



Aztek Teknoloji

Güçlü iş modeli ile istikrarlı karlılık

Hedef Fiyat: 14.90 TL

Aztek Teknoloji tüketici elektroniği pazarında yer alıp, aksesuar ve ses sistemleri alanında faaliyet göstermektedir. Tüketici elektroniği pazarı, Türkiye dijitalleşme hedefleri için büyük önem taşımaktadır. Sahip olunan altyapı ve teknolojik ürünlere erişim, dijitalleşme süreçleri ile birebir ilişkilidir. Dijitalleşmenin yanı sıra "üretmek için cihaz ihtiyacı olan" meslek gruplarının cihaz erişimi de pek çok sektörün gelişimi açısından öncelikli noktalardandır. Nüfustaki teknolojik ürün yoğunluğu, enflasyon ve zayıf lira gibi ayrıştırıcı sebeplere rağmen yüksek seviyelerde seyretmektedir. Aztek Teknoloji'yi i) pazar içerisindeki büyüme payı ii) güçlü iş modeli iii) e-ticaret kanallarında sahip olunan fırsat avantajı iv) müşteri hizmetleri ile satış sonrası hizmetlerinin güven vermesi v) sektörde bulunan yurt içi ve yurt dışı benzerlere kıyasla cazip marjlara sahip olması sebebiyle beğeniyoruz.

- **Global teknoloji tedarikçilerinin de bulunduğu 40'ın üzerinde marka ile elektronik erişilebilirliği artırma hedefi.** Aztek Teknoloji, tüketici elektroniği ürünlerinin tedarik ve satış distribütörlüğünü gerçekleştirmektedir. Marka ve ürün özelinde satış sonrası bakım hizmetlerini de veren Aztek Teknoloji, üst düzey teknolojik ses sistemleri gibi ürünlerin de satışını gerçekleştirmektedir. Aztek'in yüksek ve istikrarlı karlılığını destekleyen ana unsurlardan biri, diğer distribütörlerden farklı olarak, "marka temsilciliği ve konumlandırması" da yapmasıdır.
- **B2B pazaryerleri elektronik ticarete yön veriyor.** Küresel elektronik tüketiminin pandemi ile e-ticaret kanallarına yönelmesi, ürün karşılaştırabilme kabiliyeti, hızlı alışveriş kolaylığı ve toplu alımlara zemin oluşturabilmesi ile ön plana çıkmaktadır. Bu sebeple tüketici elektronik ürünlerin e-ticaret içerisindeki payı %22'ye ulaşmıştır. Organize perakende ve e-ticaret kanallarının Aztek Teknoloji 2021 hasılatı içerisinde toplam %81 paya sahip olmasını Şirket'in tüketim yoğunluğunun bulunduğu alanlarda faaliyet göstermesi nedeniyle olumlu değerlendiriyoruz.
- **Çoklu satış kanalları ve organizasyon yapısı ile ön planda.** Şirket faaliyetleri yalnız bünyesindeki mağazaları değil, e-ticaret, organize perakende mağazaları, HiFi ve kurumsal bayiler, telekom operatörleri gibi kanalları da kapsamaktadır. 2021 yılında satış gelirleri arasında %72 ile en fazla paya sahip satış kanalı organize perakende mağazaları olmuştur. 2019-2021 yılları arasında %148 yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) ile en fazla büyüme e-ticaret kanalında gerçekleşmiştir.

- **Satış sonrası hizmetler ile güven verici konumda.** Aztek Teknoloji, ulusal çapta yetkili servis ağı noktaları, müşterilerin bilgi işlem altyapısı ile entegrasyonu ve bünyesinde bulunan Next4Biz müşteri hizmetleri takip programı ile gelen çağrılarının %93'üne anında yanıt verebilmektedir. Şirket'in tedarik ve satış dışında çoğu ürünün satış sonrası hizmetlerini de sağlamasını, tüketici güveni ve bilinirlik çerçevesinden olumlu değerlendiriyoruz.
- **Dış pazarlar gelecek vadeliyor.** Rusya'da distribütörlüğünü sürdürmekte olan Şirket'in faaliyetleri; Belarus, Kazakistan, Ermenistan ve Kırgızistan bölgelerini de kapsamaktadır. Aztek Teknoloji'nin ilişkili şirketlerinden olan Solgar Vitamin Rusya pazarında 12 yıllık distribütörlük tecrübesine sahiptir. Ayrıca, uzun dönemli global marka iş birlikleri ile de gelecek dönemlerde Şirketin e-ticaret kanallarını kullanarak pazar büyümesi gerçekleştirmesini ulaşılabilir buluyoruz.
- **Bilgi işlem altyapısı ile sürdürülebilir iş modeli.** Bulut tabanlı altyapı ve sunucular yardımıyla sürdürülebilir, esnek ve kolay entegre edilebilir bir bilgi işlem organizasyonu sunan Şirket, kullandığı ERP programı ile de stok, sevkiyat, iade ve tedarik süreçlerini kurulu iş modeli çerçevesinde sürdürmektedir.
- **Çayırova'da 2,300 m2 depo ile hızlı işleyen stok yönetimi sistemi.** Aztek Teknoloji, lojistik ekibiyle tedarik ve stok süreçlerinde hızlı ve güvenilir işleyen bir iş modeli kurmuştur. Günde ortalama 8,200 adet ürün sevkiyatı gerçekleşen sistemde mal kabul süreçlerinin birçok aşamasında otomasyon sistemlerinden faydalanılmaktadır.
- **Cazip marjlar sayesinde pazarın yeni gözdesi olabilir.** Şirket, 2021 sonu itibarıyla %12,2 FAVÖK marjına ve %8,2 Net Kâr marjına sahiptir. Aztek, sektördeki lojistik ağırlıklı faaliyet gösteren klasik distribütörlere oranla yüksek FAVÖK ve Net Kar marjları ile çalışmaktadır.

