



**Aztek Teknoloji Ürünleri Ticaret A.Ş.  
Halka Arz Fiyat Tespit Raporuna İlişkin  
Değerlendirme Raporu-1  
22 Mart 2023**

**QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş.**

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Kristal Kule Binası No:215 Kat:6-7  
34394 Şişli İstanbul

## İçindekiler:

1. Değerlendirme Raporunun Amacı .....	3
2. Halka Arza İlişkin Özet Bilgi .....	3
3. 05.08.2022 Tarihinde KAP'ta Yayımlanan Fiyat Tespit Raporu .....	5
4. Halka Arz Sonuçları .....	11
5. Halka Arz Sonrası Finansal ve Operasyonel Performans .....	12
6. Halka Arz Sonrasında Yaşanan Fiyat Hareketleri .....	13
7. Halka Arz ve Sonrasında Fiyata Etki Eden Faktörler .....	14

## 1. Değerlendirme Raporunun Amacı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22.06.2013 tarih ve 28685 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Pay Tebliği Seri: VII, No: 128.1 ("Tebliğ") 29. Madde 4. fıkrası uyarınca,

*"Payların ilk halka arzında fiyat tespit raporunu hazırlayan halka arzda satışa aracılık eden kuruluşun, payların borsada işlem görmeye başlamasından sonraki bir yıl içinde en az iki değerlendirme raporu hazırlaması zorunludur. İki değerlendirme raporunun düzenlenmesi durumunda; ilk raporun payların borsada işlem görmeye başlamasından altı ay sonra yapılması ve ikinci rapor ile ilk rapor arasındaki sürenin asgari olarak dört ay olması ve bu raporlarda halka arz fiyatı ile borsa fiyatı arasındaki farklılıkların nedeni hakkında değerlendirmelerde bulunulması zorunludur. İki den fazla beşten az değerlendirme raporu düzenlenmesi durumunda ise, bu raporlar arasında asgari olarak üç ay bulunması zorunludur. Bu fıkra çerçevesinde hazırlanan raporların KAP'ta ortaklığa ilişkin bölümde ve halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşun internet sitesinde yayımlanması zorunludur."*

Aztek Teknoloji Ürünleri Ticaret A.Ş. ("Aztek Teknoloji" veya "Şirket") paylarının ilk halka arzında Tebliğ'in 29. Madde 1. fıkrası uyarınca konsorsiyum lideri QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Finans Yatırım") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu 05.08.2022 tarihinde KAP'ta yayımlanmış (Raporun tümüne erişmek için <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1052681>) ve Şirket payları 17.08.2022 tarihinde işlem görmeye başlamıştır.

İşbu Değerlendirme Raporu, Fiyat Tespit Raporu'nu müteakip Tebliğ'in 29. Madde ve 4. fıkrası kapsamında hazırlanmış olup, Aztek Teknoloji'nin nihai halka arz fiyatı ile rapor tarihi olan 22.03.2023 tarihine kadar (21.03.2023 kapanış) oluşan borsa fiyatı arasındaki farklılıkların olası nedenleri hakkında değerlendirmeleri içermektedir.

İşbu rapor, değere ilişkin herhangi bir görüş içermemekte olup, raporda yer alan değerlendirmeler herhangi bir tavsiye niteliği taşımamaktadır.

## 2. Halka Arza İlişkin Özet Bilgi

Şirket'in çıkarılmış sermayesinin 80.000.000 TL'den 100.000.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle artırılacak 20.000.000 TL ve mevcut ortaklardan Hasan Hüseyin Ütebay'ın sahip olduğu 2.500.000 TL ve Mazlum Hüseyin Ütebay'ın sahip olduğu 2.500.000 TL olmak üzere toplamda 25.000.000 TL nominal değerli paylarının 10,90 TL sabit fiyattan halka arzına ilişkin İzahnamesi ve Tasarruf Sahiplerine Satış Duyurusu Sermaye Piyasası Kurulu'nun 04.08.2022 tarih ve 2022/38 sayılı toplantısında onaylanmıştır.

Şirket'in paylarının halka arzı kapsamında 1 TL nominal değerli payın 10,90 TL sabit fiyattan Borsa dışında talep toplama işlemleri 10-12 Ağustos 2022 tarihleri arasında gerçekleştirilmiştir.

Aztek Teknoloji sermaye artırımından 218.000.000 TL brüt halka arz geliri elde etmiştir. Halka arz aşamasında 10.300.500 TL halka arz maliyeti oluşmuş olup net halka arz geliri 207.699.500 TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

TL	
1 Adet Nominal Payın Halka Arz Fiyatı	10,90
Sermaye Artırımı	20.000.000
Brüt Halka Arz Geliri	218.000.000
Halka Arz Maliyetleri	10.300.500
Net Halka Arz Geliri	207.699.500

Kaynak: Şirket

Halka arzdan elde edilecek gelir ile Şirket, girişim sermayesi kurulması, net işletme sermayesi ihtiyaçlarının karşılanması, kısa vadeli ve/veya vadesi gelen mevcut kredi borçlarına ilişkin ödeme yapmayı ve yurt içi mağazalaşma ile gelir ve karlılığını artırmayı hedeflemektedir.

Şirket'in 05.08.2022 tarihinde KAP'ta ilan edilen Fon Kullanım Yerlerine İlişkin Rapor'da (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1052634>) halka arzdan beklenen net gelirin

- Girişim Sermayesi
- Net İşletme Sermayesi
- Kısa Vadeli ve/veya Vadesi Gelen Kredi Borçlarına İlişkin Ödeme
- Yurt İçi Mağazalaşma

alanlarında kullanılmasının planlandığı belirtilmiştir.

Şirket'in 10.11.2022 ve 20.03.2023 tarihlerinde KAP'ta yayımlanan (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1079129> ve <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1126515>) Halka Arzdan Elde Edilen Fonun Kullanım Yerlerine İlişkin Rapor'da yer alan fonun kullanımına ilişkin bilgiler aşağıda yer alan tabloda ve açıklamalarda belirtilmiştir.

