



# Aztek Teknoloji Ürünleri ve Pazarlama Anonim Şirketi

## Fiyat Tespit Raporu Analizi

**10 Ağustos 2022**

Önemli Not: İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Ahlatcı Yatırım A.Ş. Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Aztek Teknoloji Ürünleri ve Pazarlama A.Ş. paylarının halka arzı kapsamında QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırladığı fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

**Halka Arza İlişkin Bilgiler**

<b>Halka Arz Fiyatı</b>	<b>10,90 TL</b>
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	80.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	100.000.000 TL
<b>Halka Arz Miktarı Toplam Nominal</b>	<b>25.000.000 TL</b>
Sermaye Artırımı	20.000.000 TL
Ortak Satışı	5.000.000 TL
<b>Halka Arz Büyüklüğü</b>	<b>272.500.000 TL</b>
Halka Açıklık oranı	25,00%
Ek satış	-
Ek satış sonrası Halka Açıklık Oranı	-
Halka Arz Miktarı Toplam Nominal (Ek Satış Dâhil)	-
<b>Talep Toplama Tarihleri</b>	<b>10 – 11 – 12.08.2022</b>

**Şirket Bilgileri**

Aztek Teknoloji'nin ana iş kolu aksesuar ve bağlı cihazlar olan teknolojik bir kaynaktan ses, görüntü veya bilgiye ulaşmayı sağlayan kablolu/kablosuz kulaklık, hoparlör, ses görüntüsü ve diğer bağlantı kabloları, şarj cihaz ve ilgili kabloları ya da bunları koruyan, muhafaza eden kılıf ve çantalar, işlevliklerini geliştiren dijital kalem, klavye, mouse gibi genel olarak donanım harici ürünlerin B2B ve B2C satışı ve dağıtımıdır. Bunların yanında, "High End" (yüksek kaliteli ürün) olarak tabir edilen üst düzey teknolojik ses sistemleri ve TV'ler gibi ürünlerin satış ve dağıtımını yapmaktadır. Ayrıca, belli bir markanın ürününe özel klavye, dijital kalem gibi aksesuarlar da bu gruplar içindedir. Şirket, tedarikçi olarak dünya genelinde tanınmış markalar ile çalışmakta, ürünleri Türkiye'de çeşitli satış kanallarını kullanarak, ağırlıklı olarak da organize perakende satış kanalı aracılığıyla satmaktadır. Şirket, ürün tedariklerinden stok yönetimine, marka yönetiminden satış sonrası hizmet ve teknik servis desteğine kadar geniş bir yelpazede faaliyet göstererek tedarikçilerinin ve müşterilerinin ihtiyaçlarını karşılamaktadır.

**Ortaklık Yapısı**

ORTAK	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
Hasan Hüseyin Ütebay	2.250.000	2,81%	2.250.000	2,25%
Mazlum Hüseyin Ütebay	2.250.000	2,81%	2.250.000	2,25%
Hasan Hüseyin Ütebay	37.101.250	46,38%	34.601.250	34,60%
Mazlum Hüseyin Ütebay	37.101.250	46,38%	34.601.250	34,60%
Diğer	1.297.500	1,62%	1.297.500	1,30%
Halka Açık Kısım	-		25.000.000	25,00%
<b>TOPLAM</b>	<b>80.000.000</b>	<b>100%</b>	<b>100.000.000</b>	<b>100%</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

## Halka Arz Gelirinin Kullanımı

Şirket sermaye artırımını ile ihraç edilecek olan yeni paylarının halka arz edilmesi sonucunda halka arz masrafları çıkarılmasından sonra elde edilecek gelirin kullanım yerleri aşağıda gösterilmektedir.

- Daha güçlü ve esnek finansman yapısına ulaşabilmek amacıyla kısa vadeli ve/veya vadesi gelen mevcut kredi borçlarının azaltılması için **%25-30'lik** kısmı,
- Belirli bir ürün veya hizmet geliştiren, katma değer yaratabilecek, bilişim, teknoloji, sağlık, imalat, perakende alanlarında faaliyet gösteren halka açık olmayan şirketlere girişim sermayesi yatırım fonları aracılığı ile yatırım yapılması için **%15-20'lik** kısmı,
- Yeni tedarikçiler ile distribütörlük anlaşmaları yapılması ve mevcut tedarikçiler ile iş kapsamının genişletilmesi ile ilgili olarak işletme sermayesi ihtiyacının güçlendirilmesinde **%30-35'lik** kısmı,
- Mevcut mağazalarına ek olarak uygun şartlar oluşması durumunda diğer büyük şehirlerde açılmak üzere mağaza sayısının artırılması için **%10-15'lik** kısmı kullanılması hedeflemektedir.