Özet Finansallar (milyon TL)	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Satışlar	391	749	1,082	1,874	2,530	3,138
FAVÖK	59	107	132	225	302	376
Net Kar	40	77	89	169	240	314
FAVÖK Marjı	15.2%	14.3%	12.2%	12.0%	11.9%	12.0%
Net Kar Marjı	10.2%	10.3%	8.2%	9.0%	9.5%	10.0%
Satış Büyümesi		91.7%	44.5%	73.3%	35.0%	24.0%
FAVÖK Büyümesi		80.4%	23.7%	69.8%	34.2%	24.5%
Net Kar Büyümesi		93.1%	15.4%	90.3%	42.5%	30.6%

Kaynak: Şirket, Deniz Yatırım Araştırma

İçindekiler

Değerleme	4
Detay Bakış	6
Sektöre Bakış	10
Finansal Analiz	14
Mali Tablolar	16
Feragatname	17

Değerleme Yöntemi

- Aztek Teknoloji için hedef piyasa değerine ulaşırken, yurt dışı benzer şirket karşılaştırması ve İNA yöntemlerini kullandık. İNA yöntemine göre 1,106 milyon TL Benzer Şirket Karşılaştırmasına göre 1,276 milyon TL değerine ulaştık. Her iki yöntemi de %50 eşit ağırlıklarda kullanarak 1,191 milyon TL hedef şirket değerine ulaştık. Benzer şirket karşılaştırmasında 2022 ve 2023 yılları için tahmini Firma Değeri/FAVÖK çarpanları baz alınmıştır. **Hedef fiyatımız 14.90 TL seviyesinde olup, %37 getiri potansiyeline işaret ediyor.**

Değerleme Özeti			
	Şirket Değeri (TL mn)	Ağırlık	Değer
İNA	1,106	50%	553
Benzer Şirket Karşılaştırması	1,276	50%	638
Hedef Şirket Değeri			1,191
Hisse Adedi			80
Hisse Fiyatı			10.90
Hedef Fiyat			14.90
Yükseliş Potansiyeli			37%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

İNA Yöntemi (mn TL)

- İNA Değerlememizde ise; (i) *risksiz getiri oranını %20,0* (ii) *piyasa risk primini %5,5* (iii) *şirket betasını 1,0* (iv) *sektörün büyüme dinamiklerini ve enflasyon beklentisini de dikkate alarak devam eden büyüme oranını %6,0* olarak kullandık. İndirgeme faktörü olarak kullanılan ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini 10 yıllık tahmin döneminde ortalama %21,4 olarak değerlendirdik.

AZTEK (mn TL)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Net Satışlar	1,874	2,530	3,138	3,671	4,185	4,771	5,439	6,200	7,069	8,058
FVÖK	219	294	366	430	493	564	646	739	846	969
Vergi Gideri (-)	50	59	73	86	99	113	129	148	169	194
FAVÖK	225	302	376	441	505	578	661	757	866	991
Yatırım Harcamaları (-)	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
İşletme Sermayesinde Değişim (-)	168	187	174	152	147	167	191	217	248	283
Serbest Nakit Akış	4	51	123	197	253	290	332	382	438	502
İndirgenmiş Nakit Akım	3	39	78	102	108	102	96	91	86	81

Devam Eden Değer (mn TL)	3,459
Büyüme Oranı	6.0%
İndirgenmiş Devam Eden Değer (mn TL)	559
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımı (mn TL)	786
Firma Değeri (mn TL)	1,345
Net Borç (mn TL) (-)	239
Azınlık Payı (mn TL) (-)	0
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar	0
Piyasa Değeri (mn TL)	1,106
Hisse Adedi (mln)	80
Hedef Fiyat (TL)	13.82

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Risksiz Getiri Oranı	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Risk Primi	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Özkaynak Maliyeti	25.5%	25.5%	25.5%	25.5%	25.5%	25.5%	25.5%	25.5%	25.5%	25.5%
Beta	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Borçlanma Ağırlığı	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%
Sermaye Ağırlığı	48%	48%	48%	48%	48%	48%	48%	48%	48%	48%
Borçlanma Maliyeti	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
Vergi oranı	23.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	16.9%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	21.0%	21.4%	21.4%	21.4%	21.4%	21.4%	21.4%	21.4%	21.4%	21.4%
İskonto Faktörü	1.1	1.3	1.6	1.9	2.3	2.8	3.5	4.2	5.1	6.2

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Benzer Şirket Karşılaştırması

- Benzer şirket karşılaştırmasında 8 ayrı firmaya yer verilmiştir. Bu firmalar, benzer özelliklere sahip distribütör firmalar arasından seçilmiştir.
- Yurt içinde marka ve ürün konumlandırması bakımından Şirket'e benzer halka açık şirket bulunmazken, yurt dışından benzer şirketler incelenmiştir. Şirketlerin bulunduğu bölgeler; Amerika, Hong Kong, İtalya, İsveç ve Fas'tır. Aztek Teknoloji yurt dışı benzer şirketlere kıyasla 2022 yılı tahminlerimize göre F/K, FD/FAVÖK ve FD/Satışlar çarpanları için sırasıyla %37, %31 ve %38 iskonto ile halka arz edilmektedir.

Şirket İsmi	Ülke	Piyasa Değeri (USD mn)	FAVÖK Marjı (son 4 çeyrek)	FD/FAVÖK		F/K		FD/Satışlar	
				2022T	2023T	2022T	2023T	2022T	2023T
ARROW ELECTRONIC	ABD	7,626	5.6%	4.9	5.7	5.6	6.3	0.3	0.3
AVNET INC	ABD	4,262	4.1%	5.2	5.1	6.8	6.7	0.2	0.2
INSIGHT ENTERPRI	ABD	3,086	4.0%	8.6	7.8	11.4	10.4	0.4	0.3
VSTEC HOLDINGS	HONG KONG	1,179	2.3%	5.8	5.7	6.0	5.5	0.1	0.1
PC CONNECTION	ABD	1,178	4.2%	9.2	8.8	14.4	13.6	0.4	0.4
ESPRINET SPA	İTALYA	400	1.8%	4.7	3.9	6.7	5.3	0.1	0.1
DISTIT AB	İSVEÇ	75	3.7%	9.3	5.8	9.6	6.1	0.4	0.4
DISWAY	FAS	150	9.7%	9.0	8.3	15.5	14.4	0.7	0.7
Medyan			4.1%	7.2	5.8	8.2	6.5	0.3	0.3
AZTEK	Türkiye	872	13.1%	4.9	3.7	5.2	3.6	0.2	0.2
Prim/(İskonto)				-31%	-36%	-37%	-44%	-38%	-45%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Potansiyel Riskler

- Yerel pazarda yüksek marjları ile ön plana çıkan Aztek Teknoloji için öngördüğümüz potansiyel riskler; **(i) yeni pazar oyuncuları (ii) distribütörlüğü yapılan büyük markaların sözleşmelerini sonlandırması (iii) ürün gamında kâr marjı düşük markaların artması (iv) makroekonomik riskler**