Kullanım Alanı	(%)	Hedef Tutar (TL)	Gerçekleşen Tutar (TL)	Kalan Tutar (TL)
Girişim Sermayesi	15-20	31.154.925 – 41.539.900	31.154.925	-
Net İşletme Sermayesi	40-45	83.079.800 – 93.464.775	93.464.775	-
Kısa Vadeli ve/veya Vadesi Gelen Mevcut Kredi Borçlarına İlişkin Ödeme	25-30	51.924.875 – 62.309.850	62.309.850	-
Yurt İçi Mağazalaşma	10-15	20.769.950 – 31.154.925	1.385.802	19.384.148
<b>Toplam</b>	<b>100</b>	<b>207.699.500</b>	<b>188.315.352</b>	<b>19.384.148</b>

Aztek Teknoloji, bedelli sermaye artırımını yoluyla halka arz edilen 20.000.000 TL nominal değerli 20.000.000 adet paydan 207.699.500 TL net gelir elde etmiştir. Bu kapsamda;

- Girişim Sermayesi kurulması amacıyla ayrılan 31.154.925 TL tutarındaki fonun tamamı ile A1 PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş. Pardus Teknoloji Girişim Sermayesi Yatırım fonuna yatırım yapılmıştır.
- İşletme Sermayesi İhtiyaçlarının Karşlanması için ayrılan paydan 93.464.775 TL'nin mal alımı için kullanılacak olması ön görülmüş olup, söz konusu fonun tamamı kullanılmıştır.
- Kısa Vadeli ve/veya Vadesi Gelen Mevcut Kredi Borçlarına İlişkin Ödeme kapsamında 62.309.850 TL tutarında banka kredisinin kapatılacak olması ön görülmüş olup, söz konusu fonun tamamı kullanılmıştır.
- Aztek Teknoloji'nin 02.03.2023 tarihli KAP açıklamasında da duyurduğu üzere; İstanbul İstinye Park ve İzmir İstinye Park'ta olmak üzere iki yeni mağazasının açılışı için 02.03.2023 tarihinde kira sözleşmeleri imzalanmıştır. 2023 yılının ikinci çeyreğinde açılması planlanan iki mağaza yatırımı için ayrılan fondan rapor tarihi itibarıyla 1.385.802 TL kullanılmış olup kalan fon 19.384.148 TL'dir.

Şirket, halka arz ile sermaye artırımından elde ettiği fonu amaçlarına uygun olarak kullanmakta olduğunu, halka arz gelirinden harcamalar düşüldükten sonra kalan tutarın ise banka hesaplarında nemalandırarak değerlendirildiğini ifade etmiştir.

### 3. 05.08.2022 Tarihinde KAP'ta Yayınlanan Fiyat Tespit Raporu

05.08.2022 tarihinde KAP'ta yayınlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket'in 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 ve 31.03.2022 tarihli Türkiye Muhasebe Standartları'na göre hazırlanmış konsolide finansal tabloları baz alınmıştır.

Aztek Teknoloji'nin değerinin tespiti amacıyla gelir yaklaşımı kapsamında İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") ve pazar yaklaşımı kapsamında Çarpan Analizi yöntemi kullanılmıştır. Yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin çarpanlarına göre hesaplanan piyasa değerlerine sırasıyla %60 ve %40 ağırlık verilerek Şirket'in çarpan analizi yöntemine göre piyasa değeri hesaplanmıştır. Çarpan analizi ve İNA ile bulunan piyasa değerlerine eşit ağırlıklandırma uygulanarak Şirket'in nihai piyasa değeri hesaplanmıştır.

Tüketici elektroniği ve teknolojisi dağıtım sektöründe faaliyet gösteren Aztek Teknoloji Ürünleri Ticaret A.Ş. ile aynı sektörde faaliyet gösteren halka açık uluslararası şirketler ile payları Borsa İstanbul A.Ş.'de ("BİST") işlem görmekte olan benzer şirketler kıyaslanmıştır. Değerlemeye kaynak oluşturan çarpanların bulunmasında kullanılacak şirketlerin belirlenmesi sürecinde ilgili şirketlerin gelirlerinin büyük çoğunluğunun teknolojik ürünlerin dağıtım ve satışı faaliyetlerinden kaynaklanıyor olmasına dikkat edilmiştir. Bu koşullara uymayan şirketler benzer şirket karşılaştırmasına dahil edilmemiştir.

UDS 30.6'da belirtildiği üzere, değerlendirme yapılan varlığın değer tespitinde mevcut verilere ve pazar ile ilgili koşullara göre en uygun ve en geçerli değerlendirme yönteminin seçilmesi gerekmektedir. Bu sebeple, mevcut şartlar ve var olan yaklaşımlar göz önüne alındığında en güvenilir yöntem olduğu ve değerlendirme için en uygun yaklaşım olduğu düşünülen Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kapsamındaki Piyasa Değeri/Net Kar (PD/Net Kar) ve Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanları kullanılmıştır. Diğer çarpanlardan 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.

#### İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

##### Gelir Tablosu Projeksiyonları

2019 – 2021 yılları döneminde, Şirket'in ürün grupları itibarıyla satışlarının toplam satışlar içindeki yeri ve yıllar itibarıyla büyüme oranları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

##### Satış Kırılımı ve Büyüme Oranları

Ürün Grubu TL	2019	2020	2021	Büyüme Oranları	
				2020	2021
<b>Kulaklık</b>	218.994.239	480.294.109	599.596.489	%119	%25
<i>Satışlardaki Payı</i>	%56,1	%64,1	%55,4		
<b>Aksesuar Grubu ve Yeni Nesil TV grubu</b>	64.239.460	114.953.183	256.827.064	%79	%123
<i>Satışlardaki Payı</i>	%16,4	%15,4	%23,7		
<b>Hoparlör</b>	50.471.747	76.103.815	110.760.007	%51	%46
<i>Satışlardaki Payı</i>	%12,9	%10,2	%10,2		
<b>Kılf &amp; Çanta</b>	18.664.306	28.618.988	48.631.693	%53	%70
<i>Satışlardaki Payı</i>	%4,8	%3,8	%4,5		
<b>Ses Sistemleri (Hifi)</b>	6.783.015	11.222.667	11.072.876	%65	(%1)
<i>Satışlardaki Payı</i>	%1,7	%1,5	%1,0		
<b>Diğer Satışlar</b>	31.460.115	37.517.332	54.668.951	%19	%46
<i>Satışlardaki Payı</i>	%8,1	%5,0	%5,1		
<b>Toplam Net Satışlar</b>	<b>390.612.883</b>	<b>748.710.093</b>	<b>1.081.557.080</b>	<b>%92</b>	<b>%44</b>

