

Aztek Teknoloji Ürünleri Ticaret A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu Görüşü

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporda yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler, 5 Ağustos 2022 tarihinde QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporundan elde edilmiştir.

1. Şirket Hakkında Özet Bilgi

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.

2. Halka Halka Arz Hakkında Özet Bilgi

Şirket	Aztek Teknoloji Ürünleri Ticaret A.Ş.
Talep Toplama Tarihi	10-11-12 Ağustos 2022
Halka Arz Yöntemi	Ortak Satışı ve Sermaye Artırımı
Halka Arz Edilecek Payların Dağılımı	Ortak Satışı: 5.000.000 TL nominal değerli paylar Sermaye Artırımı: 20.000.000 TL nominal değerli paylar Ek Satış: yoktur
Talep Toplama Yöntemi	Borsa dışında Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Fiyatı	10,90 TL
Öngörülen Piyasa Değeri	1.090.000.000 TL
Tahmini Arz Büyüklüğü	272,5 milyon TL
Halka Arz Oranı	%25,00
Fon Kullanım Yeri	Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına Yatırım (%15-20) Net İşletme Sermayesi (%30-35) Kısa Vadeli ve/veya Vadesi Gelen Mevcut Kredi Borçlarına İlişkin Ödeme (%25-30) Yurt İçi Mağazalaşma (%10-15)

3. Şirket Ortaklık Yapısı

	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Pay (TL)	Pay (%)	Pay (TL)	Pay (%)
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%
TOPLAM	80.000.000	100%	100.000.000	100%

4. Şirket'in Operasyonları ve Finansalları Hakkında Özet Bilgi

4.1. Gelirler

Şirket'in mevcut ürün gamı aşağıdaki ana gruplara ayrılmıştır:

Kulaklık: Şirket'in bu ürün grubunda Apple, JBL, Marshall, Urbanears, Beats ve Harman-Kardon markalarına ait kablolu ve kablosuz (bluetooth/wireless) kulaklıklar yer almaktadır. Bu grupta 1.000 SKU üzeri ürün bulunmaktadır. Kulaklık kategorisindeki ürünlerin, Şirket'in toplam net satışları içerisindeki payı 2019, 2020 ve 2021 yılları ve 31.03.2022 tarihinde sona eren dönem için sırasıyla %56,1, %64,1, %55,4 ve 57,5'tir.

Hoparlör: Şirket'in bu ürün grubunda JBL, Harman-Kardon, Marshall ve Beats markalarına ait kablolu ve kablosuz (bluetooth/wireless) hoparlörler yer almaktadır. Bu grupta 300 SKU üzeri ürün bulunmaktadır. Hoparlör kategorisindeki ürünlerin, Şirket'in toplam net satışları içerisindeki payı 2019, 2020 ve 2021 yılları ve 31.03.2022 tarihinde sona eren dönem için sırasıyla %12,9, %10,2, %10,2 ve %9,2'dir.

Apple Aksesuar Grubu ve Apple TV: Şirket'in bu ürün grubunda Apple markasına ait kulaklık ve iPad aksesuar (Kablo, Adaptör, Klavye, Dijital Kalem ve Kılıf), iPhone aksesuar (Kablo, Adaptör), Mac aksesuarlar (Kablo, Adaptör, Klavye, Fare), AppleWatch aksesuar (Kayış, Kablo, Adaptör) ve Apple TV gibi ürünler yer almaktadır. Apple Aksesuar Grubu ve Apple TV kategorisindeki ürünlerin, Şirket'in toplam net satışları içerisindeki payı 2019, 2020 ve 2021 yılları ve 31.03.2022 tarihinde sona eren dönem için sırasıyla %16,4, %15,4, %23,7 ve %25,0'dır.

Ses Sistemleri (Hi-Fi): Şirket'in bu ürün grubunda JBL Synthesis, Arcam, Mark Levinson, Revel, Lexicon, Harman-Kardon gibi markalara ait amplifikatör ve 'High-End' (yüksek kaliteli ürün) hoparlörler gibi cihazlar yer almaktadır. Ses sistemleri kategorisindeki ürünlerin, Şirket'in toplam net satışları içerisindeki payı 2019, 2020 ve 2021 yılları ve 31.03.2022 tarihinde sona eren dönem için sırasıyla %1,7, %1,5, %1,0 ve %1,3'tür.