Detay Bakış

- Aztek Teknoloji, 1 Ekim 1996 tarihinde, Hasan Ütebay ve Hüseyin Ütebay tarafından Raksotek Müzik Market mağaza zincirinin bir bayisi olarak kurulmuş olup, İstanbul-Avcılar’da başlayan mağazacılık faaliyetlerini geliştirerek “müzik, kitap ve cafe” konseptine çevirmiştir.** Aztek Teknoloji, müzik market mağazacılığını geliştirmek için, bu mağazalarda satılabilecek ilişkili ürünler arayışına girmiştir. Bu arayışlar neticesinde birçok firma ve markayla anlaşarak, kendi mağazalarında satışın yanı sıra, dönemin organize perakende mağazacılık markaları Raksotek Müzik Market ve D&R Music Book Store gibi kanalları da bünyesine eklemiştir. Şirket, dağıtım kanallarının genişlemesi ile ürün yelpazesine kulaklık, müzik sistemlerinde kullanılan kablolar ve CD çantaları gibi aksesuar grubunu da eklemiştir.
- Türkiye’de telekom ve tüketici elektroniği ürünleri distribütörlüğü sektöründe faaliyet gösteren Aztek Teknoloji, yerli ve yabancı tedarikçilerin ürünlerini Türkiye’de satış noktalarına ve nihai tüketicilere ulaşmasını sağlamaktadır.** Şirket’in mevcut faaliyetleri göz önünde bulundurulduğunda ana iş kolu aksesuarlar ve bağlı cihazlar olan teknolojik bir kaynaktan ses, görüntü veya bilgiye ulaşmayı sağlayan kablolu/kablosuz kulaklık, hoparlör, ses görüntü 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 (business to business) ve B2C (business to customer) satışı ve dağıtımınıdır.
- Aksesuar ve donanım harici ürünlerin yanı sıra ‘High End’ (yüksek kaliteli ürün) olarak tanımlanan üst düzey teknolojik ses sistemleri, TV’ler ayrıca belli bir markanın ürününe özel olmak üzere klavye, dijital kalem gibi aksesuarların satış ve dağıtımında da faaliyet göstermektedir.** Küresel anlamda bilinirliği yüksek markaların tedarikçiliğini yapan Şirket, ürünlerinin satışını Türkiye’de çeşitli satış kanallarını kullanarak, ağırlıklı olarak da organize perakende satış kanalı aracılığıyla sağlamaktadır. Şirket, ürün tedarikinden stok yönetimine, marka yönetiminden satış sonrası hizmet ve teknik servis desteğine kadar geniş bir yelpazede faaliyet göstererek tedarikçilerin ve müşterilerin ihtiyaçlarını karşılamaktadır.
- Aztek Teknoloji’nin Türkiye’de ve küresel bazda faaliyetleri açısından benzerliği bulunan şirketlerle karşılaştırıldığı tablolar detayları ile aşağıda yer almaktadır. Türkiye’de faaliyet gösteren benzer şirketler ile karşılaştırıldığında Aztek Teknoloji’nin FAVÖK marjı, net kâr marjı ve özkaynak karlılık oranlarında diğer şirketlerden daha yüksek seviyede olduğu ortaya çıkmaktadır.** Aşağıdaki tabloda Aztek Teknoloji’nin son 2 senedeki sonuçlarının diğer şirketler ile karşılaştırması sunulmaktadır.

	FAVÖK Marjı		Net Kar Marjı		Özkaynak Karlılık Oranı		Aktif Karlılık Oranı		Net Borç / FAVÖK
	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2021
Türkiye Benzer Şirketler Ortalaması*	%4,8	%5,0	%2,9	%6,3	%17,0	%18,1	%6,0	%7,1	3,04x
Küresel Benzer Şirketler Ortalaması**	%2,8	%3,3	%1,5	%2,0	%12,9	%17,3	%4,0	%5,3	1,76x
Aztek Teknoloji	14.3%	12.2%	10.3%	8.2%	%48,2	%41,1	%19,3	%15,9	1,14x

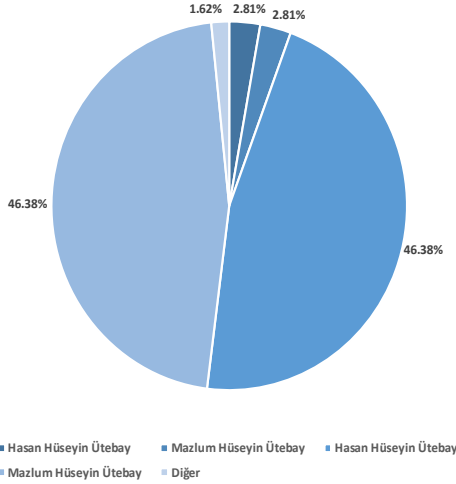
*Türkiye Benzer Şirketler: Arena Bilgisayar, İndeks Bilgisayar, Armada Bilgisayar, Datagate Bilgisayar, Despec Bilgisayar, Penta Teknoloji ve E-Data.

**Küresel Benzer Şirketler: Arrow (ABD), Insight Enterprises (ABD), Avnet (ABD), Vstecs Holdings (Hong Kong), Redington (Hindistan), Esprinet (İtalya), Edom Tech (Tayvan), Changhong Jiahua (Hong Kong), ASBISc (Polonya), AB SA (Polonya), Disway (Fas), Vstecs Berhad (Malezya), Also Holding (İsveç), Dicker Data (Avustralya), Midwich Group (Birleşik Krallık), Distit Ab (İsveç), Pc Connection (ABD)

Ortaklık Yapısı

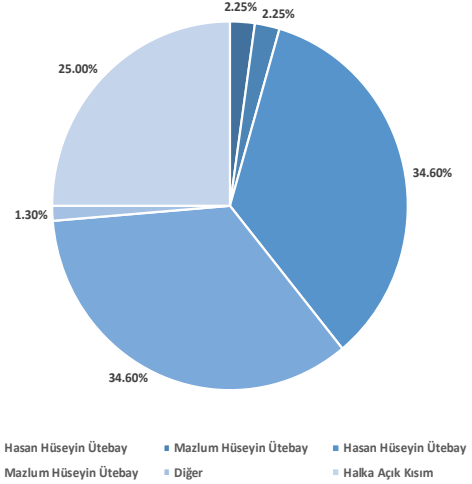
- Şirket'in sermayesi 80 milyon TL, kayıtlı sermaye tavanı ise 200 milyon TL düzeyindedir. Ortaklık yapısına bakıldığında; Hüseyin Ütebay ve Hasan Ütebay mevcutta %49,19 eşit oranda paya sahip olup halka arz sonrası 25 milyon TL, yani, %25'lik payın halka açılmasıyla, Hüseyin Ütebay ve Hasan Ütebay'ın paylarının %36,85 seviyesine inmesi planlanmaktadır.