Şirket'in 2022-2027 yılları arasında satışlarının gelişimine ilişkin olarak sağlamış olduğu tahminler aşağıdaki tabloda sunulmuştur. 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 satışları son iki yılda ortalama %66 oranında artış kaydetmiştir. Fiyat Tespit Raporu'nun 3. Bölümü, Sektör Hakkında Bilgiler'de yer alan pazar bilgilerine göre de kulaklık pazarı son iki yılda ortalama %67 büyümüş ve Şirket'in dağıtımını yaptığı markaların Türkiye'deki 2021 pazar payı %54,5 olmuştur. Bluetooth hoparlör ürünlerinde pazar son iki yılda ortalama %35 oranında büyümüş ve Şirket'in dağıtımını yaptığı markaların Türkiye'deki 2021 pazar payı %63,1 olmuştur. Şirket'in bu iki ürün grubunda satışlarını, son iki senede pazar büyümesine paralel bir şekilde artırdığı gözlenmektedir. Şirket kulaklık grubunda son iki yılda %65 ve hoparlör grubunda %48 yıllık ortalama büyüme kaydetmiştir. Ek olarak, 3. Bölümde belirtildiği üzere, bluetooth çevresel cihazların küresel ölçekte büyümesini sürdürmesi, 2025 yılına kadar adetsel olarak ortalama yıllık %14,5 oranında artması tahmin edilmektedir.

Ayrıca, Şirket'in Rusya operasyonları hali hazırda imzaladığı distribütörlük sözleşmeleri de bulunmasına rağmen projeksiyonlara dahil edilmemiştir. Bu çerçevede, Rusya faaliyetleri ilerleyen yıllarda hasılat gelişimi açısından pozitif bir risk unsuru olarak değerlendirilmektedir.

#### Satış Tahminleri

Ürün Grubu milyon TL	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
<b>Kulaklık</b>	989	1.336	1.657	1.938	2.210	2.519
<i>Satışlardaki Payı</i>	%55,4	%55,4	%55,4	%55,4	%55,4	%55,4
<b>Aksesuar Grubu ve Yeni Nesil TV grubu</b>	424	572	710	830	946	1.079
<i>Satışlardaki Payı</i>	%23,7	%23,7	%23,7	%23,7	%23,7	%23,7
<b>Hoparlör</b>	183	247	306	358	408	465
<i>Satışlardaki Payı</i>	%10,2	%10,2	%10,2	%10,2	%10,2	%10,2
<b>Kılıf &amp; Çanta</b>	80	108	134	157	179	204
<i>Satışlardaki Payı</i>	%4,5	%4,5	%4,5	%4,5	%4,5	%4,5
<b>Ses Sistemleri (Hifi)</b>	18	25	31	36	41	47
<i>Satışlardaki Payı</i>	%1,0	%1,0	%1,0	%1,0	%1,0	%1,0
<b>Diğer Satışlar</b>	90	122	151	177	201	230
<i>Satışlardaki Payı</i>	%5,1	%5,1	%5,1	%5,1	%5,1	%5,1
<b>Toplam Net Satışlar</b>	<b>1.785</b>	<b>2.409</b>	<b>2.988</b>	<b>3.496</b>	<b>3.986</b>	<b>4.544</b>
<i>Büyüme</i>	%65	%35	%24	%17	%14	%14

#### Karlılık Öngörülleri

Şirket'in 2019-2021 döneminde gerçekleştirdiği karlılık oranları aşağıda yer alan tabloda sunulmaktadır. Şirket, projeksiyon dönemi boyunca brüt kar marjını 2021 seviyesi ile aynı seviyede öngörmüş, ürün grubu kırılımında aynı dağılımın devam edeceği öngörüsüne de paralel olarak bu seviyede sürdürülmesini tahmin etmektedir.

## Karlılık Oranları

TL	2019	2020	2021
<b>Net Satışlar</b>	<b>390.612.883</b>	<b>748.710.093</b>	<b>1.081.557.080</b>
SMM	(316.562.485)	(624.936.572)	(919.850.134)
<i>Satışlara Oranı</i>	<i>(%81,0)</i>	<i>(%83,5)</i>	<i>(%85,0)</i>
<b>Brüt kar</b>	<b>74.050.398</b>	<b>123.773.521</b>	<b>161.706.946</b>
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>%19,0</i>	<i>%16,5</i>	<i>%15,0</i>
Faaliyet Gideri	(17.275.570)	(19.049.727)	(33.633.963)
<i>Satışlara Oranı</i>	<i>(%4,4)</i>	<i>(%2,5)</i>	<i>(%3,1)</i>
<b>FVÖK</b>	<b>56.774.828</b>	<b>104.723.794</b>	<b>128.072.983</b>
<i>FVÖK Marjı</i>	<i>%14,5</i>	<i>%14,0</i>	<i>%11,8</i>
Amortisman	2.575.388	2.347.614	4.397.373
<b>FAVÖK</b>	<b>59.350.216</b>	<b>107.071.408</b>	<b>132.470.356</b>
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>%15,2</i>	<i>%14,3</i>	<i>%12,2</i>

Şirket'in hasılat artışı sonucu ölçek ekonomisi katkısı ile faaliyet giderlerinin ciroya oranında 2019 yılındaki seviyesine göre düşüş gerçekleşmiştir. Projeksiyon döneminde Şirket'in faaliyet giderlerinin enflasyon tahminlerine paralel olarak artış kaydedeceği öngörülmüştür. Şirket, projeksiyon dönemi boyunca öngördüğü hasılat artışını; mevcut distribütörlük faaliyetlerinin operasyonel süreçleri ve genel yönetim uygulamaları ile sürdürülebileceğini öngörmektedir. Bu nedenle, faaliyet giderleri projeksiyon dönemi boyunca enflasyon oranında artırılmıştır. Sonuç olarak hasılat artışından kaynaklanan ölçek ekonomisi faktörünün etkisi ile projeksiyon dönemi boyunca faaliyet giderlerinin hasılatlara oranı ortalama olarak %3,1 seviyesinde seyretmektedir.