## Değerleme Özeti

Değerleme Özeti (TL)	Piyasa Değeri	Ağırlık	Sonuç
Çarpan Analizi	1.068.058.736	50%	534.029.368
İNA	1.111.806.735	50%	555.903.368
<b>Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri</b>			<b>1.089.932.736</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme Sonucu	
<b>Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri -Türk Lirası</b>	<b>1.089.932.736</b>
Halka Arz İskontosu	20%
<b>Halka Arz İskontosu Sonrası Piyasa Değeri – Türk Lirası</b>	<b>872.000.000</b>
<b>Halka Arz Fiyatı -TL</b>	<b>10,90</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

**FİNANSAL BİLGİLER**

Şirket'in 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021, 31.03.2021 ve 31.03.2022 dönemlerine ilişkin bağımsız denetimden geçmiş finansal bilgileri aşağıdadır.

**Özet Mali Tablolar- Gelir Tablosu**

<b>KAR veya ZARAR TABLOSU</b>	<b>31.12.2019</b>	<b>31.12.2020</b>	<b>31.12.2021</b>	<b>31.03.2021</b>	<b>31.03.2022</b>
<b>(TL)</b>					
<b>Net Satışlar</b>	<b>390.612.883</b>	<b>748.710.093</b>	<b>1.081.557.080</b>	<b>218.548.545</b>	<b>503.281.175</b>
<b>Brüt kar</b>	<b>74.050.398</b>	<b>123.773.521</b>	<b>161.706.946</b>	<b>34.158.977</b>	<b>85.988.973</b>
<b>Brüt kâr marjı</b>	<b>19,0%</b>	<b>16,5%</b>	<b>15,0%</b>	<b>15,6%</b>	<b>17,1%</b>
<b>Esas Faaliyet Karı/Zararı</b>	<b>57.025.853</b>	<b>104.901.456</b>	<b>132.030.042</b>	<b>27.606.156</b>	<b>72.904.232</b>
<b>FAVÖK</b>	<b>59.350.216</b>	<b>107.071.408</b>	<b>132.470.356</b>	<b>28.109.269</b>	<b>74.584.800</b>
<b>FAVÖK Marjı</b>	<b>15,2%</b>	<b>14,3%</b>	<b>12,2%</b>	<b>12,9%</b>	<b>14,8%</b>
<b>Dönem Karı/Zararı</b>	<b>39.766.687</b>	<b>76.779.140</b>	<b>88.617.174</b>	<b>18.142.281</b>	<b>49.686.264</b>
<b>Net Kar Marjı</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,3%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,3%</b>	<b>9,9%</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

## Özet Mali Tablolar- Bilanço

Seçilmiş Finansal Bilgiler Tablosu (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.03.2022
Dönen Varlıklar	199.377.388	382.707.533	521.908.731	704.308.475
Duran Varlıklar	12.722.690	16.006.160	34.585.331	40.481.053
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>212.100.078</b>	<b>398.713.693</b>	<b>556.494.062</b>	<b>744.789.528</b>
Kısa Vadeli Yükümlülükler	103.857.085	223.589.816	319.321.756	463.120.357
Uzun Vadeli Yükümlülükler	26.416.908	15.816.942	21.314.976	16.152.325
<b>Özkaynaklar</b>	<b>81.826.085</b>	<b>159.306.935</b>	<b>215.857.330</b>	<b>265.516.846</b>
Ödenmiş Sermaye	18.500.000	80.000.000	80.000.000	80.000.000
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>212.100.078</b>	<b>398.713.693</b>	<b>556.494.062</b>	<b>744.789.528</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

## DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİLER

QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında Şirket'in pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri incelenmiştir.

- **Pazar Yaklaşımı:** Çarpan Analizi
- **Gelir Yaklaşımı:** İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