Kılıf ve Çanta: Şirket'in bu ürün grubunda Thule, Case Logic markasına ait kılıf ve çantalar yer almaktadır. Kılıf ve çanta kategorisindeki ürünlerin, Şirket'in toplam net satışları içerisindeki payı 2019, 2020 ve 2021 yılları ve 31.03.2022 tarihinde sona eren dönem için sırasıyla %4,8, %3,8, %4,5 ve 3,0'dır.

Diğer: Şirket'in bu ürün grubunda Hama markasına ait kablolar ve diğer aksesuarlar, S-Kross markasına ait seyahat adaptörleri ve üst segment Samsung TV Ürün Grubu da yer almaktadır. Şirket ayrıca Kimber Kable (ses kabloları) ve Vogel's (askı aparatları) markalarına ait ürünleri satmaktadır. Diğer kategorisindeki ürünlerin, Şirket'in toplam net satışları içerisindeki payı, 2019, 2020 ve 2021 yılları ve 31.03.2022 tarihinde sona eren

dönem için sırasıyla %8,1, %5,0, %5,1 ve 3,9'dur.

Aşağıdaki tabloda, ilgili yıllar itibarıyla Şirket'in ürün gruplarının net satışlar içerisindeki gelişimi yer almaktadır:

Ürün Grubu	31.12.2019*		31.12.2020*		31.12.2021*		31.03.2022*	
	TL	%	TL	%	TL	%	TL	%
Kulaklık	218.994.239	56,1	480.294.109	64,1	599.596.489	55,4	289.324.868	57,5
Hoparlör	50.471.747	12,9	76.103.815	10,2	110.760.007	10,2	46.128.457	9,2
Apple Aksesuar Grubu ve Apple TV**	64.239.460	16,4	114.953.183	15,4	256.827.064	23,7	126.024.189	25
Diğer								
(Arızı Satışlar)	31.460.115	8,1	37.517.332	5	54.668.951	5,1	19.875.507	3,9
Kılıf & Çanta	18.664.306	4,8	28.618.988	3,8	48.631.693	4,5	15.188.348	3
Ses Sistemleri (Hifi)	6.783.015	1,7	11.222.667	1,5	11.072.876	1	6.739.807	1,3
Hasılat	390.612.883	100	748.710.093	100	1.081.557.080	100	503.281.175	100

*31.12.2019 konsolide olmayan, 31.12.2020, 31.12.2021 ve 31.03.2022 konsolide

** Apple'ın kulaklık ürünleri Apple Aksesuar Grubu ve Apple TV satışları içerisinde gösterilmemekte kulaklık ürün grubu satışları içinde gösterilmektedir.

4.2. Brüt Kar

Brüt Kar, 2019'da 74,1 milyon TL, 2020'de 123,8 milyon TL (veya bir önceki yıla göre %67,1 oranında artarak) ve 2021 yılında 161,7 milyon TL (veya bir önceki yıla göre %30,6 oranında artarak) olarak gerçekleşmiştir. 31.03.2021 tarihinde sona eren dönemde 34,2 milyon TL olan brüt kar %151,7 oranında artışla 31.03.2022 tarihinde sona eren dönemde 86,0 milyon TL olmuştur. 2019, 2020 ve 2021 yıllarında Brüt Kar Marjı sırasıyla %19,0, %16,5 ve %15,0 olarak gerçekleşmiştir. Bu düşüşün temel sebebi toplam hasılat içindeki marka ve ürün ağırlıklarının değişmesidir. Özellikle Apple markalı ürünlerin satışlarında çok hızlı bir artış kaydedilmiş ancak bu ürünlerin görece daha düşük kar marjına sahip olması nedeniyle brüt kar marjı düşmüştür. 31.03.2021 ve 31.03.2022 tarihleri itibarıyla sona eren dönemlerde brüt kar marjı sırasıyla %15,6 ve %17,1'dir. 2022 yılı ilk üç aylık dönem için brüt kar marjındaki artıştaki ana etken 2021 yıl sonu stoklarına döviz kuru değişimlerinin yansıtılması ve 2022'nin ilk üç aylık döneminde daha karlı satılmasıdır.

4.3 VAFÖK ve Net Kar

Şirket'in hasılatı 2020 ve 2021 yıllarında %91,7 ve %44,5 oranlarında büyümüştür. Özellikle kulaklık ile Apple Aksesuar Grubu ve Apple TV kategorileri artmıştır. Apple markalı ürünlerdeki hasılat büyümesi ve hasılatın içindeki paylarının artmasına karşılık bu ürünlerin daha düşük karlı ürün grubu olmaları nedeniyle Şirket'in toplam brüt karlılığı düşmüştür. Brüt Kâr marjı 2019'daki %19,0 seviyesinden, 2020'de %16,5'e düşmüştür. Brüt kar marjı 2021 yılında ise %15,0'e gerilemiştir. 31.03.2022 tarihi itibarıyla sona eren dönemde hem fiyat artışlarının etkisi hem de ürün satışlarının adetsel artışıyla hasılat bir önceki yılın aynı dönemine göre %130,3 oranında artmıştır. Brüt kar marjı ise 31.03.2021 tarihinde sona eren dönemde %15,6 iken 31.03.2022 tarihinde sona eren dönemde %17,1'e yükselmiştir. 2020 ve 2021 yılında Brüt Kâr marjındaki düşüşün temel sebebi 2020 ve 2021'deki hasılat büyümesinin, kâr marjı görece daha düşük olan ürün gruplarından kaynaklanmasıdır. 2022 ilk üç aylık dönemde Brüt Kâr marjındaki artışın sebebi, düşük satın alım maliyetleri ile elde bulunan stokların, fiyat artışları sonucu daha yüksek kar marjıyla satılmasıdır. Hasılatındaki büyüme paralelinde operasyonel giderlerin (faaliyet giderleri) artışının sınırlı bir seviyede tutulmasıyla ciro içindeki payları 2019, 2020 ve 2021 yılları sırasıyla %4,4, %2,5 ve %3,1 olmuştur. Dönem kar marjı 2019, 2020 ve 2021 yıllarında sırasıyla %10,2, %10,3 ve %8,2'dir. 31.03.2021 tarihinde sona eren dönemde operasyonel giderlerin hasılatı oranı %3,1 iken 31.03.2022 tarihinde sona eren dönemde, bu oran %2,6'ye gerilemiştir. Dönem kar marjı da 31.03.2021 tarihinde sona eren dönemde %8,3 ve 31.03.2022 tarihinde sona eren dönemde %9,9 olmuştur.

TL	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.03.2021	31.03.2022
Hasılat	390.612.883	748.710.093	1.081.557.080	218.548.545	503.281.175
Hasılat Büyümesi %	-	91,7	44,5	-	130,3
Brüt Kar/Zarar	74.050.398	123.773.521	161.706.946	34.158.977	85.988.973
Brüt Kar Marjı %	19,0	16,5	15,0	15,6	17,1
VFÖK	56.774.828	104.723.794	128.072.983	27.432.386	73.115.324
FVÖK Marjı %	14,5	14,0	11,8	12,6	14,5
FAVÖK	59.350.216	107.071.408	132.470.356	28.109.269	74.584.800
FAVÖK Marjı %	15,2	14,3	12,2	12,9	14,8
Dönem Karı	39.766.687	76.779.140	88.617.174	18.142.281	49.686.264
Dönem Kar Marjı %	10,2	10,3	8,2	8,3	9,9

31.12.2019 konsolide olmayan, 31.12.2020, 31.12.2021, 31.03.2021 ve 31.03.2022 konsolide

* FVÖK (Faiz, Vergi Öncesi Kar), Brüt Kar'dan Genel Yönetim Giderleri ile Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderlerinin çıkarılması ile hesaplanmıştır.

** FAVÖK (Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar), hesaplanan FVÖK'e Amortisman ve İtfa giderlerinin geri eklenmesi ile hesaplanmıştır. Bu giderler 2019, 2020 ve 2021 yıllarında sırasıyla 2.575.388 TL, 2.347.614 TL ve 4.397.373'tür. 31.03.2021 ve 31.03.2022 tarihlerinde sona eren dönemlerde bu giderler sırasıyla 676.883 TL ve 1.469.476 TL olarak gerçekleşmiştir.

4.4 Ticari İşletme Sermayesi

Şirket'in 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 ve 31.03.2022 mali tablolarına göre ticari alacakları, ticari borçları ve stokları aşağıdaki gibidir:

TL	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.03.2022
Ticari Alacaklar	134.760.439	225.589.964	333.567.466	433.476.087
Ticari Borçlar	31.450.784	65.658.866	152.291.155	209.713.316
Stoklar	29.061.576	91.908.582	168.713.135	256.668.549

Şirket'in 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 ve 31.03.2022 mali tablolarına göre hesaplanan ticari işletme sermayesi aşağıdaki gibidir:

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
Kısa Vadeli Yükümlülükler	103.857.085	223.589.816	319.321.756	463.120.357
Net İşletme Sermayesi	95.520.303	159.117.717	202.586.975	241.188.118

31.12.2019 konsolide olmayan, 31.12.2020, 31.12.2021, 31.03.2021 ve 31.03.2022 konsolide

4.6. Borçluluk

Şirketin, 2022 yılının Mart sonu kısa vadeli finansal borcu 230.713.851 TL ve uzun vadeli finansal borcu 13.890.735 TL olmak üzere toplam finansal borcu 244.604.586 TL'dir. Şirket'in nakit ve nakit benzerleri ise 5.906.903 TL'dir. Buna göre, Şirket'in net borç pozisyonu 238.697.683 TL'dir.

TL	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.03.2022
Kısa Vadeli Finansal Borç	64.622.848	135.391.088	147.919.285	230.713.851
Uzun Vadeli Finansal Borç	22.556.600	15.030.106	16.411.960	13.890.735
Nakit ve Nakit Benzeri	28.735.062	59.303.873	12.653.351	5.906.903
Net Borç	58.444.386	91.117.321	151.677.894	238.697.683

5. Riskler

- Şirket'in tedarikçilere olan bağımlılığı: Şirket'in tedarikçiler ile uzun yıllara dayanan ilişkileri olmakla birlikte

distribütörlük işinin doğası gereği belli tedarikçilerine yoğun oranda bağımlıdır. Tedarikçilerle distribütörler arasında yapılan anlaşmaların şartları performansa ve diğer faktörlere bağlı olarak değişebilir veya sona erdirilebilir. Şirket marka yönetimi yapabilmektedir ancak tedarikçilerinin ar-ge ve üretim stratejilerinde ve üretim aşamasında herhangi bir dahli bulunmamaktadır.

- **Tedarikçi konsantrasyonu yüksekliği:** Şirket'in halihazırdaki en büyük iki tedarikçisi olan Apple ve Harman'ın Şirket'in toplam hasılatı içerisindeki payı 2019, 2020 ve 2021 yılları itibarıyla, sırasıyla Apple için %52,3, %63,5 ve %68,3 iken Harman için de %34,4, %28,0 ve %24,3 seviyesindedir. Pazar lideri teknolojik ürünlerin tedarikçileriyle çalışılmasının sonuçlarından biri de yüksek tedarikçi konsantrasyonudur.
- **Şirket'in yoğun işletme sermayesi ihtiyacı:** Şirket'in faaliyetleri işletme sermayesine yoğun olarak ihtiyaç duyar. Şirket tedarik ettiği ürünleri peşin satın almakta olup, müşterilere satışı vadeli. Bu doğrultuda, Şirket yönetimi, net işletme sermayesi ihtiyacının genişleyen marka portföyü ve büyüyen iş hacmine paralel olarak artacağı kanaatindedir.
- **Uluslararası pazarlarda tecrübe azlığı:** Şirket faaliyetlerinin tamamı Türkiye pazarında gerçekleşmektedir ve satışları Türkiye pazarındaki talebe bağlıdır. Şirket uluslararası açılımına Rusya pazarı ile 2020 yılında başlamıştır. Şirket hissedarlarının Rusya pazarı tecrübesi olmakla beraber Şirket'in yabancı pazar deneyimi bulunmamaktadır. Rusya pazarında köklü rakipler ile rekabet etmek doğru yatırımları yapabilmek ve yabancı mevzuata uyum sağlamak, kur riski ile mücadele etmek gibi zorluklar ile karşılaşabilir.
- **Rusya'ya Uygulanan Yaptırımlar:** ABD hükümeti tarafından Rusya'nın Batı'dan borç almasının önüne geçilmesi amacıyla uygulanan fon kısıtlamaları, İngiltere hükümeti tarafından çeşitli Rus bankalarının ve Rus milyarlarların ülkedeki varlıklarının dondurulması ve Rusya'da faaliyetlerini devam ettiren enerji şirketlerinin pazardan çekilme kararları, medya ve teknoloji şirketlerinin uygulama kullanımı ve erişimini kısıtlamaları, bazı Rus bankalarının SWIFT sisteminden çıkarılması, markaların ürün satışlarını durdurmaları gibi dünyanın birçok ülkesinden özel sektör kuruluşlarınca çeşitli caydırıcı politikalar uygulanması kararları ilan edilmiştir. Şirket'in Rusya pazarındaki faaliyetleri, bu yaptırımlardan ve Rus halkının alım gücünün düşmesinden olumsuz olarak etkilenilebilir.

6. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Aztek Teknoloji paylarının halka arz fiyatını belirlerken İndirgenmiş Nakit Akımı ve Çarpan Analizi değerlendirme yöntemleriyle ulaştığı sonuçların ortalamasını dikkate almıştır. Her iki yöntemle eşit ağırlık (%50) verilmiştir.

a. İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

Bu yöntem kapsamında, önümüzdeki 6 senelik dönem için (2022-2027) Şirket'in nakit akışları tahmin edilmiştir.

Tahmin dönemi nakit akışları için temel girdi ve varsayımlar şu şekildedir:

- Şirket, tahmin süresi boyunca satışlarının ürün grupları arasındaki dağılımının mevcut 2021 seviyelerinde seyredeceğini öngörmektedir.
- 2022 yılında satışlarının 2021'e göre %65 ve 2023 yılında 2022'ye göre %35 oranında artması öngörülürken, 2024-2027 yılları arasındaki dönemde satışların büyümesi, enflasyon tahminlerine %2 eklenerek öngörülmüştür.
- Şirket'in Rusya operasyonları hali hazırda imzaladığı distribütörlük sözleşmeleri de bulunmasına rağmen projeksiyonlara dahil edilmemiştir.

- Şirket, projeksiyon dönemi boyunca brüt kar marjını 2021 seviyesi ile aynı seviyede öngörmekte, ürün grubu kırılımında aynı dağılımın devam edeceği öngörüsüne de paralel olarak bu seviyede sürdürülmesini tahmin etmektedir.
- Faaliyet giderleri projeksiyon dönemi boyunca enflasyon oranında artırılmıştır ve sonuç olarak hasılat artışından kaynaklanan faaliyet kaldırıcı etkisiyle projeksiyon dönemi boyunca faaliyet giderlerinin hasılatlara oranı ortalama olarak %3,1 seviyesinde seyretmektedir.
- Şirket'in faaliyetleri çerçevesinde önemli ölçekte yatırım harcaması ihtiyacı bulunmamakla birlikte Şirket tarafından 2022 yılında 3 milyon TL'den kademeli olarak 2027 yılında 7,3 milyon TL'ye artan yıllık idame yatırımı öngörülmüştür.
- Şirket, sürdürülebilir alacak tahsil süresini 100 gün, stok tutma süresinin 50 gün ve borç ödeme süresinin 45 gün olarak öngörmektedir.
- Vergi oranı, 2022 yılı için %23 olarak dikkate alınmış, 2023 ve sonrasında ise %20 olarak öngörülmüştür.
- Risksiz getiri oranında, Türkiye 10 yıllık TL gösterge tahvilinin son bir aylık ortalaması olan %20,5 dikkate alınmıştır. Hisse senedi piyasası risk primi olarak %5,5 kullanılmıştır. AOSM (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti) 2022 yılı için %21,8 olarak hesaplanmıştır. AOSM projeksiyon dönemi boyunca kademeli olarak düşürülerek 2027 yılında %18,4 olarak hesaplanmıştır.
- Devam eden değer hesabında büyüme oranı %5 kullanılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi sonucunda, Aztek Teknoloji için 1.111,8 milyon TL özsermaye değeri hesaplanmıştır.

Şirket'in İndirgenmiş Nakit Akımı

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

İNA Sonuçları	
İNA Toplamı	455,2
Devam eden değer	895,3
Firma Değeri	1.350,5
Net Finansal Borç	238,7
Özsermaye Değeri	1.111,8

b. Piyasa Çarpanları Analizi

QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından yayınlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, Şirket'in piyasa değeri PD/Net Kar çarpanı ve FD/VAFÖK çarpanı yöntemleri kullanılarak ayrı ayrı hesaplanmış olup, bu çarpanlardan çıkan sonuçların ağırlıklı ortalaması alınarak nihai piyasa değeri tespit edilmiştir.

Şirketin Mart'22 itibarıyla net borcu 239 milyon TL, son 12 aylık VAFÖK 179 milyon TL ve aynı dönem için ana ortaklık net karı 120 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Dikkate alınan benzer şirketlerin çarpanları arasında uç değer olarak, F/K çarpanları için 20'nin üzerindeki ve 2'nin altındaki değerler ve FD/VAFÖK çarpanları için 15'in üzeri ve 2'nin altındaki değerler dikkate alınmamıştır.

Yurt dışı benzer şirketler FD/VAFÖK çarpanı medyanı 6,7x, yurt içi benzer şirket FD/VAFÖK çarpanı medyanı 7,5x ve yurt dışı benzer şirketler PD/Net Kar çarpanı 7,7x ve yurt içi benzer şirketler PD/Net Kar çarpanı 10,0x'tir. Yurt içi çarpanlar için toplamda %60 ağırlık ve yurt dışı benzer şirketler için %40 ağırlık kullanılmıştır. Sonuç olarak, ağırlıklandırılmış özsermaye değeri çarpan analizine göre 1.068,1 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Yurt İçi Benzer Şirketler Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Özsermaye Değeri
PD/Net Kar Çarpanı Yöntemi	50%	1.202.637.122
FD/VAFÖK Çarpanı Yöntemi	50%	1.098.011.810
Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları ile Bulunan Değer		1.150.324.466

Yurt Dışı Benzer Şirketler Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Özsermaye Değeri
PD/Net Kar Çarpanı Yöntemi	50%	923.780.461
FD/VAFÖK Çarpanı Yöntemi	50%	965.539.823
Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları ile Bulunan Değer		944.660.142

Yurt İçi Benzer Şirketler	60%	1.150.324.466
Yurt Dışı Benzer Şirketler	40%	944.660.142
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		1.068.058.736

7. Halk Arz Fiyatı Hakkında Nihai Değerlendirmeler

Aztek Teknoloji için yapılan değerlendirme çalışmasında, Çarpan Analizi'ne %50 ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne %50 ağırlık verilerek 1.089.932.736 TL özsermaye değeri ve 13,62 TL pay bedeli hesaplanmıştır. Söz konusu değerlere %20 halka arz iskontosu uygulanması sonrası, Halka Arz Özsermaye Değeri 872.000.000 TL ve Halka Arz Birim Pay Değeri 10,90 TL olarak belirlenmiştir.

Değerleme Sonucu	Ağırlık	Sonuç
İNA Analizi	50%	
Özsermaye Değeri		1.111.806.735
Pay Başına Değer		13,90
Çarpan Analizi	50%	
Özsermaye Değeri		1.068.058.736
Pay Başına Değer		13,35
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		1.089.932.736
Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer		13,62
Halka Arz İskontosu		20%
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri		872.000.000
Halka Arz Pay Başına Değer		10,90

Aztek Teknoloji için hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, değerlendirme için başvuru yöntemleri ve nihai değerlendirme aşamasında başvuru ağırlıklandırmayı makul karşılıyoruz. Bununla birlikte, değerlendirme sürecine dair ekli yorumlarımızı/görüşlerimizi/çekincelerimizi paylaşmakta fayda görüyoruz.

İNA Analizi: İNA analizine esas teşkil eden varsayımların paylaşımını yeterli düzeyde ve makul buluyoruz. Satışlardaki büyüme varsayımlarının GfK sektör raporunda belirtilen pazar büyümelerine dayanarak öngörülmesini uygun buluyor; %2'lik reel büyüme ve nakit çevrim süresinde iyileşme (2021'e göre ~14 gün, son 3 yılın ortalamasına göre ~17 gün) varsayımlarındaki değişimin değerlendirme sonucunu, bu varsayımların serbest nakit marjının projeksiyon dönemi sonunda %6'lara yükselmesini sağlaması nedeniyle, anlamlı düzeyde etkileyebileceğini not ediyoruz.

Benzer Şirketler Analizi: Bu analizde dikkate alınan şirketleri ve izlenen yöntemi genel olarak makul ve anlaşılabilir buluyoruz.

Özetle, yukarıda yer verdiğimiz yorumlarımız/çekincelerimiz ışığında, Aztek Teknoloji'nin halka arz fiyatının belirlenmesi için izlenen yöntemin ve ulaşılan iskonto sonrası pay başı 10,90 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz.

ÇEKİNCE:

Bu raporda yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda kurumumuz ve kurumumuz çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Bu rapor yatırımcıların bilgi edinmeleri amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların yatırıma ilişkin kararlarını verirken bu rapordaki bilgilerden yararlanmaları, ancak bu rapordan etkilenmeyerek kararlarını vermeleri beklenmektedir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımı sonucu oluşabilecek zararlardan dolayı kurumumuz hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu rapor hiç bir şekilde menkul değerlerin satın alınması veya satılması için bir teklifi veya aracılık teklifini içermemektedir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez.