsayımlarda bulunuyor olabilir. Böyle durumlarda, BMD'nin bu raporlardaki tavsiye ve görüşlerle çelişen diğer BMD Kurumsal Finansman Bölümü raporlarını okuyucunun dikkatine sunma zorunluluğu yoktur.

Bu değerlendirme çalışması, Şirket yetkililerinin sağladığı verileri baz alarak Papilon Savunma Teknoloji ve Ticaret A.Ş. ve Protect Grup A.Ş.'nin sahip olabileceği piyasa değeri dikkate alınarak Protect Grup Savunma A.Ş.'nin Papilon Savunma Teknoloji ve Ticaret A.Ş. çatısı altında birleşmesine ilişkin hisse değişim oranları hakkındaki görüşümüzü yansıtmakta olup, burada yer alan tahminler, beklentiler veya diğer bilgilerin makul olması veya başarısı konusunda hiçbir beyan verilmemiştir ve verilmeyecektir ve bu konuda herhangi bir sorumluluk kabul edilmemiştir ve edilmeyecektir. Birleşmeye konu şirketlerin projeksiyon döneminde ulaşılması öngörülen nakit akışlarının ve diğer finansal verilerin makul bir geçmiş dönemde gerçekleşen ilgili nakit akışları ve diğer finansal verileri ile uyumlu, tutarlı ve bu veriler çerçevesinde öngörülebilir olduğunun BMD olarak beyan etmekteyiz.

Bu değerlendirme çalışmasının kullanılması sonucunda doğabilecek olan doğrudan veya dolaylı zararlardan şirketimiz ve çalışanları hiçbir şekilde sorumlu olmayacaktır. Bu rapor, değerlendirme yapılan şirketler ile ilgili ihtiyaç duyulabilecek bütün verileri içeriyor kabul edilmemelidir.



BİZİM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Mecidiyeköy Mh. Ziya Sok. Nida Kule Gözde İş Mh.
No: 1 Kat: 17 Katıköy / Beşiktaş / İstanbul
Tel: 0212 547 13 00 Fax: 0212 547 13 09
Anadolu Kurumlar V.D. 04.000.000
Tic. Sic. No: 267 949
www.bmd.com.tr

Papilon Savunma & Protect Grup Uzman Kuruluş Raporu

Birleşme ve Bölünme Tebliği'nin 12. Maddesinin 2. Fıkrasında ifade edilen "Birleşmeye esas finansal tablolarına göre geçmiş yıl zararları bulunan bir şirket, sadece bu geçmiş yıl zararlarını karşılayabilecek miktarda özkaynağa sahip başka bir şirketle birleşebilir." hükmü Papilon Savunma'nın Protect Grup'u devralması suretiyle birleşmesi işleminde sağlanmaktadır.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 10.3 uyarınca bir varlığa ilişkin değerleme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin seçiminde amaç belirli durumlara en uygun yöntemin bulunmasıdır. İşbu değerleme raporunun hazırlanması kapsamında:

Papilon Savunma ve Protect Grup'un hizmetlerinin özel bilgi gerektiren süreçler sonucu ortaya çıkan nitelikte olması ve faaliyetlerindeki verimlilik ile marka bilinirliğine dayanan geniş müşteri tabanına sahip olması neticesinde satış ve pazarlama faaliyetlerindeki konumu ve bu sebeple eşit faydaya sahip başka bir varlığın elde edilme maliyetinin hesaplanamayacak olması, faaliyetlerinin sürekli olduğunun düşünülmesi, gayrimenkul yatırım ortaklığı veya yatırım holdingler gibi faaliyetlerini kendi üzerinden değil iştirak ve/veya gayrimenkulleri üzerinden gerçekleştiren şirket olmadığı gibi gerekçelerden ötürü maliyet yaklaşımı değerlendirme kapsamında kullanılmamıştır.

Papilon Savunma'nın piyasa değeri Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları, Pazar Yaklaşımı: Borsa Değeri ve Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi yöntemleriyle tespit edilmiştir.

Papilon Savunma için adil ve makul olduğunu düşündüğümüz nihai değer görüşümüz 30 Eylül 2025 itibarıyla **2.408.099.898 TL'dir**. Kullanılan ağırlıklandırmalar değiştiğinde Papilon Savunma'nın piyasa değeri değişebilecektir. Özellikle Borsa Değeri'nin diğer metotlardan hesaplanan değer üzerinde yer alması nedeniyle ağırlıklandırmalardaki değişim nihai değer üzerinde yüksek etkiye sahiptir.

Protect Grup'un piyasa değeri Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları ve Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi yöntemleriyle tespit edilmiştir.

Protect Grup için her bir değerlendirme metodolojisi özelinde kullanılan varsayımlar dahilinde adil ve makul olduğunu düşündüğümüz nihai değer görüşümüz 30 Eylül 2025 itibarıyla **2.784.465.141 TL'dir**. Protect Grup'un herhangi bir borsaya kote olmaması sebebiyle hisse senetlerinin borsada işlem görmediği değerlendirilerek hesaplanan nihai değere %15,0 likidite iskontosu uygulanarak birleşmeye esas piyasa değeri **2.366.795.370 TL** hesaplanmıştır. Kullanılan ağırlıklandırmalar değiştiğinde Protect Grup'un piyasa değerinin değişebileceği göz önünde bulundurulmalıdır.

Birleşme'ye Esas Piyasa Değerleri

Her iki şirketin birleşmeye esas piyasa değeri aşağıdaki tablolarda gösterilmekte olup değerlemeye yönelik varsayımlar ve detaylar işbu raporun ilgili başlıkları altında yer almaktadır.

Papilon Nihai Piyasa Değeri, TL				30.09.2025
Metod	İNA	Benzer Çarpan	Hizmet Çarpan	Borsa Değeri
Hesaplanan Değer	2.266.909.134	1.238.470.530	932.976.384	4.039.221.435
Ağırlık	35,00%	25,00%	10,00%	30,00%
Nihai Değer	2.408.099.898			

Protect Nihai Piyasa Değeri, TL				
Metod	İNA	Benzer Çarpan	Hizmet Çarpan	Borsa Değeri
Hesaplanan Değer	3.226.026.303	2.595.863.558	1.963.464.610	MD
Ağırlık	50,00%	30,00%	20,00%	0,00%
Nihai Değer	2.784.465.141			
Likidite İskontosu	15,0%			
Birleşmeye Esas Değer	2.366.795.370			

Birleşme & Hisse Değişim Oranı

Birleşmeye konu olan nihai piyasa değeri Papilon Savunma için 2.408.099.898 TL ve Protect Grup için 2.366.795.370 TL hesaplanmıştır. Birleşme oranı Papilon Savunma için **0,504325176** ve Protect Grup için **0,495674824** hesaplanmaktadır. Papilon Savunma'nın sermayesi beheri 1 TL olan 206.250.000 adet paydan oluşmakta olup toplam 206.250.000,00 TL'dir. Protect Grup'un sermayesi beheri 1 TL olan 10.000.000 adet paydan oluşmakta olup toplam 10.000.000 TL'dir. Değişim oranı **20,27123316** hesaplanmış olup 1 TL nominal



BİZİM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Mordivanköy Mh. Borsa Sok. Nida Kula Gözleme İş Merkezi
No: 1 Kat: 11 Kadıköy / İSTANBUL
Tel: 0216 647 13 00 Fax: 0216 647 13 99
Anadolu Kurumlar V.D. No: 0001145
Tic. Sic. No: 267349
www.bmd.com.tr

Papilon Savunma & Protect Grup Uzman Kuruluş Raporu

değeri olan 1 adet Protect Grup pay senedi için 20,27123316 adet 1 TL nominal değere sahip Papilon Savunma pay senedi verilecektir. Şirketlerin değerlerinin hesaplanmasında kullanılan varsayımlar dahilinde hesaplanan değişim oranının adil ve makul olduğu kanaatindeyiz.

Toplamda 10.000.000 adet Protect Grup pay senedi için 202.712.331,55 adet 1 TL nominal bedelli Papilon Savunma pay senedi verilecek olup Papilon Savunma'nın sermayesi %98,28 oranında 202.712.331,55 TL artırılarak 408.962.331,55 TL'ye yükseltilecektir.

Papilon & Protect Birleşme ve Hisse Değişim Oranı					30.09.2025
Şirket	Birleşmeye Esas Değer, TL	Birleşme Oranı	Sermaye, TL	Hisse Adedi	Değişim Oranı
Papilon	2.408.099.898	0,504325176	206.250.000	206.250.000	1
Protect	2.366.795.370	0,495674824	10.000.000	10.000.000	20,27123316
Toplam	4.774.895.268	1			

Papilon Birleşme Sonrası Sermaye Hesabı, TL				30.09.2025
Birleşme Öncesi Sermaye	Sermaye Artış Oranı	Artırılan Sermaye	Birleşme Sonrası Sermaye	
206.250.000,00	98,28%	202.712.331,55	408.962.331,55	

Kullanılan varsayımların değişmesi halinde birleşmeye esas olan piyasa değerlerinin değişebileceği ve bu durumun birleşme ve değişim oranını etkileyebileceği göz önünde bulundurulmalıdır.

Çekince

Şirketlerin gelecek dönem iş planını gerçekleştirebilmek için işbu raporda yer verilen projeksiyonlarda görülebildiği üzere kendi faaliyetlerinden üretilmesi öngörülen nakit akımlarının yeterli olduğu anlaşılmaktadır. Bununla beraber şirketlerin kontrolü dışında gelişen finansal gelişmeler veya olağandışı sebepler nedeniyle öngörülen iş planının gerçekleşmesi adına şirketlerin dış kaynak temin etmesi gerekebilir. Bu durumda bu dış kaynak ortaklar tarafından sermaye şeklinde şirkete konulabileceği gibi borç olarak da sağlanabilir veya doğrudan finansal borç kullanmak suretiyle de temin edilebilir. Ortakların veya finans kuruluşlarının Şirket'e ilave kaynak sağlamamaya karar vermesi durumunda Şirketlerin öngördüğü iş planının sektöre uğrama ihtimali bulunmakta olup bunun neticesinde oluşacak nakit sıkışıklığının operasyonları olumsuz etkilemesi riski bulunmaktadır. Bizim Menkul Değerler A.Ş. olarak hazırlamış olduğumuz bu raporda Şirketlerin iş planlarını gerçekleştirirken ortaklardan veya finans kurumlarından kaynak temin etmede herhangi bir aksaklık olmayacağı varsayılmış olup gelecek dönemde böyle bir aksaklık olması ve neticesinde Şirket'in operasyonlarında bozulma olması halinde herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. İşbu raporun muhatapları bu durumu göz önünde bulundurarak işbu raporu okumalı ve yorumlamalıdır.

Bu raporda hesaplanan değerler birçok varsayım ve parametreye bağlı olup kullanılan varsayım ve parametrelerde yaşanabilecek değişiklikler Şirketlerin değeri üzerinde aşağı ya da yukarı yönlü etkide bulunabilir.

Gerçekleşen sonuçlar ve finansal projeksiyonlar çoğu zaman birebir uyuşmaz, tahmin edilenle gerçekleşen veriler farklılık arz eder. Buna, kimi zaman irade dışı gelişen olaylar ve piyasa şartları ile diğer şartlarda vukuu bulan ve öngörülemez değişiklikler sebep olur. Bu nedenle değerlendirme çalışmamız 2025 ve sonraki yıllara ilişkin finansal ve diğer projeksiyonların gerçekleşeceğine dair bir teminat olarak kabul edilmemelidir. Piyasa şartlarında ve/veya diğer şartlarda, öngörülenlerin dışında vukuu bulan gelişmelerden dolayı sorumluluk almamız mümkün değildir. Öte yandan, rapor tarihinden sonra oluşan piyasa şartları ve/veya diğer şartlar dolayısıyla, bu raporu yeniden tanzim etme ya da revize etme yükümlülüğümüz bulunmamaktadır.

Bizim Menkul Değerler A.Ş.

17 Aralık 2025

BİZİM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Merdivenköy Mh. Borçok, Nida Kulo Göçmen İş Mrlk
No: 1 Kat: 77 Kadıköy / İSTANBUL
Tel: 0216 547 12 00 Fax: 0216 547 12 01
Anadolu Kurumlar V.D. 624 000 000 000
Tic. Sic. No: 267143
www.bmd.com.tr

İçindekiler

1. Birleşmeye Taraf Şirketler Hakkında Bilgi	- 8 -
1.1. Devralan Şirket: Papilon Savunma Teknoloji ve Ticaret A.Ş.....	- 8 -
1.1.1. Ortaklık Yapısı & Yönetim Kurulu.....	- 9 -
1.1.2. Faaliyetlere İlişkin Bilgiler.....	- 9 -
1.1.3. Faaliyetlere İlişkin Gelişmeler	- 12 -
1.2. Devrolunan Şirket: Protect Grup Savunma A.Ş.	- 13 -
1.2.1. Ortaklık Yapısı.....	- 14 -
1.2.2. Faaliyetlere İlişkin Bilgiler.....	- 14 -
1.2.3. Devam Eden Ar-Ge Projelerine İlişkin Bilgiler	- 17 -
1.3. Sektör.....	- 20 -
1.3.1. Bilişim Teknolojileri Sektörü	- 20 -
1.3.2. Siber Güvenlik Sektörü	- 23 -
2. Mali Veriler	- 29 -
2.1. Papilon Savunma Gelir Tablosu - TFRS	- 29 -
2.2. Papilon Savunma Bilanço - TFRS	- 30 -
2.3. Protect Grup Gelir Tablosu – TFRS	- 31 -
2.4. Protect Grup Bilanço- TFRS.....	- 32 -
3. DEĞERLEME.....	- 33 -
3.1. Varsayımlar, Kısıtlamalar ve Şartlar;	- 33 -
3.2. Değerleme Yöntemleri	- 35 -
3.2.1. Maliyet Yaklaşımı.....	- 35 -
3.2.2. Gelir Yaklaşımı	- 35 -
3.2.3. Pazar Yaklaşımı	- 37 -
3.3. İşbu Değerleme Raporunda Kullanılan Yöntemler	- 38 -
4. Papilon Savunma Değerlemesi	- 39 -
4.1. Papilon Savunma İndirgenmiş Nakit Akımları Değerlemesi	- 40 -
4.1.1. Genel Varsayımlar.....	- 40 -
4.1.2. İndirgeme Oranı Tespiti.....	- 41 -
4.1.3. Net Borç	- 42 -
4.1.4. Ciro & Maliyet & Giderler	- 42 -
4.1.5. İşletme Sermayesi & Yatırımlar	- 43 -
4.1.6. İndirgenmiş Nakit Akımları Değeri	- 44 -
4.2. Papilon Savunma Benzer Şirket Çarpan Değerlemesi.....	- 45 -
4.3. Papilon Savunma Hizmet Endeksi Çarpan Değerlemesi.....	- 46 -
4.4. Papilon Savunma Borsa Değeri	- 47 -
4.5. Papilon Savunma Nihai Değer Takdiri	- 48 -
5. Protect Grup Değerlemesi.....	- 49 -
5.1. Protect Grup İNA Değerlemesi.....	- 50 -
5.1.1. İNA Genel Varsayımlar	- 50 -
5.1.2. İndirgeme Oranı Tespiti.....	- 51 -
5.1.3. Net Borç	- 52 -
5.1.4. Ciro & Maliyet&Giderler.....	- 52 -

5.1.5. İndirgenmiş Nakit Akımları Değeri	54 -
5.2. Protect Grup Benzer Şirket Çarpan Değerlemesi	56 -
5.3. Protect Grup Hizmet Endeksi Çarpan Değerlemesi	57 -
5.4. Protect Grup Nihai Değer Takdiri	58 -
Çekince	59 -
Ekler	60 -
Ek1: Değerlemeyi Yapan Kişinin Beyanı	60 -
Ek2: Değerlemeyi Yapan Kişinin Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı	60 -
Ek3: Değerlemeye Konu Şirketlerin Değerlemeye Konu Mali Verileri	61 -
Ek4: Bizim Menkul Değerler Bağımsızlık ve Tebliğ'e Uyum Beyanı	61 -
Ek5: Bizim Menkul Değerler Sorumluluk Uyum Beyanı	62 -
Ek6: Bizim Menkul Değerler Etik İlkeler'e Uyum Beyanı	62 -

1. Birleşmeye Taraf Şirketler Hakkında Bilgi

1.1. Devralan Şirket: Papilon Savunma Teknoloji ve Ticaret A.Ş.

Papilon Savunma Güvenlik Sistemleri Bilişim Mühendislik Hizmetleri İthalat İhracat Sanayi ve Ticaret Limited Şirketi, 18 Aralık 2012 tarihinde Ankara’da kurulmuştur. 12 Aralık 2016’da yapılan unvan değişikliği ile Papilon Savunma-Güvenlik Sistemleri Bilişim Mühendislik Hizmetleri İthalat İhracat Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi olmuştur. 5 Ağustos 2021 tarihinde bu unvan “Papilon Savunma Teknoloji ve Ticaret Anonim Şirketi” (“Şirket”) olarak değiştirilmiş ve söz konusu değişiklik aynı tarihte tescil ve ilan edilmiştir.

Şirket, yurtdışı iştirak edinimi, şube açılması veya iş ortaklıkları vasıtasıyla büyüme hedefi doğrultusunda 12 Ocak 2021 tarihinde İngiltere’de %100 hissesine sahip olduğu PAPIL10 Technologies Ltd.’yi ve yine aynı hedefler doğrultusunda 25 Haziran 2021 tarihinde Çekya’da %100 hissesine sahip olduğu PAPIL11 s.r.o.’yu kurmuştur.

Grup’un esas faaliyet konusu yurtiçi ve yurtdışı kamu kuruluşlarına ve özel ticari kuruluşlara sağlanan uçtan uca bütünlük kamu güvenlik sistemleri, parmak izi tarayıcıları, avuç 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.

Bağlı ortaklığa ait varlıklar, yükümlülükler, özkaynak kalemleri, gelir ve gider hesapları ile nakit akım hareketleri tam konsolidasyon yöntemi ile konsolide finansal tablolara dahil edilmiştir. Şirket ve bağlı ortaklıkların sahip olduğu payların kayıtlı değerleri ilgili özkaynaklar ile karşılıklı olarak netleştirilmiştir. Şirket ile bağlı ortaklıkları arasındaki grup içi işlemler ve bakiyeler konsolidasyona dahildir.

Papilon Savunma Özet Bilgiler	
Ticaret Unvanı	Papilon Savunma Teknoloji ve Ticaret Anonim Şirketi
Adres	Kızılırmak Mahallesi, Muhsin Yazıcıoğlu Caddesi, No:39A/47 Çankaya/Ankara
Ticaret Sicil Müdürlüğü	Ankara
Ticaret Sicil Numarası	322946
Ticaret Sicil Tescil Tarihi	18.12.2012
Vergi Dairesi / Numarası	Çankaya / 7210444767
ISIN Kodu	TREPAPL00010
Mersis Numarası	0721044476700024
BIST İşlem Kodu	PAPIL
Ödenmiş Sermaye	206.250.000-TL
Kayıtlı Sermaye Tavanı	1.000.000.000-TL
E-Posta Adresi	yatirim@papilon.com.tr
Telefon Numarası	0 (312) 231 20 26
Faks Numarası	0 (312) 231 20 28
Kurumsal Web Sitesi	https://papilon.com.tr/tr/ https://invest.papilon.com.tr/

Avrupa, Orta Doğu ve Afrika (EMEA) bölgesinin, uçtan uca biyometrik cihaz-sistem üreticisi ve Ar-Ge merkezi olan Papilon Savunma; 2012 yılında başlamış olduğu yolculukta, 2019 yılında halka açık bir Şirkete dönüştü. Bugün itibarıyla, dünya çapında biyometri ve yapay zekâ destekli bir dizi trend belirleyici ürün ve uzman çözümlerle insan hayatına dokunmaya devam etmektedir.

Biyometrinin gücünü ve yapay zekanın gelişim kapasitesini kullanarak oluşturduğu çözüm ve ürünlerle; Kamu kurum/kuruluşları ve kolluk kuvvetlerine hizmet verirken, finans, sağlık, tesis yönetimi, medya, perakende ve taşımacılık gibi sektörlerde yer alan şirketlerin sorunlarına özelleşmiş çözümler sunmaktadır.

Kurulduğu günden bu yana kamu kurumlarının, özel sektörün ve son kullanıcının pazar ihtiyaçlarını göz önünde bulundurarak, yüksek kaliteli çözümleri hızlı bir şekilde üretmeyi ve iş ortaklarıyla uzun soluklu çalışmalar yürütmektedir.

Bağlı Ortaklık: PAPIL10 Technologies LTD

12 Ocak 2021 tarihinde Londra İngiltere’de kurulmuştur. PAPIL10’un ana faaliyet konusu yazılım geliştirme ve satışlarıdır. Papilon Savunma A.Ş. PAPIL10’un %100 oranındaki payına sahip olup, tam konsolidasyon yöntemi ile konsolide finansal tablolara dahil edilmiştir.

Bağlı Ortaklık: PAPIL11 s.r.o.

25 Haziran 2021 tarihinde Prag Çekya'da kurulmuştur. PAPIL11'in ana faaliyet konusu yazılım geliştirme ve satışlarıdır. Papilon Savunma A.Ş. PAPIL11'in %100 oranındaki payına sahip olup, tam konsolidasyon yöntemi ile konsolide finansal tablolara dahil edilmiştir.

1.1.1. Ortaklık Yapısı & Yönetim Kurulu

Papilon Savunma'nın 30 Eylül 2025 tarihi itibarıyla kayıtlı sermaye tavanı 1.000.000.000 TL olup ödenmiş sermayesi 206.250.000 TL'dir. Bu sermayenin her biri 1 TL nominal değerli olmak üzere 206.250.000 adet hisseden oluşmaktadır. Sermayede pay grubu bulunmamakta olup bütün payların 1 oy hakkı bulunmaktadır. 16 Aralık 2025 itibarıyla sermayede %5'ten daha fazla paya sahip ortak bulunmamakta olup fiili dolaşım oranı %99,84'tür. 01.01.2025 – 30.09.2025 tarihleri arasında iktisap edilen pay bulunmamaktadır. Bununla birlikte, 11 Ekim 2024 tarihinde, 71,05 TL – 71,50 TL fiyat aralığından (ağırlıklı ortalama 71,321 TL) toplam 19.000 adet (Sermayeye oranı %0,06) pay geri alımı yapılmıştır. Geri alımı tamamlanan 19.000 adet PAPIL payı %500 oranında yapılan bedelsiz sermaye arttırımı sonucunda 114.000 adete ulaşmıştır. 25 Haziran 2025 tarihinde alınan Yönetim Kurulu kararı ile pay geri alım işlemlerinin sonlandırılmasına karar verilmiştir.

Papilon Savunma'nın işbu rapor tarihi itibarıyla yönetim kurulu yapısı aşağıda gösterilmektedir.

Papilon Savunma Yönetim Kurulu		
Adı Soyadı	Unvan	Yönetim Kuruluna İlk Seçilme Tarihi
Ekrem Korkmaz	Yönetim Kurulu Başkanı	31.07.2025
Muhammet Nezir Erol	Yönetim Kurulu Başkan Yardımcısı	31.07.2025
Yücel Şabanoğlu	Yönetim Kurulu Üyesi	31.07.2025
İbrahim Demir	Yönetim Kurulu Üyesi	31.07.2025
Esra Özgümüş	Yönetim Kurulu Üyesi	31.07.2025
Celalettin Karabulut	Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi	31.07.2025
Sami Duman	Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi	31.07.2025

1.1.2. Faaliyetlere İlişkin Bilgiler

1) Arge Faaliyetleri

2025 yılının üçüncü çeyreğinde, Papilon Ar-Ge olarak yapay zekâ tabanlı biyometrik güvenlik çözümlerinden tarım teknolojilerine, enerji sektöründe çok modlu kimlik doğrulama altyapılarından Ar-Ge insan kaynağı gelişim programlarına kadar geniş bir yelpazede stratejik faaliyetler yürütülmüştür. Bu dönemde hem ulusal hem de uluslararası proje başvurularında önemli ilerlemeler kaydedilmiş, sürdürülebilir Ar-Ge ekosistemi hedefleri doğrultusunda yeni iş birlikleri ve fizibilite çalışmaları tamamlanmıştır.

Dönem içerisinde, BioD4Agri Tarımda Yapay Zekâ Uygulamaları projesinin ilk fazı başarıyla tamamlanmış; hedeflenen çiftliklerde saha kurulumları gerçekleştirilmiş, sistemin kimlik doğrulama ve veri işleme süreçleri test edilerek başarıyla doğrulanmıştır. **Tarımda Yapay Zekâ Uygulamaları Faz II** için fizibilite çalışmaları tamamlanmış; yeni fazda odaklanılacak yapay zekâ tabanlı verimlilik analizi, karar destek sistemleri ve geniş ölçekli veri entegrasyonu konularında hazırlıklar yürütülmüştür. Bu çalışmalar, Papilon'un tarım sektöründe dijital dönüşümü sürdürülebilir kılma hedefi doğrultusunda yeni dönem projeleri için güçlü bir teknik ve operasyonel temel oluşturmuştur.

Enerji altyapılarında güvenliği yeniden tanımlamayı hedefleyen OPSHER projesi, EUREKA ağı altında faaliyet gösteren EUROGIA platformuna başvuru niteliğinde sunulmuştur. İlk değerlendirme aşamasında, projenin Ar-Ge niteliği, kapsamı ve yenilikçi yaklaşımı uygun bulunmuş; bu sayede ikinci aşamaya geçiş hakkı elde edilmiştir. Dönem içerisinde, **Full Project Proposal (FPP)** dosyası hazırlanarak Eurogia'ya sunulmuş ve ikinci değerlendirme süreci başlatılmıştır. Bu aşamada akıllı şebekeler, nükleer reaktörler ve kritik enerji altyapılarında güvenlik açıklarını azaltmaya yönelik çok modlu biyometrik doğrulama ve yapay zekâ tabanlı tehdit analizi çözümleri detaylandırılmıştır. Uluslararası konsorsiyum ortaklarıyla proje kapsamı güçlendirilmiş olup, OPSHER'in çok katmanlı güvenlik mimarisinin savunma, ulaştırma, sağlık ve kamu hizmetleri gibi farklı sektörlerde uygulanabilirliği, Papilon'un küresel ölçekte stratejik konumunu daha da güçlendirmektedir.

Bu dönemde Papilon Ar-Ge ekibi tarafından **TÜBİTAK 1507** – KOBİ Ar-Ge Başlangıç Destek Programı kapsamında, “Çoklu Yüz Verisinin Birleştirilmesine Dayalı Derin Öğrenme Tabanlı Görüntü Elde Etme Yöntemi Geliştirilmesi (Proje No: 7251020)” başlıklı proje başvurusu yapılmış olup proje şu anda izleme aşamasındadır. Bu proje, yapay zekâ destekli yüz görüntü füzyonu yöntemiyle biyometrik tanıma teknolojilerinde yenilikçi bir yaklaşım geliştirmeyi hedeflemektedir.

Fikri ve sınai mülkiyet haklarına önem veren kurumumuzda; akademik anlamda değer katan fikirleri ve çalışmaları ödüllendirerek çalışanlar için başarıyı teşvik edici bir ödüllendirme sistemi uygulanmaktadır. Otonom Araçlarda Veri Gizliliği adlı Ar-Ge projesi kapsamında Uluslararası Buluş Fuarı ISIF’25’te "Otonom araçlarda biyometrik verilerin güvenliğinin ve gizliliğinin korunmasını sağlayan sistem" isimli buluşla **altın madalya** almaya hak kazanılmıştır. Bu dönemde kurum personeli tarafından kaleme alınan “Through the Eyes: A Survey on Gaze-Based Biometric Authentication Systems” başlıklı çalışma, **uluslararası AIPA Journal** dergisinde yayımlanmıştır. Söz konusu yayın, şirketin biyometrik doğrulama ve yapay zekâ tabanlı güvenlik alanlarındaki bilimsel görünürlüğünü artıran önemli bir akademik çıktıdır. Araştırmacılar, elde edilen bu uluslararası ödül ve yayın kapsamında ayrıca kurum içi ödüllendirmeye layık görülmüştür. Bu sayede Ar-Ge faaliyetlerinin teşvik edilmesi ve yenilikçi kültürün Ar-Ge çalışanları arasında yaygınlaştırılması sağlanmaktadır.

Ar-Ge olarak Şirket’in amacı, bilim ve teknolojiye ilham alarak farklı ürün ve projeler için dinamik bir ortam yaratmak ve deneyimli ekibi ile fonksiyonel çözümler oluşturmaktır. Ekibin her bir çalışanı, araştırma araçlarını aktif kullanarak edindiği her bilgiyi, yetkinlikleri doğrultusunda işleme ve Dünya çapında ilgi çeken yenilikçi ürünler aracılığıyla son kullanıcılarla buluşturma konusunda uzmanlaşmıştır.

Papilon, daha önce keşfedilmemiş yenilikçi teknolojiler ile sektörde duyulmamış, merak uyandıran ürünleri hızlı bir şekilde son ürün haline getirip ihracat potansiyelini artırmayı hedeflemektedir. Takip ettiği araştırma projelerinin çeşitliliği göz önünde bulundurulduğunda, ölçülebilir hedefler doğrultusunda başarılı sonuçlar elde edebilmek için 3 tür çalışma modeli yürütülmektedir.

Yeni Ürün İnovasyonu: Çevik ve dinamik bir organizasyona sahip olan Papilon Ar-Ge, akademiden ilham alan dönüşüm araçları ile çok daha hızlı ve etkin süreçler inşa etmek, yeni ürün ve sistemler ortaya koymak veya yeni sistemler keşfetmek üzerine kurulmuştur. Piyasadaki ihtiyaçları analitik bakış açısıyla değerlendirip yeni fikirler sunabilen Ar-Ge ekibi, birçok yenilikçi ürün ve farklı projeleri hayata geçirmek üzere çalışmalarını sürdürmektedir.

Temel ve Uygulamalı Ar-Ge: Temel bilimsel veya mühendislik sorularını ele almakta veya yeni yetenekler geliştirmektedir. Başarılı sonuçlar daha iyi teknoloji, faydalı teoriler veya yeni keşifler olarak sınıflandırılmaktadır. Temel ve uygulamalı araştırma çalışma faaliyetleri sonucu birçok yeni ürün ve projeye hayata geçirilmektedir. Dijital dönüşümün inovatif araştırmalarla mümkün olabileceğine inanan şirket, mevcut biyometri tanımlama teknoloji çalışmalarına ek olarak; Holistika biyometrik sistemler, Dijital Kimlik Platformu, yapay zekâ, görüntü işleme bulut sistemler gibi odak teknolojiler için araştırma ve geliştirme faaliyetleri sürdürülmektedir.

Talebe ve İhtiyaca Göre Ar-Ge: Araştırma ve geliştirme ekosisteminde yapılan çalışmalara ek Papilon; müşterilerinden gelen proje ve/veya ürün taleplerini, herhangi bir ortak proje yürütülen paydaş gruplarından gelen talepleri değerlendirmektedir. Bu çerçevede; tekniğin bilinen yönü ve geliştirme sırasında meydana gelebilecek problemler detaylandırılmaktadır. Bu doğrultuda analiz ve çözüm planlanmakta, belirlenen amaca uygun ürün fikri oluşturulmakta ve iyileştirilmesi gereken durumlarda ek olarak Ar-Ge çalışmaları yürütülmektedir.

2025 üçüncü çeyrek sonu itibarıyla, 12 adet projenin Ar-Ge çalışmaları devam etmektedir.