## Faaliyet Giderleri Tahminleri

milyon TL	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
<b>Faaliyet Giderleri</b>	<b>55,4</b>	<b>76,3</b>	<b>93,2</b>	<b>107,1</b>	<b>120,0</b>	<b>134,4</b>
<i>Faaliyet Giderleri</i>						
<i>Artış (enflasyon tahmini)</i>	<i>%64,6</i>	<i>%37,9</i>	<i>%22,0</i>	<i>%15,0</i>	<i>%12,0</i>	<i>%12,0</i>
<i>Satışlara Oranı</i>	<i>3,1%</i>	<i>3,2%</i>	<i>3,1%</i>	<i>3,1%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,0%</i>
Genel Yönetim Gid.	36,7	50,6	61,7	71,0	79,5	89,1
Paz. Sat. ve Dağ. Gid.	18,7	25,8	31,4	36,2	40,5	45,4

Sonuç olarak Şirket tahminleri çerçevesinde oluşan projeksiyonlar aşağıdaki tabloda sunulmaktadır. Buna göre FAVÖK marjının projeksiyon dönemi boyunca %12,1 ile %12,3 aralığında gerçekleşmesi öngörülmektedir.

## Karlılık Tahminleri

Gelir Tablosu (milyon TL)	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
<b>Net Satışlar</b>	<b>1.785</b>	<b>2.409</b>	<b>2.988</b>	<b>3.496</b>	<b>3.986</b>	<b>4.544</b>
SMM	1.518	2.049	2.542	2.974	3.390	3.864
<i>Satışlara Oranı</i>	<i>(%85,0)</i>	<i>(%85,0)</i>	<i>(%85,0)</i>	<i>(%85,0)</i>	<i>(%85,0)</i>	<i>(%85,0)</i>
<b>Brüt kar</b>	<b>267</b>	<b>360</b>	<b>447</b>	<b>523</b>	<b>596</b>	<b>679</b>
<i>Brüt kar marjı</i>	<i>%15,0</i>	<i>%15,0</i>	<i>%15,0</i>	<i>%15,0</i>	<i>%15,0</i>	<i>%15,0</i>
Faaliyet Gideri	55,4	76,3	93,2	107,1	120,0	134,4
<i>Satışlara Oranı</i>	<i>%3,1</i>	<i>%3,2</i>	<i>%3,1</i>	<i>%3,1</i>	<i>%3,0</i>	<i>%3,0</i>
<b>FVÖK</b>	<b>211</b>	<b>284</b>	<b>354</b>	<b>4166</b>	<b>476</b>	<b>545</b>
<i>FVÖK Marjı</i>	<i>%11,8</i>	<i>%11,8</i>	<i>%11,8</i>	<i>%11,9</i>	<i>%11,9</i>	<i>%12,0</i>
Amortisman	5,8	7,7	9,3	10,9	12,4	13,3
<b>FAVÖK</b>	<b>217</b>	<b>292</b>	<b>363</b>	<b>426</b>	<b>488</b>	<b>558</b>
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>%12,2</i>	<i>%12,1</i>	<i>%12,1</i>	<i>%12,2</i>	<i>%12,3</i>	<i>%12,3</i>

## İNA Sonuçları

Şirket tarafından sağlanan varsayımlara göre oluşturulan İNA çalışması ve sonuçları aşağıda sunulmaktadır. İNA çalışmasında uç değer hesaplaması için öngörülen devam eden büyüme oranı, %5,0 olarak kullanılmıştır. İNA analizinde 31 Mart 2022 tarihli net borç değeri kullanılmış ve indirgeme tarihi olarak da bu tarih dikkate alınmıştır.

## İNA Tablosu

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	
FAVÖK	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	2.217,9
İndirgeme faktörü	0,93	0,77	0,64	0,54	0,46	0,40	0,40
İndirgenmiş nakit akımı (İNA)	4,2	40,0	77,9	104,3	114,7	114,1	895,3

İNA Sonuçları, TL	
İNA toplamı	455.173.695
Devam eden değer	895.330.723
<b>Firma Değeri</b>	<b>1.350.504.418</b>
Net finansal borç	238.697.683
<b>Piyasa Değeri</b>	<b>1.111.806.735</b>

İNA analizine göre hesaplanan Firma Değeri 1.350,5 milyon TL ve Piyasa Değeri **1.111,8 milyon TL**'dir. İNA ile bulunan Piyasa Değeri'ne göre hesaplanan birim pay değeri **13,90 TL**'dir.

## Çarpan Analizi Yöntemi

Çarpan analizlerinde kullanılan Net Kar ve FAVÖK değerleri için 31.03.2022 ve 31.12.2021 tarihli Konsolide Finansal Tablolar ve Özel Bağımsız Denetçi Raporu finansal verileri kaynak oluşturmuştur. FAVÖK ve ana ortaklık Net Kar değerleri için Aztek Teknoloji'nin 31.03.2022'de sona eren dönem için hesaplanan 12 aylık FAVÖK ve ana ortaklık Net Kar verisi kullanılmıştır.

## Değerlemeye Baz Oluşturan Veriler

31.03.2022'de sona eren son 12 ay	TL
Ana Ortaklık Net Kar	120.057.539
FAVÖK*	178.945.887

\*FAVÖK, denetimden geçmiş raporlanan Brüt Kar'dan Genel Yönetim Giderleri ile Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderlerinin çıkarılması ve sonrasında amortisman giderinin eklenmesi ile hesaplanmaktadır.