### Çarpan Analizi

- Aztek Teknoloji Ürünleri ve Pazarlama A.Ş. halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Piyasa Değeri / Net Kar (PD/Net Kar) çarpanları kullanılmıştır.
- Değerleme Çalışmasında Çarpan Analizi kapsamına dahil edilen benzer şirketlerin gelirlerinin büyük çoğunluğunun teknolojik ürünlerin dağıtım ve satışı faaliyetlerinden kaynaklanıyor olmasına dikkat edilmiştir.
- Şirket için yapılan Çarpan Analizinde Firma Değeri/Net Satışlar çarpanı, distribütörlük ürünlerinin satış hacimlerinin ürün bazında ve coğrafi olarak farklılıklar göstermesi nedeniyle; Piyasa Değeri/Defter Değeri çarpanı ise ülkelere ve şirketlere göre vergi, temettü, borçlanma politikalarının farklılık göstermesinin özkaynaklar üzerindeki etkileri nedeniyle, uygun gösterge olmayacağı değerlendirilerek çarpan analizi çalışmasına dahil edilmemiştir.
- Çarpan Analizinde benzer şirketlerin çarpanları arasında uç değer olarak F/K çarpanları için 20'nin üzerindeki ve 2'nin altındaki değerler ve FD/FAVÖK çarpanları için 15'in üzeri ve 2'nin altındaki değerler dikkate alınmamış, değerlendirme çalışmasında kullanılan çarpanlar için orta değer (medyan) hesaplaması kullanılmıştır.
- Yurt içi benzer şirketler FD/FAVÖK ve PD/Net Kar çarpanları ile bulunan Şirket piyasa değerleri sırasıyla 1.098.011.810 TL, 1.202.637.122 TL 'dir. Her iki çarpana değerlendirme çalışmasında eşit ağırlık verilmiş olup, Şirket için hesaplanan yurt içi benzer şirket çarpanları ile bulunan değer 1.150.324.466 TL'dir.
- Yurt dışı benzer şirketler FD/FAVÖK ve PD/Net Kar çarpanları ile bulunan Şirket piyasa değerleri sırasıyla 965.539.823 TL, 923.780.461 TL 'dir. Her iki çarpana değerlendirme çalışmasında eşit ağırlık verilmiş olup, Şirket için hesaplanan yurt dışı benzer şirket çarpanları ile bulunan değer 944.660.142 TL'dir.

Yurtiçi Benzer Şirketler Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri (TL)
PD/Net Kar Çarpanı Yöntemi (%50)	1.202.637.122
FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi (%50)	1.098.011.810
<b>Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları ile Bulunan Değer</b>	<b>1.150.324.466</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt Dışı Benzer Şirketler Değerleme Yöntemleri	Piyasa Değer (TL)
PD/Net Kar Çarpanı Yöntemi (%50)	923.780.461
FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi (%50)	965.539.823
<b>Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları ile Bulunan Değer</b>	<b>944.660.142</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Çarpan Analizi Sonuçları	Piyasa Değer (TL)
Yurt İçi Benzer Şirketler (%60)	1.150.324.466
Yurt Dışı Benzer Şirketler (%40)	944.660.142
<b>Ortalama Değer</b>	<b>1.068.058.736</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

## İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Aztec Teknoloji Ürünleri ve Pazarlama A.Ş. pay başına değeri tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) Yöntemi kullanılmış olup, 2022-2027 dönemleri esas alınarak Şirket özsermaye değeri hesaplanmıştır. İNA analizinde Şirket Serbest Nakit Akımları Bugünkü Değerleri toplamı 455.173.695 TL olup, Şirket için projeksiyon dönemi sonrası Terminal Değer 895.330.723 TL olarak hesaplanmıştır. Şirket için hesaplanan Firma Değeri 1.350.504.418 TL'den net finansal borç (238.697.683 TL) düşürülmüş olup, Şirket Piyasa Değeri 1.111.806.735 TL olarak hesaplanmıştır.

(Milyon TL)	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	Devam Eden Değer
<b>Net Satışlar</b>	<b>1.784,60</b>	<b>2.409,20</b>	<b>2.988,30</b>	<b>3.496,30</b>	<b>3.985,80</b>	<b>4.543,90</b>	
<b>FAVÖK</b>	<b>217,3</b>	<b>291,5</b>	<b>363</b>	<b>426,5</b>	<b>488,4</b>	<b>558,2</b>	
Vergi Gideri	48,6	56,8	70,7	83,1	95,2	109	
İşletme sermayesi değişimi	159,7	178,4	165,4	145,1	139,8	159,4	
Yatırımlar	3	4,1	5	5,8	6,5	7,3	
<b>Serbest nakit akımı</b>	<b>5,9</b>	<b>52,2</b>	<b>121,8</b>	<b>192,5</b>	<b>246,9</b>	<b>282,6</b>	<b>2.217,90</b>
İndirgeme faktörü	0,93	0,77	0,64	0,54	0,46	0,40	0,40
<b>İndirgenmiş nakit akımı (İNA)</b>	<b>4,2</b>	<b>40</b>	<b>77,9</b>	<b>104,3</b>	<b>114,7</b>	<b>114,1</b>	<b>895,3</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İNA Sonuçları	TL
İNA Toplamı	455.173.695
Devam eden değer	895.330.723
Firma Değeri	1.350.504.418
Net Finansal Borç	238.697.683
<b>Özsermaye Değeri</b>	<b>1.111.806.735</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