Papilon Devam Eden Projeler
1. Next Generation Abis- Holistika
2. Yapay Zeka Destekli Yüz Tanıma Sistemleri
3. Yapay Zeka Destekli Balistik Sistemin Geliştirilmesi
4. Yeni Nesil Yapay Zeka Destekli Canlı Parmak İzi Alma Projesi
5. Biyokla Faz Iı: Güvenli Ortam Ve Saha Güvenliği İçin Elektronik Kelepçe Teknolojisinin Entegre Edilmesi
6. Yeni Nesil Biyometrik Entegre Geçiş Kapıları (Beogs) Faz Iı
7. Holistika Afis Faz Iı Sunucu Algoritmasının Geliştirilmesi Projesi
8. Holistika Afis Akıllı Uç Birim Sisteminin Geliştirilmesi
9. Yeni Nesil Doğrulanabilir Dijital Biyometrik Kimlik (Ddbk) Yazılım Algoritmasının Geliştirilmesi
10. Mobil Multibiyometrik İş İstasyonu Donanım Ve Yazılımının Geliştirilmesi
11. Bioid4Agri-Tarımda Yapay Zeka Uygulamaları Faz I
12. Yeni Nesil Multimodel Kiosk Faz Iı

2) İş Geliştirme Faaliyetleri

Faaliyet dönemi içerisinde özellikle yurtdışı bağlantılı faaliyetlerde saha ziyaretlerine devam edilmiştir. Afrika'da takip edilen projeler kapsamında ilgili ülkelerdeki devlet otoriteleri ve özel firmalara ziyaretlere devam edilmiş, şirket nezdinde heyetler misafir edilerek sahada demo çalışmaları yapılmıştır.

Bir Doğu Afrika ülkesine yönelik 2 ayrı ileri teknolojik tespit sistemini içeren siparişin, parçalı teslimatları devam etmektedir. Başka bir Doğu Afrika ülkesine yönelik ileri teknolojik tespit sistemini içeren iş geliştirme çalışmaları takip edilmektedir.

Bir Afrika ülkesi kolluk kuvvetleri kullanımı için Otomatik Biyometrik Tespit Sistemi (Automated Biometric Identification System-AFIS) projesi tamamlanmış ve aynı proje kapsamında bu çeyrekte alınan ek istasyon siparişleri teslim edilmiştir.

Papilon tarafından geliştirilen görüntü işlemeye dayalı kriminal analiz, kişi tespit ve diğer tamamlayıcı kriminal inceleme sistemlerini içinde barındıran anahtar teslim Adli Bilimler Laboratuvar Çözümü adını taşıyan bütüncül sisteme ilişkin çalışmalar sürdürülmektedir. Bir Kuzey Afrika ülkesi İçişleri Bakanlığı'na yönelik, ileri teknolojik tespit çözümlerini içeren çalıştay için hazırlık çalışmaları yapılmaktadır.

Batı Afrika'da yer alan bir ülkenin Maliye ve Planlama Bakanlığı bünyesinde sağlanacak Sivil ABIS (Automated Biometric Identification System) çözümü çalışmaları son aşamaya gelmiş, müşterinin garanti sürecini başlatması için yol haritası sunulmuştur. Sivil ABIS, biyometrik kimlik kartları oluşturulmasına ve tüm veri girişi, işleme, depolama ve karşılaştırma süreçlerinin otomatikleştirilmesine olanak tanımaktadır. Sistem ilgili otoritenin kararına bağlı olarak farklı vatandaş grupları için de kullanılabilecek yapıdadır.

Biyometrik Cezaevi Yönetim Sistemi çözümü için bir Afrika ülkesinden alınan siparişin sevkiyatı, kurulumu tamamlanmıştır. Akabinde ilgili cezaevi için proje arttırım talebi takip edilmektedir. Havaalanları için BEOGS (Biyometrik Entegre Otomatik Geçiş Sistemi) çözümünün yurtiçi ve yurtdışı projelerde yer almasına yönelik iş geliştirme çalışmaları devam etmektedir. Uzakdoğu Asya'daki bir ülkeden gelen heyete tanıtımı yapılan çözümün müşteri tarafındaki değerlendirmesi takip edilmektedir.

Ar-Ge çıktılarından Biyometrik Dijital Kimliği merkeze koyan yurtdışına yönelik bütüncül e-devlet çözümüne dair iş geliştirme faaliyetleri devam etmektedir ve buna yönelik heyetler ağırlanmış olup yerinde demo / POC ve saha ziyaretleri gerçekleştirilmiştir.

Uzakdoğu Asya, Güney Amerika ve Balkan coğrafyasındaki iş geliştirme çalışmaları sürdürülmektedir. Özellikle Güney ve Orta Amerika yeni hedef coğrafyalarından olup, ilk temaslar ve ziyaretler gerçekleştirilmiş ve İngiltere'de yerleşik bağlı ortaklık Papil 10 Ltd. ile İngiliz Milletler Topluluğu üyesi bir Hükümet arasında bir MOU imzalanmıştır. Önümüzdeki dönemlerde ilgili ülkelerden karşılıklı ziyaretler beklenmektedir.

Yurtiçinde; Biyometrik Okuma Cihaz ve Yazılımı ile Merkezi Biyometrik Sorgu Sistemi'nin altyapı yaygınlaştırılmasına devam edilmiş proje kapsamındaki ilave iş arttırım siparişleri ve bakım, onarım talepleri karşılanmıştır.

Hali hazırda yurtiçinde birçok cezaevinde kullanılmakta olan parmak izine dayalı mahkûm ve personel kayıt, kontrol ve takip sistemlerinin diğer cezaevlerine yaygınlaştırılmasına ilişkin iş geliştirme faaliyetleri sürdürülmektedir.

Yurtiçinde yerleşik ve tarım alanında faaliyet gösteren bir firma ile imzalanan sözleşme sonrası, saha operasyonları tamamlanmıştır. Sözleşme kapsamında teslim edilecek sistem Ar-Ge ekibinin çıktısı olup, yapay zekâ destekli tarımsal faaliyetlerde çalışanların verimliliğini ve ölçülebilir performansı anlık takip eden, saha operasyonlarında mobilitayı sağlayarak biyometrik kontrol edilebilirliği arttıran, kayıp kaçakların minimizasyonunu ve çalışan sayım işlemlerinde harcanan zamanı azaltmayı sağlayarak maliyet düşürmeye yarayan alt bileşenlerinin bütününe kapsamaktadır. Benzer çözümlerin yurtiçinde ve yurtdışında yaygınlaştırılmasına dair çalışmalar devam etmektedir. Aynı müşteriye Yapay Zekâ eksenli yeni çözümler sağlanması için iş geliştirme çalışmaları sürdürülmektedir.

Şirketin uluslararası temasları kapsamında, Savunma Sanayii İş Birliği (SSI) toplantılarından uygun olanlara katılımlar sağlanmakta, şirket tanıtımı ve görüşmeler gerçekleştirilmektedir. Sektördeki ulusal ve uluslararası ihaleler, fuarlar, fırsatlar yakından takip edilmekte ve şirket menfaatlerine uygun görülenlere katılım sağlanmaktadır. Bu kapsamda ICPA 2025 Yıllık Konferansı'na katılım için hazırlık çalışmaları yapılmaktadır.

1.1.3. Faaliyetlere İlişkin Gelişmeler

6 Mart 2025 tarihinde, Yurt içinde yerleşik ve tarım alanında faaliyet gösteren bir firma ile Papilon Grup arasında Papilon BioID4Agri adında bir sistem alımını içeren 400.000-USD +KDV tutarlı satış sözleşmesi imzalanmıştır.

Kayıtlı Sermaye Tavanı arttırımı ve geçerlilik süresinin uzatılmasını içeren Esas Sözleşme tadil metni 24 Mart 2025'te Sermaye Piyasası Kurulu, 7 Nisan 2025'te ise T.C. Ticaret Bakanlığı tarafından onaylanmış ve 31 Temmuz 2025 tarihinde gerçekleşen Olağan Genel Kurul Toplantısı'nda kabul edilmiştir.

22 Mayıs 2025 tarihinde, nihai kullanıcı yurt içinde yerleşik kamu kurumu için Papilon kişi tespit cihazlarından oluşan 575.000-EUR + KDV tutarlı teklif onaylanmış ve ilgili ürünlerin teslimatı tamamlanmıştır.

20 Haziran 2025 tarihinde, 2024 yılı Olağan Genel Kurul Toplantısı için hazırlanmış fakat asgari nisap sağlanamadığı için toplantı ertelenmiştir.

25 Haziran 2025 tarihinde, 2024 yılında başlatılmış olan pay geri alım işlemleri sonlandırılmıştır.

11 Temmuz 2025'te, Papilon ile uluslararası alanda faaliyet gösteren global bir firma arasında İşbirliği ve Temsilcilik anlaşması imzalanmıştır. İmzalanan işbirliği anlaşması ile, ilgili firma halihazırdaki müşterilerine yeni nesil Papilon ürünleriyle yeni satış fırsatları sağlayabileceği gibi, Papilon da benzer şekilde müşterilerine ilgili firmanın pazarda yer edinmiş ürünlerini ayrıca satışa konu edebilecektir.

25 Temmuz 2025'te, Şirketin İngiltere'de yerleşik %100 bağlı ortaklığı Papil10 Technologies Ltd'nin; Bir İngiliz Milletler Topluluğu (Common Wealth) ülkesi ile, Yatırım Bakanlığı düzeyinde Bağlayıcı Olmayan Karşılıklı Mutabakat Metni (MOU- Memorandum of Understanding) imzaladığı bildirilmiştir. Söz konusu metinde özetle; ilgili devletin dijitalleşme projelerini kapsayan ve farklı fazlarla tamamlanacak olan Papil10'un proje önerileri belirtilmiştir.

31 Temmuz 2025 tarihli 2024 yılı Olağan Genel Kurul İkinci Toplantısı'nda, Yönetim Kurulu Üye seçimi yapılmıştır. Bununla birlikte 2025 yılı Bağımsız Denetim çalışmalarını yürütmek üzere Denge Ankara Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş. seçilmesi, kar payı dağıtımı yapılmaması ve Kayıtlı Sermaye Tavanının 150.000.000-TL'den, 1.000.000.000-TL'ye çıkartılması ile Kayıtlı Sermaye Tavanının 2025-2029 yılları arası 5 yıllık süre için geçerli olması hususu pay sahiplerince onaylanmıştır.

28 Ağustos 2025 tarihinde, son kullanıcısı Afrika'da bir ülkenin kolluk kuvvetleri olduğu 21.000.000-USD tutarlı Anahtar Teslim Kriminal Laboratuvar İş teklifi onaylanmıştır.

Bir pay sahibinin 22 Ağustos 2025 tarihinde, 2024 yılı Olağan Genel Kurul Toplantısı'nda, gündeme ek madde olarak ekletilen Yönetim Kurulu'nun azli ve yeni Yönetim Kurulu Üyelerinin seçimi kararlarının Türk Ticaret Kanunu madde 445 ve madde 446/2 uyarınca iptaline ilişkin Şirket aleyhine açmış olduğu dava Şirket'e tebliğ edilmiştir.

1.2. Devrolunan Şirket: Protect Grup Savunma A.Ş.

Protect Grup Savunma Anonim Şirketi ("Protect Grup" veya "Devrolunan Şirket") 21.09.2023 tarihinde Ankara'da Fy Protect Savunma Anonim Şirketi unvanıyla kurulmuştur. 28.09.2023'te unvanını mevcut unvanıyla değiştirmiştir. Şirket, 499148 sicil numarası ile Ankara Ticaret Sicil Müdürlüğü'ne kayıtlıdır. Şirketin yasal merkezi; Kızılırmak Mahallesi Dumlupınar Bulvarı Nextlevel No:3A/11 Çankaya/Ankara'dır. Şirketin merkez adresi dışında bir adet şubesi bulunmaktadır, şubesine ilişkin bilgi aşağıdaki gibidir;

Şube Unvanı: Protect Grup Savunma Anonim Şirketi Gazi Teknopark Şubesi

Şube Adresi: Bahçelievler Mah. 323/1 Cadde C Blok Gazi Üniversitesi Teknokent Binası No:10/50 C İç Kapı No:131 Gölbaşı/ANKARA

Şirket, ileri görüntü işleme, yapay zekâ ve IoT teknolojilerini bir araya getirerek endüstriyel sahalarda güvenlik, verimlilik ve sürdürülebilirlik odaklı yenilikçi çözümler sunan bir teknoloji şirkettir. Termal görüntülerde gelişmiş modeller kullanarak nesne algılama ve takip sistemleri geliştirmekte; aynı zamanda dijital ikiz tabanlı anomali tespit platformlarıyla insan, araç ve makine gibi dinamik varlıkların gerçek zamanlı izlenmesini sağlamaktadır.

Şirketin vizyonu; Yapay zekâ destekli görüntü işleme ve anomali tespiti teknolojilerini küresel ölçekte kabul gören standartlar haline getirerek, endüstriyel sahalarda "sıfır kaza" hedefine ulaşmak. Termal görüntüleme ve dijital ikiz platformları, her türlü cihaz ve sistemle sorunsuz entegre olabilen gerçek zamanlı karar destek sistemleri olarak konumlandırarak evrensel bir güvenlik katmanı oluşturmak. İnovasyon odaklı yaklaşımla insan-makine etkileşimlerini optimize eden, sürdürülebilir ve akıllı endüstrilerin öncüsü olmak.

Şirketin misyonu; termal görüntü işleme, nesne algılama ve çoklu hedef takip teknolojilerini en güncel yapay zekâ algoritmalarıyla birleştirerek endüstriyel sahalarda güvenliği en üst düzeye çıkarmaktır. IoT tabanlı veri toplama ve gerçek zamanlı analiz altyapılarımızla, proaktif güvenlik önlemlerini mümkün kılan güçlü karar destek mekanizmaları sunmaktır. Kullanıcı dostu web arayüzleri ve esnek platformlarımız aracılığıyla teknolojiyi erişilebilir, sahaya kolay uygulanabilir ve farklı sistemlerle entegre edilebilir hale getirmektedir.

Şirket'in 30.09.2025 tarihi itibarı ile çalışan personel sayısı 7 kişidir.

Protect Grup Savunma A.Ş. Özet Bilgiler	
1- Ticaret Unvanı	: Protect Grup Savunma A.Ş.
2- Merkez ve Şube Adresleri	Merkez: Kızılırmak Mahallesi Dumlupınar Bulvarı Nextlevel No:3A İç Kapı No:11 Çankaya /Ankara
	Gazi Teknopark Şube: Bahçelievler Mah. 323/1 Cad. A blok : Gazi Üniversitesi Teknokent binası no:10/50A İç Kapı No: 1 Gölbaşı / Ankara
3- Ticaret sicil numarası	: 499148
Ticaret sicil memurluğu	Ankara
4- Süresi	: Sınırsız
5-Faaliyet Konusu	: Protect Grup Savunma A.Ş., güvenlik teknolojileri alanında yenilikçi çözümler geliştiren bir teknoloji firmasıdır. İş sağlığı ve güvenliği izleme sistemleri, anomali ve risk tespiti uygulamaları, dijital ikiz teknolojileri ile gerçek zamanlı izleme ve kontrol çözümleri sunarak kurumların güvenlik altyapılarını güçlendirmeyi hedefler. Her sektöre özel, sürdürülebilir ve entegre teknolojiler geliştiren şirket, güvenliği artıran, süreçleri sadeleştiren ve gelecekteki riskleri öngören sistemler tasarlamaktadır.
6- Nace Kodu	: 62.10.00-Bilgisayar programlama faaliyetleri
7- Vergi Dairesi	Çankaya
8- Vergi Numarası	388 181 1041
9- İnternet Sitesi	https://protectsavunma.com
10- Bağımsız Denetçi	Karar Bağımsız Denetim ve Danışmanlık Anonim Şirketi
11- Sermaye Piyasası Aracının İşlem Gördüğü Pazar	Yoktur.
12 – Ödenmiş Sermaye	10.000.000,00.- TL

1.2.1. Ortaklık Yapısı

Protect Grup Ortaklık Yapısı, TL				16.12.2025
Ortak	Nominal Sermaye, TL	Sermaye Payı	Oy Hakkı	Oy Hakkı Payı
Özgür Çivi	10.000.000	100,00%	10.000.000	100,00%
Toplam	10.000.000	100,00%	10.000.000	100%

Protect Grup'un sermayesi 10.000.000 TL olup her biri 1 TL kıymetinde 10.000.000 adet paya ayrılmıştır. Payların tamamı Özgür Çivi'ye ait olup pay grubu bulunmamaktadır.

Şirket'in konsolidasyona tabi, bağlı ortaklığı bulunmamaktadır.

1.2.2. Faaliyetlere İlişkin Bilgiler

Protect Grup'un iş modeli, sensör tabanlı veri toplama sistemleri, dijital ikiz teknolojileri ve saha simülasyon altyapılarını bir araya getiren entegre çözümler üzerine kuruludur. Bu sayede müşterilere sadece yazılım değil, aynı zamanda hizmet desteği içeren uçtan uca çözümler sunmaktadır.

Şirket, savunma ve güvenlik sektöründe hem ürün hem de hizmet sağlayıcısı olarak konumlanmaktadır. Ürünleri arasında sahadan veri toplayan sensör sistemleri, izleme yazılımları ve anomali tespit algoritmaları yer almakta; bunlara ek olarak sistem kurulumu, devreye alma ve operasyonel destek hizmetleri sunulmaktadır.

Proje yapısı, genellikle müşteri ihtiyacına göre özelleştirilmiş yazılım çözümlerinden oluşmakta olup, proje yaşam döngüsü **"ihtiyaç analizi → tasarım → geliştirme → test → kurulum → bakım"** şeklinde ilerlemektedir.

Tüm ürün ve çözümlerinde yerli mühendislik, Ar-Ge ve tasarım kabiliyetlerine öncelik veren Protect Grup, bu kapsamda teknolojileri kendi bünyesinde geliştirmekte, dışa bağımlılığı azaltan ve ülkemizin savunma sanayisindeki yerlilik oranını artıran çözümler üretmektedir.

Ar-Ge merkezi Gazi Üniversitesi Teknopark Binası bünyesinde faaliyet göstermektedir.

Teknopark Ankara yerleşkesindeki ofisi tüm yazılım geliştirme faaliyetlerinin yürütüldüğü ana merkezdir. Burada, sensör verilerini işleyen platformlar, dijital ikiz modelleri, izleme ve anomali tespit sistemleri geliştirilmektedir.

Yazılım mühendisleri; savunma sektörüne özel olarak geliştirilen algoritmalar, kontrol panelleri, veri işleme modülleri ve kullanıcı arayüzleri üzerinde çalışmaktadır. Bu süreçte kullanılan tüm üretim araçları dijitaldir: yazılım kütüphaneleri, sürüm kontrol sistemleri, otomatik test ortamları ve bulut tabanlı entegrasyon platformlarıyla yürütülür.

Teknopark bünyesinde faaliyet göstermek, Protect Grup'a önemli stratejik avantajlar sağlamaktadır:

- ✓ Üniversiteler ve araştırma merkezleriyle yakın Ar-Ge iş birlikleri,
- ✓ Vergi ve SGK teşvikleri sayesinde maliyet etkin üretim,
- ✓ Nitelikli mühendis erişimi ve teknoloji tabanlı kümelenme avantajı,
- ✓ Hızlı prototipleme ve test için akademik laboratuvar altyapılarından yararlanma imkânı.

Bu yapı sayesinde, fiziksel üretim tesislerine gerek kalmadan, tamamen dijital ortamda ürün geliştirme ve dağıtım süreçlerini yönetilebilmektedir.

Şirket müşterileri ve iş ortaklarına aşağıdaki hizmetlerle değer katmakta ve operasyonlarında verimlilik artırmaktadır.

- ✓ -IoT ve yapay zekâ ile verilerin anlık izlenmesi
- ✓ -Riskleri önceden öngörerek güvenliğin artırılması
- ✓ -Farklı teknolojilerin tek bir ekosistemde buluşturulması

İSG İzleme ve Denetim Sistemleri

Anomali ve Risk Tespiti



Çalışan, Ekipman ve Makine İzleme

Çalışma alanındaki tüm hareketlerin sensörlerle izlenmesi ve güvenlik risklerinin erken tespiti

Tehlikeli Bölgelere İzinsiz Giriş

Yetkisiz girişlerin algılanması ve otomatik uyarı verilmesi

İnsan-Makine Çarpışma Tespiti

Çalışanlar ile makineler arasındaki riskli yakınlaşmaların belirlenmesi ve raporlanması

Acil Durum Tespiti

Düşme, çarpma, tehlikeli kimyasal sızıntı gibi durumların anlık algılanması

Kişisel Koruyucu Ekipman Kontrolü

Baret, yelek vb. ekipmanların takılı olup olmadığının otomatik tespiti ve raporlanması

Çevresel Tehdit Tespiti

Gaz kaçağı, yangın, aşırı ısınma gibi çevresel risklerin izlenmesi ve raporlanması

Dijital İkiz ve Saha Simülasyonu

Gerçek Zamanlı Uyarı ve Raporlama



Dijital İkiz

Tesisin veya çalışma sahasının sanal kopyasının oluşturulması

Sanal Tatbikatlar

Acil durum senaryolarının dijital ortamda test edilmesi

Alarm & Bildirim Sistemleri

Tehlikeli durumlarda çalışanlara ve yöneticilere anında uyarı gönderilmesi

Anlık Durum Raporları

İş süreçleri hakkında gerçek zamanlı raporların üretilmesi

Riskli Süreç Simülasyonu

Kritik operasyonların sanal ortamda güvenlik testi yapılması

Veri Arşivleme

İSG denetimleri için tüm verilerin güvenli şekilde saklanması

Teknolojik Yaklaşım



Yapay Zekâ Görüntü Analizi

Kameralardan alınan görüntülerle riskli davranışların tespit edilmesi

IoT Sensör Entegrasyonu

Çeşitli sensörlerden gelen verilerin tek platformda toplanması

Karar Destek Sistemleri

Risklere karşı yöneticilere hızlı çözüm önerileri sunulması

Platformlar Arası Entegrasyon

Farklı yazılım ve güvenlik sistemleriyle uyumlu çalışabilme

Protect Grup güvenlik teknolojileri alanında yenilikçi çözümler geliştiren bir teknoloji firması olarak, kurumların güvenlik altyapılarını güçlendirerek operasyonel süreçlerini daha akıllı, hızlı ve verimli hale getirme amacındadır. Geliştirdiği sistemler arasında iş sağlığı ve güvenliği izleme çözümleri, anomali ve risk tespiti uygulamaları, dijital ikiz teknolojileri ve gerçek zamanlı izleme ve kontrol sistemleri yer almaktadır. Her projede güvenliği, sürdürülebilirliği ve teknolojik yeniliği bir araya getirerek, kullanıcılara değer katan çözümler sunmayı hedeflemektedir.

Her projede yenilikçi bakış açısıyla, kurumların sadece bugünkü güvenlik ihtiyaçlarını değil, gelecekte karşılaşılabilecekleri riskleri de göz önünde bulunduran sistemler tasarlamaktadır. Güçlü teknik altyapısı ve uzman ekibi sayesinde, her sektöre özel çözümler geliştirmekte; süreçleri sadeleştiren, güvenliği artıran ve verimliliği destekleyen entegre teknolojiler üretmektedir.

Ürünler ve Hizmetler

1. Yapay Zekâ Destekli İş Sağlığı ve Güvenliği (İSG) Yönetim Sistemi

Bu sistem, şirketin tescilli ve kendi mühendislik ekibi tarafından geliştirilen öncü ürünüdür. T.C. Kültür ve Turizm Bakanlığı Telif Hakları Genel Müdürlüğü tarafından resmî olarak kayıt ve tescil edilmiştir.

Amaç: İş sağlığı ve güvenliği alanında sahadaki riskleri ve tehlikeleri anlık olarak izlemek, tespit etmek ve önleyici karar desteği sunmak.

Öne çıkan teknik özellikler:

- ✓ Görüntü işleme ve yapay zekâ algoritmaları kullanılarak iş kazası risklerinin önceden tespiti,
- ✓ Çalışan davranış analizi (örneğin kişisel koruyucu ekipman kullanım takibi),
- ✓ Sensör ve kamera verilerinden gelen çoklu veri akışının gerçek zamanlı analizi,
- ✓ Anlık uyarı ve bildirim sistemi ile yöneticilerin bilgilendirilmesi,
- ✓ Otomatik raporlama, istatistiksel analiz ve geçmişe dönük veri izleme özellikleri,
- ✓ Bulut veya lokal kurulum opsiyonu sayesinde farklı kurum altyapılarına uygun çalışma imkânı.

Bu sistem, kurumların İSG politikalarını dijitalleştirerek veriye dayalı karar alma sürecini güçlendirir ve sahadaki insan kaynağını risk temelli yönetim anlayışına taşır.

2. Dijital İkiz ve Saha Simülasyon Sistemleri

Şirket, savunma ve endüstriyel tesislerde dijital ikiz modelleme yaklaşımını benimseyerek sahadaki süreçleri sanal ortama taşımaktadır.

Kapsam:

- ✓ Gerçek sahadaki sistemlerin dijital ortamda birebir modellenmesi,
- ✓ Simülasyonlar aracılığıyla operasyonel senaryoların test edilmesi,
- ✓ Sistem performanslarının ölçülmesi ve iyileştirilmesi,
- ✓ Olası arıza ve risk durumlarının önceden öngörülmesi.

3. Veri Analitiği, Anomali Tespiti ve Karar Destek Sistemleri

Şirketin geliştirdiği yapay zekâ tabanlı analitik motorlar, yüksek hacimli saha verilerini işleyerek olağandışı durumları (anomali) tespit eder ve karar vericilere otomatik raporlar sunar.

Başlıca işlevler:

- ✓ Gerçek zamanlı veri akışı üzerinden normal dışı davranışların belirlenmesi,
- ✓ Sensör, görüntü ve telemetri verilerinin birleşik analizi,
- ✓ Makine öğrenmesi (ML) teknikleri ile öngörüselsel analiz (predictive analytics),
- ✓ Yönetici panelleri üzerinden görselleştirilmiş veri sunumu (dashboard & heatmap).

Bu sistemler hem güvenlik hem de performans alanında kullanılabilir:

- Savunma tesislerinde güvenlik anomali tespiti,
- Enerji veya üretim sahalarında operasyonel verimlilik takibi,
- Kamu kurumlarında süreç performans analizleri.

4. Entegrasyon, Kurulum ve Sürekli Destek Hizmetleri

Tüm yazılım çözümleri, müşteri altyapısına özel olarak entegre edilmekte ve sonrasında sürekli destek modeliyle sürdürülmektedir.

Hizmet kapsamı:

- Yazılım kurulumu ve yapılandırma,
- Kullanıcı eğitimleri ve teknik dokümantasyon,
- Uzaktan erişimle sistem bakımı, versiyon güncellemeleri ve hata giderme,
- Sürekli performans takibi ve iyileştirme önerileri.

Şirket, müşterilerle uzun vadeli iş birliği anlayışı çerçevesinde çalışmakta olup, destek ekibi yazılımın devreye alınmasından sonra da 7/24 teknik hizmet sağlamaktadır.

5. Ar-Ge ve Yenilikçi Ürün Geliştirme Faaliyetleri

Şirket'in Ürün geliştirme stratejisi, tamamen yerli Ar-Ge ve sürdürülebilir inovasyon anlayışı üzerine kuruludur.

- Her yeni modül, mevcut sistemlerle uyumlu olacak şekilde geliştirilmektedir.
- Üniversiteler ve teknopark ekosistemi ile yürütülen ortak projeler sayesinde akademik bilgi birikimi, sahadaki uygulama tecrübesiyle birleştirilmektedir.
- Ar-Ge çalışmalarında yapay zekâ, makine öğrenmesi, veri madenciliği, görüntü işleme ve IoT tabanlı iletişim teknolojileri kullanılmaktadır.

Bu yapı, Şirket'e yüksek esneklik, hızlı ürünleştirme kabiliyeti ve ulusal savunma sanayisine entegre olabilme potansiyeli kazandırmaktadır.

6. Üretim Modeli ve Teknolojik Altyapı

Şirket üretim faaliyetlerini fiziksel montaj veya donanım imalatı üzerinden değil, tamamen yazılım üretimi ve dijital entegrasyon süreçleri üzerinden yürütmektedir.

- Üretim, kodlama – test – sürümleme – entegrasyon – destek döngüsü şeklinde ilerler.
- Tüm yazılım versiyonları sürüm kontrol sistemleriyle (Git, CI/CD altyapısı vb.) yönetilir.
- Testler dijital simülasyon ortamlarında gerçekleştirilir, böylece sahada devreye alma süreçleri sorunsuz ilerler.

Bu yaklaşım hem maliyet hem de kalite açısından endüstri 4.0'a uygun, çevik (agile) bir üretim modeli sunmaktadır.

1.2.3. Devam Eden Ar-Ge Projelerine İlişkin Bilgiler

TFYAZEK

TFYAZEK Projesi, termal görüntülerde nesne algılama ve takibini gerçekleştiren yapay zekâ tabanlı bir yazılım ve donanım çözümü geliştirmeyi amaçlayan bir Ar-Ge çalışması olup, özellikle YOLO ve Kalman filtresi modellerinin termal verilere uygun şekilde özelleştirilmesine odaklanmaktadır. Proje yatırımları kapsamında proje yönetimi kapsamında proje planı, zaman çizelgesi, iletişim ve risk yönetimi süreçleri işletilebilir hâle getirilmiş; gereksinim analizi ile kullanıcı ihtiyaçları, işlevsel gereksinimler ve izleme matrisi kesinleştirilmiştir. Veri toplama ve hazırlama kapsamında termal görüntülerin toplanması, sınıflandırılması, etiketlenmesi, ön işlenmesi ve veri kümesi güncellemeleri tamamlanmıştır. Model seçimi ve özelleştirme modülü altında YOLO ve Kalman tabanlı mimariler termal görüntülere uygun şekilde optimize edilmiş; model birleştirme ve entegrasyon kapsamında tespit ve takip modelleri arasında veri akışı, dönüşümler ve entegrasyon katmanı kararlı hâle getirilmiştir. Model eğitimi ve doğrulama modülü çerçevesinde çoklu hiperparametre deneyleri, aktivasyon fonksiyonu testleri, derinlik karşılaştırmaları, transfer öğrenme ve veri artırma senaryoları yürütülmüş, en iyi performans veren yapı seçilmiştir. Ardından performans değerlendirme ile model doğruluk, kesinlik, duyarlılık, F1 skoru ve takip istikrarı gibi metriklerle farklı senaryolarda test edilerek güçlü ve zayıf yönleri analiz edilmiştir. Gereksinim analizi, veri kümesi hazırlığı ve model tasarımı aşamaları tamamlanmış; model entegrasyonu, eğitim süreçleri ve performans testleri ise devam etmektedir. Bu kapsamda projenin mevcut tamamlanma oranı yaklaşık %85 seviyesindedir.

Proje faaliyetleri Türkiye’de yürütülmekle birlikte, geliştirilecek çözümün hem yurt içi hem yurt dışı savunma ve sınır güvenliği pazarlarında kullanılabilir olacak şekilde ölçeklenebilir ve çok platformlu bir mimariyle tasarlanması hedeflenmektedir. Finansman tamamen öz kaynaklarla sağlanmakta olup, proje kapsamında herhangi bir dış finansman, banka kredisi veya kamu destek mekanizması kullanılmamaktadır.

PROTECT AI: İSG Dijital İkiz ve Anomali Tespiti Platformu

PROTECT AI: İSG Dijital İkiz ve Anomali Tespiti Platformu Projesi, yüksek risk barındıran endüstriyel sahalarda insan, araç ve makine gibi dinamik varlıkların gerçek zamanlı takibini sağlayarak iş sağlığı ve güvenliği açısından kritik anomalileri tespit eden yapay zekâ tabanlı bir dijital ikiz altyapısı geliştirmeyi hedeflemektedir. Proje yatırımları kapsamında ihtiyaç analizi ve saha incelemesi ile mevcut İSG süreçleri detaylı şekilde analiz edilmiş, riskli saha noktaları tespit edilmiş ve açık/kapalı alan yapısı, iş gücü yoğunluğu ve makine çeşitliliği gibi parametreler dikkate alınarak alan bazlı risk sınıflandırması yapılmıştır. Yüksek tehlike barındıran bölgeler için çözüm senaryoları belirlenmiş ve teknik gereksinim seti netleştirilmiştir. Ardından kamera ve IoT donanım planlaması kapsamında sabit, PTZ ve termal kameraların optimal yerleşim planı çıkarılmış; LoRa, Zigbee veya Wi-Fi tabanlı iletişim topolojileri değerlendirilerek IoT cihazlarının konumlandırma ve ağ yapısı tasarlanmıştır. Görüntü çözünürlüğü, FPS ve kapsama açısı gibi donanımsal kriterler saha ihtiyaçlarına göre optimize edilmiştir. Veri toplama aşamasında sahadan farklı zaman dilimlerinde gündüz/gece, açık/kapalı alan ve değişken yoğunluk senaryolarını içeren video verileri toplanmış; IoT sensörlerinden sıcaklık, konum, hareket, gaz konsantrasyonu gibi zaman damgalı ölçümler kaydedilmiştir. Elde edilen veriler üzerinde veri etiketleme ve ön işleme kapsamında manuel ve yarı otomatik etiketleme gerçekleştirilmiş; insan, forklift, vinç gibi nesneler bounding box ve ID bilgisiyle işaretlenmiştir. Görüntü dengesizliklerini azaltmak için augmentasyon teknikleri uygulanmış; sensör verileri zaman serisi formatına dönüştürülerek görüntü verileriyle senkronize edilmiştir. AI model geliştirme kapsamında TransTrack tabanlı MOT modeli çoklu hedefleri ID kaybı olmadan takip edecek şekilde eğitilmiş; DeepSort ile hareket tahmini ve re-ID kabiliyetleri güçlendirilmiştir. Ayrıca YOLOv8 tabanlı modellerle PPE eksikliği, yasaklı bölge ihlali ve tehlikeli davranış tespiti için anomali senaryoları modellenmiştir. Tüm bu iş paketleriyle birlikte proje, saha güvenliği için bütünlük, veri odaklı ve yüksek doğrulukta çalışan bir yapay zekâ tabanlı risk tespit platformu oluşturacak seviyeye ulaşmıştır. Bu doğrultuda projenin mevcut tamamlanma oranı yaklaşık **%35** seviyesindedir.

Proje faaliyetleri Türkiye genelinde çeşitli endüstriyel kullanım alanlarına uyarlanabilir şekilde tasarlanmakta olup, geliştirilecek platformun limanlar, maden sahaları, enerji tesisleri ve üretim hatları gibi farklı sektörlerde uygulanabilir esneklikte olması hedeflenmektedir. Çalışmaların tamamı yerli mühendislik kapasitesiyle yürütülmekte, finansman ise tamamen şirket öz kaynakları ile sağlanmakta olup herhangi bir dış finansman, kredi veya kamu destek mekanizmasından yararlanılmamaktadır. Projenin çıktıları hem yurt içi hem yurt dışı pazarlarda ihraç edilebilir nitelikte yüksek katma değerli bir güvenlik teknolojisi oluşturmayı amaçlamakta ve şirketin dijital ikiz tabanlı İSG çözümleri alanındaki konumunu güçlendirecek stratejik bir yatırım niteliği taşımaktadır.

REPORT-AI – Yapay Zekâ Destekli Otomatik İSG Denetim ve Raporlama Sistemi

REPORT-AI Projesi, kurum içi raporlama, doküman üretimi ve metin tabanlı iş süreçlerini yapay zekâ ile otomatikleştirmeyi amaçlayan gelişmiş bir yazılım çözümünün tasarlanması, geliştirilmesi ve ürünleştirilmesine yönelik Ar-Ge faaliyetlerini kapsamaktadır. Proje kapsamında yapılan yatırımlar; yapay zekâ destekli metin oluşturma ve özetleme modelleri, kurumsal doküman yönetimi için geliştirilecek backend ve frontend modülleri, güvenli veri işleme altyapısı, kullanıcı dostu arayüzler ve entegrasyon API’lerinden oluşmaktadır. TRL seviyesinin erken aşamalarında bulunan projede konsept çalışmaları, ihtiyaç analizi ve temel mimari çerçeve ortaya konmuş olup; model seçimi, veri hazırlama, prototip algoritma geliştirme ve arayüz tasarım süreçleri başlangıç seviyesinde ilerlemektedir. Proje, 01.11.2025 tarihinde başlamış olup; henüz başlangıç aşamasındadır.

Proje faaliyetleri Türkiye’de yürütülmekte olup, geliştirilecek platformun kamu kurumları, özel sektör işletmeleri ve uluslararası ölçekli organizasyonlarda kullanılabilir bir yapıda olması hedeflenmektedir. Ürün; ölçeklenebilir, çok dilli, güvenli ve entegrasyon odaklı mimarisi sayesinde ülke içinde ve yurt dışında geniş bir kullanıcı kitlesine hitap edecek nitelikte tasarlanmaktadır. Finansman yapısı tamamen şirket öz sermayesine dayalıdır; banka kredisi, hibe veya başka tür dış kaynak kullanılmamış, tüm Ar-Ge ve geliştirme giderleri şirket tarafından karşılanmıştır. Proje tamamlandığında, kurumların operasyonel verimliliğini artıran, raporlama süreçlerini hızlandıran ve yapay zekâ tabanlı otomasyon kabiliyeti yüksek bir platform olarak ticarileştirilmesi hedeflenmektedir.

MULTI-SENSE AI – Termal, RGB ve LiDAR Füzyonuyla Gelişmiş Nesne Algılama ve Takip Platformu

MULTI-SENSE AI Projesi, düşük görünürlük koşullarında güvenilir nesne algılama ve çoklu hedef takibi sağlayan, termal–RGB–LiDAR sensör verilerinin yapay zekâ tabanlı füzyonu üzerine kurulu gelişmiş bir karar destek platformu geliştirmeyi hedeflemektedir. Proje kapsamında yapılan yatırımlar; multimodal veri entegrasyonu için sensör altyapısının oluşturulması, derin öğrenme tabanlı nesne algılama ve takip modellerinin geliştirilmesi, Vision Transformer, SAM ve YOLOv8 gibi güncel yapılar üzerine inşa edilecek özel mimariler, edge AI optimizasyonu, veri işleme ve füzyon katmanları ile kullanıcı arayüzü bileşenlerini içermektedir. TRL3 seviyesinde yer alan projede teknoloji konsepti deneysel olarak kanıtlanmış olup; sensör entegrasyonu ve veri toplama altyapısının tasarımı, füzyon yaklaşımının kurgulanması ve temel yapay zekâ mimarisine ilişkin hazırlık çalışmaları tamamlanmıştır. Proje, 01.11.2025 tarihinde başlamış olup; henüz başlangıç aşamasındadır.

Proje Türkiye’de yürütülmekte olup, savunma, sınır güvenliği, arama-kurtarma, afet yönetimi ve endüstriyel izleme gibi farklı sektörlerde uygulanabilecek ölçeklenebilir bir mimariyle tasarlanmıştır. Donanım entegrasyonundan yazılım modellemesine kadar tüm çalışmalar yerli mühendislik kabiliyeti doğrultusunda gerçekleştirilmektedir. Projenin finansmanı tamamen şirket öz kaynaklarıyla karşılanmakta; banka kredisi, kamu desteği veya özel sektör yatırımı gibi dış kaynaklar kullanılmamaktadır. Geliştirilecek platformun hem yurt içi hem yurt dışında kullanılabilir, ihracata uygun, yüksek katma değerli bir yapay zekâ güvenlik ürünü hâline getirilmesi hedeflenmektedir. Bu yönleriyle MULTI-SENSE AI, Türkiye’nin çoklu sensör füzyonu ve otonom algılama teknolojilerinde dışa bağımlılığını azaltmayı ve ulusal ölçekte stratejik teknoloji üretim kapasitesini güçlendirmeyi amaçlayan önemli bir Ar-Ge yatırımdır.

1.3. Sektör

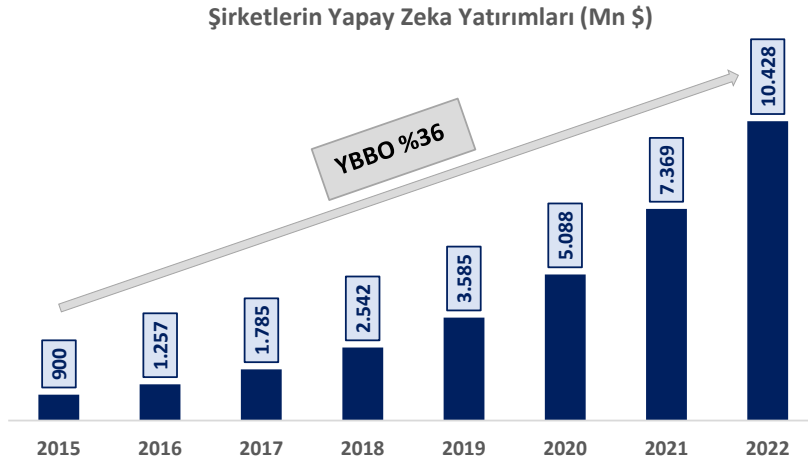
1.3.1. Bilişim Teknolojileri Sektörü

Günümüzde şirketler, iş süreçlerini optimize etmek ve verimliliği artırmak adına yapay zekâ teknolojilerini daha fazla kullanmaktadır. Sektöre özgü gereksinimleri karşılamak üzere tasarlanmış bulut hizmetlerinin kullanımı her geçen gün artmaktadır. Son yıllarda iş süreçlerinin otomatikleştirilmesi için kullanılan yapay zekâ teknolojileriyle birlikte, insan etkileşimini minimize etmeyi amaçlayan hiperotomasyon gündeme gelmiştir. Gün geçtikçe farkındalığın artmasıyla şirketler teknoloji gündemlerine sürdürülebilirliği entegre etmeye başlamıştır.

Teknolojik gelişmeler, AI altyapılı sistemlerin her zamankinden daha yaygın ve kolay şekilde sağlanmasına olanak tanımaktadır. Şirketler, süreç akışlarının otomatikleştirilmesi yoluyla işletme verimliliğini artırmak ve maliyetleri düşürmek amacıyla AI kullanmaktadır. Örneğin, AI destekli sohbet botları şirketlerin süreç maliyetlerini %30'a kadar düşürmelerine olanak sağlar. Ayrıca yapay zekâ stratejisi olan şirketlerin, bu alanda bir stratejisi olmayan şirketlere kıyasla hedeflerine ulaşma ihtimali 1,7 kat daha fazladır.

Üretken yapay zekâ (Generative AI) teknolojisinin de gelişmesiyle, yapay zekâyı yardımcı teknoloji olarak kullanan şirketler uygulama geliştirme süresini kısaltmaktadır. Üretken yapay zekâ, öğrendiği verilerin özelliklerini yansıtan, ancak tekrar etmeyen yeni veriler üretir. Bu süreç için, mevcut verileri öğrenebilir. Görüntü, video, müzik, konuşma, metin, yazılım kodu ve ürün tasarımları gibi çeşitli yeni içerikler üretebilir. Üretken AI'ın kod, tasarım ve yazılar gibi zaman gerektiren işleri saniyeler içinde yapmasının ekonomik ve sosyal etkilerinin kısa vadede kendini göstermektedir.

ChatGPT ve DALL-E gibi uygulamaların kullanımı yaygınlaşmakta; kod, yazı, video, simülasyon ve diğer çıktılar yapay zekâ tarafından üretilebilmektedir.



2025'e kadar üretken yapay zekâ tarafından üretilen verilerin, tüm verilerin %10'unu oluşturması beklenmektedir. 2025'e kadar, büyük kuruluşlardan gelen pazarlama mesajlarının %30'unun AI tarafından üretileceği öngörülmektedir. 2027 yılına kadar üreticilerin %30'unun ürün geliştirme verimliliğini artırmak için üretken yapay zekâ kullanması beklenmektedir.

Yapay zekanın değeri artık tartışılmazken, gündem artık yapay zekanın en verimli nasıl kullanılabileceği haline geldi, verimliliği artırma noktasında da çalışanların ve kullanıcıların yapay zekaya güveni kritik önem taşımaktadır. Şirketler için bilgisayarlar sayısal işlemlerden ibaret olmaktan çıkarak, karar verme süreçlerine de dahil olmaya başladıkça, yapay zekaya olan güven önem kazanmaya başladı. Birçok iş sürecinin veri odaklı olmaya başladığı günümüzde, yapay zekaya güvenerek daha verimli kullanan şirketler, hedeflerine ulaşma yolunda daha hızlı ilerlemektedir. Sektörlerde yapay zekâ kullanımının yaygınlaşması, teknolojiye erişimi de daha kolay hale getirdi. Erişimin de kolaylaşması sonrasında, daha iyi algoritmayı oluşturmak değil, yapay zekaya olan güven ve verimli kullanım daha önemli hale geldi.

Yapay zekanın dışında sektörel bulut platformlarını kullanan şirketler; SaaS, PaaS ve IaaS ile sektöre özgü işlevsellik sunarak spesifik gereksinimlere cevap verecek olan sistemleri kullanmaktadır. Şirketlerin, değişen taleplere ve iş yapış şekillerine yanıt verebilmek ve çevikliklerini artırmaları adına sektörel bulut platformlarına

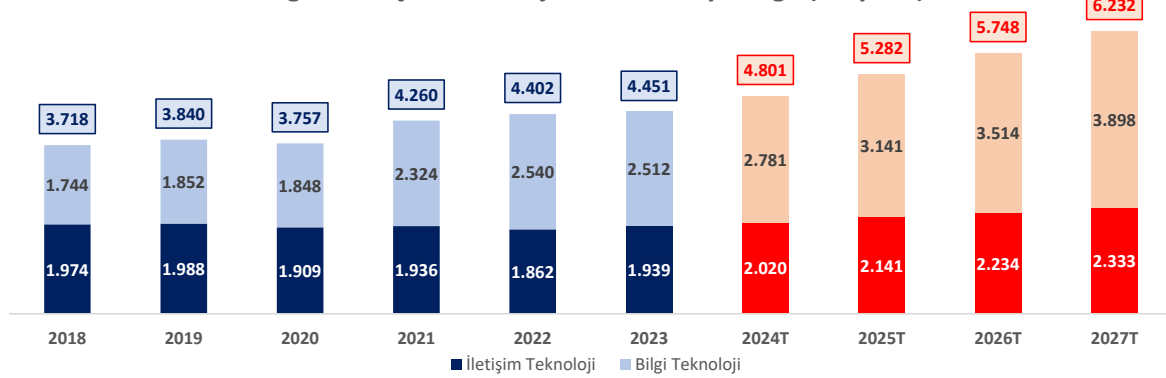
yapılacak yatırımları artırması beklenmektedir. 2027 yılına kadar işletmelerin %50'sinden fazlasının iş girişimlerini hızlandırmak için sektörel bulut platformlarını kullanması beklenmektedir.

Meta Bulut yaklaşımı; depolama, yapay zekâ, veri, güvenlik, yönetim ve uygulama geliştirme gibi ortak hizmetlere erişim sağlayan bir uyumluluk katmanı oluşturur. Bu katman ile birden fazla bulut platformunu kontrol altında tutarak güvenliği ve uygulamaların tutarlı bir şekilde çalışmasını sağlar. Bulut hizmetlerini basitleştirerek şirketler güvenlik riskini azaltabilir, kullanıcı gizliliğini artırabilir, maliyetleri düşürebilir ve daha az kaynakla daha fazla iş yapabilir.

Organizasyon odaklı hiperotomasyon, organizasyonların iş ve BT süreçlerini mümkün olduğunca hızlı bir şekilde tanımlamak, değerlendirmek ve otomatikleştirmek için kullandıkları disiplinli bir yaklaşımdır. Hiper otomasyon; AI, makine öğrenimi, robotik süreç otomasyonu (RPA), iş süreç yönetimi (BPM) gibi birden fazla teknoloji, araç veya platformun entegrasyonunu içerir. Hiperotomasyonun trend olmaya devam etmesinin ana nedeni, şirketlerin sürekli olarak devam eden hızlandırılmış büyüme talebi olması ve otomasyonun herhangi bir teknoloji ya da sağlayıcıya bağlı kalmaksızın iş süreçlerine entegre edilebilmesidir.

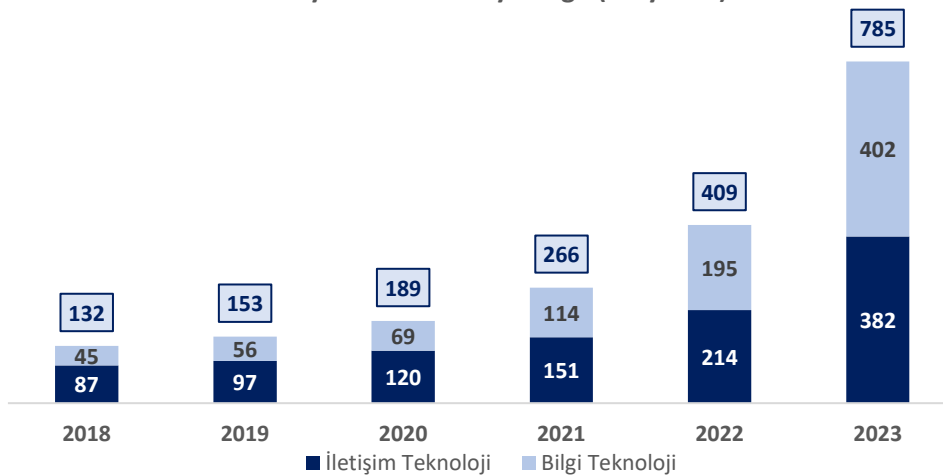
TÜBİSAD'ın Mayıs 2024'de açıkladığı "Bilgi ve İletişim Teknolojileri Sektörü-2023 Pazar Verileri" Raporu'na göre global BİT Pazar büyüklüğü 2023 yılında %1,1'lik büyüme ile 4,45 trilyon dolar seviyesine yükselirken bilgi teknolojileri pazarı aynı oranda daralma göstermiş; iletişim teknolojileri pazar büyüklüğünde ise %4,1'lik bir büyüme görülmüştür. Global BİT pazar büyüklüğünün 2024 yılında 4,8 trilyon dolar seviyesine ulaştıktan sonra yıllık %9 büyüme ile 2027 yılında 6,2 trilyon dolar büyüklüğe ulaşacağı öngörülmektedir.

Bilgi ve İletişim Teknolojileri Pazar Büyüklüğü (Milyar \$)



Türkiye'de 2023 yılında pazar büyüklüğü 784,6 milyar TL'ye (33 milyar USD'ye) ulaşmıştır. 2019-2023 yılları arasında sektörün TL bazındaki yıllık ortalama büyümesi %50 civarında seyretmiştir. Türkiye'de Bilgi Teknolojileri, İletişim Teknolojileri'ne göre 2019-2023 yılları arasında daha hızlı büyümüş olup, 2023 senesinde pazar büyüklüğü olarak İletişim Teknolojileri'nin önüne geçmiştir.

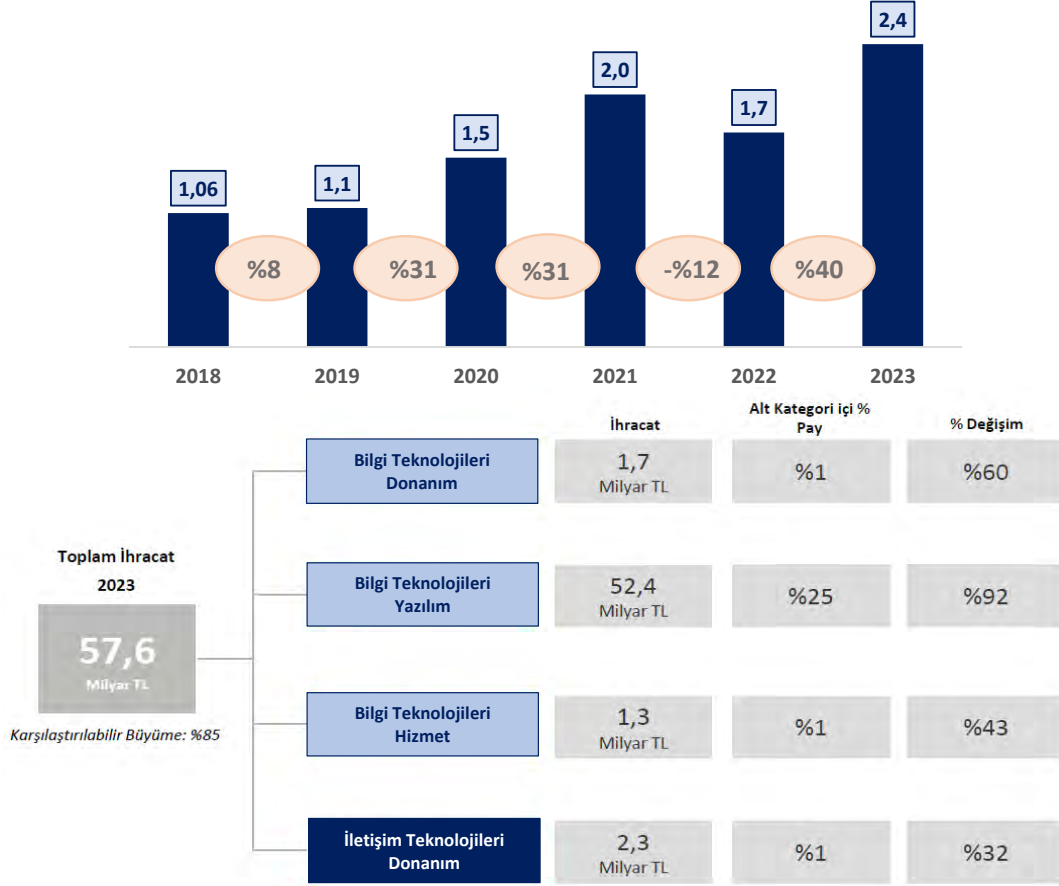
Türkiye BİT Pazar Büyüklüğü (Milyar TL)



Sektörün toplam ihracatı 2019-2023 yılları arasında dolar bazında yıllık ortalama %21 büyümüştür. 2023 yılında toplam sektör büyüklüğü TL bazında % 83 büyümüş olup toplam ihracatta da buna paralel olarak %85'lik büyüme gözlenmiştir. Artışı destekleyen en önemli kategori, ihracat içerisinde de en büyük paya sahip olan Bilgi

Teknolojileri-Yazılım kategorisindeki büyümedir. 2019-2023 arası dolar bazında ihracatta yıllık ortalama büyüme yaklaşık %22 olarak gözlenirken, 2021-2022 arası değişen kurlar ile 2021-2022 arası dolar bazında daralma gözlenmiştir. Ancak bu durum 2022-2023 yılları arasında değişerek %40'lık bir büyüme elde edilmiştir

Bilgi ve İletişim Teknolojileri İhracatı (Milyar \$)

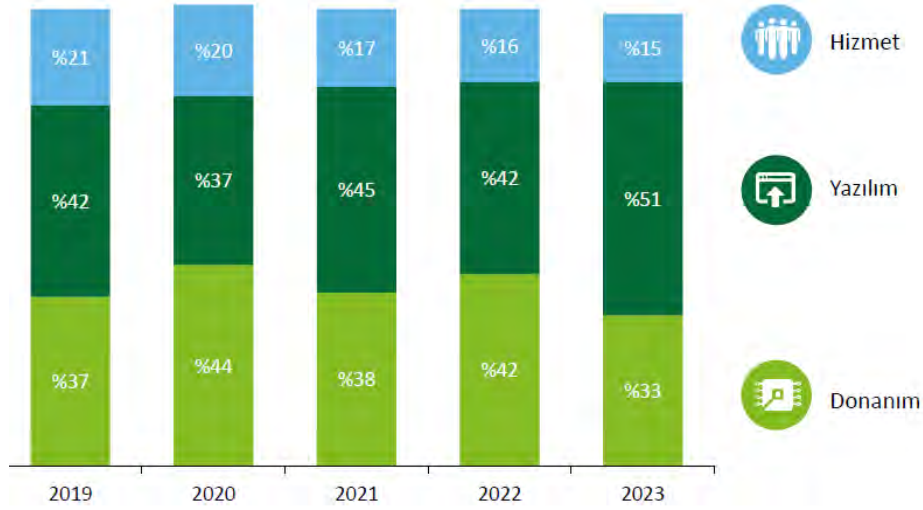


Sektörün toplam istihdamı %11'lik büyüme ile 2023 yılında 237 bin kişiye ulaşmıştır. 2024 yılında sektör istihdamının artmasını bekleyen sektör oyuncularının oranı 2023'e göre azalmıştır.



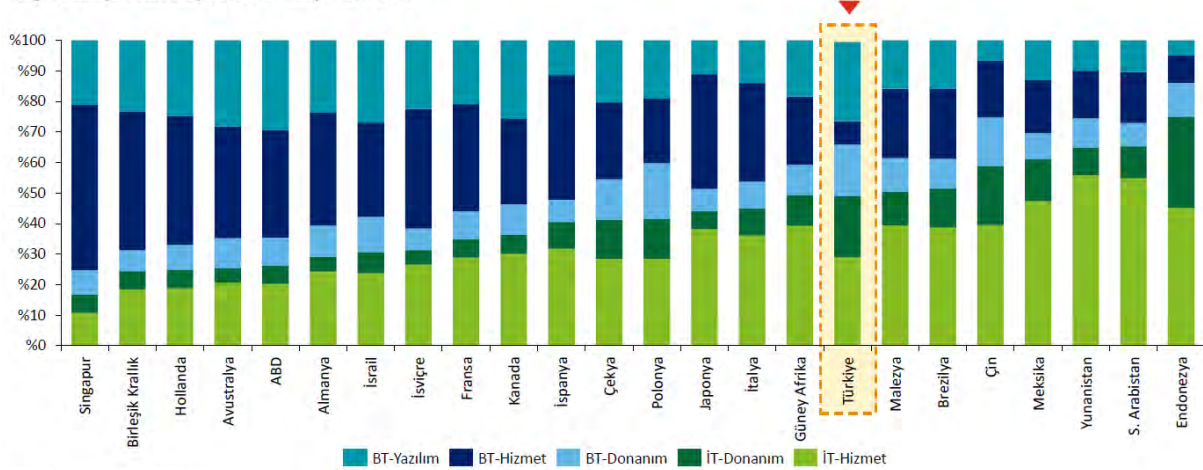
2023 yılında yaşanan değişimler, bilgi teknolojileri pazar bileşenleri dağılımında yazılımın payının artmasına ve donanımın payının azalmasına sebep olmuştur. 2023 yılında toplam pazar içindeki Bilgi Teknolojilerinin payında kayda değer bir artış gözlenmiştir. Bilgi Teknolojilerinin alt kategorilerinde de geçen yıla göre yaşanan değişim dikkat çekmektedir. 2020-21 arasında payı kayda değer miktarda düşen donanımın, 2023 yılında da düştüğü görülmektedir. Bilgi Teknolojileri pazarının yarısına yakınıni oluşturan yazılım tarafında 2020-2021 arasındaki yükseliş sonrası 2021-2022 arasında düşüş gözlemlenmiştir.

Bilgi Teknolojileri Pazar Bileşenleri



Değerlendirmeye alınan ülkeler arasında toplam sektör büyüklüğü içerisinde Bilgi Teknolojileri'nin payına göre sıralama yapıldığında Türkiye gelişmekte olan ülkelere benzer bir profil göstermektedir.

Bilgi ve İletişim Teknolojileri Pazar Bileşenleri, 2023



Kaynak: TÜBİSAD, Gartner, Deloitte analizi

1.3.2. Siber Güvenlik Sektörü

Bilgi İşlem Teknolojileri, toplumu birçok alanda etki altına alması ile birlikte kritik bir varlık olarak değerlendirilmiştir. Bu yüzden teknolojinin bu kadar etkin olarak kullanıldığı günümüzde, çeşitli problemler ile karşılaşılması kaçınılmazdır. Bilgi güvenliği sadece kişisel bazda değil, toplumu oluşturan diğer kurumları da ciddi oranda ilgilendirmektedir. Firmalar ve devlet kurumları çerçevesinde bilgi ve bilişim güvenliği üzerinde kapsamlı çalışmalar yapılmakta ve bu konuda farkındalığın artırılması için çok ciddi araştırmalar yapılmaktadır.

Son zamanlarda bilişim sistemlerine ait saldırı ve güvenlik ihlalleri hızla artmaktadır. Yapılan araştırmalarda bilişim teknolojilerinin birer saldırı unsuru, kullandığımız sistemler de birer hedef haline geldiği vurgulanmıştır. Özellikle iletişim, banka hizmetleri, kamu faaliyetleri, savunma sistemleri, askeri sistemler ve ağ sistemleri gibi unsurlar ana hedef haline gelmiştir. Bu kapsamda bilgi güvenliğinin temel prensiplerine hâkim olma ve bunları pratik hayatta kullanmak oldukça önem kazanmaktadır.

Tanımlara bakılarak; "siber" kavramı için, bilgisayar ve buna bağlı elektronik sistemlerden meydana gelen ortam, "bilişim" için ise bu meydana gelen teknolojik ortamlardan faydalanma anlamlarının çıkarılabileceği görülmektedir. Siber güvenlik (Cyber Security); siber ortamda kurum kuruluş ve kullanıcıların varlıklarını korumak amacıyla kullanılan araç, politika, güvenlik kavramları, risk yönetim yaklaşımları, güvenlik teminatları,

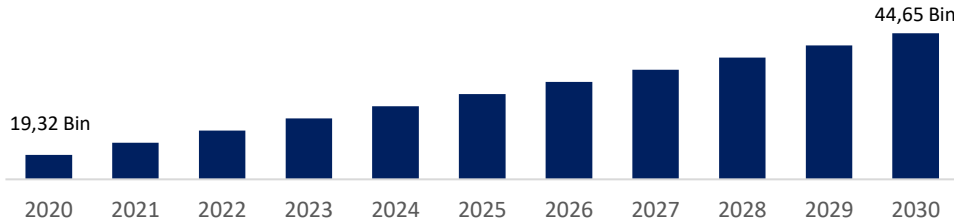
faaliyetler, eğitimler, uygulamalar ve teknolojiler bütünüdür. Bu tanım kurum ve kuruluşların bilgi işlem donanımları, personel, altyapı, uygulamalar, hizmetler, elektronik haberleşme sistemleri ve siber ortamda iletilen ve saklanan tüm bilgileri kapsamaktadır.

Siber saldırılar herhangi bir kullanıcının bilgilerini çalmaktan, ülkelerin stratejik önem arz eden sistemlerinin çalışmalarını engellemeye kadar çok geniş bir alanı risk altında bırakmaktadır. Bunun yapılması kasıtlı olabileceği gibi kasıtsız bir şekilde de olabilir. Siber tehditlerin virüs, casuslar, bilgisayar korsanları, terörist gruplar, yabancı ulusların istihbarat birimleri gibi birçok kaynaktan gelmesi muhtemeldir.

Küresel Endüstriyel Siber Güvenlik Pazarı büyüklüğünün 2022 yılında 22,91 milyar ABD doları değerinde olduğu ve 2030 yılına kadar 44,65 milyar ABD dolarına ulaşarak 2023'ten 2030'a kadar %8,54'lük bir Bileşik Büyüme Oranı ile büyüyeceği tahmin edilmektedir. Endüstriyel siber güvenlik pazarının büyümesi, artan sayıda Üstün siber güvenlik platformlarını teşvik eden politika ve prosedürlerin uygulanması da dahil olmak üzere güçlü bir siber güvenlik ağının yatırımları ve sürekli geliştirilmesi. KOBİ'ler arasında bulut tabanlı güvenlik çözümlerine olan artan ihtiyaç, pazarın büyümesini daha da artırıyor. Çalışma kapsamında raporda ABS Group of Companies, Inc., Bechtel Corporation, Cisco Systems, Inc., Fortinet, Inc., Honeywell International Inc., Microsoft, Rockwell Automation, Schneider Electric, Siemens, Thales, IBM ve diğerleri yer almaktadır.

Nesnelerin İnterneti (IoT) ve bulut bilişim gibi yeni teknolojilerin kullanıma sunulması, siber saldırılara ve veri ihlallerine karşı koruma sağlamak üzere tasarlanmış çeşitli endüstriyel sektörlerde artan siber güvenlik ihtiyacını da hızlandırdı. Ancak eğitilmiş profesyonellerin eksikliği pazarın genişlemesini sınırlıyor. Siber güvenlik hizmetlerine ilişkin yanlış kanılar ve Nesnelerin İnterneti cihazlarıyla ilgili duyarlılık sorunları, pazarın büyümesi önünde önemli engeller teşkil ediyor.

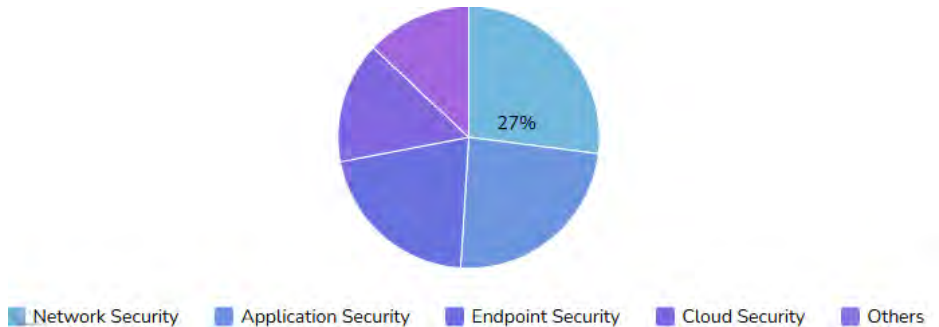
Küresel Endüstriyel Siber Güvenlik Pazarı Büyüklüğü
2020-2030 (Milyar ABD Doları)



Bağlantılı cihazların güvenliğini sağlama ihtiyacına ilişkin artan farkındalık ve genelinde güvenliği artırmak için bilgi teknolojisi (IT) ile operasyonel teknoloji (OT) ekipleri arasında daha iyi koordinasyon ihtiyacı Endüstriyel sistemler ve ağlar, endüstriyel siber güvenlik pazarının büyümesini hızlandırıyor. CAraç korsanlığı, mobil cihaz güvenliği ve yapay zekanın (AI) siber saldırılar için olası kullanımına ilişkin endişeler de gündeme geldi ve bu da endüstriyel siber güvenlik platformlarına olan ihtiyacı hızlandırdı.

Küresel endüstriyel siber güvenlik pazarı türe, bileşene, son kullanıcıya ve coğrafyaya göre bölümlere ayrılmıştır. Türe göre pazar, ağ güvenliği, uç nokta güvenliği, bulut güvenliği, uygulama güvenliği ve diğerleri olarak sınıflandırılır. Ağ güvenliği segmenti, 2022 yılında 6,28 milyar ABD doları piyasa değeriyle hakim segment oldu. Segmentin büyük piyasa değeri, ağ güvenlik cihazlarının sayısındaki artışa ve çeşitli kurumsal ağların güvenliğine yönelik artan talebe bağlıdır.

Küresel Endüstriyel Siber Güvenlik Pazar Payı Türe Göre, 2022 (%)



Son kullanıcıya dayalı olarak pazar, enerji ve kamu hizmetleri, ulaşım sistemleri, kimyasallar ve imalat ve diğer kategorilere ayrılmıştır. Enerji ve kamu hizmetleri segmenti, 2022'de 8,63 milyar ABD doları piyasa değeriyle hakim segment oldu. Segment büyümesi, endüstriyel kontrol sistemlerini siber saldırılardan korumaya yönelik endüstriyel siber güvenlik çözümlerine olan artan ihtiyaçtan kaynaklanıyor. Enerji ve hizmet çözümleri, endüstriyel ortamlarda entegre, otomatik koruma sağlayarak sektör genelinde güvenliğe yardımcı oluyor.

Kuzey Amerika Endüstriyel Siber Güvenlik Pazarı'nın küresel pazardaki payı 2022 yılında 9,71 milyar ABD doları değerlendirme ile %42 civarında gerçekleşti. Pazar büyümesi, ABD ve Kanada'da özellikle enerji, su, ulaşım ve üretim sistemleri dahil olmak üzere kritik altyapılara ilişkin siber güvenlikle ilgili artan endişelerden kaynaklanıyor. ABD hükümeti politikalar, düzenlemeler ve en iyi uygulamaları geliştirerek endüstriyel siber güvenliği ele almak için adımlar atıyor.

Ayrıca ülkenin kritik altyapısını siber tehditlerden korumak amacıyla Siber Güvenlik ve Altyapı Ajansı (CISA) devreye alındı. Ayrıca bölgedeki kuruluşlar, sistemlerini güvence altına almak için güvenli kodlama uygulamaları, düzenli yazılım güncellemeleri, izinsiz giriş tespit ve önleme sistemleri ve çalışanların eğitimi gibi önde gelen uygulamaları kullanma çabalarını inceliyor. Federal hükümet, kuruluşlara siber güvenliklerini iyileştirmeleri için kaynak ve rehberlik sağlama çabalarını sürdürüyor ve kuruluşları, bölge genelinde pazar büyümesini teşvik eden sistemlerini güvence altına almak için en iyi uygulamaları benimsemeye teşvik edecek teşvikler sağlıyor.

Asya Pasifik, hükümetin risk değerlendirmeleri, güvenlik açığı değerlendirmeleri, düzenli güvenlik denetimleri ve olay müdahale planlamasını içeren siber güvenliğe yönelik proaktif bir yaklaşıma yönelik artan odağının etkisiyle 2022'de %20'lik pazar payıyla en hızlı büyüyen bölge oldu. Bölgedeki hükümet, bölgenin kritik altyapısının güvenliğinin iyileştirilmesine odaklanmayı teşvik eden girişimler sağlıyor.

Örneğin, Avustralya hükümeti yakın zamanda kritik altyapı sektörlerinde siber güvenliği iyileştirmeye yönelik girişimleri içeren Siber Güvenlik Stratejisi 2020'yi başlattı. Benzer şekilde Singapur hükümeti, ülkenin kritik altyapısının siber tehditlere karşı dayanıklılığını güçlendirmek için bir Siber Güvenlik Yasası geliştirdi. Bölgedeki pazar tedarikçileri yenilikçi siber yetenekler başlatıyor, güvenlik veri merkezlerinin kapladığı alanı genişletiyor ve kuruluşların savunmalarını güçlendirmelerine ve tahmini zaman dilimi boyunca pazar payını artıran dijital dönüşümlerini katalize etmelerine yardımcı olmak için özel bir mühendislik ekibi kurmaya devam ediyor.

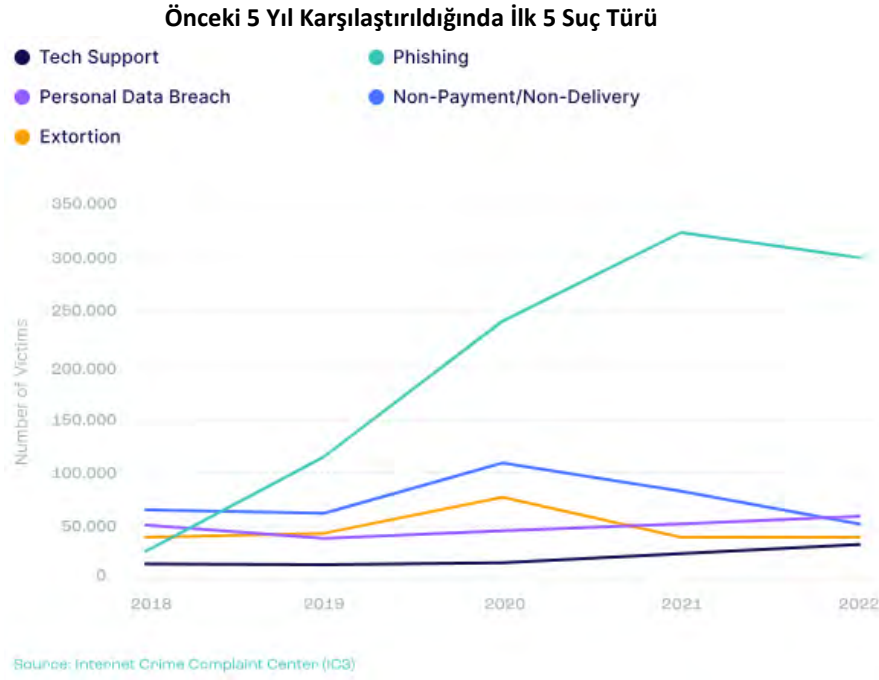
Dünya Çapında Siber Tehdit

Siber Güvenlik Puanları, NCSI, GCI ve CEI'nin en son puanlarının toplanması ve ardından bu üç veri noktasının ortalamasının hesaplanmasıyla hesaplanır. Ölçeğin diğer ucunda siber suçlara karşı en az korumayı sunan ülkeler yer alır. Bu ülkelerin siber suçlarla ilgili çok zayıf mevzuatları vardır hatta hiç yoktur ve bu nedenle hassas işlemleri işlerken en büyük riski taşırlar.

Ülke	Ulusal Siber Güvenlik Endeksi (NCSI) 2020	Siber Güvenlik Risk Endeksi, 2020	Siber Güvenlik Puanı (NCSI, GCI ve CEI'nin Ortalaması)
Belçika	94.81	96.25	90.69
Finlandiya	85.71	95.78	90.16
İspanya	88.31	98.52	88.61
Danimarka	84.42	92.60	88.44
Almanya	90.91	97.41	88.07
Litvanya	93.51	97.93	87.25
Fransa	84.42	97.60	86.41
İsveç	84.42	94.55	85.99
Birleşik Krallık	77.92	99.54	85.59
Portekiz	89.61	97.32	85.54

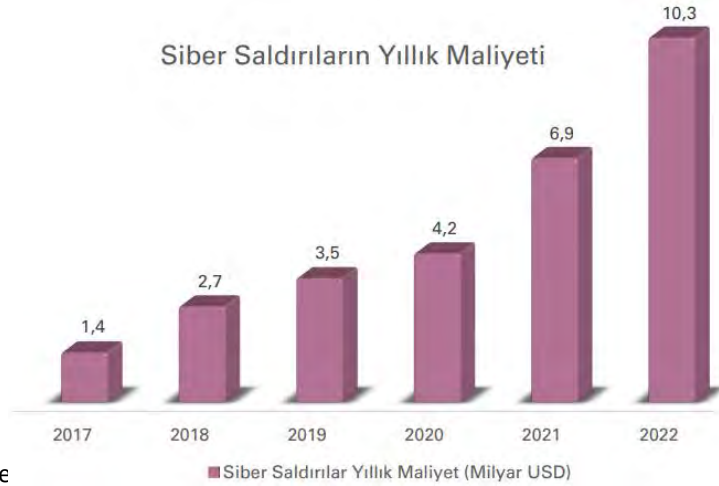
İlk üç sırada sırasıyla 90.69, 90.16 ve 88.61 Siber Güvenlik Puanıyla Belçika, Finlandiya ve İspanya yer almaktadır. Siber Güvenlik Puanı düşük olan ilk üç ülke sırasıyla 5.63'lük Siber Güvenlik Puanı ile Afganistan, 18.60'lık Siber Güvenlik Puanı ile Myanmar ve 19.72'lik Namibya oldu.

Aşağıdaki tabloda 2022'nin en sık bildirilen siber suçlarını ve 2018'e kadar uzanan süreci görülmektedir. Bu rakamlar FBI tarafından yönetilen ABD İnternet Suç Şikâyet Merkezi'nden (IC3) gelmektedir. Muhtemelen vakaların azınlığı göz önüne alındığında yalnızca ABD'de işlenen siber suçlarla sınırlı ve yalnızca gerçekten bildirilen suçları yansıtır. Ancak, siber suçluların izlediği güncel eğilimlere dair fikir vermekte ve internetin yasadışı faaliyetler için en yaygın olarak hangi şekillerde kullanıldığını göstermektedir.



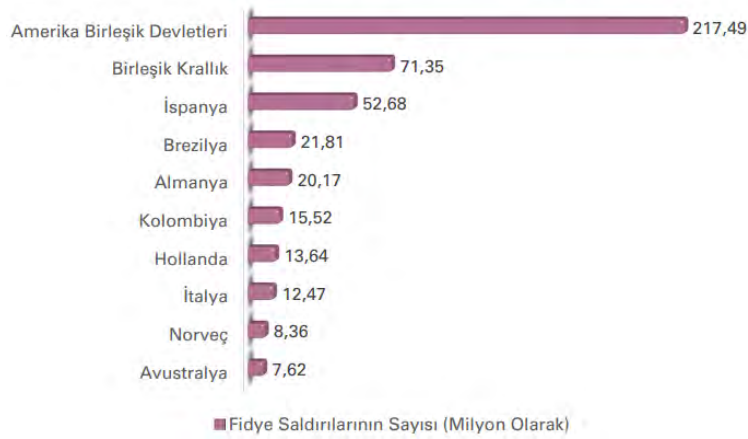
Siber Suçlar

2022 verileri, siber saldırı maliyetlerinin global çapta önemli bir artış gösterdiğini belirtiyor. Bu durum, siber güvenlik önlemlerinin sürekli güncellenmesinin ve yeni tehditlere karşı hızla uyum sağlayabilmenin gerekliliğini vurgulamaktadır. Risk yönetimi ve erken müdahale yatırımlarının maliyeti, saldırı sonrası finansal kayıplara kıyasla daha düşük olduğundan, kurumların güvenlik politikalarını güncel tutmaları finansal açıdan hayati önem taşımaktadır.



Grafik incelendiğinde de görülmektedir. Bu durum, siber güvenlik önlemlerinin sürekli güncellenmesi ihtiyacını ortaya koyuyor. Birleşik Krallık ve İspanya'nın da yüksek sayıda saldırıyla karşılaştığı göz önüne alındığında, uluslararası düzeyde siber güvenlik iş birliğinin ve koordinasyonun öneminin daha da arttığı görülmektedir.

Fidye Saldırılarının En Çok Hedef Aldığı Ülkeler



2022'de 493 milyondan fazla fidye yazılımı saldırısı girişimi görüldü. Fidye saldırısı girişimlerinde bir önceki yıla göre bir düşüş gözlenmiş olmasına rağmen, bu girişimlerin sayısı hala yarım milyara yakın bir seviyededir. Bu durum, fidye yazılımlarının devam eden ciddi bir siber tehdit olduğunu ve savunma stratejilerinin sürekli güncellenmesi gerektiğini ortaya koymaktadır. Kamu ve hizmet sektörlerinin fidye saldırıları karşısında en yüksek etkiyi aldığını, finans ve BT sektörlerinin ise görece daha az etkilendiğini ortaya koyuyor. Bu durum, finans ve BT sektörlerinin siber güvenlik önlemlerinde daha ileri seviyede olabileceğine işaret ederken, diğer sektörlerin izleme ve savunma mekanizmalarına daha fazla yatırım yapmalarının gerekliliğini vurgulamaktadır.

Güvenlik Açıkları ve İhlaller

İşletmeler giderek daha fazla dijital teknoloji ve platform benimserken, veri temas noktalarındaki patlama güvenlik açıklarını artırdı. Ulusal Güvenlik Açığı Veritabanı (NVD), yarısı yüksek veya kritik öneme sahip olarak sınıflandırılan 30.000'den fazla yeni Ortak Güvenlik Açığı ve Maruziyet (CVE) kaydetti.

2023 MoveIt güvenlik açığı ve açık kaynak dünyasındaki Log4j gibi siber olaylar, dünya çapındaki kuruluşlar için birçok zorluğa neden oldu. Ayrıca, veri ihlalleri son on yılda %200 artarak artış eğilimi gösterdi.

- Her 17 dakikada bir yeni bir güvenlik açığı tanımlanıyor ve yayınlanıyor. Tüm güvenlik açıklarının yarısı son beş yılda yayınlandı
- Veri ihlallerinin sayısı 2013 ile 2022 arasında %200 arttı. Araştırmalara göre 2021 ile 2023 arasında 2,6 milyardan fazla kişisel kayıt tehlikeye atıldı
- 2024 yılında, küresel bir veri ihlalinin ortalama maliyeti, bir önceki yıla göre %10 artışla 4,88 milyon dolardı
- Güvenlik ekiplerinin bir veri ihlalini tespit edip kontrol altına alması ortalama 277 gün sürerken, kaybolan veya çalınan kimlik bilgilerini içeren ihlallerin tespit edilip kontrol altına alınması 328 gün sürüyor
- Verizon'un "Veri İhlali Araştırma Raporu"na göre, veri ihlallerinin %68'inin ortak temel nedeni insan unsurudur

IMF'ye (Uluslararası Para Fonu) göre, siber saldırıların sıklığı COVID-19 salgınından bu yana iki katına çıktı. Siber saldırıların bildirilen maliyetleri değişiyor; Cybersecurity Ventures, 2025 yılına kadar değeri 10,5 trilyon dolar olarak tahmin ederken, başka bir tahmin, siber suçun maliyetinin 2027 yılına kadar 23 trilyon dolar olacağını belirtiyor. Siber saldırıların maliyeti ve sıklığı bağlamında bazı ilgili siber güvenlik istatistikleri aşağıdaki gibidir.

- Avrupa ve ABD'de 1.000'den fazla çalışanı olan şirketlere yönelik siber saldırıların ortalama maliyetinin 53.000 dolardan fazla olduğu tahmin ediliyor
- Yarı iletken endüstrisi tedarikçisi MKS Instruments, fidye yazılımı saldırısından dolayı gelirinin 200 milyon dolar olumsuz etkilendiğini bildirdi
- 2024 yılında bir veri ihlalinin küresel ortalama maliyeti, bir önceki yıla göre %10 artışla 4,88 milyon dolardır

- Veri ihlallerini önlemek için güvenlik yapay zekâsı ve otomasyonunu kapsamlı bir şekilde kullanan kuruluşlar, bunu kullanmayanlara kıyasla yıllık ortalama 2,22 milyon dolar maliyet tasarrufu elde ediyor
- Kuruluş başına düşen ortalama siber saldırı sayısı yılda üçten dörde %25 arttı
- Ciro 5,5 milyar dolardan fazla olan büyük kuruluşların %75'inin siber sigortası bulunurken, ciro 250 milyon dolardan az olan kuruluşların sadece %25'inin bu poliçesi bulunuyor.

Siber suçlular daha da karmaşık hale gelirken, işletme kuruluşları ve tüketiciler, AI odaklı saldırılar gibi en son tehditler konusunda kendilerini güncel tutarak risk konusunda bilinçlendiler. Ancak, saldırının maliyetlerini ve sonuçlarını, saldırıları önleme teknolojisini ve saldırı gerçekleştiğinde sonuçları sınırlamak için hafifletme planlarını anlamak için siber güvenlik verilerini analiz etmek de aynı derecede önemlidir.

- 2024 yılında, tedarik zinciri siber saldırılarından etkilenen müşteri sayısı 1.83.000 oldu; bu bir önceki yıla göre %33'lük bir artış anlamına geliyor
- Gartner'a göre tedarik zinciri kuruluşlarının %60'ı üçüncü taraf iş ilişkileri ve işlemleri için kritik değerlendirme kriteri olarak siber güvenlik risklerini kullanacak
- Şifreli tehditler 2024'te %92 oranında arttı ve bu da siber suçluların giderek daha karmaşık hale geldiğini gösteriyor
- Kötü amaçlı yazılımlar 2024'ün ilk yarısında %30 arttı. Tüm kötü amaçlı yazılımların %15'i birincil MITRE TTP olarak yazılım paketlemesinden yararlanıyor

Küresel olarak, Cryptojacking Hindistan hariç %60 azaldı, Hindistan'da ise %409 arttı.

2. Mali Veriler

2.1. Papilon Savunma Gelir Tablosu - TFRS

KGK'nın 23 Kasım 2023 tarihinde yayımladığı Bağımsız Denetime Tabi Şirketlerin Finansal Tablolarının Enflasyona Göre Düzeltilmesi Hakkında Duyuru kapsamında TFRS'yi uygulayan işletmelerin 31 Aralık 2023 tarihinde veya sonrasında sona eren yıllık raporlama dönemine ait finansal tablolarının TMS 29'da yer alan ilgili muhasebe ilkelerine uygun olarak enflasyon etkisine göre düzeltilerek sunulması gerektiği belirtilmiştir. Bununla birlikte, SPK'nın 28 Aralık 2023 tarihli ve 81/1820 sayılı kararı uyarınca, TFRS'yi uygulayan finansal raporlama düzenlemelerine tabi ihraççılar ile sermaye piyasası kurumlarının, 31 Aralık 2023 tarihi itibarıyla sona eren hesap dönemlerine ait yıllık finansal raporlarından başlamak üzere TMS 29 hükümlerini uygulamak suretiyle enflasyon muhasebesi uygulamasına karar verilmiştir.

Papilon Savunma'nın TFRS'ye göre hazırlanmış ve TMS 29 etkilerini içeren gelir tabloları aşağıda yer almakta olup TL'nin 30.09.2025 tarihindeki satın alma gücüne göre gösterilmektedir.

Papilon Savunma Gelir Tablosu, TMS/TFRS, Milyon TL	2022/12	2023/12	2024/12	2024/09	2025/09
Brüt Satışlar	132,68	138,18	294,04	103,61	102,19
Yurtiçi Satışlar	94,01	104,16	205,91	50,52	53,59
Yurtdışı Satışlar	38,67	33,83	87,88	52,83	48,60
Diğer Satışlar	0,00	0,20	0,25	0,26	0,00
Satışlardan İndirimler (-)	0,00	-3,95	-0,44	-0,44	0,00
Satıştan İadeler (-)	0,00	-3,95	-0,44	-0,44	0,00
Hasılat	132,68	134,24	293,60	103,18	102,19
Yıllık Değişim		1,2%	118,7%		-1,0%
Satışların Maliyeti	-100,91	-69,65	-193,04	-73,85	-52,23
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar (Zarar)	31,77	64,59	100,56	29,32	49,96
Yıllık Değişim		103,3%	55,7%		70,4%
Brüt Kar Marjı	23,9%	48,1%	34,3%	28,4%	48,9%
Brüt Kar (Zarar)	31,77	64,59	100,56	29,32	49,96
Yıllık Değişim		103,3%	55,7%		70,4%
Brüt Kar Marjı	23,9%	48,1%	34,3%	28,4%	48,9%
Faaliyet Giderleri (-)	-71,27	-65,41	-60,67	-46,60	-38,88
Yıllık Değişim		-8,2%	-7,3%		-16,6%
Gelire Oranı	53,7%	48,7%	20,7%	45,2%	38,0%
Genel Yönetim Giderleri	-48,06	-42,99	-33,91	-26,11	-32,36
Yıllık Değişim		-10,6%	-21,1%		24,0%
Gelire Oranı	36,2%	32,0%	11,6%	25,3%	31,7%
Pazarlama Giderleri	-23,20	-22,42	-26,75	-20,50	-6,52
Yıllık Değişim		-3,4%	19,3%		-68,2%
Gelire Oranı	17,5%	16,7%	9,1%	19,9%	6,4%
Net Esas Faaliyet Karı/Zararı	-39,50	-0,82	39,89	-17,28	11,08
Yıllık Değişim		-97,9%			
Gelire Oranı	-29,8%	-0,6%	13,6%	-16,7%	10,8%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	13,58	59,17	28,07	22,42	84,55
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-9,76	-16,76	-17,86	-0,87	-37,30
Esas Faaliyet Karı (Zararı)	-35,68	41,59	50,10	4,27	58,33
Yıllık Değişim			20,5%		1267,0%
Gelire Oranı	-26,9%	31,0%	17,1%	4,1%	57,1%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	89,34	178,61	59,04	84,89	43,12
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0,00	0,00	0,00	0,00	-153,42
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)	53,66	220,20	109,14	89,15	-51,97
Finansman Gelirleri	40,15	18,50	9,40	6,21	19,12
Finansman Giderleri	-7,25	-2,95	-1,85	-8,37	-4,30
Net Parasal Pozisyon Kazançları (Kayıpları)	-168,77	-121,80	-136,54	-137,24	-8,27
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	-82,21	113,95	-19,85	-50,25	-45,41
Yıllık Değişim					-9,6%
Gelire Oranı	-62,0%	84,9%	-6,8%	-48,7%	-44,4%

Papilon Savunma & Protect Grup Uzman Kuruluş Raporu

Papilon Savunma Gelir Tablosu, TMS/TFRS, Milyon TL	2022/12	2023/12	2024/12	2024/09	2025/09
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri	-5,91	-15,88	-4,45	-9,92	-3,05
Dönem Vergi (Gideri) Geliri	2,15	-12,38	-0,29	0,00	-10,86
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	-8,06	-3,50	-4,16	-9,92	7,81
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı (Zararı)	-88,12	98,06	-24,30	-60,17	-48,46
<i>Yıllık Değişim</i>					-19,5%
<i>Gelire Oranı</i>	-66,4%	73,1%	-8,3%	-58,3%	-47,4%
Dönem Karı (Zararı)	-88,12	98,06	-24,30	-60,17	-48,46
Ana Ortaklık Payları	-88,12	98,06	-24,30	-60,17	-48,46
Amortisman Giderleri , İtfa Ve Tükenme Payları	21,42	22,68	33,42	20,01	18,06
FAVÖK1	-18,08	21,86	73,31	2,73	29,14
<i>Yıllık Değişim</i>			235,4%		967,3%
<i>Gelire Oranı</i>	-13,6%	16,3%	25,0%	2,6%	28,5%
FAVÖK2	-14,26	64,27	83,52	24,28	76,39
<i>Yıllık Değişim</i>			30,0%		214,6%
<i>Gelire Oranı</i>	-10,7%	47,9%	28,4%	23,5%	74,8%

2.2. Papilon Savunma Bilanço - TFRS

Papilon Savunma'nın TFRS'ye göre hazırlanmış ve TMS 29 etkilerini içeren bilançosu aşağıda yer almakta olup TL'nin 30.09.2025 tarihindeki satın alma gücüne göre gösterilmiştir.

Papilon Savunma Bilanço, TMS/TFRS, Milyon TL	2022/12	2023/12	2024/12	2025/09
DÖNEN VARLIKLAR	447,30	494,17	461,98	380,67
Nakit ve Nakit Benzerleri	169,86	97,31	35,66	113,39
Finansal Yatırımlar	152,00	265,83	214,62	105,44
Ticari Alacaklar	45,99	15,55	167,60	19,57
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	45,99	15,55	167,60	19,57
Diğer Alacaklar	0,05	0,02	0,03	0,03
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	0,05	0,02	0,03	0,03
Türev Araçlar	0,00	0,00	0,00	62,23
Stoklar	60,46	95,19	26,33	68,47
Peşin Ödenmiş Giderler	18,67	19,85	11,00	1,46
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler</i>	18,67	19,85	11,00	1,46
Diğer Dönen Varlıklar	0,26	0,40	6,74	10,07
DURAN VARLIKLAR	76,51	127,25	150,45	191,30
Ticari Alacaklar	0,00	0,00	0,02	0,01
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	0,00	0,00	0,02	0,01
Maddi Duran Varlıklar	4,17	4,03	3,52	3,39
Kullanım Hakkı Varlıkları	2,85	7,80	5,76	7,16
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	69,50	115,42	141,15	180,74
TOPLAM VARLIKLAR	523,80	621,42	612,43	571,97
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	22,75	25,90	32,18	47,59
Kısa Vadeli Borçlanmalar	1,69	3,49	3,20	35,19
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Kısa Vadeli Borçlanmalar</i>	1,69	3,49	3,20	35,19
Ticari Borçlar	6,30	1,35	13,38	0,89
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	6,30	1,35	13,38	0,89
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	2,48	2,60	1,62	2,51
Diğer Borçlar	1,02	1,75	1,10	1,28
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	1,02	1,75	1,10	1,28
Ertelenmiş Gelirler	0,00	9,71	3,78	4,21
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ertelenmiş Gelirler</i>	0,00	9,71	3,78	4,21
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	4,09	1,77	0,00	0,00
Kısa Vadeli Karşılıklar	3,27	3,93	3,73	3,35
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	2,20	3,14	3,73	3,35
<i>Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	1,07	0,79	0,00	0,00
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,90	1,31	5,37	0,17

Papillon Savunma & Protect Grup Uzman Kuruluş Raporu

Papillon Savunma Bilanço, TMS/TFRS, Milyon TL	2022/12	2023/12	2024/12	2025/09
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	10,91	16,36	20,59	12,63
Uzun Vadeli Borçlanmalar	0,30	2,86	3,28	2,94
İlişkili Taraflardan Uzun Vadeli Borçlanmalar	0,00	0,00	3,28	2,94
İlişkili Olmayan Taraflardan Uzun Vadeli Borçlanmalar	0,30	2,86	0,00	0,00
Ertelenmiş Gelirler (Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülüklerin Dışında Kalanlar)	5,99	0,00	0,00	0,00
Uzun Vadeli Karşılıklar	4,62	4,44	4,05	4,24
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	4,62	4,44	4,05	4,24
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	0,00	9,06	13,26	5,45
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	33,66	42,26	52,77	60,22
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	490,15	579,16	559,66	511,75
ANA ORTAKLIĞA AİT ÖZKAYNAKLAR	490,15	579,16	559,66	511,75
Ödenmiş Sermaye	62,25	43,12	206,25	206,25
Sermaye Düzeltme Farkları	235,11	254,24	190,74	190,74
Geri Alınmış Paylar (-)	7,09	9,04	1,70	1,70
Paylara İlişkin Primler (İskontolar)	121,56	121,56	24,68	24,68
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	-0,96	-2,00	-1,88	-1,87
Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	-0,96	-2,00	0,00	0,00
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	-0,06	-0,14	0,03	0,58
Yabancı Para Çevrim Farkları	-0,06	-0,14	0,00	0,00
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	55,16	57,11	47,01	47,01
Diğer Yedekler	1,24	3,93	3,93	3,93
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	111,06	12,32	114,90	90,60
Net Dönem Karı veya Zararı	-88,12	98,06	-24,30	-48,46
TOPLAM KAYNAKLAR	523,80	621,42	612,43	571,97

2.3. Protect Grup Gelir Tablosu – TFRS

Protect Grup'un TFRS'ye göre hazırlanmış ve TMS 29 etkilerini içeren gelir tabloları aşağıda yer almakta olup TL'nin 30.09.2025 tarihindeki satın alma gücüne göre gösterilmektedir.

Protect Grup Gelir Tablosu, TFRS, TL	2023/12	2024/12	2024/09	2025/09	Son 4Ç
Hasılat	35.472.462	508.396.655	225.935.146	683.899.181	966.360.690
<i>Yıllık Değişim</i>		<i>1333,2%</i>		<i>202,7%</i>	
Satışların Maliyeti (-)	-35.344.503	-304.510.686	-163.983.697	-513.380.395	-653.907.384
<i>Yıllık Değişim</i>		<i>761,6%</i>		<i>213,1%</i>	
Brüt Kar (Zarar)	127.959	203.885.969	61.951.449	170.518.786	312.453.306
<i>Yıllık Değişim</i>		<i>159237,0%</i>		<i>175,2%</i>	
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>0,4%</i>	<i>40,1%</i>	<i>27,4%</i>	<i>24,9%</i>	<i>32,3%</i>
Genel Yönetim Giderleri (-)	-33.412	-384.027	-279.344	-870.491	-975.174
<i>Yıllık Değişim</i>		<i>1049,4%</i>		<i>211,6%</i>	
<i>Gelire Oranı</i>	<i>-0,1%</i>	<i>-0,1%</i>	<i>-0,1%</i>	<i>-0,1%</i>	<i>-0,1%</i>
Faaliyet Karı	94.547	203.501.942	61.672.105	169.648.295	311.478.132
<i>Yıllık Değişim</i>		<i>215138,9%</i>		<i>175,1%</i>	
<i>Gelire Oranı</i>	<i>0,3%</i>	<i>40,0%</i>	<i>27,3%</i>	<i>24,8%</i>	<i>32,2%</i>
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-72.926				0
Esas Faaliyet Karı (Zararı)	21.621	203.501.942	61.672.105	169.648.295	311.478.132
<i>Yıllık Değişim</i>		<i>941123,5%</i>		<i>175,1%</i>	
<i>Gelire Oranı</i>	<i>0,1%</i>	<i>40,0%</i>	<i>27,3%</i>	<i>24,8%</i>	<i>32,2%</i>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler		2.576	2.738		-162
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)	21.621	203.504.518	61.674.843	169.648.295	311.477.970
Finansman Giderleri	-614	-24.776	-19.066	-63.916	-69.626
Finansman Gelirleri				1.516.162	1.516.162
Net Parasal Pozisyon Kazançları (Kayıpları)	-451.918	-7.910.133	-1.731.334	-16.143.946	-22.322.745

Protect Grup Gelir Tablosu, TFRS, TL	2023/12	2024/12	2024/09	2025/09	Son 4Ç
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	-430.911	195.569.609	59.924.443	154.956.595	290.601.761
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	-4.739	-1.626.571	-1.164.377	-7.806.021	-8.268.215
Dönem Vergi Gideri/Geliri	-3.884	-290.658	0	-934.994	-1.225.652
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	-855	-1.335.913	-1.164.377	-6.871.027	-7.042.563
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı (Zararı)	-435.650	193.943.038	58.760.066	147.150.574	282.333.546
Dönem Karı (Zararı)	-435.650	193.943.038	58.760.066	147.150.574	282.333.546
Amortisman	0	2.180.159	1.085.550	10.630.108	11.724.717
FAVÖK	94.547	205.682.101	62.757.655	180.278.403	323.202.849
Yıllık Değişim		217444,8%		187,3%	
Gelire Oranı	0,3%	40,5%	27,8%	26,4%	33,4%

2.4. Protect Grup Bilanço- TFRS

Protect Grup'un TFRS'ye göre hazırlanmış ve TMS 29 etkilerini içeren bilançosu aşağıda yer almakta olup TL'nin 30.09.2025 tarihindeki satın alma gücüne göre gösterilmiştir.

Protect Grup Bilanço, TMS/TFRS, TL	2023/12	2024/12	2025/09
Dönen Varlıklar	11.388.836	350.670.899	706.619.101
Nakit ve Nakit Benzerleri	0	187.865	2.550.094
Ticari Alacaklar	0	108.618.524	78.644.082
Diğer Alacaklar	11.233.847	231.458.309	605.474.004
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	11.233.847	231.458.309	-
Diğer Taraflar	-	-	605.474.004
Stoklar	149.116	4.713.644	17.525.600
Peşin Ödenmiş Giderler	0	5.612.179	132.648
Diğer Dönen Varlıklar	5.873	80.378	2.292.673
Duran Varlıklar	-	125.639.139	296.393.334
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	125.639.139	296.393.334
TOPLAM VARLIKLAR	11.388.836	476.310.038	1.003.012.435
Kısa Vadeli Yükümlülükler	6.845.598	266.402.806	639.242.084
Diğer Finansal Yükümlülükler	0	30.893	6.589
Kredi Kartı Borçları	-	30.893	6.589
Ticari Borçlar	6.841.714	259.589.093	139.525.865
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	0	105.917	92.408
Diğer Borçlar	0	0	355.593.810
Ertelenmiş Gelirler	0	6.385.290	143.820.000
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	3.884	291.613	203.412
Uzun Vadeli Yükümlülükler	855	1.424.762	8.065.471
Uzun Vadeli Karşılıklar	0	88.257	104.957
- Çalışanlara Sağlanan Fay. İliş. UV Karşılıklar	-	88.257	104.957
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	855	1.336.505	7.960.514
ÖZKAYNAKLAR	4.542.383	208.482.470	355.704.880
Ödenmiş Sermaye	2.500.000	10.000.000	10.000.000
Sermaye Düzeltmesi Olumlu Farkları	2.478.033	4.975.082	4.975.082
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş			
Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	0	0	71.836
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	0	0	5.532.313
Girişim Sermayesi Fonu	0	0	5.532.313
Geçmiş Yıllar Karları	0	-435.650	187.975.075
Net Dönem Karı	-435.650	193.943.038	147.150.574
TOPLAM KAYNAKLAR	11.388.836	476.310.038	1.003.012.435

3. DEĞERLEME

3.1. Varsayımlar, Kısıtlamalar ve Şartlar;

Değerlemeyi gerçekleştirenin niteliği ve kapsamı ile konuya ilişkin kısıtlamalar:

Yapılan değerlendirme çalışması kapsamında BMD tarafından genel kabul görmüş denetim standardına göre tam kapsamlı veya sınırlı bir denetim çalışması yapılmamıştır.

Değerleme kapsamında kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler Şirket yönetiminin görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

BMD tarafından değerlemeye konu Şirket ve/veya iştirak/bağlı ortaklık/finansal yatırımlar ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel durum tespiti de yapılmamıştır. Dolayısıyla BMD, değerlendirme çalışması kapsamında, Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Muhataplarca değerlendirme yapılırken, raporda ifade edilen değer, hukuki ve vergi durum tespitleri haricinde belirlendiği göz ardı edilmemelidir.

BMD değerlendirme çalışmasındaki analizlerine esas verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu, özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşmamıştır; bununla birlikte BMD elde edilmiş bilgi ve belgelerin doğru olduğunu taahhüt edememektedir.

Eldedilen bilgilerin objektif ve bağımsız bir şekilde sorgulanması sonucunda oluşturulan ve makul oldukları düşünülen verilere göre hazırlanan bu raporda, verilerin benimsenmesinde gösterilen özene rağmen, şartlar ve olayların beklenildiği gibi gelişmemesi ve gelecekte yaşanabilecek olumsuz gelişmeler dolayısıyla Şirket değerinin öngörülen şekilde oluşmaması halinde BMD ve çalışanları hiçbir şekilde sorumlu olmayacaktır.

Değerlemeyi gerçekleştirenin dayanak olarak kullandığı bilgilerin nitelikleri ve kaynakları:

Raporda kullanılan veriler değerlendirme uzmanlarınca güvenilir olduğu kabul edilen Şirket yönetiminin sağladığı bilgilere, finansal verilere, kamuya açık olan kaynaklardan edilen bilgilere ve bulgulara dayanmaktadır.

BMD olarak, iş bu değerlendirme raporunda yer alan bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan etmekle birlikte, tarafımızla paylaşılan bilgilerin doğru olmadıklarının ortaya çıkması halinde BMD ve çalışanlarınca herhangi bir sorumluluk kabul edilmeyecektir.

Önemli ve/veya anlamlı varsayımlar ve/veya özel varsayımlar:

Raporda şirketlerin ve varlıkların hiçbir hukuki sorumluluk taşımadığı varsayılmıştır. Bu kapsamda değerlendirme çalışması her türlü ipotek, rehin sözleşmesi, icra davası gibi yükümlülüklerden bağımsız ve tümüyle pazarlanabilir sahiplik payları temel alınarak gerçekleştirilmiştir.

Genel Varsayımlar

Bu çalışma Şirket tarafından sağlanan bilgiler kullanılarak hazırlanmış, Şirket'in mevcut yapısı ile geleceğe ilişkin kurumsal ve sektörel beklentiler değerlendirilmiş ve bu süreçte Türkiye ekonomisinin gösterdiği ve ileride göstereceği tahmin edilen performans da dikkate alınmıştır.

Raporun bütünlüğünü ve değerlemenin daha anlaşılır olmasını sağlamak adına Şirket yetkililerinin tarafımıza ilettiği olduğu veriler dışında BMD'nin güvenilir olduğunu düşündüğü yayımlanmış bilgilerden ve veri kaynaklarından derlenmiş veriler de raporda kullanılmıştır. Kullanılan bilgilerin hatasızlığı ve/veya eksiksizliği konusunda BMD hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, burada yer alan tahmin, yorum ve tavsiyeler rapor tarihi itibarıyla geçerlidir. BMD Kurumsal Finansman Bölümü daha önce hazırladığı ya da daha sonra hazırlayacağı raporlarda bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerden farklı ya da bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerle çelişen başka tahmin, yorum ve tavsiyelerde bulunabilir. Çelişen fikir ve tavsiyeler bu raporun hazırlanma tarihinden farklı zaman dilimlerine işaret ediyor, farklı analiz yöntemlerini içeriyor ya da farklı varsayımlarda bulunuyor olabilir. Böyle durumlarda, BMD'nin bu raporlardaki tavsiye ve görüşlerle çelişen diğer BMD Kurumsal Finansman Bölümü raporlarını okuyucunun dikkatine sunma zorunluluğu yoktur.

Değerleme raporunun oluşturulmasında aşağıda sayılan varsayımlar kullanılmıştır:

- Şirket'in ve/veya bağılı ortaklık/iştirak/finansal yatırımlarının, faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyen olağandışı mali kriz, doğal afetler, olağandışı siyasi ve yasal değişiklikler, öngörülemez hukuki gelişmeler

vb. gibi alışlagelenin dışında bir engel olmadan işletmenin sürdürülebilirliği esasına göre öngörülebilir gelecekte faaliyet göstermeye devam edeceği,

- Şirket'in ve/veya bağlı ortaklık/iştirak/finansal yatırımlarının yönetim ve personel kadrosunda işletmenin sürekliliğini, bilgi ve tecrübe birikimini etkileyecek, alışlagelen personel dönüşümü dışında olumsuz önemli bir değişimin olmayacağı,
- Türkiye ve dünya ekonomisinde yakın gelecekteki gelişmelerin bu rapordaki varsayımlar bölümündeki ekonomik verilerden ciddi sapma göstermeyeceği.

Bu varsayımların Şirket değerlemesini doğrudan etkileyen sonuçları vardır. Değerlemede ayrıca olağanüstü herhangi özel bir varsayımda bulunulmamıştır.

Şirket değerlemesi, değeri etkileyebilecek tüm faktörlerin dikkate alınması ile icra edilmektedir.

Bu faktörler;

- İşletmenin geçmişi,
- Ekonomik yapı ve işletmenin içinde bulunduğu sektörün genel görünümü,
- İşletmenin mali yapısı,
- İşletmenin kar yaratma kapasitesi,
- İşletmenin sabit ve dönen varlıklarının yapısı ve değerleri,
- Aynı ya da benzer sektörlerdeki halka açık şirketlerin piyasa değerleri.

Sınırlayıcı Şartlar

Bu rapor, Şirket değerini belirlemede etkisi olan faktörler dikkate alınarak hazırlanmıştır. Ancak, değerlendirme ile ilgili olarak aşağıda belirtilen sınırlayıcı koşulları da bünyesinde taşımaktadır:

- Değerlendirmemizde kullanılan veriler, işbu raporun 2 numaralı başlığı altında yer alan finansal veriler, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilere ve BMD'nin analizlerine dayanmaktadır.
- BMD, Değerleme Çalışmasındaki analizlerine esas verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte, BMD elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engeli olmadığını taahhüt edememektedir.
- Değerlemesi yapılan Şirket aktifleri için herhangi bir hukuki çalışma icra edilmemiştir. Değerleme çalışması esnasında Şirketin faaliyetlerini yürütmesinde belirleyici olan tüm yasal koşullara uygun hareket ettiği varsayılmış ve bu durum ayrıca incelemeye tabi tutulmamıştır. Bu hususta herhangi bir denetleme yapılmamıştır.
- Değerlemeye konu aktiflerin değer düşüklüğüne uğramamış veya değer kaybı olmaksızın satılabilir durumda olduğu ve aktifler üzerinde herhangi bir kısıtlayıcı durum olmadığı varsayılmıştır.
- Değerleme çalışması, bilinen ve genel kabul görmüş uluslararası esas ve standartlara uygun değerlendirme yöntemleri kullanılarak uzmanlık bilgisi ile hazırlanmıştır. Öte yandan, piyasa ve makroekonomik konularda meydana gelebilecek önemli değişikliklerin Şirket değerini etkileyebileceği ve dolayısıyla aşağı veya yukarı yönde değişime yol açabileceği ihtimali göz önünde bulundurulmalıdır.
- Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.
- Bu raporda ulaşılan sonuçlar; ekonomik koşullar, piyasa şartları ve hazırlanmış olduğu tarih itibarı ile geçerli olan fiyat ve bilanço dönemi gibi koşullar esas alınarak belirlenmiştir. Şirket tarafından BMD'ye sunulan herhangi bir bilginin eksik veya yanlış olması halinde bu durum rapordaki değerlemeleri ve tavsiyeleri maddi olarak etkileyebilecek nitelikte olabilir.
- İşbu Rapor, iktisadi, piyasa ve diğer koşullar esas alınarak ve rapor tarihi itibarı ile sunulan bilgiler esas alınarak hazırlanmıştır; takip eden dönemde meydana gelebilecek gelişmeler bu raporda tahmin edilen Şirket değeri üzerinde etkili olabilecektir.
- Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

- Yapılan analizler ve bulunan sonuçlar değerlendirme raporunda belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olmak üzere doğrudur.

3.2. Değerleme Yöntemleri

İşbu değerlendirme raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerimde belirtilen 3 değerlendirme yaklaşımı incelenmiştir.

3.2.1. Maliyet Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 60.1. uyarınca maliyet yaklaşımı, bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir. Bazı şirketler için bilançolarında yer alan hesapların kayıtlı değeri rayiç değerine yakınsa en güncel özkaynak tutarı maliyet yaklaşımına esas oluştururken diğer birçok şirket için bilanço hesaplarının rayiç değerinin tekrar hesaplandığı Düzeltilmiş Net Aktif Değer kullanılmaktadır.

UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 70.1’de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde nadiren uygulanmaktadır.

3.2.2. Gelir Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 50.1 uyarınca gelir yaklaşımının çok sayıda uygulama yolunun bulunmasına karşın, gelir yaklaşımı kapsamındaki yöntemler fiilen gelecekteki nakit tutarların bugünkü değere indirgenmesine dayanmaktadır. İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) yönteminin varyasyonları olan bu yöntemler UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 60.1’de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde yaygın şekilde kullanılmaktadır.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 40.2 uyarınca değerlendirme konusu varlığın gelir yaratma kabiliyetinin katılımcının gözüyle değeri etkileyen çok önemli bir unsur olması ve varlıkla ilgili gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminler mevcut olması durumlarında gelir yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilmesi gerekli görülmektedir.

Bu yaklaşım bir varlığın varlık sahipleri için yarattığı gelir üzerine odaklanmaktadır. Bu gelir, varlığın kullanılabilir ömrü boyunca yaratması beklenen nakit akışı ile değerlendirilir. Varlığın değeri gelecekte öngörülen nakit akışının bugünkü değere çekilmesi (“İndirgenmiş Nakit Akımları” veya “İNA”) ile bulunur.

Bugünkü değere çekerken kullanılan iskonto oranı varlığın beklenen nakit akışlarını yaratma riski ile birlikte paranın zaman değerini içermektedir.

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Bu yöntemde Şirket’in mevcut yapısı, müşteri portföyü, pazar payı, hizmet potansiyeli, yaratıcılık gücü, organizasyonu ve yönetim kadrosu ile gelecekte şirketin ortaya çıkarması beklenen nakit akışlarının analizi yapılır.

Bu analiz sonucunda Şirket’in gelecekte yaratacağı nakit akımlarının değerlendirme tarihine indirgenmesi gerçekleştirilir. İndirgeme işlemi, piyasa koşullarına paralel ve şirketin risk profiline uygun bir iskonto oranının nakit akımlarına uygulanması sonucu gerçekleştirilmektedir. Bu iskonto oranı hesaplanırken Finansal Varlıkların Fiyatlandırılması Modeli (Capital Asset Pricing Model) kullanılmaktadır.

Bu yöntemde Firma değeri (FD), indirgenmiş nakit akımlarının toplamından oluşmaktadır. Özsermaye değeri hesaplanırken aynı zamanda değerlendirme tarihi itibarıyla mevcut olan finansal borçlarının, hazır değerlerinin ve nakit akımlarında dikkate alınmayan faaliyet dışı varlıklarının piyasa değeri de göz önüne alınmaktadır.

Bu yöntem ile Şirket’in hisse değerleri hesaplanırken, iştirakleri için ayrı değerlemeler de yapılabilir veya bilançodaki kayıtlı değeri dikkate alınabilir.

İNA yönteminin uygulanması sırasında Şirket’e ait gelecek dönemde elde edilecek nakit akımlarını belirleyen finansal model geliştirilir. Bu finansal modele baz olan varsayımlar ve projeksiyonlar Şirket’in yönetimi tarafından temin edilen bilgiler esas alınarak hazırlanır.

İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi bir şirketin gelecekte yaratacağı nakit akışını dikkate alır. Bu yöntem, şirketin büyüme ve karlılık varsayımlarına çok bağımlıdır. Firma değerlemelerinde en çok kullanılan ve en bilimsel metod olduğu kabul edilen İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi'nin temeli, Şirket'e olan tüm operasyonel serbest nakit akışlarının "net bugünkü değer" yöntemiyle bugüne indirgenmesidir. Net bugünkü değer yöntemi, gelecekte gerçekleşmesi beklenen bir nakit akımının bugünkü değerini hesaplama metodudur.

Net Bugünkü Değer:

(Gelecekteki Nakit Akışı)/(1 + İndirgenme Oranı)^(Nakit Akışının Yılı-Mevcut Yıl)

"Gelecekteki Nakit Akışı" olarak "şirkete" olan toplam operasyonel serbest nakit akışı kullanılır. Şirkete olan toplam operasyonel serbest nakit akışı ise aşağıdaki gibi hesaplanır:

Şirkete Olan Toplam Operasyonel Serbest Nakit Akışı:

Faaliyet Karı*(1- Vergi Oranı) + Amortisman Gideri - İşletme Sermayesindeki Değişim - Yatırım Harcamaları

Nakit akışının bir kısmı sermayedarların getiri beklentilerini bir kısmı da borç verenlerin getiri beklentilerini karşılamak üzere kullanılacaktır. Bu nedenle şirket değerlemesinde, net bugünkü değer formülündeki "indirgenme oranı" olarak şirketi fonlayan hissedar ve borç verenlerin beklentilerinin ağırlıklı ortalamasını ifade eden "Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)" kullanılır.

AOSM hesaplamasının ayrıntıları aşağıdaki gibidir.

AOSM borç verenlerin ve sermayedarların sermayenin finansmanına yaptıkları katkılara göre ağırlıklandırılan getiri taleplerini yansıtır. AOSM'nin hesaplanması ve değişkenlerin tanımları aşağıdaki gibidir:

$$r = E / (D+E) \times r_e + D / (D+E) \times r_d \times (1 - t)$$

r = AOSM

r_e = Özsermaye Maliyeti

r_d = Borçlanma Maliyeti

E = Özsermaye Değeri

D = Finansal Borç Değeri

t = Kurumlar Vergisi Oranı

E/(D+E) = Sermaye yapısındaki özkaynak oranı

D/(D+E) = Sermaye yapısındaki finansal borç oranı

Sermaye maliyeti ise aşağıdaki formülle hesaplanır:

$$r_e = r_f + b \times (r_m - r_f)$$

r_f = Risksiz Getiri Oranı (devletin en uzun vadeli ve likit tahvil getirisi)

r_m = Piyasanın Ortalama Getiri Beklentisi

r_m - r_f = Piyasa Risk Primi

b = Beta = İlgili hissenin (veya sektörün) piyasa hareketleri ile olan ilişkisi - hisse senedi piyasa endeksi ile ilgili endeks / enstrüman getirisinin regresyon analizi ile bulunur.

Beta Katsayısı B: Beta katsayısı, pazardaki değişkenliğin hisse fiyatındaki oynaklığa olan orandır. Bir hisse senedinin beklenen getirisi (aynı zamanda riski), bu hisse senedinin Beta katsayısı ile doğrudan ilişkilidir.

Beta = 0 ise; beklenen getiri risksiz faiz oranına eşittir.

Beta > 1 ise; beklenen getiri piyasa getirisinden daha yüksek ve daha risklidir.

Beta < 1 ise; beklenen getiri piyasa getirisinden daha düşük ve daha az risklidir.

İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi yönteminde şirketin ömrü sonsuz olarak kabul edilmekte (şirketin ömrünün sonlu olduğu bilinmediği sürece) ve serbest nakit akışlarının bugünkü değeri iki farklı bileşenin toplamı olarak hesaplanmaktadır.

Projeksiyon Döneminden Gelen Değer: "Projeksiyon Dönemi" olarak adlandırılan dönemde şirketin bütün operasyonları ve gelir kalemleri detaylı varsayımlarla projekte edilerek, şirkete olan toplam serbest nakit akışları hesaplanmaktadır. Bu nakit akışları net bugünkü değer formülü ile bugüne indirgenmektedir.

Projeksiyon Dönemi Sonrasından Gelen Değer ("Artık veya Uç Değer"): Projeksiyon döneminin bitişinden itibaren sonsuza kadar olan dönemde serbest nakit akışlarının sabit bir oranla (sonsuz büyüme oranı) büyüyeceği varsayılır ve projeksiyon dönemi sonundan sonsuza kadar gerçekleşecek olan serbest nakit akışlarının toplam değeri hesaplanır. Bu değer; net bugünkü değer formülü kullanılarak tekrar bugüne indirgenir ve "Artık Değer veya Uç Değer" olarak isimlendirilir.

Toplam Firma Değeri: Projeksiyon Dönemi Net Bugünkü Değeri + Artık Değer

Toplam Firma Değeri hem hissedarlara hem de borç verenlere aittir. Hisse değerinin hesaplanabilmesi için şirketin net borcu toplam firma değerinden çıkarılır varsa iştirak hisselerin değeri eklenir.

Toplam Hisse Değeri: Toplam Firma Değeri - Net Borç + İştirak Hisse Değerleri + Faaliyetle ilgili olmayan yatırım amaçlı varlıkların rayiç değerleri

3.2.3. Pazar Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 20.1 uyarınca Pazar yaklaşımı varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımı ifade eder. UDS 105'in 20.2 maddesinin b bendi uyarınca değerleme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesinden dolayı uygulanması zorunludur. Bu yaklaşım da UDS 200 İşletmeler ve işletmedeki Paylar madde 50.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde sıklıkla kullanılmaktadır.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri Madde 10.3 uyarınca bir varlığa ilişkin değerleme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin seçiminde ana amaç belirli durumlara istinaden en uygun değerleme metodunun bulunması ve uygulanmasıdır. Bu çerçevede Şirket değerleme çalışmasında aşağıdaki hususlar göz önünde bulundurularak Pazar Yaklaşımı kullanılmaktadır;

- *Pazar Yaklaşımı kapsamında değerlemenin yapılabilmesi için gereken bilginin mevcudiyeti,*
- *Şirketin Pazar Yaklaşımı kapsamında diğer işletmelerle yapılacak karşılaştırmaların pratik ve güvenilir olduğunun düşünülmesi,*
- *Pazar Yaklaşımı'nın halka açık şirketlere yatırım yapan yatırımcılar tarafından sıkça kullanılan bir değerlendirme yaklaşımı olması,*
- *Şirket paylarının halka arzdan sonra teşkilatlanmış bir piyasada işlem göreceği olması,*

Şirket (varlık) değerlemesinde benzer büyüklüğe ve operasyonlara sahip şirketlerin çeşitli finansal rasyolarının ortalama veya medyanları ve / veya sektöre özgü geçmişte gerçekleşmiş işlemlerde oluşan çarpanlar / rasyolar dikkate alınarak değerin tespit edildiği bu yöntem, genel olarak iki ayrı şekilde gerçekleştirilmektedir.

Benzer İşlem Gören Şirket Analizi

Benzer İşlem Gören Şirket Metodu'nda, Şirket ile aynı veya benzer sektörlerde faaliyet gösteren karşılaştırılabilir halka açık şirketler incelenmektedir. Burada emsal olarak alınacak şirketlerin benzer ürün veya hizmetleri üretmesi beklenmektedir. Bu yöntemde şirket değeri, karşılaştırılabilir halka açık şirketlere ait finansal verilerin analizi sonucu bulunmakta ve finansal büyüklüklerin (net kar, satışlar, defter değeri, FAVÖK vb.) katları cinsinden ifade edilmektedir. Bu yöntemin kullanımındaki en büyük zorluk, bire-bir karşılaştırılabilir şirket bulunmasıdır.

Bir şirketin hisselerinin piyasa değeri ("PD"), birim hisse fiyatı ile hisse adedinin çarpımı olarak tanımlanabilir. Firma Değeri ("FD") ise şirketin toplam operasyonlarının piyasa değerini vermektedir. Bir şirketin Firma Değeri şirketin hisselerinin piyasa değeri ile net finansal borçlarının piyasa değerinin toplamına eşittir.

Benzer İşlem Çarpanları Analizi

İkinci temel yöntem olan Benzer İşlem Çarpanları Analizi çalışmasında ise benzer şirketlerin dünyada gerçekleşmiş satın alma ve birleşme işlemleri araştırılmaktadır.

Bu işlemlerde oluşan finansal rasyolar analiz edilmekte ve analiz sonuçları hedef şirketin büyüklükleri ile karşılaştırılmaktadır. Benzer işlemler seçilirken işleme tabi olan şirketin coğrafyası ve büyüklüğü dikkate alınmaktadır. Bu hesaplamalarda açıklanmamış işlemlerin sonuca etkisine dikkat edilmesi gerekmektedir.

Piyasa yaklaşımı uygulaması üç ana süreçten meydana gelmektedir:

- Piyasa yaklaşımı uygulanacak uygun benzer şirket ya da işlemlerin tespiti
- Uygun çarpanların/değerlerin tespiti
- Çarpanların tespit edilmiş uygun değerlere uygulanarak şirket değeri tespiti.

Uygun değerler normal bazda değerlemesi yapılan şirketin gelecekte büyümesi beklenen gelirleri olarak tanımlanır. Uygun değerlerin tespitinde değerlendirme yapılan şirketin geçmiş mali verilerinden, tahminlerden ve piyasa şartlarından faydalanılır.

Avantajları: Şirket değeri piyasada işlem gören güncel şirket değerlerine göre hesaplanmaktadır. Dolayısıyla yatırımcıların şirketler için öngördüğü değerler ön plandadır. Şirket satın alınırken kullanılan en uygun metotlardan biridir.

Dezavantajları: Şirketlerin geleceğine ilişkin beklentiler bu değerlendirme içerisinde tam olarak yer almadığı için ilgili risk ve beklentiler varsayılmamaktadır.

Piyasa çarpanları metodu, değerlemesi yapılacak şirketlere benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır. Bu metot etkin işleyen ve spekülasyonun yapılmadığı durumlarda hisselerin rayiç değerlerinin ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı olan risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır. Şirket değerlemelerinde en yaygın çarpan analizi yöntemleri aşağıda yer almaktadır.

Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan toplam ana ortaklık özkaynaklarına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

Fiyat/Kazanç (F/K): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan son 12 aylık ana ortaklık net karına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net borcunun (Net Borç = Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler + Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler – Hazır Değerler [Nakit ve Nakit Benzerleri + Finansal Yatırımlar]) toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Karına (FAVÖK) bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

Firma Değeri/Net Satışlar (FD/Satışlar): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net borcun toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık net satışlarına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

Değerlemede Kullanılana Genel Kabul Görmüş Çarpanlar

Çarpan Yönetimi	Sembol	Hesaplanması	Şirket Değeri
Fiyat / Kazanç Oranı	F/K	(Pay Fiyatı * ödenmiş Sermaye) / Net Kar	F/K Çarpanı * Net Kar
Piyasa Değeri / Defter Değeri	PD/DD	(Pay Fiyatı * Ödenmiş Sermaye) / Özsermaye	PD/DD Çarpanı * özkaynaklar
Firma Değeri / Esas Faaliyet Karı	FD/FVÖK	[(Pay Fiyatı * Hisse Adedi)+Net Borç]/FVÖK	FD/FVÖK Çarpanı * FVÖK - Net Borç
Firma Değeri / FAVÖK	FD/FAVÖK	[(Pay Fiyatı * Hisse Adedi)+Net Borç]/FAVÖK	FD/FAVÖK Çarpanı * FAVÖK - Net Borç
Firma Değeri /Net Satışlar	FD/Ciro	[(Pay Fiyatı * Hisse Adedi)+Net Borç] / Satışlar	FD/Ciro Çarpanı * Net Satışlar - Net Borç

3.3. İşbu Değerleme Raporunda Kullanılan Yöntemler

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 10.3 uyarınca bir varlığa ilişkin değerlendirme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin seçiminde amaç belirli durumlara en uygun yöntemin bulunmasıdır. İşbu değerlendirme raporunun hazırlanması kapsamında:

Papillon Savunma'nın değer tespitinde; Maliyet Yaklaşımı: Özkaynak, Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları, Pazar Yaklaşımı: Borsa Değeri ve Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi dikkate alınmıştır.

Protect Grup'un değer tespitinde; Maliyet Yaklaşımı: Özkaynak, Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları ve Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi dikkate alınmıştır.

4. Papilon Savunma Değerlemesi

Değerlemede Kullanılan Yöntemler

Papilon Savunma'nın değerlemesi kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen 3 değerlendirme yaklaşımı (Maliyet Yaklaşımı, Gelir Yaklaşımı, Pazar Yaklaşımı) dikkate alınmıştır. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 10.3 uyarınca bir varlığa ilişkin değerlendirme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin seçiminde amaç belirli durumlara en uygun yöntemin bulunmasıdır.

İşbu uzman kuruluş raporunda Papilon Savunma'nın piyasa değeri Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları, Pazar Yaklaşımı: Borsa Değeri ve Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi yöntemleriyle tespit edilmiştir. Şirket'in hizmetlerinin özel bilgi gerektiren süreçler sonucu ortaya çıkan nitelikte olması ve faaliyetlerindeki verimlilik ile marka bilinirliğine dayanan geniş müşteri tabanına sahip olması neticesinde satış ve pazarlama faaliyetlerindeki konumu ve bu sebeple eşit faydaya sahip başka bir varlığın elde edilme maliyetinin hesaplanamayacak olması, faaliyetlerinin sürekli olduğunun düşünülmesi, gayrimenkul yatırım ortaklığı veya yatırım holdingler gibi faaliyetlerini kendi üzerinden değil iştirak ve/veya gayrimenkulleri üzerinden gerçekleştiren şirket olmadığı gibi gerekçelerden ötürü maliyet yaklaşımı değerlendirme kapsamında kullanılmamıştır.

İNA değerlemesi yapılırken mevcut mali tablodaki kalemlerin gerçeğe uygun değerler olduğu kabul edilmiş, sonraki yıllardaki projeksiyon verilerinde de Şirket yönetimiyle yapılan görüşmeler ve geçmiş dönemdeki gerçekleştirmeler dikkate alınarak gelir, maliyet, brüt kar, faaliyet giderleri ve faaliyet karı tahmin edilmiştir. İşletme sermayesi kalemleri de benzer şekilde mali tablolardaki kalemlerin gerçeğe uygun olduğu ve şirket faaliyetlerinin süreklilik arz ettiği varsayımıyla şirket yönetimi ile yapılan görüşmeler ve geçmiş gerçekleştirmiş veriler dikkate alınarak ticari alacak-stok-ticari borç ve alınan avans gün süreleri üzerinden tahminler ve hesaplamalar yapılmıştır.

Şirket'in değerinin tespitinde aşağıdaki yöntemler dikkate alınmıştır.

1. Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları

Papilon Savunma'nın faaliyet konusunun doğrudan sınai veya ticari faaliyetlerde bulunarak gelir etmek olması göz önünde bulundurularak Şirket'in değer hesabında Gelir Yaklaşımı kullanılabileceği düşünülmüş ve indirgenmiş nakit akımları (İNA) metodu üzerinden değerlendirme yapılmıştır.

2. Pazar Yaklaşımı: Borsa Değeri

Papilon Savunma'nın halka açık olması paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmesi göz önünde bulundurularak değerlendirme tarihi olan 30.09.2025 itibarıyla kapanış, 1 aylık ortalama, 3 aylık ortalama, 6 aylık ortalama ve 12 aylık ortalama günlük ağırlıklı ortalama fiyatları incelenerek Papilon Savunma'nın değeri tespit edilmeye çalışılmıştır.

3. Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi

Papilon Savunma'nın 30.09.2025 tarihli TFRS'ye göre hazırlanmış mali verileri üzerinden 30 Eylül 2025 tarihli BİST'te işlem gören ve Papilon Savunma ile benzer faaliyette bulunan şirketlerin değerlendirme çarpanlarıyla ve genel yatırımcı fiyatlamasını gösterebilmek adına BİST Hizmet Endeksi'nde yer alan şirketlerin değerlendirme çarpanlarıyla değerlendirme yapılmıştır.

4.1. Papilon Savunma İndirgenmiş Nakit Akımları Değerlemesi

4.1.1. Genel Varsayımlar

- a) Papilon Savunma'nın piyasa değeri, önümüzdeki dönemde faaliyetlerden üretilecek nakitlerin "İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi" (İNA) ile değerlendirme tarihine indirgenmesiyle hesaplanmıştır.
- b) Şirket'in gelir/maliyet modeli TL bazında olduğu için değerlendirme TL üzerinden yapılmıştır.
- c) Değerleme çalışmalarında kullanılan projeksiyon dönemi 01.10.2025 ve 2031 yıl sonu ile sınırlı tutulmuş, 2031 yılındaki gelir, gider varsayımları %5 artırılarak 2032 yılı projekte edilmiş ve uç değer büyümesi öncesi normalizasyon sağlanmıştır. 2032 yılındaki nakit akımları %5 uç değer büyüme varsayımıyla uç değer hesabı yapılmıştır.
- d) Değerlemeye ilişkin hesaplamalar, BMD tarafından Şirketin projeksiyon döneminde gerçekleştireceğine inandığı finansal ve operasyonel veriler, geleceğe dönük tahminler ve projeksiyonlara dayalı olarak yapılmıştır.
- e) Aksi belirtilmedikçe, mevcut aktiflerin iyi ve satılabilir durumda olduğu ve aktifler üzerinde herhangi bir haciz, ipotek ve irtifak hakkı bulunmadığı varsayılmaktadır. Sabit kıymet ve çeşitli aktiflerin hukuki durumu ve üzerlerindeki ipotek, irtifak v.b. şerhler hakkında tarafımızdan herhangi bir inceleme yapılmamış olup, bu konularda sorumluluk kabul edilmemektedir.
- f) Aksi belirtilmedikçe, Şirket'i ilgilendiren tüm kanun ve mevzuata tam olarak uyulduğu varsayılmaktadır.
- g) Değerleme çalışmasında şirketimize sunulan projeksiyonlar, tarafımızdan yorumlanarak kullanılmıştır.
- h) Gerçekleşen sonuçlar ve finansal projeksiyonlar çoğu zaman birebir uyumsuz, tahmin edilenle gerçekleşen veriler farklılık arz eder. Buna, kimi zaman irade dışı gelişen olaylar ve piyasa şartları ile diğer şartlarda vukuu bulan ve öngörülemeyen değişiklikler sebep olur. Bu nedenle değerlendirme çalışmamız 2025 ve sonraki yıllara ilişkin finansal ve diğer projeksiyonların gerçekleşeceğine dair bir teminat olarak kabul edilmemelidir. Piyasa şartlarında ve/veya diğer şartlarda, öngörülenlerin dışında vukuu bulan gelişmelerden dolayı sorumluluk almamız mümkün değildir. Öte yandan, rapor tarihinden sonra oluşan piyasa şartları ve/veya diğer şartlar dolayısıyla, bu raporu yeniden tanzim etme ya da revize etme yükümlülüğümüz bulunmamaktadır.
- i) Ekonomik şartlarda kriz olmayacağı, ekonomik gidişatın benzer şartlarda devam edeceği varsayılmıştır.
- j) Bu değerlendirme çalışması, bir özel durum tespit (due-dilligence) çalışması değildir.
- k) Üçüncü şahıslar tarafından sağlanan bilgilerin güvenilir olduğu kabul edilmiş ve raporda belirtilenlerin dışında bu bilgilerin doğruluğu denetlenmemiştir.
- l) Nakit akımları analizi şirket tarafından sağlanan ve www.kap.org.tr adresinde yayınlanan TFRS bazlı mali veriler ve projeksiyonlar üzerinden yapılmış olup VUK rakamlarıyla farklılık arz edebilir.

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi'nde ('İNA') kullanılan varsayımlar, Şirket yönetiminin gelecek yıllara ilişkin gerçekleşmesini beyan ettiği beklentilerini yansıtacak şekilde oluşturulmuştur. Söz konusu varsayımların birçok tahmini parametreye bağlı olması sebebiyle geleceğe yönelik herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Bu analiz kapsamında yer alan projeksiyonların değişmesi halinde farklı bir Şirket özsermaye değeri ve pay başına değere ulaşılabilir. Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmış olup geleceğe dönük projeksiyonların ve bu projeksiyona baz oluşturan varsayımların Şirket yönetiminin öngördüğü şekilde gerçekleşmemesi halinde Bizim Menkul Değerler A.Ş. olarak herhangi bir sorumluluk almamız mümkün değildir.

4.1.2. İndirgeme Oranı Tespiti

Şirketin faaliyetlerinden üretmeleri beklenen nakit akımları projeksiyon dönemi boyunca tespit edilerek Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli'ne (Capital Asset Pricing Model – CAPM) göre hesaplanan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) ile indirgenmiştir. Özsermaye maliyeti hesaplanırken risksiz getiri oranının değerlendirilme para cinsi olan TL bazında 2025-2028 döneminde her yıl BMD tarafından tahmin edilen ortalama enflasyon rakamlarının %20 fazlası olacağı, 2029-2032 yıllarında ise %15 olacağı varsayımıyla her yıl için değişen risksiz getiri oranı hesaplanmıştır.

Uzun vadeli risksiz getiri ve hisse senedi getirilerinin farkı olan Sermaye Piyasası Risk Primi Türkiye gibi finansal derinliği gelişmiş ülkelere göre nispeten daha az olan ülkelerde çok kolay hesaplanamamaktadır. ABD gibi finansal tarihi oldukça eskiye giden ve halka açık şirket sayısı oldukça fazla olan bir ülkede bile bu risk priminin hesaplanmasına dair konsensüs bulunmamaktadır. Piyasada genel temayül %5-%6 bandında sermaye piyasası risk priminin makul olduğu şeklinde olmakla birlikte değerlendirilmede, %5,5 olarak kabul edilmiştir.

Özsermaye maliyeti için kaldıraçlı beta hesabı yapılmıştır.

Kaldıraçlı Beta = Kaldıraçsız Beta X (1 + (1 – Kurumlar Vergisi Oranı) X Borçlanma Oranı / Özsermaye Oranı) formülüne göre $0,60 \times (1 + (1 - 0,25) \times 0,03) = 0,61$ hesaplanmaktadır.

Papillon Savunma özelinde sermaye piyasası risk priminin dışında ilave risk primi sermaye maliyeti hesabında dikkate alınmamıştır.

Özsermaye maliyeti = Risksiz Getiri Oranı + (Beta X Sermaye Piyasası Risk Primi) + İlave Risk Primi

formülüne göre özsermaye maliyeti 2025 yılı için %45,26 hesaplanırken sonraki yıllarda enflasyon oranında beklenen düşüş neticesinde azalmakta olup uç değer indirgemesinde %18,36 hesaplanmıştır.

Şirket'in borçlanma maliyetinin, risksiz getiri oranının %15 fazlası olacağı öngörüsüyle hesaplama yapılmıştır.

Şirket için hesaplanan yıllara sari Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Papillon AOSM, TL	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	2031 T	2032 T	Uç Değer
Ortalama Enflasyon	34,91%	26,14%	18,56%	13,03%	10,94%	9,76%	9,76%	9,76%	
Reel Faiz	6,98%	5,23%	3,71%	2,61%	4,06%	5,24%	5,24%	5,24%	
Risksiz Faiz Oranı	41,90%	31,36%	22,27%	15,63%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	
Kaldıraçsız Beta	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	
Kaldıraçlı Beta	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	
Piyasa Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	
Şirket Risk Primi	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Özkaynak Maliyeti	45,26%	34,73%	25,63%	18,99%	18,36%	18,36%	18,36%	18,36%	
Kaldıraç Oranı (Borç/(borç+Özkaynak))	2,81%	2,81%	2,81%	2,81%	2,81%	2,81%	2,81%	2,81%	
Borçlanma Maliyeti	48,18%	36,07%	25,61%	17,98%	17,25%	17,25%	17,25%	17,25%	
Kurumlar Vergisi Oranı	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	36,14%	27,05%	19,21%	13,48%	12,94%	12,94%	12,94%	12,94%	
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	45,00%	34,51%	25,45%	18,84%	18,21%	18,21%	18,21%	18,21%	
Dönem Ortası İndirgeme Faktörü	1,05	1,16	1,12	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	
Dönem Sonu İndirgeme Faktörü	1,10	1,35	1,25	1,19	1,18	1,18	1,18	1,18	
Kümülatif İndirgeme Faktörü	1,05	1,27	1,65	2,02	2,39	2,83	3,34	3,95	4,2970

4.1.3. Net Borç

30.09.2025 itibarıyla Papilon Savunma'nın TFRS bazlı bilançosundan 251,76 milyon TL net nakit hesaplanmış olup detayları aşağıdaki tablodadır.

Papilon Savunma Net Borç (Nakit), TL	2025/09
Nakit ve Nakit Benzerleri	113,39
Finansal Yatırımlar	105,44
Diğer Alacaklar	0,03
Türev Araçlar	62,23
Diğer Dönen Varlıklar	10,07
Diğer Alacaklar	0,00
Kısa Vadeli Borçlanmalar	35,19
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	0,00
Diğer Borçlar	1,28
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0,00
Uzun Vadeli Borçlanmalar	2,94
Net borç (Nakit), TL	-251,76

4.1.4. Ciro & Maliyet & Giderler

Papilon Savunma'nın geleceğe dönük projeksiyonları oluşturulurken geçmiş yıl gerçekleştirmeleriyle beraber Şirket Yönetimi'nin öngörmüş olduğu stratejik plan da dikkate alınmıştır. 2025 yılı gelir/gider kalemleri Şirket Yönetimi'nin bütçesi baz alınarak projeksiyonlarda dikkate alınmıştır.

Papilon Savunma'nın temel anlamda hasılatını oluşturan 2 kalem bulunmaktadır. 1- Ürün ve Yazılım 2- Bakım ve Onarım

Ürün ve Yazılım: Bu segmentte gelir öngörülleri geçmiş dönemdeki gerçekleştirmelerle beraber Şirket'in almış olduğu ve almayı planladığı yeni iş sözleşmelerindeki hedef büyüklüklere göre tahmin edilmiştir. 2025 yılının ilk 9 ayında 96,6 milyon TL olan ürün ve yazılım gelirinin 2025 yılının tamamında 302,7 milyon TL olması beklenirken 2026 yılında %230 artışla 1,0 milyar TL'ye ulaşması, 2027'de %37 büyümeyle 1,4 milyar TL olması beklenirken 2028-2029-2030 yıllarında büyümelerin %21,5 - %15,0 - %10,0 olması öngörülmektedir.

Bu gelir segmentinin en yüksek maliyet kalemi ilk madde ve malzeme gideri olurken gelire oranının %35 seviyesinde olduğu ifade edilmiştir. Lisans giderlerinin gelire oranının %10, seyahat giderlerinin %0,25, danışmanlık giderlerinin %2,0 olacağı öngörülmürken ve diğer maliyet kalemlerinin beklenen enflasyon kadar artacağı varsayılmıştır. Böylelikle amortisman hariç ürün ve yazılım segmentinin brüt kar marjının %47-%52 bandında seyredeceği öngörülmektedir.

Bakım ve onarım: Bu segmentteki gelir ürün ve yazılım segmentine nazaran daha küçük montajlarda seyretilmiş olup 2025 yılının ilk 9 ayında 4,6 milyon TL kaydedilmiştir. 2025 yılının tamamında 16,2 milyon TL olması beklenirken 2026 yılında %49 büyümeyle 24,2 milyon TL olması beklenmektedir. Sonraki dönemlerde ürün ve yazılım gelirlerindeki artışın etkisiyle bu segmentteki gelir büyümelerinin de artacağı öngörülmektedir.

Bakım ve onarım segmentinin en yüksek maliyet kalemi ürün ve yazılım segmentinde olduğu gibi ilk madde ve malzeme olup gelire oranının %50 seviyesinde olacağı ifade edilmiştir. Lisans giderlerinin gelire oranının %5, seyahat giderlerinin %1, danışmanlık giderlerinin %1,0 ve diğer maliyet kalemlerinin %1,0 olacağı beklenmektedir. Böylelikle amortisman hariç bakım ve onarım segmentinin brüt kar marjının %40-%43 bandında seyredeceği öngörülmektedir.

Toplam gelirin 2025 yılında 319 milyon TL olması beklenirken 2026'da %338 artışla 1,0 milyar TL, 2027'de %42 artışla %1,5 milyar TL olması beklenirken sonraki yıllarda gelir artışının %10-22 bandına oturması beklenmektedir. Amortisman hariç brüt kar marjının %41-%43 seviyesinde olması öngörülmektedir.

Faaliyet giderlerinde sabit olduğu düşünülen giderler beklenen enflasyonla artırılırken gelire endeksli giderler ciro payı üzerinden hesaplanarak projeksiyonda dikkate alınmıştır.

Papilon Savunma & Protect Grup Uzman Kuruluş Raporu

Papil Projesiyon, TL	2022	2023	2024	2024/09	2025/09	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Ürün Ciro (TL)	41.866.040	64.273.587	202.836.765	74.707.990	97.625.774	302.669.365	999.881.667	1.370.192.251	1.664.578.009	1.914.264.711	2.105.691.182
Yıllık Artış Oranı		53,5%	215,6%		30,7%	49,2%	230,4%	37,0%	21,5%	15,0%	10,0%
Amortisman Hariç SMM	28.341.957	26.804.793	110.661.667	40.926.633	34.641.278	161.994.046	484.820.685	662.997.975	804.946.777	925.522.890	1.018.348.606
SMM Personel Gideri	3.712.814	1.846.597	3.319.360	4.495.853	4.400.484	5.852.644	7.514.795	9.461.126	11.192.512	12.770.657	14.213.741
SMM İlk Madde Malzeme Gideri	13.679.936	19.686.871	90.089.043	30.367.947	15.588.027	118.109.823	349.958.583	479.567.288	582.602.303	669.992.649	736.991.914
SMM Lisans Yazılım Gideri	0	0	0	0	9.888.124	30.266.937	99.988.167	137.019.225	166.457.801	191.426.471	210.569.118
SMM Seyahat Gideri	0	0	0	1.853.469	1.869.386	2.869.386	2.499.704	3.425.481	4.161.445	4.785.662	5.264.228
SMM Danışmanlık Gideri	9.012.566	2.667.134	11.751.881	1.395.104	108.806	1.108.806	19.997.633	27.403.845	33.291.560	38.285.294	42.113.824
SMM Diğer	1.936.641	2.604.191	5.501.383	2.814.260	2.786.451	3.786.451	4.861.803	6.121.010	7.241.155	8.262.158	9.195.782
Amortisman Hariç Brüt Kar	13.524.083	37.468.794	92.175.098	33.781.357	62.984.496	140.675.319	515.060.982	707.194.276	859.631.233	988.741.821	1.087.342.576
Brüt Kar Marjı	32,3%	58,3%	45,4%	45,2%	64,5%	46,5%	51,5%	51,6%	51,6%	51,7%	51,6%
Ürün Ciro (TL)	31.398.398	42.748.979	31.239.572	28.467.674	4.559.340	16.226.941	24.213.549	79.990.533	109.615.380	133.166.241	153.141.177
Yıllık Artış Oranı		36,2%	-26,9%		-84,0%	-48,1%	49,2%	230,4%	37,0%	21,5%	15,0%
Amortisman Hariç SMM	21.254.825	17.828.126	17.043.375	15.595.200	1.617.823	9.368.547	14.439.675	46.892.842	64.166.448	77.909.070	89.570.543
Yıllık Artış Oranı						-45,0%	54,1%	224,7%	36,8%	21,4%	15,0%
SMM Personel Gideri	2.784.395	1.228.189	511.226	1.713.157	205.512	308.268	395.816	498.332	589.527	672.651	748.660
SMM İlk Madde Malzeme Gideri	10.259.159	13.093.927	13.874.916	11.571.785	727.995	8.113.471	12.106.775	39.995.267	54.807.690	66.583.120	76.570.588
SMM Lisans Yazılım Gideri	0	0	0	0	461.797	614.190	1.210.677	3.999.527	5.480.769	6.658.312	7.657.059
SMM Seyahat Gideri	0	0	0	706.269	87.304	152.782	242.135	799.905	1.096.154	1.331.662	1.531.412
SMM Danışmanlık Gideri	6.758.902	1.773.937	1.809.947	531.608	5.082	6.759	242.135	799.905	1.096.154	1.331.662	1.531.412
SMM Diğer	1.452.369	1.732.073	847.286	1.072.381	130.133	173.077	242.135	799.905	1.096.154	1.331.662	1.531.412
Amortisman Hariç Brüt Kar	10.143.573	24.920.853	14.196.197	12.872.474	2.941.517	6.858.395	9.773.875	33.097.692	45.448.932	55.257.170	63.570.634
Brüt Kar Marjı	32,3%	58,3%	45,4%	45,2%	64,5%	42,3%	40,4%	41,4%	41,5%	41,5%	41,5%
Net Ciro	73.264.438	107.022.566	234.076.337	103.175.664	102.185.114	318.896.306	1.024.095.216	1.450.182.785	1.774.193.390	2.047.430.952	2.258.832.359
Yıllık Artış Oranı		46,1%	219,5%		-1,0%	36,2%	337,5%	41,6%	22,3%	15,4%	10,3%
Toplam SMM (Amortisman Hariç)	49.596.782	44.632.919	127.705.042	56.521.833	36.259.101	171.362.592	499.260.360	709.890.817	869.113.225	1.003.431.961	1.107.919.149
SMM'ye atılan toplam amortisman	6.125.560	10.894.910	26.198.432	17.332.766	15.966.327	21.108.811	27.103.713	34.123.574	40.368.189	4.606.013	51.264.895
Toplam SMM	55.722.342	55.527.829	153.903.474	73.854.599	52.225.428	192.471.403	526.364.073	744.014.391	909.481.414	1.008.037.974	1.159.184.044
Toplam Brüt Kar	17.542.096	51.494.737	80.172.863	29.321.065	49.959.686	126.424.903	497.731.143	706.168.394	864.711.976	1.039.392.978	1.099.648.315
Brüt Kar Marjı	23,9%	48,1%	34,3%	28,4%	48,9%	39,6%	48,6%	48,7%	48,7%	50,8%	48,7%
Toplam Gen. Yön. Gid. (Amortisman Hariç)	20.837.915	27.085.962	26.591.993	24.116.494	30.349.436	40.364.750	51.683.577	65.388.041	77.982.299	90.045.028	101.945.812
Yıllık Artış Oranı		30,0%	27,6%		25,8%	51,8%	94,4%	62,0%	19,3%	15,5%	13,2%
Personel Giderleri	16.437.223	20.785.190	18.675.897	18.098.100	23.459.869	31.201.626	40.062.887	50.439.175	59.669.544	68.082.950	75.776.324
Danışmanlık Giderleri	1.604.450	2.926.559	3.037.853	2.918.779	2.542.166	3.381.081	4.006.289	5.043.918	5.966.954	6.808.295	7.577.632
Temsil ve Ağır Lame Giderleri	176.337	738.618	238.190								
Dışardan Sağlanan Fayda ve Hizmetler	486.251	576.623	1.563.314								
Seyahat ve Konaklama Giderleri	104.597	196.044	404.150	601.165	662.272	880.822	1.321.233	1.981.849	2.972.773	4.459.160	6.688.740
Vergi, resim ve harç giderleri	1.213.015	108.614	670.710								
Diğer	816.042	1.754.314	2.001.879	2.498.450	3.685.129	4.901.222	6.293.168	7.923.099	9.373.026	10.694.623	11.903.115
Genel Yönetim Gideri Amortismanı	5.702.482	7.189.098	447.076	1.988.872	2.010.175	2.068.436	2.655.872	3.343.743	3.955.648	4.513.395	5.023.408
Toplam Paz. Gid. (Amortisman Hariç)	12.813.482	17.874.439	21.328.660	19.807.226	6.437.420	8.879.155	12.871.717	18.667.178	26.940.249	38.989.558	56.736.745
Yıllık Artış Oranı		39,5%	19,3%		-67,5%	-58,4%	-39,7%	110,2%	44,3%	44,7%	45,5%
Personel Giderleri	5.897.889	7.100.331	5.975.721	5.472.748	141.114	187.682	240.983	303.398	358.920	409.527	455.804
Seyahat ve Konaklama Giderleri	4.038.750	5.673.506	10.761.085	6.995.695	2.068.527	3.068.527	4.602.791	6.904.186	10.356.279	15.534.418	23.301.627
Vergi, resim ve harç giderleri	287.737	2.904.235	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Danışmanlık Giderleri	1.163.988	1.067.794	229.931	702.914	2.812.869	3.741.116	5.611.674	8.417.510	12.626.266	18.939.399	28.409.098
Dışardan Sağlanan Fayda ve Hizmetler	758.982	316.915	1.363.779	0	0	0	0	0	0	0	0
Diğer	666.136	811.658	2.998.144	3.677.927	1.414.910	1.881.830	2.416.270	3.042.084	3.598.785	4.106.214	4.570.216
Bakım Onarım Gideri				2.957.942							
Pazarlama Gideri Amortismanı	0	0	0	689.827	83.785	842.935	1.082.329	1.362.652	1.612.017	1.839.311	2.047.153

4.1.5. İşletme Sermayesi & Yatırımlar

İşletme sermayesi gün süreleri için 2022-2023-2024-2025/09 dönemlerinin verileri incelenmiş ve alacak-stok-ticari borç ve alınan avans vadeleri belirlenmiştir. Öngörülen gün süreleri baz alınarak projeksiyon döneminde kullanılmıştır.

Yatırım harcamaları projekte edilirken 2022-2023-2024-2025/06 dönemlerinde yapılan yatırımlar incelenmiş ve 2025'ten itibaren ortalama enflasyon kadar yıllık artacağı varsayılmıştır. Yapılan yatırımların 5 yılda amortisman şeklinde giderleşeceği varsayılmıştır.

4.1.6. İndirgenmiş Nakit Akımları Değeri

Önceki maddelerdeki varsayımlar sonrası 1 Ekim 2025 tarihinden itibaren üretilmesi planlanan FAVÖK rakamından, Kurumlar Vergisi, Sabit Kıymet Yatırımı ve her yıl için gerekecek ilave işletme sermayesi düşülerek serbest nakit akımları hesaplanmıştır. 2031 yılına kadar projeksiyon kurgulanırken 2031 yılındaki gelir ve gider parametreleri %5 artırılarak 2032 yılı için uç değerde kullanılacak olan nakit akımları tahmin edilmiş ve %5 uç değer büyüme oranı varsayımıyla uç değer hesabında dikkate alınmış ve devam eden değer hesaplanmıştır.

Serbest nakit akımları her yıl için enflasyona endeksli AOSM ile 30.09.2025 tarihine indirgenmiş ve net borç nakit öncesi firma değeri 2.015.145.151 TL olarak tespit edilmiştir. Firma Değeri'ne 251.763.983 TL net nakit eklenerek Şirketin 30 Eylül 2025 tarihindeki piyasa değeri 2.266.909.134 TL tespit edilmiştir.

Papilon İNA Değeri, TL	30.09.2025
İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları	855.709.645
Devam Eden Değer Büyüme Oranı	5,00%
İndirgenmiş Devam Eden Değer	1.159.435.506
Firma Değeri	2.015.145.151
Net Borç (Nakit)	-251.763.983
Piyasa Değeri	2.266.909.134

İndirgenmiş nakit akımları tablosu aşağıdadır.

Papilon İndirgenmiş Nakit Akımları														
Mn TL	2022	2023	2024	9A24	9A25	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	2031 T	2032 T	Uç Değer
Yılsonu Enflasyon	64,3%	64,8%	44,4%			31,2%	23,4%	16,4%	12,3%	9,8%	9,8%	9,8%	5,0%	
Yıllık Ortalama Enflasyon	72,3%	53,9%	58,5%			34,9%	26,1%	18,6%	13,0%	10,9%	9,8%	9,8%	5,0%	
Net Satışlar	132,7	134,2	293,6	103,2	102,2	318,9	1.024,1	1.450,2	1.774,2	2.047,4	2.258,8	2.479,4	2.603,3	
Yıllık Değişim		1,2%	118,7%		-1,0%	8,6%	221,1%	41,6%	22,3%	15,4%	10,3%	9,8%	5,0%	
Satışların Maliyeti, Amor. Hariç	79,5	47,0	159,6	56,5	36,3	171,4	499,3	709,9	869,1	1.003,4	1.107,9	1.216,1	1.276,9	
Yıllık Değişim		-40,9%	239,9%		-35,8%	7,4%	191,3%	42,2%	22,4%	15,5%	10,4%	9,8%	5,0%	
Brüt Kar	53,2	87,3	134,0	46,7	65,9	147,5	524,8	740,3	905,1	1.044,0	1.150,9	1.263,3	1.326,4	
Yıllık Değişim		64,1%	53,5%		-24,5%	10,1%	255,7%	41,1%	22,3%	15,3%	10,2%	9,8%	5,0%	
Brüt Kar Marjı	40,1%	65,0%	45,6%	45,2%	64,5%	46,3%	51,2%	51,0%	51,0%	51,0%	51,0%	51,0%	51,0%	
Faaliyet Giderleri, Amor. Hariç	71,3	65,4	60,7	43,9	36,8	49,2	64,6	84,1	104,9	129,0	158,7	174,2	182,9	
Yıllık Değişim		-8,2%	-7,3%		-16,2%	-18,8%	31,1%	30,2%	24,8%	23,0%	23,0%	9,8%	5,0%	
Ciroya Oranı	53,7%	48,7%	20,7%	42,6%	36,0%	15,4%	6,3%	5,8%	5,9%	6,3%	7,0%	7,0%	7,0%	
FAVÖK	-18,1	21,9	73,3	2,7	29,1	98,3	460,3	656,2	800,2	915,0	992,2	1.089,1	1.143,6	
Yıllık Değişim		A.D.	235,4%		967,3%	34,1%	368,3%	42,6%	21,9%	14,3%	8,4%	9,8%	5,0%	
FAVÖK Marjı	-13,6%	16,3%	25,0%	2,6%	28,5%	30,8%	44,9%	45,3%	45,1%	44,7%	43,9%	43,9%	43,9%	
Amortisman	21,4	22,7	33,4	20,0	18,1	24,1	33,1	54,9	79,6	107,0	122,5	137,1	149,9	
FVÖK	-18,1	21,9	73,3	2,7	29,1	98,3	460,3	656,2	800,2	915,0	992,2	1.089,1	1.143,6	
Yıllık Değişim		A.D.	235,4%		967,3%	A.D.	368,3%	42,6%	21,9%	14,3%	8,4%	9,8%	5,0%	
FVÖK Marjı	-13,6%	16,3%	25,0%	2,6%	28,5%	30,8%	44,9%	45,3%	45,1%	44,7%	43,9%	43,9%	43,9%	
Vergi (-)			0,0		10,9	24,6	115,1	164,1	200,0	228,7	248,1	272,3	285,9	
Ticari Alacak	46,0	15,6	167,6		19,6	93,8	252,5	357,6	437,5	504,8				
Stok + Peşin Ödenmiş Gid.	79,1	115,0	37,3		69,9	134,4	278,0	391,5	480,3	558,5				
Ticari Borç	6,3	1,3	13,4		0,9	6,8	17,4	24,6	30,1	35,0				
Alınan Avanslar	6,0	9,7	3,8		4,2	12,9	39,3	55,6	68,1	78,5				
İşletme Sermayesi	112,8	119,5	187,8		84,4	208,5	473,8	668,9	819,6	949,8	1.047,8	1.150,1	1.207,6	
İşletme Sermayesi/Gelir	85,0%	89,1%	64,0%		41,3%	65,4%	46,3%	46,1%	46,2%	46,4%	46,4%	46,4%	46,4%	
NİS Değişimi		6,7	68,2		-103,4	20,7	265,3	195,1	150,7	130,1	98,1	102,3	57,5	
Ticari Alacak Gün Süresi	126,5	42,3	208,4		52,4	107,4	90,0	90,0	90,0	90,0				
Stok + PÖG Gün Süresi	191,6	373,7	61,9		262,1	222,3	180,0	180,0	180,0	180,0				
Ticari Borç Gün Süresi	15,2	4,4	22,2		3,4	11,3	11,3	11,3	11,3	11,3				
Alınan Avanslar Gün Süresi	16,5	26,4	4,7		11,3	14,7	14,0	14,0	14,0	14,0				
Yatırımlar	28,2	61,7	60,3	0,0	54,8	73,1	92,2	109,3	123,5	137,0	150,4	165,1	173,4	
Yatırımlar/Ciro	21,3%	45,9%	20,5%	0,0%	53,6%	22,9%	9,0%	7,5%	7,0%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	
Serbest Nakit Akımı		-46,5	-55,2		66,8	-20,1	-12,3	187,8	325,9	419,1	495,7	549,4	626,8	4.982,1
AOSM						45,00%	34,51%	25,45%	18,84%	18,21%	18,21%	18,21%	18,21%	18,21%
İndirgenmiş Nakit Akımları						-83,0	-9,7	113,6	161,4	175,1	175,3	164,3	158,6	1.159,4

4.2. Papilon Savunma Benzer Şirket Çarpan Değerlemesi

Borsa İstanbul'da işlem gören Papilon Savunma ile benzer faaliyet gösteren yazılım ve bilişim şirketlerinin 30 Eylül 2025 itibarıyla hesaplanan 30x'dan küçük ve 5x'ten büyük FD/FAVÖK ve Fiyat/Kazanç, 10x'dan küçük FD/Ciro ve PD/DD çarpanlarının medyanlarıyla Papilon Savunma için piyasa değeri hesaplanmıştır. Medyan kullanılmasının sebebi uç değerler olarak kabul edilen aşırı yüksek ve aşırı düşük değerleri elimine etmesidir.

Papilon Yıllıklandırılmış Mali Veriler, TFRS, TL	30.09.2025
Ciro	292.610.435
FAVÖK	99.723.445
Net Kar	-12.596.466
Net Borç (Nakit)	-251.763.983
Özkaynak	511.754.422

Papilon Savunma'nın 30.09.2025 itibarıyla son 12 aylık kaydırılmış FAVÖK rakamı 99,7 milyon TL olup çarpan analizinde bu FAVÖK baz alınmıştır. Sektördeki şirketlerin seçilmiş FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı 11,60x olup Papilon Savunma için FD/FAVÖK çarpanından 1.508.140.983 TL değer tespit edilmiştir.

Net dönem karını etkileyen enflasyon muhasebesi ve yatırım faaliyetlerinden elde edilen tek seferlik yüksek gelir/giderler nedeniyle F/K çarpanından değer hesaplanmamıştır. Papilon Savunma'nın son 12 aylık kaydırılmış net karının negatif olması da F/K çarpanından değer hesaplanamamasının bir başka nedenidir.

FD/Ciro ve PD/DD çarpanlarının 10x'dan küçük olanlarının medyanı kullanılarak sırasıyla 960.280.967 ve 1.246.989.640 TL değer hesaplanmıştır.

FD/FAVÖK, FD/Ciro ve PD/DD çarpanından hesaplanan değerlere %33,3'er ağırlık verilmiş ve böylelikle benzer şirket çarpan analizinden Papilon Savunma için 1.238.470.530 TL değer tespit edilmiştir.

Papilon Benzer Şirketler Çarpanları, TL		30.09.2025			
Borsa Kodu	Şirket Ünvanı	FD/ FAVÖK	F/K	FD/Ciro	PD/DD
ALCTL	Alcatel Lucent Teletaş	19,85	A.-D.	0,56	1,44
ARDYZ	ARD Bilişim Teknolojileri	6,54	9,74	2,35	1,17
ARENA	Arena Bilgisayar	7,69	A.-D.	0,19	1,22
ATATP	ATP Yazılım	4,84	9,48	3,45	4,00
AZTEK	Aztek Teknoloji	10,18	556,09	1,00	2,45
BINBN	Bin Ulaşım Teknolojileri	A.-D.	A.-D.	36,70	7,83
DESPC	Despec Bilgisayar	1,24	105,57	0,07	3,48
DGATE	Datagate Bilgisayar	2,55	A.-D.	0,11	8,92
EDATA	E-Data Teknoloji	24,79	A.-D.	1,03	2,18
ESCOM	Escort Teknoloji	5,97	A.-D.	5,76	1,02
FONET	Fonet Bilgi Teknolojileri	12,41	16,59	4,35	1,52
FORTE	Forte Bilgi İletişim	22,74	2,42	3,23	2,35
HTTBT	Hitit Bilgisayar	21,07	39,01	9,25	5,23
INDES	İndeks Bilgisayar	3,23	20,04	0,09	0,99
INGRM	Ingram Bilişim	27,30	A.-D.	0,59	5,42
KAREL	Karel Elektronik	29,16	A.-D.	1,00	5,71
KFEIN	Kafein Yazılım	9,74	12,93	0,72	1,62
KRONT	Kron Teknoloji	23,93	48,82	7,98	4,77
LINK	Link Bilgisayar	15,94	18,42	4,39	5,33
LOGO	Logo Yazılım	9,73	12,69	3,52	4,66
MANAS	Manas Enerji Yönetimi	46,85	A.-D.	3,97	1,51
MIATK	Mia Teknoloji	29,38	27,20	9,94	3,92
MOBTL	Mobitel İletişim	12,95	25,77	0,75	0,93
MTRKS	Matriks Finansal Teknolojiler	9,64	15,73	2,44	3,08
NETAS	Netaş Telekom.	31,63	A.-D.	0,68	0,00
OBASE	Obase Bilgisayar	9,77	101,43	2,60	2,43
ODINE	Odine Teknoloji	45,52	45,58	9,88	7,97
PAPIL	Papilon Savunma	38,51	A.-D.	14,02	6,74
PATEK	Pasifik Teknoloji	A.-D.	19,57	7,73	8,85

Papilon Benzer Şirketler Çarpanları, TL					30.09.2025
Borsa Kodu	Şirket Ünvanı	FD/ FAVÖK	F/K	FD/Ciro	PD/DD
PENTA	Penta Teknoloji Ürünleri	5,78	31,68	0,22	1,54
PKART	Plastikkart	24,09	A.D.	1,45	4,30
REEDR	Reeder Teknoloji	A.D.	A.D.	7,01	1,30
SMART	Smartiks Yazılım	6,98	A.D.	4,59	1,74
VBTYZ	VBT Yazılım	12,60	A.D.	2,40	2,28
Medyan		12,60	20,04	2,52	2,44
Ortalama		17,18	58,88	4,53	3,47
Seçilmiş Medyan		12,60	16,59	2,42	2,44
Büyük Eşit		5	5	0	0
Küçük Eşit		30	30	10	10
Çarpan Değeri		1.508.140.983	A.D.	960.280.967	1.246.989.640
Ağırlık		33,3%	0,0%	33,3%	33,3%
Ortalama Çarpan Değeri		1.238.470.530			

4.3. Papilon Savunma Hizmet Endeksi Çarpan Değerlemesi

Papilon Savunma ile benzer faaliyette bulunan şirketlerin değerlendirme çarpanlarıyla önceki maddede değer hesaplanmış olmasına rağmen genel yatırımcı fiyatlamasını da nihai değerde gösterebilmek adına BİST Hizmet Endeksi'nde yer alan şirketlerin değerlendirme çarpanlarıyla da değerlendirme yapılmıştır. Borsa İstanbul Hizmet Endeksi'nde yer alan 129 şirketin 30 Eylül 2025 itibarıyla hesaplanan 30x'dan küçük ve 5x'ten büyük FD/FAVÖK ve Fiyat/Kazanç, 10x'dan küçük FD/Ciro ve PD/DD çarpanlarının medyanlarıyla Papilon Savunma için piyasa değeri hesaplanmıştır. Medyan kullanılmasının sebebi uç değerler olarak kabul edilen aşırı yüksek ve aşırı düşük değerleri elimine etmesidir.

BİST Hizmet Endeksi'ndeki şirketlerin seçilmiş FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı 9,13x olup Papilon Savunma için FD/FAVÖK çarpanından 1.162.676.800 TL değer tespit edilmiştir.

Net dönem karını etkileyen enflasyon muhasebesi ve yatırım faaliyetlerinden elde edilen tek seferlik yüksek gelir/giderler nedeniyle F/K çarpanından değer hesaplanmamıştır. Papilon Savunma'nın son 12 aylık kaydırılmış net karının negatif olması da F/K çarpanından değer hesaplanamamasının bir başka nedenidir.

FD/Ciro ve PD/DD çarpanlarının 10x'dan küçük olanlarının medyanı kullanılarak sırasıyla 814.296.016 ve 821.956.336 TL değer hesaplanmıştır.

FD/FAVÖK, FD/Ciro ve PD/DD çarpanından hesaplanan değerlere %33,3'er ağırlık verilmiş ve böylelikle benzer şirket çarpan analizinden Papilon Savunma için 932.976.384 TL değer tespit edilmiştir.

Hizmet Endeksi Şirketleri Çarpanları, TL					30.09.2025
	FD/ FAVÖK	F/K	FD/Ciro	PD/DD	
Medyan	10,94	20,87	2,87	1,67	
Ortalama	77,31	77,14	14,29	2,92	
Seçilmiş Medyan	9,13	16,82	1,92	1,61	
Büyük Eşit	5	5	0	0	
Küçük Eşit	30	30	10	10	
Çarpan Değeri	1.162.676.800	A.D.	814.296.016	821.956.336	
Ağırlık	33,3%	0,0%	33,3%	33,3%	
Ortalama Çarpan Değeri	932.976.384				

4.4. Papilon Savunma Borsa Değeri

Papilon Savunma'nın halka açık olması ve paylarının PAPIL koduyla Borsa İstanbul'da işlem görmesi göz önünde bulundurularak 30.09.2025 tarihi itibarıyla kapanış, 1 aylık ortalama, 3 aylık ortalama, 6 aylık ortalama ve 12 aylık ortalama günlük ağırlıklı ortalama fiyatlarıyla Papilon Savunma'nın piyasa değeri tespit edilmeye çalışılmıştır. PAPIL pay senedinin 30.09.2025 itibarıyla 30.12.2022 tarihinden itibaren günlük ağırlıklı ortalama fiyatları (AOF) ile 6 aylık hareketli ortalaması aşağıdaki tablolarda ve grafiklerde gösterilmektedir. 30 Eylül 2025 PAPIL AOF'si 16,83 TL olup son 1 aylık ortalaması 18,26 TL, 3 aylık ortalaması 23,04 TL, 6 aylık ortalaması 29,09 TL ve 12 aylık ortalaması 21,54 TL'dir. 30.09.2025 itibarıyla 1 aylık getirisi -%17, 3 aylık getirisi -%47, 6 aylık getirisi -%45 ve 12 aylık getirisi ise +%35 seviyesindedir. Fiyat grafiğine bakıldığında özellikle 2025'in başından itibaren sert yükseliş ve düşüşlerin yaşandığı görülmektedir. **Şirket'in KAP'a bildirdiği özel durum açıklamalarına bakıldığında bu dalgalanmayı gerektirecek önemli bir haber olmadığı görülmekle birlikte yatırımcıların PAPIL özelinde sahip olduğu beklentileri fiyata yansıttığı varsayımıyla Papilon Savunma'nın borsa değeri 30.09.2025 AOF'siyle hesaplanan piyasa değerinin %40, 1 aylık ortalama fiyatla hesaplanan değerin %30, 3 aylık ortalama fiyatla hesaplanan değerin %10, 6 aylık ortalama fiyatla hesaplanan değerin %10 ve 12 aylık ortalama fiyatla hesaplanan değerin %10 ağırlıklandırılmasıyla 4.039.221.435 TL hesaplanmıştır.**

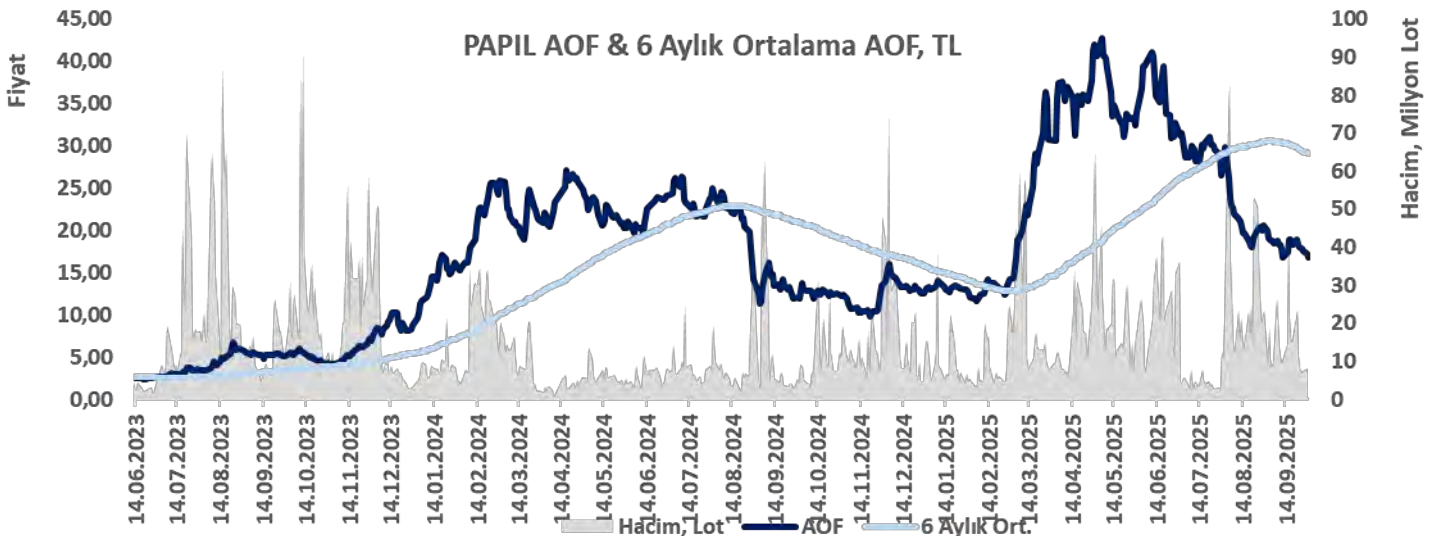
Papilon Savunma'nın borsa değeri güncel finansal gelişmeler, tüketici güven endeksi, kredi faizleri, alternatif getirili enstrümanlar olan mevduat faizi ve tahvil faizlerinden bütün borsa şirketleri gibi etkilenmektedir. Bu sebeple kısa vadeli fiyatlamalarda oynaklık yüksek seyredebilmektedir. Bu sebeple sadece 30.09.2025 tarihindeki piyasa değeri dikkate alınmamış, 1 aylık, 3 aylık, 6 aylık ve 12 aylık ortalama AOF ile hesaplanan piyasa değeri de belirli ağırlıklarla borsa değeri hesabında göz önünde bulundurulmuştur.

PAPIL Kapanış ve Ortalama Fiyatlara Göre Hesaplanan Piyasa Değeri

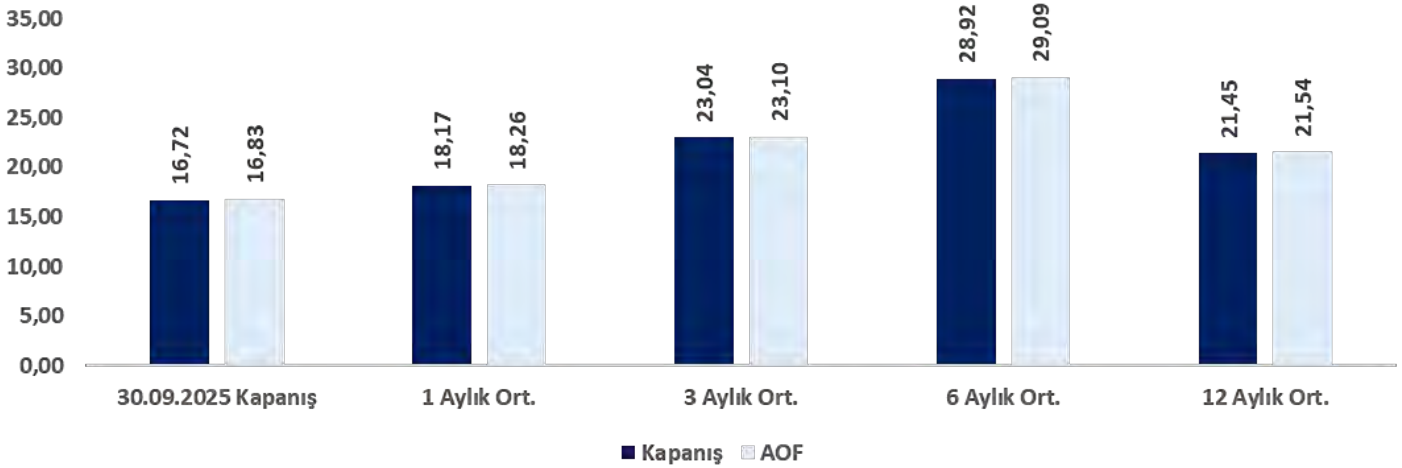
Tarih	Kapanış	AOF	Piyasa Değeri	Ağırlık
30.09.2025 Kapanış	16,72	16,83	3.470.981.250	40%
1 Aylık Ort.	18,17	18,26	3.767.128.125	30%
3 Aylık Ort.	23,04	23,10	4.764.962.500	10%
6 Aylık Ort.	28,92	29,09	5.998.869.405	10%
12 Aylık Ort.	21,45	21,54	4.443.073.074	10%
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri		19,58	4.039.221.435	100%

PAPIL 30.09.2025 İtibarıyla TL Getiriler

1 Aylık Getiri	-17%
3 Aylık Getiri	-47%
6 Aylık Getiri	-45%
12 Aylık Getiri	35%



PAPIL 30.09.2025 İtibariyle 1-3-6-12 Aylık Kapanış ve AOF Ortalamaları, TL



4.5. Papilon Savunma Nihai Değer Takdiri

Papilon Savunma'nın nihai değer takdiri yapılırken İNA'dan hesaplanan 2.266.909.134 TL değere %35, Benzer Şirket Çarpan analizinden hesaplanan 1.238.470.530 TL değere %25, Hizmet Endeksi Çarpan analizinden hesaplanan 932.976.384 TL değere %10 ve Borsa Değeri'nden hesaplanan 4.039.221.435 TL değere %30 ağırlık verilerek 2.408.099.898 TL nihai değere ulaşılmıştır.

İNA ve çarpan metoduyla hesaplanan değerlere sırasıyla %30 ve %35 ağırlıkların verilmesinin sebebi şirket faaliyetlerinin sürekliliği varsayımında sahip olabileceği değere bu iki metodun daha uygun bir gösterge olabileceğidir. Piyasada şirket değerlendirme raporlarında ve fiyat tespit raporlarında sıklıkla bu iki metod üzerinden nihai şirket değerine ulaşılmaktadır.

Borsa değeri 4.039.221.435 TL ile en yüksek değere işaret etmekle birlikte borsa yatırımcısının Papilon Savunma özelinde yapmış olduğu fiyatlamasının nihai değerde gösterilmesi adına ağırlığı %30 alınmıştır.

Şirket'in hizmetlerinin özel bilgi gerektiren süreçler sonucu ortaya çıkan nitelikte olması ve faaliyetlerindeki verimlilik ile marka bilinirliğine dayanan geniş müşteri tabanına sahip olması neticesinde satış ve pazarlama faaliyetlerindeki konumu ve bu sebeple eşit faydaya sahip başka bir varlığın elde edilme maliyetinin hesaplanamayacak olması, faaliyetlerinin sürekli olduğunun düşünülmesi, gayrimenkul yatırım ortaklığı veya yatırım holdingler gibi faaliyetlerini kendi üzerinden değil iştirak ve/veya gayrimenkulleri üzerinden gerçekleştiren şirket olmadığı gibi gerekçelerden ötürü maliyet yaklaşımı değerlendirme kapsamında kullanılmamıştır.

Papilon Savunma için adil ve makul olduğunu düşündüğümüz nihai değer görüşümüz 30 Eylül 2025 itibarıyla **2.408.099.898 TL'dir**. Kullanılan ağırlıklandırmalar değiştiğinde Papilon Savunma'nın piyasa değeri değişebilecektir. Özellikle Borsa Değeri'nin diğer metotlardan hesaplanan değer üzerinde yer alması nedeniyle ağırlıklandırmalardaki değişim nihai değer üzerinde yüksek etkiye sahiptir.

Papilon Nihai Piyasa Değeri, TL				30.09.2025
Metod	İNA	Benzer Çarpan	Hizmet Çarpan	Borsa Değeri
Hesaplanan Değer	2.266.909.134	1.238.470.530	932.976.384	4.039.221.435
Ağırlık	35,00%	25,00%	10,00%	30,00%
Nihai Değer	2.408.099.898			

5. Protect Grup Değerlemesi

Değerlemede Kullanılan Yöntemler

Protect Grup değerlemesi kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen 3 değerlendirme yaklaşımı (Maliyet Yaklaşımı, Gelir Yaklaşımı, Pazar Yaklaşımı) dikkate alınmıştır. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 10.3 uyarınca bir varlığa ilişkin değerlendirme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin seçiminde amaç belirli durumlara en uygun yöntemin bulunmasıdır.

İşbu uzman kuruluş raporunda Protect Grup'un piyasa değeri Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları ve Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi yöntemleriyle tespit edilmiştir. Şirket'in hizmetlerinin özel bilgi gerektiren süreçler sonucu ortaya çıkan nitelikte olması ve faaliyetlerindeki verimlilik ile marka bilinirliğine dayanan geniş müşteri tabanına sahip olması neticesinde satış ve pazarlama faaliyetlerindeki konumu ve bu sebeple eşit faydaya sahip başka bir varlığın elde edilme maliyetinin hesaplanamayacak olması, faaliyetlerinin sürekli olduğunun düşünülmesi, gayrimenkul yatırım ortaklığı veya yatırım holdingler gibi faaliyetlerini kendi üzerinden değil iştirak ve/veya gayrimenkulleri üzerinden gerçekleştiren şirket olmadığı gibi gerekçelerden ötürü maliyet yaklaşımı değerlendirme kapsamında kullanılmamıştır.

İNA değerlemesi yapılırken mevcut mali tablodaki kalemlerin gerçeğe uygun değerler olduğu kabul edilmiş, sonraki yıllardaki projeksiyon verilerinde de Şirket yönetimiyle yapılan görüşmeler ve geçmiş dönemdeki gerçekleştirmeler dikkate alınarak gelir, maliyet, brüt kar, faaliyet giderleri ve faaliyet karı tahmin edilmiştir. İşletme sermayesi kalemleri de benzer şekilde mali tablolardaki kalemlerin gerçeğe uygun olduğu ve şirket faaliyetlerinin süreklilik arz ettiği varsayımıyla şirket yönetimi ile yapılan görüşmeler ve geçmiş gerçekleştirmiş veriler dikkate alınarak ticari alacak-stok-ticari borç ve alınan avans gün süreleri üzerinden tahminler ve hesaplamalar yapılmıştır.

Şirket'in değerinin tespitinde aşağıdaki yöntemler dikkate alınmıştır.

1. Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları

Protect Grup'un faaliyet konusunun doğrudan sınai veya ticari faaliyetlerde bulunarak gelir etmek olması göz önünde bulundurularak Şirket'in değer hesabında Gelir Yaklaşımı kullanılabileceği düşünülmüş ve indirgenmiş nakit akımları (İNA) metodu üzerinden değerlendirme yapılmıştır.

2. Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi

Protect Grup'un 30.09.2025 tarihli TFRS'ye göre hazırlanmış mali verileri üzerinden 30 Eylül 2025 tarihli BİST'te işlem gören ve Protect Grup ile benzer faaliyette bulunan şirketlerin değerlendirme çarpanlarıyla ve genel yatırımcı fiyatlamasını gösterebilmek adına BİST Hizmet Endeksi'nde yer alan şirketlerin değerlendirme çarpanlarıyla değerlendirme yapılmıştır.

5.1. Protect Grup İNA Değerlemesi

5.1.1. İNA Genel Varsayımlar

- a) Protect Grup'un piyasa değeri, önümüzdeki dönemde bu varlıklardan üretilecek nakitlerin "İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi" (İNA) ile indirgenmesiyle hesaplanmıştır.
- b) Şirket'in gelir/maliyet modeli TL olduğu için değerlendirme TL üzerinden yapılmıştır.
- c) Değerleme çalışmalarında kullanılan projeksiyon dönemi 01.10.2025 ve 2031 yıl sonu ile sınırlı tutulmuş, 2031 yılındaki gelir, gider varsayımları %5 artırılarak 2032 yılı projekte edilmiş ve uç değer büyümesi öncesi normalizasyon sağlanmıştır. 2032 yılındaki nakit akımları %5 uç değer büyüme varsayımıyla uç değer hesabı yapılmıştır.
- d) Değerlemeye ilişkin hesaplamalar, BMD tarafından Şirketin projeksiyon döneminde gerçekleştireceğine inandığı finansal ve operasyonel veriler, geleceğe dönük tahminler ve projeksiyonlara dayalı olarak yapılmıştır.
- e) Aksi belirtilmedikçe, mevcut aktiflerin iyi ve satılabilir durumda olduğu ve aktifler üzerinde herhangi bir haciz, ipotek ve irtifak hakkı bulunmadığı varsayılmaktadır. Sabit kıymet ve çeşitli aktiflerin hukuki durumu ve üzerlerindeki ipotek, irtifak v.b. şerhler hakkında tarafımızdan herhangi bir inceleme yapılmamış olup, bu konularda sorumluluk kabul edilmemektedir.
- f) Aksi belirtilmedikçe, Şirket'i ilgilendiren tüm kanun ve mevzuata tam olarak uyulduğu varsayılmaktadır.
- g) Değerleme çalışmasında şirketimize sunulan projeksiyonlar, tarafımızdan yorumlanarak kullanılmıştır.
- h) Gerçekleşen sonuçlar ve finansal projeksiyonlar çoğu zaman birebir uyuşmaz, tahmin edilenle gerçekleşen veriler farklılık arz eder. Buna, kimi zaman irade dışı gelişen olaylar ve piyasa şartları ile diğer şartlarda vukuu bulan ve öngörülemez değişiklikler sebep olur. Bu nedenle değerlendirme çalışmamız 2025 ve sonraki yıllara ilişkin finansal ve diğer projeksiyonların gerçekleşeceğine dair bir teminat olarak kabul edilmemelidir. Piyasa şartlarında ve/veya diğer şartlarda, öngörülenlerin dışında vukuu bulan gelişmelerden dolayı sorumluluk almamız mümkün değildir. Öte yandan, rapor tarihinden sonra oluşan piyasa şartları ve/veya diğer şartlar dolayısıyla, bu raporu yeniden tanzim etme ya da revize etme yükümlülüğümüz bulunmamaktadır.
- i) Ekonomik şartlarda kriz olmayacağı, ekonomik gidişatın benzer şartlarda devam edeceği varsayılmıştır.
- j) Bu değerlendirme çalışması, bir özel durum tespit (due-dilligence) çalışması değildir.
- k) Üçüncü şahıslar tarafından sağlanan bilgilerin güvenilir olduğu kabul edilmiş ve raporda belirtilenlerin dışında bu bilgilerin doğruluğu denetlenmemiştir.
- l) Nakit akımları analizi şirket tarafından sağlanan TFRS bazlı mali veriler ve projeksiyonlar üzerinden yapılmış olup VUK rakamlarıyla farklılık arz edebilir.
- m) Bu rapor sadece raporun giriş kısmında belirtilen amaç için hazırlanmış olup, herhangi başka bir amaç için kullanılması uygun değildir. Belirtilen amaç dışı kullanımdan dolayı bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır.

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi'nde ('İNA') kullanılan varsayımlar, Şirket yönetiminin gelecek yıllara ilişkin gerçekleşmesini beyan ettiği beklentilerini yansıtacak şekilde oluşturulmuştur. Söz konusu varsayımların birçok tahmini parametreye bağlı olması sebebiyle geleceğe yönelik herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Bu analiz kapsamında yer alan projeksiyonların değişmesi halinde farklı bir Şirket özsermaye değeri ve pay başına değere ulaşılabilir. Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmış olup geleceğe dönük projeksiyonların ve bu projeksiyona baz oluşturan varsayımların Şirket yönetiminin öngördüğü şekilde gerçekleşmemesi halinde Bizim Menkul Değerler A.Ş. olarak herhangi bir sorumluluk almamız mümkün değildir.

5.1.2. İndirgeme Oranı Tespiti

Şirketin faaliyetlerinden üretmeleri beklenen nakit akımları projeksiyon dönemi boyunca tespit edilerek Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli'ne (Capital Asset Pricing Model – CAPM) göre hesaplanan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) ile indirgenmiştir. Özsermaye maliyeti hesaplanırken risksiz getiri oranının değerlendirilme para cinsi olan TL bazında 2025-2028 döneminde her yıl BMD tarafından tahmin edilen ortalama enflasyon rakamlarının %20 fazlası olacağı, 2029-2032 yıllarında ise %15 olacağı varsayımıyla her yıl için değişen risksiz getiri oranı hesaplanmıştır.

Uzun vadeli risksiz getiri ve hisse senedi getirilerinin farkı olan Sermaye Piyasası Risk Primi Türkiye gibi finansal derinliği gelişmiş ülkelere göre nispeten daha az olan ülkelerde çok kolay hesaplanamamaktadır. ABD gibi finansal tarihi oldukça eskiye giden ve halka açık şirket sayısı oldukça fazla olan bir ülkede bile bu risk priminin hesaplanmasına dair konsensüs bulunmamaktadır. Piyasada genel temayül %5-%6 bandında sermaye piyasası risk priminin makul olduğu şeklinde olmakla birlikte değerlendirilmede, %5,5 olarak kabul edilmiştir.

Özsermaye maliyeti için kaldıraçlı beta hesabı yapılmıştır.

Kaldıraçlı Beta = Kaldıraçsız Beta X (1 + (1 – Kurumlar Vergisi Oranı) X Borçlanma Oranı / Özsermaye Oranı)

formülüne göre $0,60 \times (1 + (1 - 0,25) \times 0) = 0,6$ hesaplanmakta olmasına rağmen kaldıraçlı beta ihtiyaten 1,0x kabul edilmiştir.

Protect Grup özelinde sermaye piyasası risk priminin dışında risksiz getiri oranının %5'i kadar ilave risk primi sermaye maliyeti hesabında dikkate alınmıştır.

Şirket'in teknokentte faaliyet göstermesi nedeniyle kurumlar vergisi istisnası bulunmaktadır. Bu sebeple 2028 yılına kadar efektif vergi oranı %1 kabul edilmiş olup 2029 yılından itibaren vergi istisnasının sona ereceği varsayılarak %25 kurumlar vergisi oranıyla vergi hesaplanmış ve nakit akımlarından düşülmüştür. Vergi istisnasının 2029 yılından sonra da devam etmesi durumunda Protect Grup'un değeri yukarı yönlü ayrışabilecektir.

Özsermaye maliyeti = Risksiz Getiri Oranı + (Beta X Sermaye Piyasası Risk Primi) + İlave Risk Primi

formülüne göre özsermaye maliyeti 2025 yılı için %51,59 hesaplanırken sonraki yıllarda enflasyon oranında beklenen düşüş neticesinde azalmakta olup uç değer indirgemesinde %22,00 hesaplanmıştır.

Şirket'in borçlanma maliyetinin, risksiz getiri oranının %15 fazlası olacağı öngörülmesine rağmen fonlamanın tamamen özkaynakla yapılacağı varsayılmış olup AOSM özsermaye maliyetine eşit hesaplanmaktadır.

Şirket için hesaplanan yıllara sari Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Protect AOSM, TL	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	2031 T	2032 T	Uç Değer
Ortalama Enflasyon	34,91%	26,14%	18,56%	13,03%	10,94%	9,76%	9,76%	9,76%	
Reel Faiz	6,98%	5,23%	3,71%	2,61%	4,06%	5,24%	5,24%	5,24%	
Risksiz Faiz Oranı	41,90%	31,36%	22,27%	15,63%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	
Kaldıraçsız Beta	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	
Kaldıraçlı Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
Piyasa Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	
Şirket Risk Primi	4,2%	3,1%	2,2%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	
Özkaynak Maliyeti	51,59%	40,00%	30,00%	22,69%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	
Kaldıraç Oranı (Borç/(borç+Özkaynak))	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	
Borçlanma Maliyeti	48,18%	36,07%	25,61%	17,98%	17,25%	17,25%	17,25%	17,25%	
Kurumlar Vergisi Oranı	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	47,70%	35,71%	25,36%	17,80%	12,94%	12,94%	12,94%	12,94%	
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	51,59%	40,00%	30,00%	22,69%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	
Dönem Ortası İndirgeme Faktörü	1,05	1,18	1,14	1,11	1,10	1,10	1,10	1,10	
Dönem Sonu İndirgeme Faktörü	1,11	1,40	1,30	1,23	1,22	1,22	1,22	1,22	
Kümülatif İndirgeme Faktörü	1,05	1,31	1,77	2,24	2,74	3,34	4,07	4,97	5,4891

5.1.3. Net Borç

30.09.2025 itibariyle Protect Grup'un TFRS bazlı bilançosunda yer alan diğer finansal yükümlülükler, diğer borçlar ve diğer kısa vadeli yükümlülükler toplamından nakit ve benzerleri, diğer alacaklar ve diğer dönen varlıklar çıkarılarak 254.512.960 TL net nakit hesaplanmaktadır.

Protect GrupNet Borç (Nakit), TMS/TFRS, TL	2025/09
Nakit ve Nakit Benzerleri	2.550.094
Diğer Alacaklar	605.474.004
Diğer Dönen Varlıklar	2.292.673
Diğer Finansal Yükümlülükler	6.589
Diğer Borçlar	355.593.810
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	203.412
Net Borç (Net Nakit), TL	-254.512.960

5.1.4. Ciro & Maliyet&Giderler

Protect Grup proje ve müşteri bazlı yazılım ve ürün geliştirmekte, farklı ürün segmentasyonlarıyla satış geliri elde etmektedir. Müşteri özelinde geliştirilen projeler için ve müşteri ihtiyaçlarına cevap verebilmek adına düşük kar marjıyla ticari mal satışı da gerçekleştirilmektedir. 2025'ten itibaren gelirler geçmiş dönem gerçekleştirmeler ve Şirket Yönetimi'nin bütçe ve büyüme stratejileri göz önünde bulundurularak tahmin edilmiştir. 2025 yılının ilk 9 ayında geçen yılın aynı dönemine göre %203 artışla 683,9 milyon TL gelir kaydeden Şirket'in 2025 yılında 936,4 milyon TL gelir elde edeceği bütçelenmiştir. 2026-2030 arasında beklenen ortalama enflasyonun sırasıyla %34-%25-%16-%12-%8 üzerinde gelir büyümesi gerçekleşeceği öngörülmüşken 2031 yılında beklenen enflasyon olan %9,8'lik gelir büyümesi varsayılmıştır.

Amortisman hariç satışların maliyetinin gelire oranının 2025 yılının tamamı için 2025/09 dönemindekine benzer seviyelerde olacağı varsayılmış olup 2026 yılından itibaren satışlar içindeki yazılım segmentinin payının artacağı öngörüsüyle bu oranın %72,6'dan kademeli olarak %59,7 seviyesine gerileyeceği varsayılmıştır. Her yıl için hesaplanan amortisman giderleri maliyet hesabında dikkate alınmıştır. Böylelikle 2024 yılında %40,1 olan brüt kar marjının 2025 yılında %25,1 olacağı, sonraki yıllarda kademeli artışla %34,6'ya kadar yükseleceği öngörülmüştür.

Şirket'in faaliyet giderleri genel yönetim giderlerinden oluşmakta olup 2025 ilk 9 ayda 0,9 milyon TL seviyesindedir. Gelirlerdeki büyümeyi destekleyebilmek adına 2025 yılında faaliyet giderlerinin 2,6 milyon TL, 2026 yılında 7,8 milyon TL olacağı ve sonraki yıllarda gelirdeki artış kadar artacağı varsayılmıştır.

Böylelikle 2024 yılında %40,5 olan FAVÖK Marjı'nın projeksiyon dönemi boyunca %27,1'den başlayarak 2024 yılındaki marja yakınsayacak şekilde %39,8 seviyesine kadar yükseleceği hesaplanmaktadır.

Şirket Ar-Ge giderlerini aktifleştirmekte ve yatırım olarak takip etmektedir. 2024 yılında yapılan yatırım harcaması 125,6 milyon TL iken 2025'in ilk 9 ayında 170,8 milyon TL kaydedilmiştir. 2025 yılının tamamında 227,7 milyon TL olması öngörülen yatırım harcamalarının 2026 yılında 125,6 milyon TL olacağı ve sonrasında gelirlerdeki büyüme kadar artacağı varsayılmıştır.

İşletme sermayesi gün süreleri için 2023-2024-2025/09 dönemlerinin verileri incelenmiş ve alacak-stok-ticari borç ve alınan avans vadeleri belirlenmiştir. Öngörülen gün süreleri baz alınarak projeksiyon döneminde kullanılmıştır.

Papillon Savunma & Protect Grup Uzman Kuruluş Raporu

SATIŞLAR	Protect Projeksiyon - Satışlar										
	Ürün/Proje	2023	2024	2024/09	2025/09	2025	2026	2027	2028	2029	2030
	Tfyzek		205.639.806	67.685.844	133.283.487	177.706.873	327.261.907	516.043.085	711.581.543	919.716.047	1.110.458.679
	Yazılım Geliri	0	205.639.806	67.685.844	133.283.487	177.706.873	327.261.907	516.043.085	711.581.543	919.716.047	1.110.458.679
	Protect AI: İSG Dijital İkiz ve Anomali Tes				44.430.000	83.819.826	154.361.143	243.404.437	335.634.969	433.806.737	523.775.199
	Yazılım Geliri	0	0	0	44.430.000	83.819.826	154.361.143	243.404.437	335.634.969	433.806.737	523.775.199
	Ürün, Hizmet ve Proje Satışı	35.472.462	302.756.849	158.249.302	506.185.694	674.914.259	1.021.570.222	1.392.851.866	1.731.715.313	2.065.323.683	2.380.309.214
	Ticari Mal Satış Geliri	35.472.462	302.756.849	158.249.302	506.185.694	674.914.259	1.021.570.222	1.392.851.866	1.731.715.313	2.065.323.683	2.380.309.214
	Toplam Satış Geliri	35.472.462	508.396.655	225.935.146	683.899.181	936.440.958	1.503.193.271	2.152.299.389	2.778.931.826	3.418.846.467	4.014.543.093
	Toplam Yazılım Geliri	0	205.639.806	67.685.844	177.713.487	261.526.699	481.623.050	759.447.522	1.047.216.513	1.353.522.784	1.634.233.879
Toplam Ticari Mal Satış Geliri	35.472.462	302.756.849	158.249.302	506.185.694	674.914.259	1.021.570.222	1.392.851.866	1.731.715.313	2.065.323.683	2.380.309.214	
MALİYET	Toplam Satışların Maliyeti	35.344.503	304.510.686	163.983.697	513.380.395	701.450.075	1.095.324.775	1.505.549.575	1.893.421.326	2.286.088.838	2.627.093.087
	Dışardan Sağlanılan Danışmanlık Giderleri	0	4.882.077	5.092.176	0	10.000.000	18.415.827	29.039.005	40.042.432	51.754.669	62.488.223
	Amortisman	0	2.180.159	1.085.550	10.630.108	21.260.216	70.662.280	106.640.759	153.094.214	210.244.673	231.818.523
	Ticari Mal Maliyeti	35.344.503	297.448.450	157.805.971	502.750.287	670.189.859	1.006.246.668	1.369.869.811	1.700.284.680	2.024.089.496	2.332.786.341
Brüt Kar	Toplam Brüt Kar	127.959	203.885.969	61.951.449	170.518.786	234.990.883	407.868.496	646.749.813	885.510.500	1.132.757.629	1.387.450.006
	Yazılım Brüt Karı	0	198.577.570	61.508.118	167.083.379	230.266.483	392.544.943	623.767.757	854.079.867	1.091.523.442	1.339.927.133
	Ticari Mal Brüt Karı	127.959	5.308.399	443.331	3.435.407	4.724.400	15.323.553	22.982.056	31.430.633	41.234.187	47.522.873
	Toplam Brüt Kar Marjı	0,4%	40,1%	27,4%	24,9%	25,1%	27,1%	30,0%	31,9%	33,1%	34,6%
	Yazılım Brüt Kar Marjı		96,6%	90,9%	94,0%	88,0%	81,5%	82,1%	81,6%	80,6%	82,0%
	Ticari Mal Brüt Kar Marjı	0,4%	1,8%	0,3%	0,7%	0,70%	1,5%	1,7%	1,8%	2,0%	2,0%

5.1.5. İndirgenmiş Nakit Akımları Değeri

Önceki maddelerdeki varsayımlar sonrası 1 Ekim 2025 tarihinden itibaren üretilmesi planlanan FAVÖK rakamından, Kurumlar Vergisi, Sabit Kıymet Yatırımı ve her yıl için gerekecek ilave işletme sermayesi düşülerek serbest nakit akımları hesaplanmıştır. 2031 yılına kadar projeksiyon kurgulanırken 2031 yılındaki gelir ve gider parametreleri %5 artırılarak 2032 yılı için uç değerde kullanılacak olan nakit akımları tahmin edilmiş ve %5 uç değer büyüme oranı varsayımıyla uç değer hesabında dikkate alınmış ve devam eden değer hesaplanmıştır.

Serbest nakit akımları her yıl için enflasyona endeksli değişken AOSM ile 30.09.2025 tarihine indirgenmiş ve net nakit öncesi firma değeri 2.971.513.343 TL olarak tespit edilmiştir. Firma Değeri'ne 254.512.960 TL net nakit eklenerek Şirketin 30 Eylül 2025 tarihindeki piyasa değeri 3.226.026.303 TL tespit edilmiştir.

Protect İNA Değeri, TL	30.09.2025
İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları	1.764.191.638
Devam Eden Değer Büyüme Oranı	5,00%
İndirgenmiş Devam Eden Değer	1.207.321.705
Firma Değeri	2.971.513.343
Net Borç (Nakit)	-254.512.960
Piyasa Değeri	3.226.026.303

İndirgenmiş nakit akımları tablosu bir sonraki sayfadır.

Papilon Savunma & Protect Grup Uzman Kuruluş Raporu

Protect İndirgenmiş Nakit Akımları													
Mn TL	2023	2024	9A24	9A25	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	2031 T	2032 T	Uç Değer
Yıllık Enflasyon	64,8%	44,4%			31,2%	23,4%	16,4%	12,3%	9,8%	9,8%	9,8%	5,0%	
Yıllık Ortalama Enflasyon	53,9%	58,5%			34,9%	26,1%	18,6%	13,0%	10,9%	9,8%	9,8%	5,0%	
Net Satışlar	35,5	508,4	225,9	683,9	936,4	1.503,2	2.152,3	2.778,9	3.418,8	4.014,5	4.406,5	4.626,8	
Yıllık Değişim		1333,2%		202,7%	84,2%	60,5%	43,2%	29,1%	23,0%	17,4%	9,8%	5,0%	
Satışların Maliyeti (Amortisman Hariç)	35,3	302,3	162,9	502,8	680,2	1.024,7	1.398,9	1.740,3	2.075,8	2.395,3	2.629,1	2.760,6	
Yıllık Değişim		755,4%		208,6%	125,0%	50,6%	36,5%	24,4%	19,3%	15,4%	9,8%	5,0%	
Gelire Oranı	99,6%	59,5%	72,1%	73,5%	72,6%	68,2%	65,0%	62,6%	60,7%	59,7%	59,7%	59,7%	
Brüt Kar Amortisman Hariç	0,1	206,1	63,0	181,1	256,3	478,5	753,4	1.038,6	1.343,0	1.619,3	1.777,4	1.866,2	
Yıllık Değişim		160940,7%		187,4%	24,4%	86,7%	57,4%	37,9%	29,3%	20,6%	9,8%	5,0%	
Brüt Kar Marjı	0,4%	40,5%	27,9%	26,5%	27,4%	31,8%	35,0%	37,4%	39,3%	40,3%	40,3%	40,3%	
Satışların Maliyeti (Amortisman Dahil)	35,3	304,5	164,0	513,4	701,5	1.095,3	1.505,5	1.893,4	2.286,1	2.627,1	2.909,5	3.082,3	
Yıllık Değişim		761,6%		213,1%	130,4%	56,2%	37,5%	25,8%	20,7%	14,9%	10,7%	5,9%	
Gelire Oranı	99,6%	59,9%	72,6%	75,1%	74,9%	72,9%	70,0%	68,1%	66,9%	65,4%	66,0%	66,6%	
Brüt Kar Amortisman Dahil	0,1	203,9	62,0	170,5	235,0	407,9	646,7	885,5	1.132,8	1.387,5	1.497,0	1.544,5	
Yıllık Değişim		159237,0%		175,2%	15,3%	73,6%	58,6%	36,9%	27,9%	22,5%	7,9%	3,2%	
Brüt Kar Marjı	0,4%	40,1%	27,4%	24,9%	25,1%	27,1%	30,0%	31,9%	33,1%	34,6%	34,0%	33,4%	
Faaliyet Giderleri (-)	0,0	0,4	0,3	0,9	2,6	7,8	11,2	14,5	17,8	20,9	23,0	24,1	
Yıllık Değişim		1049,4%		211,6%	580,0%	200,0%	43,2%	29,1%	23,0%	17,4%	9,8%	5,0%	
Ciroya Oranı	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,3%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	
FVÖK	0,1	203,5	61,7	169,6	232,4	400,0	635,5	871,0	1.114,9	1.366,5	1.474,0	1.520,4	
Yıllık Değişim		215138,9%		175,1%	14,2%	72,1%	58,9%	37,1%	28,0%	22,6%	7,9%	3,1%	
FVÖK Marjı	0,3%	40,0%	27,3%	24,8%	24,8%	26,6%	29,5%	31,3%	32,6%	34,0%	33,5%	32,9%	
Amortisman	-	2,2	1,1	10,6	21,3	70,7	106,6	153,1	210,2	231,8	280,4	321,7	
FAVÖK	0,1	205,7	62,8	180,3	253,6	470,7	742,2	1.024,1	1.325,2	1.598,3	1.754,4	1.842,1	
Yıllık Değişim		217444,8%		187,3%	23,3%	85,6%	57,7%	38,0%	29,4%	20,6%	9,8%	5,0%	
FAVÖK Marjı	0,3%	40,5%	27,8%	26,4%	27,1%	31,3%	34,5%	36,9%	38,8%	39,8%	39,8%	39,8%	
Vergi (-)				0,8	2,3	4,0	6,4	8,7	278,7	341,6	368,5	380,1	
Ticari Alacak+Müşteri Sözleşmeleri	0,0	108,6		78,6	153,9	247,1	353,8	456,8	562,0				
Stok + Peşin Ödenmiş Giderler	0,1	10,3		17,7	14,7	22,2	30,4	37,8	45,1				
Ticari Borç	6,8	259,6		139,5	140,3	212,2	289,8	360,6	430,2				
Alınan Avanslar	0,0	6,4		143,8	38,5	61,8	88,5	114,2	140,5				
İşletme Sermayesi	-6,7	-147,0		-187,0	-10,1	-4,6	6,0	19,8	36,4	42,7	46,9	49,3	
İşletme Sermayesi/Gelir	-18,9%	-28,9%		-13,7%	-1,1%	-0,3%	0,3%	0,7%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	
NİS Değişimi		-140,3		-40,0	136,9	5,6	10,6	13,9	16,6	6,3	4,2	2,3	
Ticari Alacak Gün Süresi		78,0		31,5	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0				
Peşin Ödenmiş Giderler Gün Süresi	1,5	12,5		9,6	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9				
Ticari Borç Gün Süresi	70,6	313,0		75,8	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0				
Alınan Avanslar Gün Süresi		4,6		57,6	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0				
Yatırımlar	0,0	125,6	67,0	170,8	227,7	125,6	179,9	232,3	285,8	335,5	368,3	386,7	
Yıllık Değişim				154,7%	A.D.	-44,8%	43,2%	29,1%	23,0%	17,4%	9,8%	5,0%	
Yatırımlar/Ciro	0,0%	24,7%	29,7%	25,0%	24,3%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	
Serbest Nakit Akımı		220,4		48,7	-113,2	335,5	545,4	769,3	744,1	914,8	1.013,4	1.073,0	6.627,1
AOSM					51,59%	40,00%	30,00%	22,69%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%
İndirgenmiş Nakit Akımları					-153,8	255,5	307,9	343,9	271,9	274,0	248,8	215,9	1.207,3

5.2. Protect Grup Benzer Şirket Çarpan Değerlemesi

Borsa İstanbul'da işlem gören Protect Grup ile benzer faaliyet gösteren Bilişim Endeksi'ndeki şirketlerin 30 Eylül 2025 itibarıyla hesaplanan 30x'dan küçük ve 5x'ten büyük FD/FAVÖK ve Fiyat/Kazanç, 10x'dan küçük FD/Ciro ve PD/DD çarpanlarının medyanlarıyla Protect Grup için piyasa değeri hesaplanmıştır. Medyan kullanılmasının sebebi uç değerler olarak kabul edilen aşırı yüksek ve aşırı düşük değerleri elimine etmesidir.

Protect Grup Yıllıklandırılmış Mali Veriler, TFRS, TL	30.09.2025
Ciro	966.360.690
FAVÖK	323.202.849
Net Kar	282.333.546
Net Borç (Nakit)	-254.512.960
Özkaynak	355.704.880

Protect Grup'un 30.09.2025 itibarıyla son 12 aylık kaydırılmış FAVÖK rakamı 323.202.849 TL'dir. Sektördeki şirketlerin seçilmiş FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı 12,60x olup Protect Grup için FD/FAVÖK çarpanından 4.326.420.268 TL değer tespit edilmiş ve nihai değerde ağırlığı %33,3 kabul edilmiştir.

Net dönem karını etkileyen enflasyon muhasebesi ve yatırım faaliyetlerinden elde edilen tek seferlik yüksek gelir/giderler nedeniyle F/K çarpanından hesaplanan değer ağırlığı %0 kabul edilmiştir.

FD/Ciro ve PD/DD çarpanlarının 10x'dan küçük olanlarının medyanı kullanılarak sırasıyla 2.594.425.966 ve 866.744.441 TL değer hesaplanmış ve ağırlıkları %33,3 kabul edilmiştir.

FD/FAVÖK, FD/Ciro ve PD/DD çarpanından hesaplanan değerlere %33,3'er ağırlık verilmiş ve böylelikle benzer şirket çarpan analizinden Protect Grup için 2.595.863.558 TL değer tespit edilmiştir.

Protect Grup Benzer Şirketler Çarpanları, TL					30.09.2025
Borsa Kodu	Şirket Ünvanı	FD/ FAVÖK	F/K	FD/Ciro	PD/DD
ALCTL	Alcatel Lucent Teletaş	19,85	A.D.	0,56	1,44
ARDYZ	ARD Bilişim Teknolojileri	6,54	9,74	2,35	1,17
ARENA	Arena Bilgisayar	7,69	A.D.	0,19	1,22
ATATP	ATP Yazılım	4,84	9,48	3,45	4,00
AZTEK	Aztek Teknoloji	10,18	556,09	1,00	2,45
BINBN	Bin Ulaşım Teknolojileri	A.D.	A.D.	36,70	7,83
DESPC	Despec Bilgisayar	1,24	105,57	0,07	3,48
DGATE	Datagate Bilgisayar	2,55	A.D.	0,11	8,92
EDATA	E-Data Teknoloji	24,79	A.D.	1,03	2,18
ESCOM	Escort Teknoloji	5,97	A.D.	5,76	1,02
FONET	Fonet Bilgi Teknolojileri	12,41	16,59	4,35	1,52
FORTE	Forte Bilgi İletişim	22,74	2,42	3,23	2,35
HTTBT	Hitit Bilgisayar	21,07	39,01	9,25	5,23
INDES	İndeks Bilgisayar	3,23	20,04	0,09	0,99
INGRM	Ingram Bilişim	27,30	A.D.	0,59	5,42
KAREL	Karel Elektronik	29,16	A.D.	1,00	5,71
KFEIN	Kafein Yazılım	9,74	12,93	0,72	1,62
KRONT	Kron Teknoloji	23,93	48,82	7,98	4,77
LINK	Link Bilgisayar	15,94	18,42	4,39	5,33
LOGO	Logo Yazılım	9,73	12,69	3,52	4,66
MANAS	Manas Enerji Yönetimi	46,85	A.D.	3,97	1,51
MIATK	Mia Teknoloji	29,38	27,20	9,94	3,92
MOBTL	Mobitel İletişim	12,95	25,77	0,75	0,93
MTRKS	Matriks Finansal Teknolojiler	9,64	15,73	2,44	3,08
NETAS	Netaş Telekom.	31,63	A.D.	0,68	0,00
OBASE	Obase Bilgisayar	9,77	101,43	2,60	2,43
ODINE	Odine Teknoloji	45,52	45,58	9,88	7,97
PAPIL	Papillon Savunma	38,51	A.D.	14,02	6,74
PATEK	Pasifik Teknoloji	A.D.	19,57	7,73	8,85
PENTA	Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım	5,78	31,68	0,22	1,54
PKART	Plastikkart	24,09	A.D.	1,45	4,30

Protect Grup Benzer Şirketler Çarpanları, TL					30.09.2025
Borsa Kodu	Şirket Ünvanı	FD/ FAVÖK	F/K	FD/Ciro	PD/DD
REEDR	Reeder Teknoloji	A.D.	A.D.	7,01	1,30
SMART	Smartiks Yazılım	6,98	A.D.	4,59	1,74
VBTYZ	VBT Yazılım	12,60	A.D.	2,40	2,28
Medyan		12,60	20,04	2,52	2,44
Ortalama		17,18	58,88	4,53	3,47
Seçilmiş Medyan		12,60	16,16	2,42	2,44
<i>Büyük Eşit</i>		5	0	0	0
<i>Küçük Eşit</i>		30	30	10	10
Çarpan Değeri		4.326.420.268	4.563.635.803	2.594.425.966	866.744.441
Ağırlık		33,3%	0,0%	33,3%	33,3%
Ortalama Çarpan Değeri		2.595.863.558			

5.3. Protect Grup Hizmet Endeksi Çarpan Değerlemesi

Protect Grup ile benzer faaliyette bulunan şirketlerin değerlendirme çarpanlarıyla önceki maddede değer hesaplanmış olmasına rağmen genel yatırımcı fiyatlamasını da nihai değerde gösterebilmek adına BİST Hizmet Endeksi'nde yer alan şirketlerin değerlendirme çarpanlarıyla da değerlendirme yapılmıştır. Borsa İstanbul Hizmet Endeksi'nde yer alan 129 şirketin 30 Eylül 2025 itibarıyla hesaplanan 30x'dan küçük ve 5x'ten büyük FD/FAVÖK ve Fiyat/Kazanç, 10x'dan küçük FD/Ciro ve PD/DD çarpanlarının medyanlarıyla Protect Grup için piyasa değeri hesaplanmıştır. Medyan kullanılmasının sebebi uç değerler olarak kabul edilen aşırı yüksek ve aşırı düşük değerleri elimine etmesidir.

BİST Hizmet Endeksi'ndeki şirketlerin seçilmiş FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı 9,13x olup Protect Grup için FD/FAVÖK çarpanından 3.206.773.753 TL değer tespit edilmiştir.

Net dönem karını etkileyen enflasyon muhasebesi ve yatırım faaliyetlerinden elde edilen tek seferlik yüksek gelir/giderler nedeniyle F/K çarpanından hesaplanan değer için ağırlığı %0 kabul edilmiştir.

FD/Ciro ve PD/DD çarpanlarının 10x'dan küçük olanlarının medyanı kullanılarak sırasıyla 2.112.303.315 TL ve 571.316.763 TL değer hesaplanmış ve ağırlıkları %33,3 kabul edilmiştir.

FD/FAVÖK, FD/Ciro ve PD/DD çarpanından hesaplanan değerlere %33,3'er ağırlık verilmiş ve böylelikle BİST Hizmet Endeks şirketleri çarpan analizinden Protect Grup için 1.963.464.610 TL değer tespit edilmiştir.

Hizmet Şirketleri Çarpanları, TL	30.09.2025			
Şirket	FD/ FAVÖK	F/K	FD/Ciro	PD/DD
Medyan	10,94	20,87	2,87	1,67
Ortalama	77,31	77,14	14,29	2,92
Seçilmiş Medyan	9,13	16,82	1,92	1,61
<i>Büyük Eşit</i>	5	5	0	0
<i>Küçük Eşit</i>	30	30	10	10
Çarpan Değeri	3.206.773.753	4.750.205.481	2.112.303.315	571.316.763
Ağırlık	33,3%	0,0%	33,3%	33,3%
Ortalama Çarpan Değeri	1.963.464.610			

5.4. Protect Grup Nihai Değer Takdiri

Protect Grup'un nihai değer takdiri yapılırken İNA'dan hesaplanan 3.226.026.303 TL değere %50, Benzer Şirket Çarpan analizinden hesaplanan 2.595.863.558 TL değere %30 ve Hizmet Endeksi Çarpan analizinden hesaplanan 1.963.464.610 TL değere %20 ağırlık verilerek 2.784.465.141 TL nihai değere ulaşılmıştır.

İNA ve çarpan metoduyla hesaplanan değerlere sırasıyla %50 ve %50 ağırlıkların verilmesinin sebebi şirket faaliyetlerinin sürekliliği varsayımında sahip olabileceği değere bu iki metodun daha uygun bir gösterge olabileceğidir. Piyasada şirket değerlendirme raporlarında ve fiyat tespit raporlarında sıklıkla bu iki metod üzerinden nihai şirket değerine ulaşılmaktadır.

Şirket'in hizmetlerinin özel bilgi gerektiren süreçler sonucu ortaya çıkan nitelikte olması ve faaliyetlerindeki verimlilik ile marka bilinirliğine dayanan geniş müşteri tabanına sahip olması neticesinde satış ve pazarlama faaliyetlerindeki konumu ve bu sebeple eşit faydaya sahip başka bir varlığın elde edilme maliyetinin hesaplanamayacak olması, faaliyetlerinin sürekli olduğunun düşünülmesi, gayrimenkul yatırım ortaklığı veya yatırım holdingler gibi faaliyetlerini kendi üzerinden değil iştirak ve/veya gayrimenkulleri üzerinden gerçekleştiren şirket olmadığı gibi gerekçelerden ötürü maliyet yaklaşımı değerlendirme kapsamında kullanılmamıştır.

Protect Grup için her bir değerlendirme metodolojisi özelinde kullanılan varsayımlar dahilinde adil ve makul olduğunu düşündüğümüz nihai değer görüşümüz 30 Eylül 2025 itibarıyla **2.784.465.141 TL'dir**. Protect Grup'un herhangi bir borsaya kote olmaması sebebiyle hisse senetlerinin borsada işlem görmediği değerlendirilerek hesaplanan nihai değere %15,0 likidite iskontosu uygulanarak birleşmeye esas piyasa değeri **2.366.795.370 TL** hesaplanmıştır. Kullanılan ağırlıklandırmalar değiştiğinde Protect Grup'un piyasa değerinin değişebileceği göz önünde bulundurulmalıdır.

Protect Nihai Piyasa Değeri, TL				
Metod	İNA	Benzer Çarpan	Hizmet Çarpan	Borsa Değeri
Hesaplanan Değer	3.226.026.303	2.595.863.558	1.963.464.610	MD
Ağırlık	50,00%	30,00%	20,00%	0,00%
Nihai Değer	2.784.465.141			
Likidite İskontosu	15,0%			
Birleşmeye Esas Değer	2.366.795.370			

MD: Mevcut Değil

Çekince

Şirketlerin gelecek dönem iş planını gerçekleştirebilmek için işbu raporda yer verilen projeksiyonlarda görülebildiği üzere kendi faaliyetlerinden üretilmesi öngörülen nakit akımlarının yeterli olduğu anlaşılmaktadır. Bununla beraber şirketlerin kontrolü dışında gelişen finansal gelişmeler veya olağandışı sebepler nedeniyle öngörülen iş planının gerçekleşmesi adına şirketlerin dış kaynak temin etmesi gerekebilir. Bu durumda bu dış kaynak ortaklar tarafından sermaye şeklinde şirkete konulabileceği gibi borç olarak da sağlanabilir veya doğrudan finansal borç kullanmak suretiyle de temin edilebilir. Ortakların veya finans kuruluşlarının Şirket'e ilave kaynak sağlamamaya karar vermesi durumunda Şirketlerin öngördüğü iş planının sekteye uğrama ihtimali bulunmakta olup bunun neticesinde oluşacak nakit sıkışıklığının operasyonları olumsuz etkilemesi riski bulunmaktadır. Bizim Menkul Değerler A.Ş. olarak hazırlamış olduğumuz bu raporda Şirketlerin iş planlarını gerçekleştirirken ortaklardan veya finans kurumlarından kaynak temin etmede herhangi bir aksaklık olmayacağı varsayılmış olup gelecek dönemde böyle bir aksaklık olması ve neticesinde Şirket'in operasyonlarında bozulma olması halinde herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. İşbu raporun muhatapları bu durumu göz önünde bulundurarak işbu raporu okumalı ve yorumlamalıdır.

Bu raporda hesaplanan değerler birçok varsayım ve parametreye bağlı olup kullanılan varsayım ve parametrelerde yaşanabilecek değişiklikler Şirketlerin değeri üzerinde aşağı ya da yukarı yönlü etkide bulunabilir.

Gerçekleşen sonuçlar ve finansal projeksiyonlar çoğu zaman birebir uyuşmaz, tahmin edilenle gerçekleşen veriler farklılık arz eder. Buna, kimi zaman irade dışı gelişen olaylar ve piyasa şartları ile diğer şartlarda vukuu bulan ve öngörülemeyen değişiklikler sebep olur. Bu nedenle değerlendirme çalışmamız 2025 ve sonraki yıllara ilişkin finansal ve diğer projeksiyonların gerçekleşeceğine dair bir teminat olarak kabul edilmemelidir. Piyasa şartlarında ve/veya diğer şartlarda, öngörülenlerin dışında vukuu bulan gelişmelerden dolayı sorumluluk almamız mümkün değildir. Öte yandan, rapor tarihinden sonra oluşan piyasa şartları ve/veya diğer şartlar dolayısıyla, bu raporu yeniden tanzim etme ya da revize etme yükümlülüğümüz bulunmamaktadır.

Ekler

Ek1: Değerlemeyi Yapan Kişinin Beyanı

İlker Şahin olarak, iş bu değerlendirme çalışmasını gerçekleştirebilmek için gerekli olan akademik eğitime, mesleki bilgi ve tecrübeye, teknik niteliğe ve Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı'na sahip olduğumu; değerlemeyi gerçekleştirirken bağımsızlık ilkelerine uyduğumu beyan ederim.

Ek2: Değerlemeyi Yapan Kişinin Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı



Ek3: Değerlemeye Konu Şirketlerin Değerlemeye Konu Mali Verileri

Şirketlerin TFRS'ye göre hazırlanmış mali verileri üzerinden değerlendirme çalışması gerçekleştirilmiştir. Şirketlerin mali verileri bu raporun 2 numaralı bölümü altında gösterilmektedir.

Ek4: Bizim Menkul Değerler Bağımsızlık ve Tebliğ'e Uyum Beyanı

Bizim Menkul Değerler A.Ş. olarak iş bu değerlendirme raporunu hazırlarken;

- Şirket değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğunu olarak beyan ederiz.
- Şirket değerlendirme çalışmasının Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği'nin 9 Ekim 2019 tarihli 42 no'lu "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemeleri İçin Hazırlanan Raporlarda Bulunması Gereken Asgari Hususlar" genelgesine uygun olduğunu olarak beyan ederiz.
- Değerleme Uzmanı'nın değerlendirme raporunu oluştururken tarafsızlık ilkesine bağlı kaldığını beyan ederiz.
- Raporun kapsamının hiçbir fayda şartına bağlanmamış ve önyargısız olarak hazırlanmış olduğunu beyan ederiz.
- Raporda sunulan bulgular ve kullanılan tüm bilgiler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılamamıştır. Söz konusu bilgilerin ve bulguların sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde tüm önemli yönleriyle gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü makul özenin gösterildiğini beyan ederiz.
- Pazar Değeri'nin tespiti ve raporlanması sürecinde Sermaye Piyasası Kurulunun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararında belirtilen
 - Kurul'ca kısmi veya geniş yetkili olarak yetkilendirilen ve değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip en az 10 kişiyi tam zamanlı olarak istihdam eden aracı kurumlar
 - Ayrı bir "Kurumsal Finansman Bölümü"ne veya değerlendirme hizmeti sunmak üzere oluşturulmuş benzer nitelikteki özel bir birime sahip olması,
 - Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgeleri, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlerinin bulunması,
 - Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara sahip olması,
 - Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan yeterli bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurların bulunması,
 - Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olması

şartlarını haiz olduğumuzu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

Ek5: Bizim Menkul Değerler Sorumluluk Uyum Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı karar uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. Maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Ek6: Bizim Menkul Değerler Etik İlkeler'e Uyum Beyanı

İşbu Değerleme Raporu'nda yer alan Değerleme Çalışmasının, SPK'nin Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (III-62.1) ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

- Yapılan Değerleme Çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatici, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Bizim Menkul, önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içerisinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Bizim Menkul, müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket etmiştir.
- Görev, bağımsızlık ve objektiflik içerisinde kişisel çıkarlar gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme Ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

Bizim Menkul Değerler olarak Değerleme Çalışmasındaki analizlerin doğru ve güvenilir olduğunu beyan etmekteyiz.

Bizim Menkul Değerler A.Ş.
Araştırma & Kurumsal Finansman
Merdivenköy Mah. Bora Sok. Göztepe
Nida Kule İş Merkezi No:1 Kat:17
34732 Kadıköy
Tel: +90 (216) 547 13 00