Halka Arz Öncesi (Sermaye 80 Milyon TL)



Kaynak: Şirket, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Halka Arz Sonrası (Sermaye 100 milyon TL)



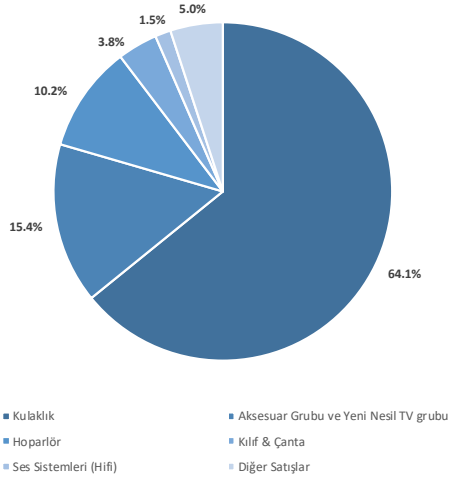
Kaynak: Şirket, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Faaliyetler Hakkında

- Aztek Teknoloji, satış gelirlerini 5 ana ürün grubundan sağlamakta olup bu gruplar; kulaklık, Apple aksesuar grubu ve Apple TV, hoparlör, kılıf ve çanta, ses sistemleri ve bunların yanı sıra diğer olarak gruplandırılmış ürünlerden oluşmaktadır. Diğer grubundaki ürünler; kablo, adaptör, Samsung üst segment televizyon grubu ve diğer aksesuarlardan oluşmaktadır. Apple, Zound, Thule, JBL, Harman-Kardon, Marshall ve Hama gibi teknoloji ve teknolojik aksesuar firmalarının telekom ve tüketici elektroniği aksesuarları markalarına ait ürünlerin Türkiye genelinde dağıtım ve pazarlama faaliyetlerini yürütmektedir. Şirket, Türkiye'de 2021 yılında, 10 tedarikçisinin 19 değişik markasının distribütörlüğünü (2022 yılının ilk 3 ayında 16 tedarikçinin 32 değişik markasının distribütörlüğü) ve çeşitli markaların arazi satışlarıyla birlikte toplam 40'ın üstünde markanın da ürünlerinin satışını yapmıştır.
- Şirket'in markalarını ve ürün gamlarını özetleyen bir tablo aşağıda yer almakta olup, tablo altına ise özet hasılat kırılım detayı eklenmiştir. Bu detay ile ürün gamlarının cirodaki paylarına dikkat çekilmektedir.

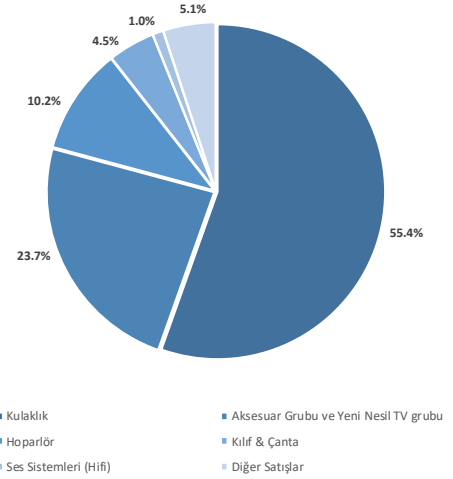
Markalar ve Ürünler					
Kulaklık	Apple Aksesuar Grubu ve Apple TV	Hoparlör	Kılıf ve Çanta	Ses Sistemleri	Diğer *

Hasılat Kırılımı (2020)



Kaynak: Şirket, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Hasılat Kırılımı (2021)



Kaynak: Şirket, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma





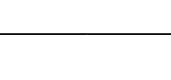
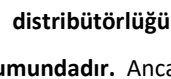
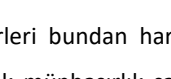




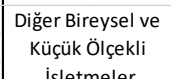




- **Şirket'in ana ürün gruplarıyla ilgili bazı detay bilgiler aşağıda paylaşılmıştır.**
- **Kulaklık:** Şirket'in bu ürün grubunda Apple, JBL, Marshall, Urbanears, Beats ve Harman-Kardon markalarına ait kablolu ve kablosuz (bluetooth/wireless) kulaklıklar yer almaktadır. Bu grupta 1.000 SKU üzeri ürün bulunmaktadır. GFK raporlarına göre, 2020 yılında bu kategoride Şirket'in distribütörlüğünü yaptığı markalar ciroda en yüksek pazar payına sahip markalar arasında yer almaktadır. GFK raporlarında Şirket'in distribütörlüğünü yaptığı markaların 2019'da %57,3 olan pazar payı 2021 yılında %54,5'e düşmüştür. Ancak, GFK'nın bu verilerine Apple marka kulaklıkların doğrudan Apple tarafından yapılan, Şirket'e ait olmayan satış cirosu da dahildir.
- **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. 2020 yılında Şirket'in hoparlör ürünlerinin büyük çoğunluğunu bluetooth hoparlör ürünleri oluşturmaktadır. GFK raporlarına göre, 2021 yılında bluetooth hoparlör kategorisinde Şirket'in distribütörlüğünü yaptığı markalar ciroda en yüksek pazar payına sahip markalar arasında yer almaktadır. Şirket'in distribütör olduğu markaların 2019 yılında %60,8 olan pazar payı 2021 yıl sonunda %63,1'e çıkmıştır.
- **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.
- **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 için sırasıyla %4,8 ve %3,8 ve %4,5'tir.
- **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 yer almaktadır. Şirket ayrıca Kimber Kable (ses kabloları) ve Vogel's (askı aparatları) markalarına ait ürünleri de satmaktadır.
- **Aztek Teknoloji, tedarikçilerinden temin ettiği ürünlerin satışını organize perakende, e-ticaret, HiFi ve kurumsal bayiiler, telekom operatörleri ile Aztek Teknoloji'nin doğrudan satışları da dahil olmak üzere 5 ana satış kanalı ile sağlamaktadır. Çoklu satış kanalları ile satış yapmanın şirkete sağladığı avantajlar ve satış kanalları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.**

Çoklu satış kanalı ile dağıtım çeşitliliği ve her satış kanalında güçlü büyüme kaydedilmiştir.

Değişen piyasa koşulları veya müşteri eğilimlerinden bağımsız satış kanallarına hakimiyet sağlanmıştır.

81 ilde 2,500 üzerinde satış noktasına erişim (31 Aralık 2021 itibarıyla) sağlanmıştır.

72 ilde yaklaşık 750 satış noktasında doğrudan kendi personeli ile saha hizmeti (31 Aralık 2021 itibarıyla) verilmiştir.

Satış Kanalları				
Organize Perakende	E-Ticaret	HİFİ ve Kurumsal Bayiler	Telekom Operatörleri	Aztek Teknoloji Doğrudan Satışlar
      	 	    <p>Diğer Bireysel ve Küçük Ölçekli İşletmeler</p>	   <p>Brightstar, KVK, Genpa, Mobitel vb. yetkili ürün sağlayıcılarıyla</p>	 <p>Mağaza</p> <p>Web Sayfası üzerinden çevrimiçi</p> <p>E-ticaret siteleri çevrimiçi pazaryeri</p>

- **Aztek Teknoloji, distribütörlüğünü yaptığı tüm markaların belirlenen ürün gamlarında fiili olarak Türkiye’deki tek distribütörü konumundadır.** Ancak, Apple Aksesuar Grubu ürünlerinde ise Apple’ın dağıtımına açık kanal olarak tanımladığı telekom operatörleri bundan hariç olup Case Logic Distribütörlük Sözleşmesi ve Elae Tek Satıcılık Sözleşmesi de Şirket’e sözleşmesel olarak münhasırlık sağlamamaktadır. Distribütörlüğünü yaptığı markaların neredeyse tamamı için teknik servis, çağrı merkezi desteği gibi satış sonrası hizmetlerini de sağlamakta olup, bu hizmeti vermediği markalar yalnızca Apple, Samsung ve Elae ile sınırlı kalmaktadır.
- **Şirket’i cazip kılan etmenlerden biri olan Aztek Teknoloji’nin teknoloji katma değerli iş modeli, marka ve ürünlere ilişkin verdiği hizmetlerin tedarikten başlayıp ürünlerin nihai tüketiciye ulaşmasına ve sonrasında da müşteri hizmetleri ve servisinin sağlanarak müşterinin satışın her aşamasında desteklenmesine imkân vermektedir.** Müşteriler böylelikle ithal ürünler için Türkiye pazarında çeşitli hizmet sağlayıcıları ile muhatap olmadan tek şirket ile muhatap olabilmektedir. İthalatını kendisinin yaptığı telekom ve tüketici elektroniği aksesuarları ürünlerinin pazarlama, satış ve fiyatlandırma stratejilerini de takip edip bizzat oluşturmaktadır. Bu kapsamlı hizmetleri sağlaması ile müşteriler için olduğu kadar tedarikçiler açısından da cazip hale gelen Şirket, bu vesileyle marka ve ürünün yönetimini etkinleştirmektedir.

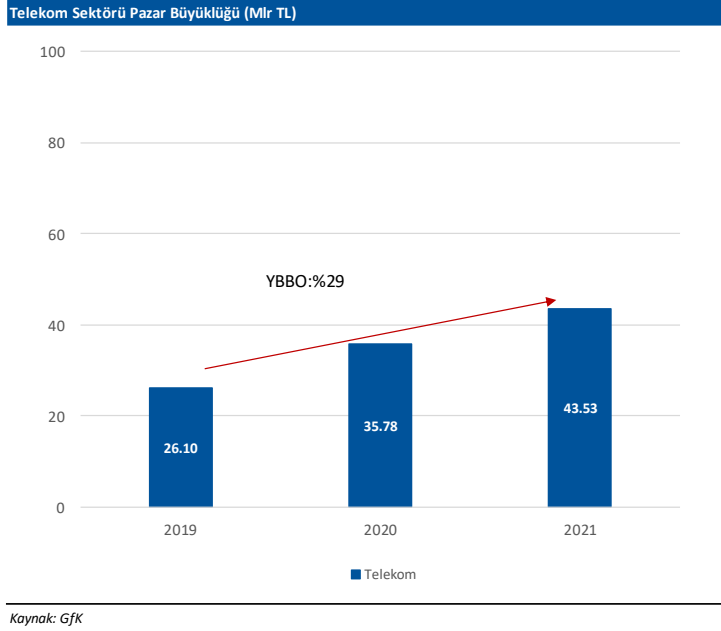


Sektöre Bakış

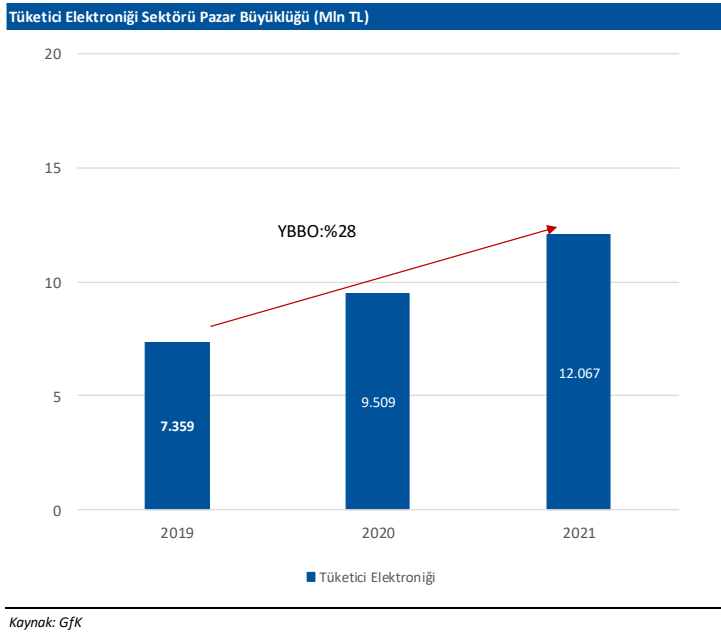
- Aztek Teknoloji, Türkiye teknoloji ve tüketici elektroniği aksesuar pazarında uluslararası lider markaların distribütörü olarak faaliyetlerini sürdürmektedir. Pazarda yer alan distribütörler, yerli ve ithal ürünlerin tüketicilere ulaşmasında kilit rol oynamaktadır.

Telekom ve Tüketici Elektroniği Pazar Bilgisi

- GFK verilerine göre kulaklık kategorisi “Telekom” sektöründe yer alırken, hoparlör kategorisi “Tüketici Elektroniği” sektöründe yer almaktadır. 2021 yılında kulaklık kategorisi Şirket’in satışlarının %55,4’ünü oluştururken, hoparlör kategorisi satışlarının %10,2’sini oluşturmaktadır.
- Telekom sektörü akıllı ve mobil cep telefonları, kulaklıklar ve giyilebilir cihazlar olmak üzere 3 ana kategoriye ayrılmaktadır. 2021 yılında toplam telekom sektör pazarının %93,2’sini akıllı ve mobil telefon pazarı, %3,6’i stereo ve mono çeşitleri içeren kulaklık alt kategorisi ve %3,1’i de giyilebilir cihazlar kategorisi oluşturmaktadır. GFK verileri incelendiğinde, Türkiye telekom sektörü, 2019 yılında 26,1 milyar TL’den 2020 yılında 35,8 milyar TL büyüklüğe ulaşmış ve 2021 yılında %21,6 büyümeye ile 43,5 milyar TL’ye ulaşmıştır.

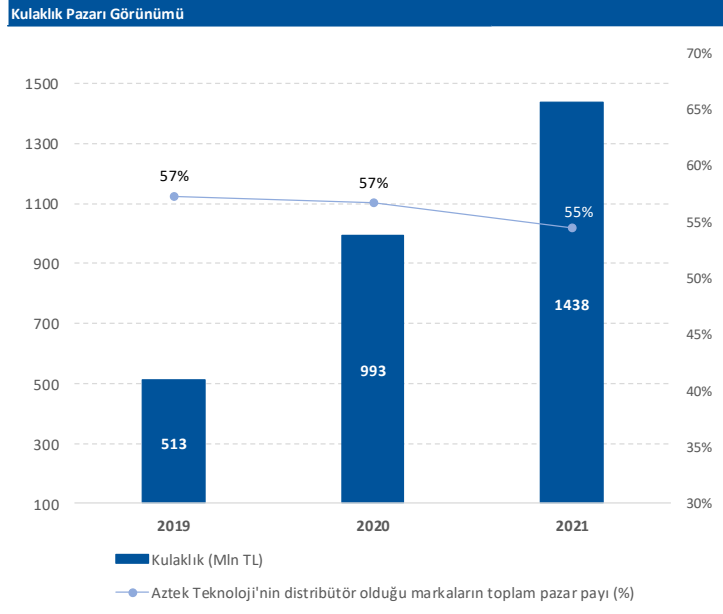


- Türkiye Tüketici Elektronik sektörü GfK raporuna göre 11 ana kategoriye ayrılmaktadır. 2021 yılında, toplam sektörün %92,9'sı TV pazarı, %2,6'u oyun konsolu, %1,5'i bluetooth ve bilgisayar hoparlörü, %0,7'si hafıza kartı, %0,9'u yüksek sesli hoparlör ve %0,4'ü dijital kamera alt kategorilerinden oluşmaktadır. Toplam tüketici elektronik pazarının 2021 yılında geriye kalan %1'i USB bellek, ev ses sistemleri, kamera kayıt cihazları, mikrofonsuz kulaklıklar ve video oynatıcı/kaydedici alt kategorilerinden oluşmaktadır. GfK verileri incelendiğinde, Türkiye tüketici elektronik sektörü ise 2019 yılında 7,4 milyar TL, 2020'de %29,2 büyüme ile 9,5 milyar TL'ye ve 2021'de ise %26,9 büyüme ile 12,1 milyar TL'ye ulaşmıştır.



Kulaklık Pazar Bilgisi

- GFK raporu kulaklık ürünleri pazar büyüklüğü verilerine sadece stereo ve mikrofon içeren kulaklıklar dahil edilmiş olup, pazar, 2019 yılında 513 milyon TL büyüklüğe sahipken, 2020 yılında %93,6 büyümeye ile 993 milyon TL seviyesine yükselmiş ve 2021 yılında %44,8 büyümeye ile 1.438 TL seviyesine ulaşmıştır. Kulaklık ürün pazarı 2019'da 2021'e dek %67,4 YBBO ile artmıştır.

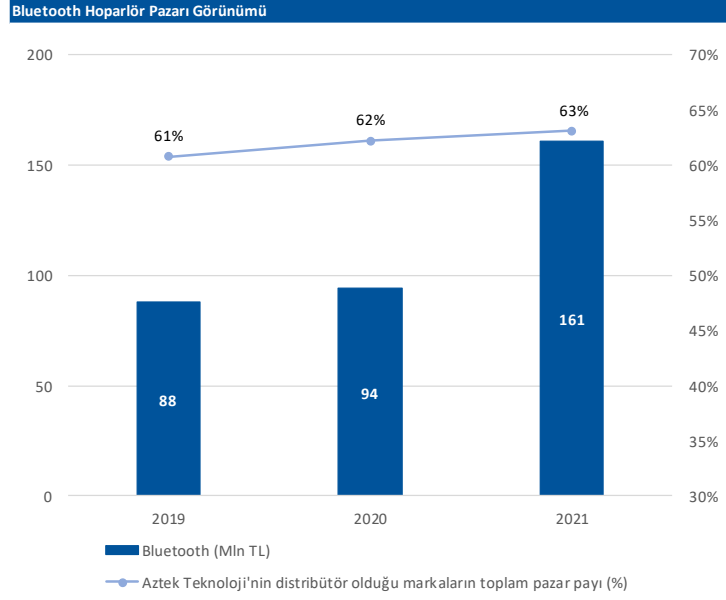


Kaynak: GfK

- Şirket'in distribütör olduğu markaların 2019'da %57,3 olan pazar payı 2021 yılında %54,5'e düşmüştür. GfK pazar payı hesaplamasında, Şirket'in distribütörlüğünü gerçekleştirdiği kulaklık markalarından Apple, Beats, JBL, Harman-Kardon, Marshall ve Urbanears markalarının Aztek Teknoloji ve tedarikçilerinden Apple'ın Türkiye'deki doğrudan yaptığı satışlarla beraber toplam satışları dikkate alınmıştır.
- Piyasadaki diğer kulaklık ürünleri Samsung, Sony, Mi, TTec, Huawei gibi küresel markaların ürünlerini ve zaman zaman piyasaya giren markasız veya devamlılığı olmayan ürünleri içermektedir. Diğer uluslararası markaların tedarikçileri ürünlerini genellikle başka distribütörler aracılığı ile Türkiye pazarında faaliyet göstererek dağıtmaktadırlar.

Bluetooth Hoparlör Pazar Bilgisi

- GfK verilerine göre bluetooth hoparlör ürünleri pazarı, bilgisayar hoparlörü dahil edilmeyerek tanımlanmış ve buna göre pazar büyüklüğü ile pazar payı bilgileri belirtilmiştir. GfK verilerine göre 2020 yılsonu itibarıyla Türkiye bluetooth hoparlör ürünü pazar büyüklüğü 94 milyon TL seviyesindedir. Bu kategorinin 2020 sonu pazar büyüklüğü 94 milyon TL olurken, 2021 yılında %58 oranında büyüyerek 161 milyon TL'ye ulaşmıştır. Bluetooth hoparlör ürünleri pazarı 2019-2021 yılları arasında %35,3 YBBO ile artmıştır.

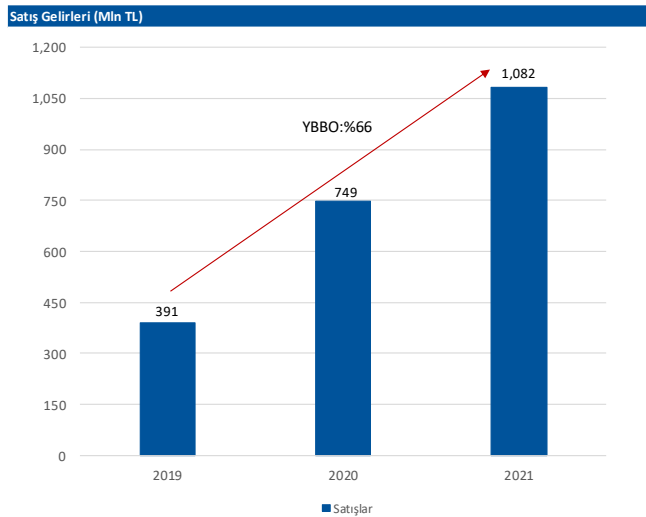


- GfK tarafından verilen pazar payı hesaplamasında, Şirket'in distribütörlüğünü gerçekleştirdiği bluetooth hoparlör markalarından JBL, Harman-Kardon, Beats ve Marshall markalarının Türkiye'deki toplam satışları dikkate alınmıştır. Şirket'in distribütör olduğu markaların 2019 yılında %60,8 olan pazar payı 2021 yıl sonunda %63,1'e yükselmiştir.
- Piyasadaki diğer hoparlör ürünleri Ultimate Ears, Sony, Soundcore ve Philips gibi küresel markaların ürünlerini ve zaman zaman piyasaya giren markasız veya devamlılığı olmayan ürünleri içermektedir. Diğer uluslararası markaların tedarikçileri ürünlerini genellikle başka distribütörler aracılığı ile Türkiye pazarında faaliyet göstererek dağıtmaktadırlar.

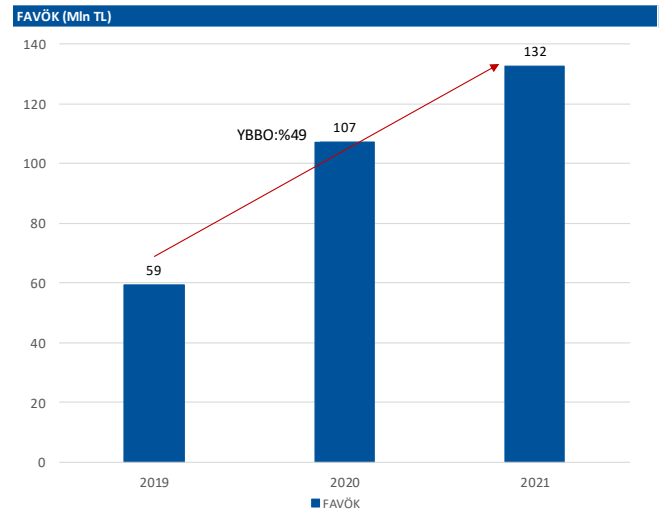
Finansal Analiz

Satışlar ve FAVÖK

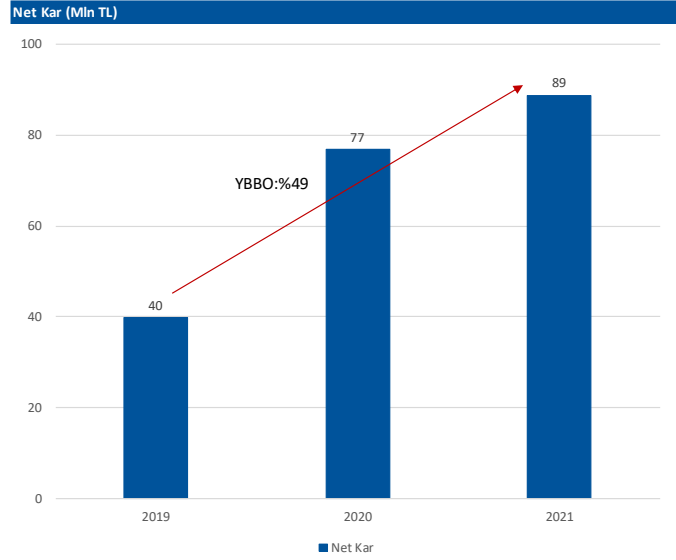
- **Şirket'in satış gelirleri mobil teknoloji pazarındaki güçlü büyümenin etkisiyle 2019'dan 2021 yılına %66,4 YBBO oranında büyüme göstererek 1,082 milyon TL düzeyine yükselmiştir.** Segment bazında bakıldığında özellikle kulaklık ve Apple aksesuar grubu ürünlerde gerçekleşen satış hacmi artışı büyümeyi desteklemiştir. 2021 hasılatının %55'ini oluşturan kulaklık ürün grubu hasılatı 2019 – 2021 yılları arasında %65 YBBO ile artmıştır. 2021 hasılatının %24'ünü oluşturan Apple aksesuar grubu ve Apple TV ürün grubu hasılatı 2019 – 2021 yılları arasında %100 YBBO artış kaydetmiştir. Toplam satış gelirleri ise 2019-2021 arasında %66 yıllık bileşik büyüme oranı ile artmıştır.
- **Şirket hasılatının tamamına yakını Türkiye'deki faaliyetlerden oluşmaktadır.** 2021 hasılatının %72'si organize perakende kanalı, %9'unu ise e-ticaret satış kanalı oluşturmaktadır. 2019-2021 yılları arasında organize perakende kanalı hasılatı %64 YBBO ve e-ticaret satış kanalı %148 YBBO artış kaydetmiştir.
- Operasyonel karlılığa baktığımızda, satışlardaki artışa karşılık marka ve ürün dağılımındaki değişimler brüt kar marjında düşüş yaratmıştır. Daha düşük kar marjına sahip olan Apple markalı ürünlerin satışının artması spesifik olarak marj düşüşünde etkili olmuştur. 2019'da %19,0 düzeyinde olan brüt kâr marjı 2020 yılında %16,5, 2021 yılında ise %15,0 düzeyine gerilemiştir (toplam 4,0 puan). Bununla birlikte etkin maliyet kontrolü sonucunda faaliyet giderleri satışlara oranı bu dönemde azaltılmış, dolayısıyla FAVÖK marjında daha sınırlı bir azalış görülmüştür. FAVÖK marjı 2019 yılında %15,2 iken 2020 yılında %14,3 ve 2021 yılında %12,2 seviyesinde gerçekleşerek toplam 3,0 puan azalmıştır. FAVÖK 2019-2021 döneminde yıllık bileşik %49 artışla 132 milyon TL düzeyine ulaşmıştır.
- **Yatırım faaliyetlerinden gelirler 2019 ve 2020 yıllarında 1,6 milyon TL ve 1,4 milyon TL seviyelerinde seyretmiştir.** 2021 yılında ise 7,4 milyon TL seviyesine yükselmiştir. Öte yandan finansman giderlerinin karlılık üzerinde önemli bir etki yaratmadığı görülmektedir. Şirket, katma değerli hizmetlerinin etkisiyle yüksek özkaynak karlılığını korumakta ve bu yönüyle sektördeki benzerlerinden olumlu yönde ayrılmaktadır. Özkaynak karlılık oranı 2021 yılı itibarıyla %41,1 düzeyindedir.



Kaynak: Şirket, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma



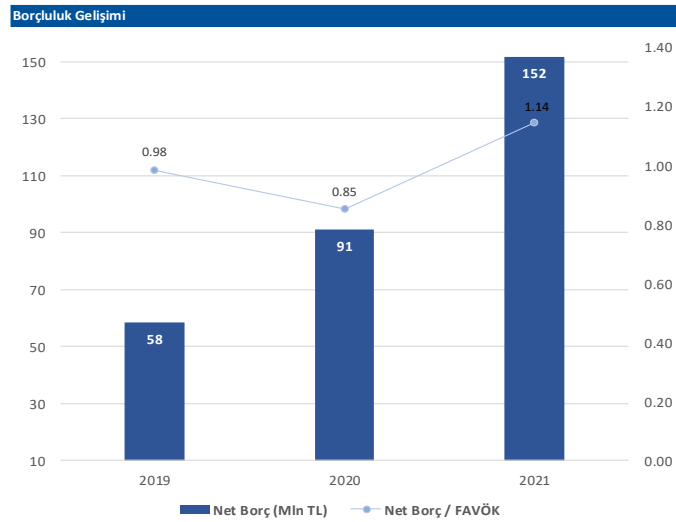
Kaynak: Şirket, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma



Kaynak: Şirket, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Borçluluk

- Büyüyen iş hacmi sonucunda artan işletme sermayesi ihtiyacına paralel olarak son iki yılda borçlanma ihtiyacı artmıştır.** 2019 sonu itibariyle 58 milyon TL olan net borç pozisyonu 2021 sonunda 152 milyon TL'ye yükselmiştir. Buna karşın borçluluk oranı olarak takip edilen net borç / FAVÖK oranı güçlü FAVÖK büyümesi sayesinde 2019 yılındaki 0,98x seviyesinden 2021 sonunda 1,14x seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirket'in 2022 yılı ilk çeyrek sonu itibariyle 239 milyon TL net borcu bulunurken, net borç/FAVÖK oranı 1,3x düzeyindedir.



Kaynak: Şirket, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Finansal Tablolar

Gelir Tablosu (mln TL)	2019	2020	2021
Satışlar	391	749	1,082
Satışların Maliyeti	-317	-625	-920
Brüt Kar	74	124	162
Operasyonel Giderler	-17	-19	-34
Esas Faaliyet Karı	57	105	132
Diğer Gelir/Gider	2	1	7
Finansman Gelir/Gideri Öncesi Faaliyet Karı	59	106	139
Net Finansman Gelir/Gider	-8	-8	-21
Vergi Öncesi Kar	51	99	118
Dönem Vergi Gideri	-11	-22	-29
Net Dönem Karı (Ana Ortaklık Payları)	40	77	89

Kaynak: Şirket

Bilanço (mln TL)	2019	2020	2021
Nakit ve Nakit Benzerleri	29	59	13
Ticari Alacaklar	135	226	334
Stoklar	29	92	169
Diğer Dönen Varlıklar	7	6	7
Dönen Varlıklar	199	383	522
Duran Varlıklar	13	16	35
Toplam Varlıklar	212	399	556

Kaynak: Şirket

Bilanço (mln TL)	2019	2020	2021
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	65	135	148
Ticari Borçlar	31	66	152
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	8	23	19
Kısa Vadeli Yükümlülükler	104	224	319
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	23	15	16
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	4	1	5
Uzun Vadeli Yükümlülükler	26	16	21
Toplam Yükümlülükler	130	239	341
Özkaynaklar	82	159	216
Toplam Kaynaklar	212	399	556

Kaynak: Şirket

Yasal Uyarı

Bu rapor/e-posta içerisinde yer alan değerlendirmeler Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda yer alan ifadeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve hiçbir şekilde alış veya satış yapılması yönünde yönlendirme olarak değerlendirilmemelidir. Deniz Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit etmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk okuyucuların kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Deniz Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Deniz Yatırım ve DenizBank Finansal Hizmetler Grubu çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bu rapor/e-posta içerisinde yer alan bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler sermaye piyasası aracına yönelik bir yatırım tavsiyesi, alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve yatırım danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Buradaki içeriğin hiçbir bölümü Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, hiçbir şekilde ve ortamda yayımlanamaz, alıntı yapılamaz ve kullanılamaz.

Derecelendirme

Deniz Yatırım Analistleri, her hisse senedi için bir veya birden fazla değerlendirme yöntemi kullanarak 12 aylık hedef değerler (fiyatlar) ve buna bağlı olarak potansiyel getirileri hesaplamaktadır. 12 ay derecelendirme sistemimiz; AL, TUT ve SAT olmak üzere 3 farklı genel yatırım tavsiyesi içerir.

AL: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **en az %20 ve üzerinde** oluşması şeklindeki değerlendirme ifade etmektedir.

TUT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0-20 aralığında** oluşması şeklindeki değerlendirme ifade etmektedir.

SAT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0'dan daha düşük** seviyelerde oluşması şeklindeki değerlendirme ifade etmektedir.

Derecelendirme	Potansiyel Getiri (PG), 12-ay
AL	≥%20
TUT	%0-20
SAT	≤%0

Kaynak: Deniz Yatırım

Deniz Yatırım Analistleri hisse senetlerini potansiyel katalizörler, tetikleyici gelişmeler, riskler ile piyasa, sektör ve rakip firma gelişmeleri ışığında değerlendirmektedir. Analistlerimiz genel yatırım tavsiyesinin kamuoyuyla paylaşılmasını takip eden süreçte hisse senetlerini titizlikle yakından takip etmeye devam etmekte; ancak, hisse senedi fiyatındaki dalgalanmalardan ötürü değerler, derecelendirme sistemimizdeki sınırları aştığı takdirde, analistlerimiz hisse senedi hakkında sundukları tavsiyeyi değiştirmemeyi ve/veya Gözden Geçirme (GG) sürecine almayı tercih edebilirler.