**SONUÇ**

Aztek Teknoloji Ürünleri ve Pazarlama A.Ş. için yapılan değerlendirme çalışmasında Piyasa Çarpanları ve İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizlerine eşit ağırlık verilmiş olup, ağırlıklandırılmış piyasa değeri 1.089.932.736 TL olarak hesaplanmıştır. Halka arz iskontosu öncesi Şirket pay başına değer 13,62 TL'dir. Ağırlıklandırılmış Şirket özsermaye değerine 20 % halka arz iskontosu uygulanmış olup, Şirket için halka arz iskontosu sonrası hesaplanan özsermaye değeri ve pay başına değer sırasıyla 872.000.000 TL ve 10,90 TL olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Sonucu	Sonuç
<b>İNA Analizi (50%)</b>	
Özsermaye Değeri (TL)	1.111.806.735
Pay Başına Değer (TL)	13,9
<b>Çarpan Analizi (50%)</b>	
Özsermaye Değeri (TL)	1.068.058.736
Pay Başına Değer (TL)	13,35
<b>Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)</b>	<b>1.089.932.736</b>
<b>Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer (TL)</b>	<b>13,62</b>
Halka Arz İskontosu	20%
<b>Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri (TL)</b>	<b>872.000.000</b>
<b>Halka Arz Pay Başına Değer (TL)</b>	<b>10,9</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu



## GÖRÜŞ

- Aztek Teknoloji Ürünleri Ticaret A.Ş. için QNB Finans Yatırım Menkul Değerler tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, şirket hakkındaki tanıtıcı bilgilere ve şirket faaliyetlerine yönelik açıklamalara anlaşılır bir şekilde yer verildiğini düşünüyoruz. İlgili raporda kullanılan değerlendirme yöntemlerinin açıklamalarına da detaylı şekilde yer verilmiştir.
- Fiyat tespiti amacıyla yapılan Şirket değerlendirme çalışmasında "İndirgenmiş Nakit Akımları" ve "Piyasa Çarpanları Yöntemi" incelenmiştir. Piyasa Çarpanları Yönteminde hem yurt içi hem de yurt dışı benzer şirketlerin çarpanları kullanılmıştır. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine ve Piyasa Çarpanları Analizine değerlendirme sonucunda eşit ağırlık verilmiştir. Kullanılan değerlendirme yöntemleri net ve anlaşılır bir şekilde açıklanmıştır.
- Piyasa Çarpanları analizinde çarpan olarak FD/FAVÖK ve PD/Net Kar çarpanları kullanılmış olup, FD/Satışlar ve PD/DD çarpanlarının fiyat tespit raporunda belirtilen sebepler nedeniyle değerlendirme çalışmasında kullanılmamış olmasını makul buluyoruz. İlave olarak Çarpan Analizinde benzer şirketlerin çarpanları arasında uç değerlerin eliminasyona tabi olmasını, uç değerlerin değerlemeyi olumsuz yönde etkilememesi adına ortalama değer yerine medyan değer kullanılmasını makul buluyoruz.
- Piyasa Çarpanları Yönteminde hem yurt içi hem de yurt dışı benzer şirket analizi yapılmıştır. Yurt içi benzer şirketler analizinde Şirket için bulunan piyasa değeri 1.150.324.466 TL olup, yurt dışı benzer şirketler analiziyle hesaplanan Şirket piyasa değeri 944.660.142 TL 'dir. Çarpan Analizinde yurtiçi benzer şirketlere %60 ağırlık verilmiş olup, muhafazakâr tarafta kalmak açısından yurt içi ve yurt dışı çarpan analizlerine değerlemede eşit ağırlık verilebilirdi görüşünderiz.
- İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinde sonsuz büyüme değeri olarak %5 alınmasını makul bulmakla birlikte, Şirket'in projeksiyon dönemindeki satış rakamlarına ulaşamaması durumunda farklı bir Şirket piyasa değerine ulaşabileceği göz önünde bulundurulmalıdır.
- Şirket için QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından Piyasa Yaklaşımı ve İndirgenmiş Nakit Akımları Yaklaşımı ile hesaplanan halka arz öncesi piyasa değeri 1.089.932.736 TL, iskonto öncesi pay başı değer 13,62 TL'dir.
- Yukarıdaki değerlendirmelerle birlikte kullanılan değerlendirme yöntemleri sonucu bulunan değere %20 halka arz iskontosu uygulanmıştır. Uygulanan iskonto oranını ve bu iskonto hesaplamasıyla bulunan 10,90 TL pay başına halka arz fiyatının bahsettiğimiz çekinceleri belirtmekle birlikte makul olduğunu düşünüyoruz.