## Değerlemeye Baz Oluşturan Net Finansal Borç

Net finansal borç, şirketin kısa ve uzun vadeli finansal borçlarından nakit ve nakit benzerleri çıkartılarak hesaplanmaktadır. Piyasa değeri hesaplanırken net finansal borç, firma değerinden çıkarılmaktadır.



<b>31.03.2022</b>	<b>TL</b>
Toplam Finansal Borç	244.604.586
Nakit ve Nakit Benzerleri (-)	(5.906.903)
<b>Net Finansal Borç</b>	<b>238.697.683</b>

Şirket'in piyasa değeri PD/Net Kar çarpanı ve FD/FAVÖK çarpanı yöntemleri kullanılarak ayrı ayrı hesaplanmış olup, bu çarpanlardan çıkan sonuçların ağırlıklı ortalaması alınarak nihai piyasa değeri tespit edilmiştir. PD/Net Kar çarpanı, fiyat kazanç (F/K) çarpanı olarak da kullanılmakta ve şirketin ana ortaklık net dönem karı dikkate alarak piyasa değerinin hesaplanmasında kullanılmaktadır. Diğer yandan FAVÖK çarpanı da şirketin operasyonel karlılığını dikkate almakta ve firma değeri hesaplanmasında kullanılmaktadır. Firma değerinden net finansal borcun çıkarılması ile piyasa değeri hesaplanmaktadır.

Değerleme çalışmasında Türkiye'de ve yurt dışı piyasalarda işlem gören ve Şirket ile benzer sektörde bulunan şirketler dikkate alınmıştır. Dikkate alınan 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. Benzer şirketlerin çarpan değerleri hesaplanırken piyasa verileri 17 Haziran 2022 kapanış tarihli 'S&P Capital IQ' platformu kullanılarak elde edilmiştir.

### **PD/Net Kar Çarpanı Yöntemi**

PD/Net Kar çarpanları, yurtiçi benzer şirketlerin piyasa değerlerinin, ilgili şirketlerin, 31.03.2022 tarihinde sonra eren 12 aylık dönem itibarıyla elde ettikleri ana ortaklık net kar tutarlarına bölünmesiyle hesaplanmaktadır. Değerleme çalışmasında Aztek Teknoloji'nin 31.03.2022'de sona eren son 12 aylık ana ortaklık net kar verisi kullanılmıştır.

#### **Yurtiçi Benzer Şirketler PD/Net Kar Çarpanı ile Hesaplanan Değer**

<b>TL</b>	<b>Değer</b>
Ana Ortaklık Net Kar	120.057.539
Yurtiçi Benzer Şirketler PD/Net Kar Çarpanı Medyanı	10,0x
<b>Hesaplanan Piyasa Değeri</b>	<b>1.202.637.122</b>

#### **Yurtdışı Benzer Şirketler PD/Net Kar Çarpanı ile Bulunan Değer**

<b>TL</b>	<b>Değer</b>
Ana Ortaklık Net Kar	120.057.539
Yurtdışı Benzer Şirketler PD/Net Kar Çarpanı Medyanı	7,7x
<b>Hesaplanan Piyasa Değeri</b>	<b>923.780.461</b>

### **FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi**

FD/FAVÖK çarpanları, yurtdışında farklı coğrafyalarda faaliyet gösteren benzer şirketlerin firma değerlerinin 31.03.2022 tarihinde sonra eren son 12 aylık dönem itibarıyla elde ettikleri FAVÖK tutarlarına bölünmesiyle hesaplanmaktadır. Değerleme çalışmasında Aztek Teknoloji'nin 31.03.2022'de sonra eren son 12 aylık FAVÖK verisi kullanılmıştır.

**Yurtiçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı ile Hesaplanan Değer**

TL	Değer
FAVÖK	178.945.887
Yurtiçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Medyanı	7,5x
Hesaplanan Firma Değeri	1.336.709.493
Net Finansal Borç (-)	238.697.683
<b>Hesaplanan Piyasa Değeri</b>	<b>1.098.011.810</b>

**Yurtdışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı ile Bulunan Değer**

TL	Değer
FAVÖK	178.945.887
Yurtdışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Medyanı	6,7x
Hesaplanan Firma Değeri	1.204.237.506
Net Finansal Borç (-)	238.697.683
<b>Hesaplanan Piyasa Değeri</b>	<b>965.539.823</b>

**Değerleme Sonucu**

Değerleme çalışmasında hem yurtiçi hem de yurtdışı benzer şirketlerin PD/Net Kar ve FD/FAVÖK çarpanlarına eşit ağırlık verilerek yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlere göre piyasa değerleri hesaplanmıştır.

Yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin PD/Net Kar Çarpanı ve FD/FAVÖK Çarpanı analizleri sonucunda bulunan piyasa değerleri aşağıdaki tablolarda yer almaktadır:

**Yurtiçi Benzer Şirket Çarpanlarına Göre Hesaplanan Değer**

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

**Yurtdışı Benzer Şirket Çarpanlarına Göre Hesaplanan Değer**

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

Yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin çarpanlarına göre hesaplanan piyasa değerlerine sırasıyla %60 ve %40 ağırlık verilerek Şirket'in çarpan analizi yöntemine göre piyasa değeri hesaplanmıştır. Söz konusu ağırlıklandırma ile Şirket'in çarpan analizi yöntemine göre hesaplanan piyasa değeri 1.068,1 milyon TL olarak bulunmuştur.

<b>Çarpan Analizi Sonuçları</b>		
<b>Değerleme Yöntemi</b>	<b>Ağırlık</b>	<b>Piyasa Değeri (TL)</b>
Yurtiçi Benzer Şirketler	%60	1.150.324.466
Yurtdışı Benzer Şirketler	%40	944.660.142
<b>Ortalama Değer</b>		<b>1.068.058.736</b>

Çarpan analizi ve İNA ile bulunan piyasa değerlerine eşit ağırlıklandırma uygulanarak Şirket'in nihai piyasa değeri 1.089,9 milyon TL olarak bulunmuştur.

#### **Değerleme Analizi Sonuçları**

<b>Değerleme Analizi Sonuçları</b>		
<b>Değerleme Yöntemi</b>	<b>Ağırlık</b>	<b>Piyasa Değeri (TL)</b>
Çarpan Analizi	%50	1.068.058.736
İNA	%50	1.111.806.735
<b>Ortalama Değer</b>		<b>1.089.932.736</b>

#### **Halka Arz Fiyatı**

<b>Halka Arz İskontosu sonrası Piyasa ve Birim Pay Değeri</b>	
Nominal Sermaye Tutarı, TL	80.000.000
Değerleme Yöntemleriyle Hesaplanan Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri, TL	<b>1.089.932.736</b>
Değerleme Yöntemleriyle Hesaplanan Halka Arz Öncesi Birim Pay Değeri, TL	13,62
Halka Arz İskonto Oranı	%20
<b>Halka Arz iskintolu Piyasa Değeri, TL</b>	<b>872.000.000</b>
<b>Halka Arz Fiyatı (TL/pay)</b>	<b>10,90</b>

Şirket'in bulunan nihai halka arz öncesi piyasa değeri 1.089,9 milyon TL'ye göre birim pay değeri 13,62 TL olarak hesaplanmaktadır. Söz konusu değere uygulanan %20 halka arz iskontosu sonrası halka arz birim pay değeri 10,90 TL ve piyasa değeri 872,0 milyon TL olarak belirlenmiştir.

## **4. Halka Arz Sonuçları**

Aztek Teknoloji'nin talep toplama işlemleri 10,90 TL sabit fiyat ile 10-12 Ağustos 2022 tarihleri arasında tamamlanmıştır. Şirket, AZTEK hisse koduyla 17 Ağustos 2022'de Ana Pazar'da işlem görmeye başlamıştır.

Halka arz sonuçları 15.08.2022 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda açıklanmıştır.

Halka arz sonucunda sermaye artışı yoluyla halka arz edilen 20.000.000 TL ve ortak satışı yoluyla halka arz edilen 5.000.000 TL olmak üzere toplam 25.000.000 TL nominal değerli payların tamamı satılmıştır.

Toplam halka arz büyüklüğü 272.500.000 TL olarak gerçekleşmiştir.

Bireysel Yatırımcılara nihai tahsisat tutarının yaklaşık 10,1 katı, Yüksek Başvurulu Yatırımcılara nihai tahsisat tutarının yaklaşık 80,1 katı, Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılara nihai tahsisat tutarının yaklaşık 14,9 katı filtelenmemiş talep gelmiştir.

Halka arz fiyatı üzerinden gelen talep ve dağıtım tutarları yatırımcı grubu bazında aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

Yatırımcı Grubu	Planlanan Tahsisat		Talep			Dağıtım		
	Pay Adedi	Oranı	Başvuru Sayısı	Talep Edilen Nominal Tutar (TL)	Oranı	Talebi Karşılanan Başvuru Sayısı	Dağıtılan Nominal Tutar (TL)	Toplam Dağıtılan Nominal Tutara Oranı
Bireysel Yatırımcılar	11.250.000	45,0%	206.914	113.988.420	15,69%	192.886	11.250.000	45,0%
Yüksek Başvurulu Yatırımcılar	6.250.000	25,0%	7.353	500.524.594	68,88%	7.105	6.250.000	25,0%
Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar	7.500.000	30,0%	123	112.123.961	15,43%	101	7.500.000	30,0%
<b>Toplam</b>	<b>25.000.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>214.390</b>	<b>726.636.975</b>	<b>100,00%</b>	<b>200.092</b>	<b>25.000.000</b>	<b>100,0%</b>

Kaynak: Kamuyu Aydınlatma Platformu

## 5. Halka Arz Sonrası Finansal ve Operasyonel Performans

Şirket paylarının 17 Ağustos 2022 tarihinde Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasının ardından 2022 yılı 6 aylık, 9 aylık ve 12 aylık finansal verilerini açıklamıştır. Şirket'in Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TFRS) doğrultusunda hazırlanan 2022 yıl sonu finansal tablolarına ilişkin özet bilgiler aşağıda yer almaktadır.

### Özet Mali Tablolar

#### Gelir Tablosu

TL	31.12.2021	31.12.2022	Artış (%)
Hasılat	1.081.557.080	2.552.562.044	136%
Brüt Kar	161.706.946	450.637.575	179%
Esas Faaliyet Karı	132.030.042	376.206.253	185%
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	139.454.801	393.988.693	183%
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kar	117.998.535	344.371.960	192%
Dönem Karı	88.617.174	278.176.268	214%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

#### Bilanço

TL	31.12.2021	31.12.2022	Artış (%)
Dönen Varlıklar	521.908.731	1.201.460.050	130%
Duran Varlıklar	34.585.331	102.111.390	195%
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>556.494.062</b>	<b>1.303.571.440</b>	<b>134%</b>
Kısa Vadeli Yükümlülükler	319.321.756	575.337.608	80%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	21.314.976	22.568.459	6%
Özkaynaklar	215.857.330	705.665.373	227%
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>556.494.062</b>	<b>1.303.571.440</b>	<b>134%</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

## Projeksiyon-2022 12 Ay Gerçekleşme Tablosu

	2022-12A Projeksiyon	2022-12A Gerçekleşen	2022-12A Gerçekleşme %
Hasılat	1.785	2.553	143%
Brüt Kâr	267	451	169%
FAVÖK(*)	217	383	176%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

\*FAVÖK, denetimden geçmiş raporlanan Brüt Kar'dan Genel Yönetim Giderleri ile Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderlerinin çıkarılması ve sonrasında amortisman giderinin eklenmesi ile hesaplanmaktadır.

İndirgenmiş Nakit Akımı Modeli'ne göre 2022 yılı projeksiyonlarında net satışlar 1,8 milyar TL olarak tahmin edilmişken, gerçekleşme 2,6 milyar TL seviyesindedir ve gerçekleşme oranı %143 olmuştur.

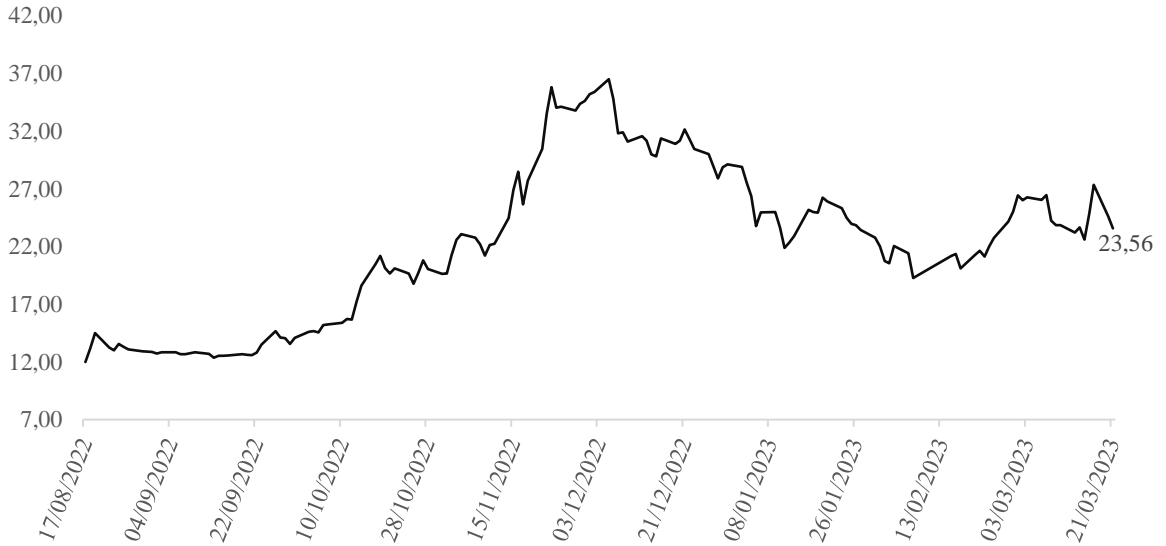
Fiyat tespit raporunda 2022 yılı için brüt kâr 266,8 milyon TL olarak tahmin edilmiş, 450,6 milyon TL olarak gerçekleşmiştir ve gerçekleşme oranı %169'dır.

Aztek Teknoloji'nin indirgenmiş nakit akımları analizinde Şirket'in 31 Aralık 2022 tarihinde sona eren dönemde FAVÖK'ü 217,3 milyon TL olarak tahmin edilirken, gerçekleşen FAVÖK tutarı 383,3 milyon TL'dir ve buna göre FAVÖK'ün gerçekleşme oranı %176'dır.

## 6. Halka Arz Sonrasında Yaşanan Fiyat Hareketleri

Aztek Teknoloji payları, 17 Ağustos 2022 tarihinde 10,90 TL fiyatla Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamıştır.

Şirket paylarının 21.03.2023 tarihindeki borsa kapanış fiyatı 23,56 TL'dir.



Kaynak: S&P CapitalIQ

## 7. Halka Arz ve Sonrasında Fiyata Etki Eden Faktörler

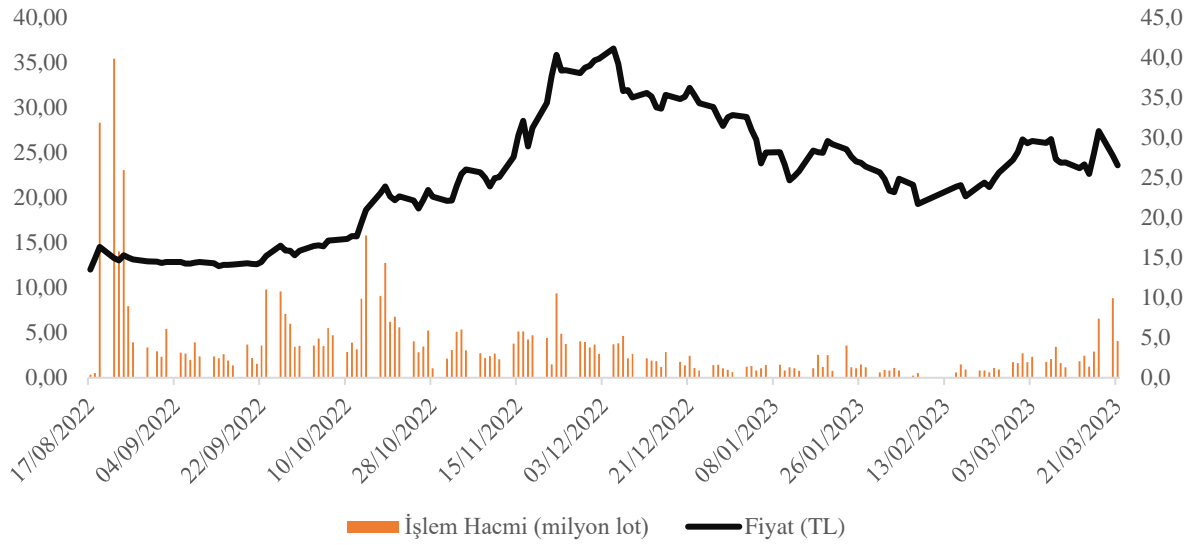
Aztek Teknoloji paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren fiyat gelişimi aşağıda sunulmaktadır.

Şirket 08.02.2023 tarihli KAP açıklamasına göre 30.06.2023 tarihine kadar geçerli olacak, öz kaynaklarından karşılanmak üzere en fazla 30.000.000 TL kaynak kullanılacak şekilde pay sahiplerini korumak ve sağlıklı fiyat oluşumuna katkıda bulunmak amacıyla pay geri alımına ilişkin yönetim kurulu kararı açıklamıştır. 8 Şubat 2023 tarihli Yönetim Kurulu kararıyla başlatılan pay geri alım işlemleri kapsamında, işbu rapor tarihine kadar Şirket sermayesinin %0,714'ünü temsil eden 713.916 adet pay alınmıştır.

Şirket'in 13.03.2023 tarihli KAP açıklamasında yer alan yönetim kurulu kararına göre 1 TL nominal değerli pay için 1,0577 TL brüt kar payı ve 0,9519 TL net kar payı dağıtım teklifi kararı alınmıştır.

Şirket'in 16.03.2023 tarihli KAP açıklamasına göre, 200.000.000 TL olan kayıtlı sermaye tavanının 1.500.000.000 TL'ye artırılması için yapmış olduğu başvuru 14.03.2023 tarihinde SPK tarafından onaylanmıştır.

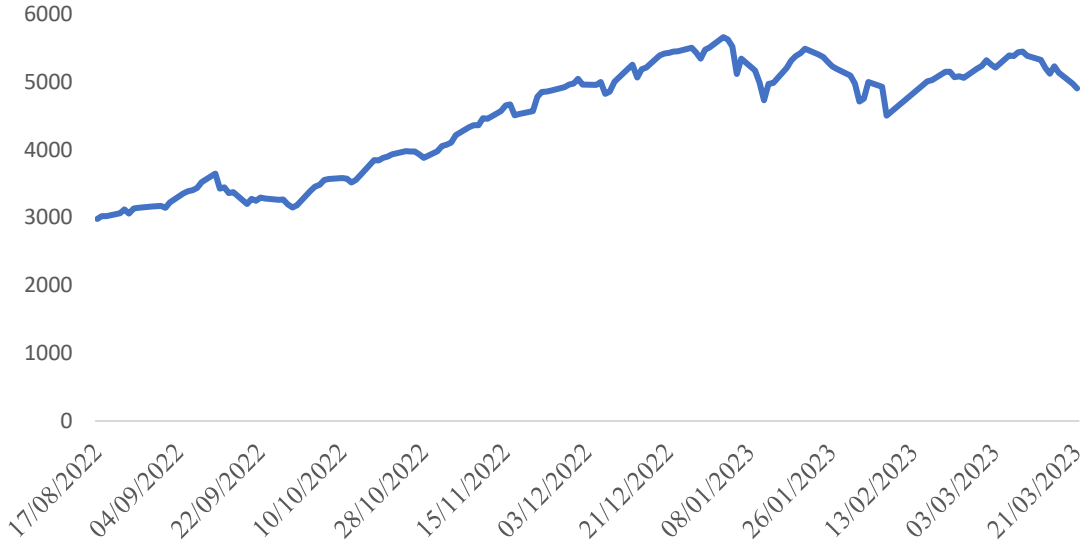
### Aztek Teknoloji Pay Fiyatı ve İşlem Hacmi



Kaynak: S&P CapitalIQ

Aztek Teknoloji paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren BIST 100 endeksinin gelişimi aşağıda sunulmaktadır.

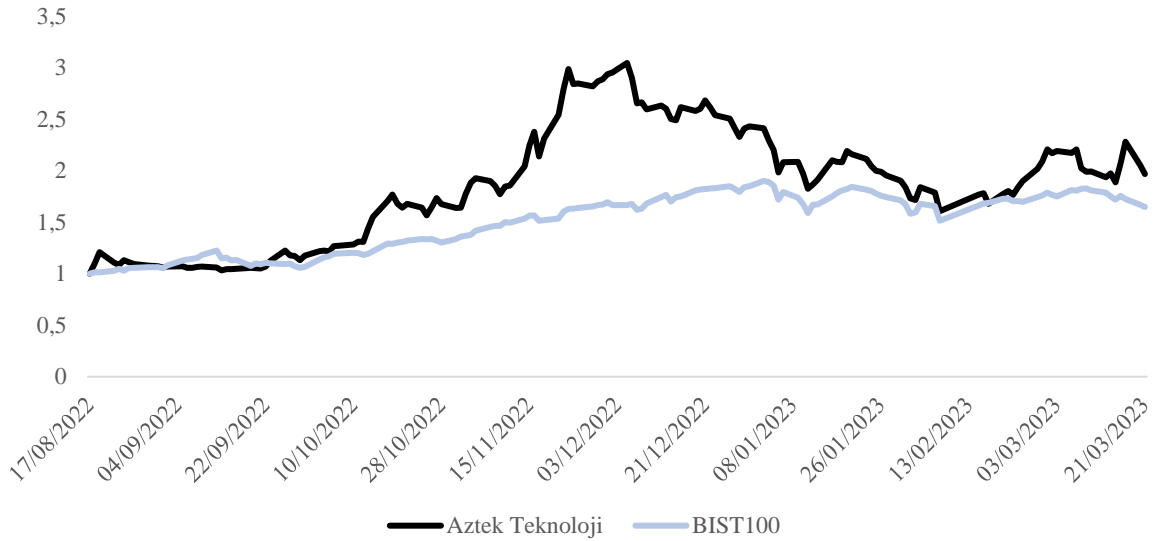
## BIST100 Endeksi



Kaynak: S&P CapitalIQ

Aztek Teknoloji pay fiyatının BIST 100 endeksine göre performansı aşağıdaki grafikte karşılaştırmalı olarak sunulmaktadır.

## Aztek Teknoloji'nin BIST100 Endeksine Göre Performansı



Kaynak: S&P CapitalIQ

17.08.2022 tarihinde 1 TL nominal değerli pay başına 10,90 TL seviyesindeki halka arz fiyatı ile Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlayan Aztek Teknoloji, 21.03.2023 tarihi itibarıyla 23,56 TL fiyat seviyesinde kapanmıştır. Payların işlem görmeye başladığı 17.08.2022 tarihinden bir gün önce 16.08.2022 tarihinde 2.913,3 seviyesinde kapanan BIST 100 endeksi ise 21.03.2023 tarihi itibarıyla 4.906,63 seviyesinde kapanmıştır.

QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş.