

ARZUM ELEKTRİK Lİ EV ALETLERİ SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN

Bu değerlendirme raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII-128.1 Pay Teblięi'nin 29. Maddesinin 2 fıkrası kapsamında Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. Bu raporda yer alan şirket verileri Fiyat Tespit Raporu'ndan sağlanmış olup, yatırımcılar halka arza ilişkin yatırım kararlarını KAP'ta yayınlanan İzahname'yi inceleyerek vermelidirler.

**14.12.2020**

Raporun sonunda çekince kısmı bulunmaktadır.

1) Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Temel Bilgiler	
İhraççı	Arzum Elektrikli Ev Aletleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Borsa Kodu	ARZUM
Halka Arz Yöntemi	Fiyat Aralığı İle Talep Toplama
Talep Toplama Tarihleri	17 - 18 Aralık 2020
Halka Arz Miktarı	13.306.475 TL Ortak Satışı
Pay Başına Hisse Fiyatı	15,50 – 17,00 TL
Halka Açıklık Oranı	41,31%
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	32.100.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	32.100.000 TL

Kaynak: KAP, Yapı Kredi Yatırım Fiyat Tespit Raporu

1.1. Ortaklık Yapısı

Ortağın Adı Soyadı	Son Olağan Genel Kurul Tarihi (10.07.2020)		Son Durum	
	TL	Sermaye Payı %	TL	Sermaye Payı %
SDA International	15.302.446	47,51	15.302.446	47,51
Talip Murat KOLBAŞI	3.449.692	10,71	3.449.692	10,71
Ali Osman KOLBAŞI	3.066.392	9,52	3.066.392	9,52
Yasemin Rezan KOLBAŞI	2.710.472	8,42	2.710.472	8,42
Zeynep Figen PEKER	2.710.472	8,42	2.710.472	8,42
Aliye KOLBAŞI	1.971.250	6,12	1.971.250	6,12
Oktay KOLBAŞI	1.259.411	3,91	1.259.411	3,91
Rengin YAĞAN	1.259.411	3,91	1.259.411	3,91
Murat ERKURT	209.135	0,65	209.135	0,65
Ahmet FARALYALI	201.550	0,63	201.550	0,63
Orhan AYANLAR	25.402	0,08	25.402	0,08
Cenk COŞKUNTÜRK	25.402	0,08	25.402	0,08
Halit Görkem OKTAY	18.965	0,06	18.965	0,06
TOPLAM	32.210.000	100,00	32.100.000	100,00

Kaynak: Yapı Kredi Yatırım Fiyat Tespit Raporu

2) Şirket Hakkında Özet Bilgiler

Şirket 1950'lerde Kazım KOLBAŞI, Kemal KOLBAŞI ve İbrahim KOLBAŞI tarafından kurulmuştur. 1966 yılında Arzum markası kullanılmaya başlanmıştır. Şirket, 1977 yılında Güney İthalat A.Ş. adıyla kurulmuş ve faaliyetlerini bu tüzel kişilik altında yürütmeye başlamıştır. 1993 yılında ise Şirket, Arzum ürünlerini pazarlamak amacıyla Arzum Dış Ticaret A.Ş.'yi kurmuştur.

2001 yılında ise sektörde üç yıl garanti uygulaması ilk kez Şirket tarafından gerçekleştirilmiştir. 2002 yılına gelindiğinde Şirket, ilk elektrikli cezveyi piyasaya sunmuştur. 2005 yılında farklı segmentlere ulaşmak amacıyla Şirket, Felix elektrikli ev aletlerini kurmuştur. 2007 yılında Şirket ünvan değişikliğine giderek Arzum Elektrikli Ev Aletleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. olarak tescil edilmiştir ve 2008 yılında Arzum Dış Ticaret A.Ş. ile Felix Elektrikli Ev Aletleri A.Ş. Şirket çatısı altında birleştirilmiştir. Aynı yıl, Dünya'nın önde gelen sermaye fonlarından Ashmore Group'un iştiraki Turkish Household Appliances BV ile ortaklık kurulmuştur. Ashmore Group 2008 ve 2009 yıllarında gerçekleştirdiği iki işlemle Şirket'in %49'luk hissesini satın almış ve Kolbaşı Ailesi ile ortak olmuştur. 2009 yılında ise Şirket'in Hong Kong'daki bağlı ortaklığı Arzum Asia Pacific Ltd., 2011 yılında ise Şirket'in Almanya'daki bağlı ortaklığı Arzum Europe GmbH kurulmuştur İlk yurtdışı mağazası Erbil'de açılmıştır. 2012 yılında Şirket ilk defa tahvil ihraç etmiştir. SDA International 2013 yılında Ashmore Group'un sahip olduğu %49'luk hisseyi satın almıştır ve Kolbaşı Ailesi'ne ortak olmuştur. 2014 yılında Arzum, "Arzum OKKA" markası altında ilk doğrudan fincana servis özellikli türk kahvesinin makinesi ile yeni bir segmentin oluşmasına öncülük etmiştir. Ducati markasıyla 2019 yılında global işbirliği yapılarak Ducati By Arzum markası kurulmuştur.

3) Değerleme Hakkında Özet Bilgiler

Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırladığı 27 Kasım 2020 tarihli Fiyat Tespit Raporu incelenmiştir. Rapor'da yer alan çalışmaların sonuçları aşağıdaki gibidir:

3.1. Çarpan Analizi

Arzum Elektrikli Ev Aletleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. küçük ev aletleri (KEA) pazarında faaliyet gösterdiğinden KEA ve beyaz eşyayı içeren dayanıklı tüketim sektöründe faaliyet gösteren halka açık ulusal ve uluslararası benzer şirketler ile karşılaştırılmıştır. Değerlemeye baz oluşturacak çarpanların bulunmasında kullanılacak şirketlerin belirlenmesinde ilgili şirketlerin KEA pazarında aktif bir ürün gamı olmasına dikkat edilmiştir.

Arzum'un özsermaye değeri hesaplanırken FD/Satışlar ve FD/FAVÖK çarpanları kullanılmıştır. Bu yöntemlerde önce firma değeri hesaplanmış ve 30.09.2020 tarihli net borç çıkartılarak nihai özsermaye değeri tespit edilmiştir. İki yönteme eşit ağırlık verilmiştir.

FD/SATIŞLAR ÇARPANINA GÖRE ÖZSERMAYE DEĞERİ		
TL	Son 12 Ay	2020T
Satışlar	567.208.529	603.825.881
Benzer Şirketler FD/Satışlar Çarpanı Medyanı	1,2	1,0
Benzer Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	702.564.605	590.174.818
Net Finansal Borç Pozisyonu (-)	61.611.035	61.611.035
Özsermaye Değeri	640.953.570	528.563.783
Ortalama Özsermaye Değeri	584.758.676	

FD/FAVÖK ÇARPANINA GÖRE ÖZSERMAYE DEĞERİ		
TL	Son 12 Ay	2020T
FAVÖK	80.586.963	81.697.434
Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Medyanı	9,9	9,1
Benzer Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	798.158.074	737.894.236
Net Finansal Borç Pozisyonu (-)	61.611.035	61.611.035
Özsermaye Değeri	736.547.039	676.283.201
Ortalama Özsermaye Değeri	706.415.120	

İki yöntemden elde edilen özsermaye değerine eşit ağırlık verilmiş ve analiz sonucunda 645.586.898 TL özsermaye değerine ulaşılmıştır.

PIYASA ÇARPANLARI ANALİZ ÖZETİ			
Değerleme Yöntemi	Hesaplanan Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık	Özsermaye Değeri (TL)
Benzer Şirketler FD/Satışlar Çarpanı Yöntemi	584.758.676	%50	292.379.338
Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi	706.415.120	%50	353.207.560
Özsermaye Değeri			645.586.898

3.2. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)

İndirgenmiş nakit akımları analizi kapsamında projeksiyon varsayımları 2021-2030 yılları için hazırlanmıştır.

Şirket gelir tablosu projeksiyonunu oluştururken tümevarım yaklaşımını benimseyerek farklı ürün kategorilerindeki satışları ve farklı satış kanallarındaki trendleri analiz etmiştir. Bu varsayımlara dayanarak 2020-2030 yılları için satış projeksiyonu oluşturulmuştur. Şirket, Türkiye KEA pazarının projeksiyon döneminde de ürün penetrasyonlarının ve yenileme sıklığının artması, teknolojik gelişmeler, sağlıklı yaşam ve evde tüketim trendlerindeki yükselişin etkileriyle reel büyümesini sürdürmesini öngörmektedir. Avrupa ortalamasının %55 altında seyreden Türkiye pazarındaki kişi başı küçük ev aletleri harcamalarının artış potansiyeli de bu durumu desteklemiştir. Şirket özelinde ise üst segment ürünlerinin payının artması ve elektrik süpürgesi kategorisi başta olmak üzere farklı kategorilerde devreye almayı beklediği yeni ürünlerinin etkisiyle pozitif reel büyümenin devamı beklenmektedir.

2017-2019 döneminde %25 YBBO büyüyen Şirket'in toplam gelirlerinin 2020-2030 döneminde %16 büyümesi öngörülmüştür. Şirket'in yurtiçinde enflasyon üzerinde reel büyüme trendini devam ettirmesi beklenmektedir. Yurtdışı satışlardaki artış trendi ve düşük baz etkisiyle birlikte yurtdışı satışlarının payının da yükselmesi öngörülmüştür.

2020 yılında pandemic sürecinde ev tüketiminin artması Şirket'in performansını olumlu yönde etkilemiştir. 2017-2019 yıllarına kıyasla Şirket'in operasyonel ve net karlılığı 2020 ilk 9 ayında ciddi artış kaydetmiştir. Bu karlılıkların 2021 yılı kapsamında kısmen normalize olması beklenmekte, artışın bir kısmının ise kalıcı olacağı değerlendirilmektedir.

Tahmin periyodunda Şirket'in kendi tasarladığı ürünlerin payının artmasıyla brüt karlılıkta artış öngörülmektedir. 2020'de %32,3 olarak tahmin edilen brüt karlılığın kademeli olarak 2026 yılında %33,9'a çıkacağı ve 2030'a kadar sabit kalacağı öngörülmektedir.

Faaliyet giderlerinin satışa oranında, satış ve pazarlama giderleri kaynaklı artış öngörülmektedir. 2020'de %18,8 olarak tahmin edilen oran 2022'de %20,7'ye yükselmekte ve projeksiyon döneminde bu seviyede sabit kalmaktadır.

Faaliyet giderlerindeki artışa rağmen brüt karlılıktaki yükselmenin etkisiyle FAVÖK marjının da tahmin periyodunda artması beklenmektedir. Pandemi etkisiyle 2020'de güçlü performans gösteren Şirket'in FAVÖK marjının 2021'de görece normalize olması beklenmektedir. Sonraki dönemdeyse marjın kademeli artacağı öngörülmektedir.

Yatırım harcamaları 2018 ve 2019 yıllarında satışlara oranla sırasıyla %2,6 ve %2,7 olarak gerçekleşmiştir. Şirketin kendi ürünlerine yaptığı yatırımlar haricinde öngörülen büyük bir yatırım planı olmadığından 2020-2025 periyodunda bu oran %2,5 olarak öngörülmüştür. Sonraki dönemde Şirket'in olgunlaşmasıyla bu oranın 2026'dan itibaren sınırlı olarak düşeceği tahmin edilmiştir.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM), tahmin periyodu içerisinde sabit olarak tahmin edilmiştir. Projeksiyon döneminde risksiz TL faizi 10 yıllık devlet tahvili güncel faiz oranı baz alınarak %12,5 olarak öngörülmüştür. Türkiye hisse senedi risk primi 2021-2030 döneminde %5,5 olarak sabit tutulmuştur. Şirket'in betası, yurtiçi sektör benzerleri de dikkate alınarak 1 olarak öngörülmüş ve sabit tutulmuştur. Şirketin sermaye yapısında Borç/(Borç+Özkaynaklar) oranı %3 olarak sabit öngörülmüştür. Vergi öncesi borçlanma maliyeti %16,0 olarak tahmin edilmiştir.

İNA kapsamında, Şirketin mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler, makroekonomik tahminler de dikkate alınmıştır.

Terminal değer için ise terminal değer büyüme oranı 2030 sonrasındaki dönem için %6,0 olarak kullanılarak hesaplanmıştır.

Firmaya serbest nakit akımları ve terminal değer yıllara göre sabit %16,2 AOSM ile indirgenmiş ve net finansal borç düşürülerek özsermaye değeri 570.197.491 TL olarak hesaplanmıştır.

3.3. Değerleme Sonucu

Değerleme çalışmasında İNA ve piyasa çarpan analizi %50-%50 ağırlandırılarak nihai değer tespit edilmiştir. Piyasa Çarpan Analizi içerisinde FD/Satışlar ve FD/FAVÖK çarpanları eşit ağırlıklandırılmıştır.

İNA ve Piyasa Çarpan Analizi sonucunda bulunan özsermaye değerleri aşağıdaki gibidir:

DEĞERLEME YÖNTEMLERİ SONUÇLARI

Değerleme Yöntemi	Hesaplanan Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık	Özsermaye Katkısı (TL)
İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi	570.197.491	%50	285.098.746
Piyasa Çarpan Analizi	645.586.898	%50	322.793.449
Benzer Şirketler FD/Satışlar Çarpanı Yöntemi	584.758.676		
	706.415.120		
Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi			
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri			607.892.195

%50-%50 ağırlıklandırma ile Şirket'in ortalama halka arz öncesi özsermaye değeri 607.892.195 TL olarak hesaplanmaktadır. Halka arz öncesi taban ve tavan fiyattan hesaplanan iskonto oranları aşağıda hesaplanmıştır:

HALKA ARZ ÖNCESİ İSKONTO HESABI		
TL	SONUÇ	
Nominal Sermaye Tutarı	322.210.000	
Değerleme Yöntemleri ile Hesaplanan Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri	607.892.195	
Halka Arz İskonto Oranları	%17,9	%9,9
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değerleri	499.255.000	547.570.000
Halka Arz Fiyatı (TL/Pay) (Taban-Tavan)	15,50	17,00

Değerleme yöntemleri ile hesaplanan halka arz öncesi özsermaye değerleri dikkate alındığında, taban halka arz fiyatı 15,50 TL üzerinden %17,9 halka arz öncesi iskonto oranı, tavan halka arz fiyatı 17,00 TL üzerinden %9,9 halka arz öncesi iskonto oranı hesaplanmaktadır.

4) GÖRÜŞ

Fiyat tespit raporuna ilişkin değerlendirmemiz,

- Değerlemede hem indirgenmiş nakit akımlarının hem de çarpan analizinin birlikte kullanılıp eşit ağırlıklandırılmasını makul bulmaktayız.
- İndirgenmiş nakit akımlarında 10 yıllık dönem için projeksiyon yapılmasının uygun olduğu görüşünderiz.
- Çarpan analizinde yurtiçi ve yurt dışı şirketlere yer verilmesinin uygun olduğunu düşünmekle birlikte yurtiçi ve yurtdışı ayrımını yapmak ve daha fazla yurtiçi şirkete yer vermenin değerlemenin daha sağlıklı bir tabana oturması açısından olumlu olacağını düşünmekteyiz.
- Çarpan analizinde FD/Satışlar ve FD/FAVÖK çarpanlarının yanı sıra PD/DD ve F/K çarpanlarının da kullanılmasının şirket değerinin sağlıklı tespitine katkı sağlayacağı görüşünderiz.

3.3. SONUÇ

Sonuç olarak, Arzum Elektrikli Ev Aletleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. için İNA ve çarpan analizi yöntemlerinin %50-%50 ağırlıklandırılarak ulaşılan özsermaye değerine %17,9-%9,9 oranında uygulanan halka arz iskontosuyla 15,50-17,00 TL aralığında hesaplanan şirketin pay başı fiyatının yukarıda belirtilen çekinceler dışında makul olduğu görüşünderiz.

14.12.2020

Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Eski Büyükdere Cad. İz Plaza Giz Kat 11 Maslak, İstanbul Tel: +90 212 365 1000

www.terayatirim.com

strateji@terayatirim.com

ÇEKİNCE:

Burada yer alan bilgiler halka açık kaynaklardan veya Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir addedilen diğer kaynaklardan derlenmiştir. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin söz konusu bilgi ve görüşlerde meydana gelebilecek değişikliklerden yatırımcıları haberdar etme yükümlülüğü bulunmamaktadır. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bu bilgilerin veya bu bilgilere dayalı olarak yapılan tahmin, çıkarım veya görüşlerin doğruluğu, tamlığı veya uygunluğuna ilişkin açık veya zımni hiçbir beyan veya taahhütte bulunmamaktadır. Burada yer alan hiçbir bilgi Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. veya başka bir şirket tarafından veya onlar adına her hangi bir kimseye, her hangi bir menkul kıymetin alınması veya satılması yönünde her hangi bir icap veya davet teşkil etmez. Bu rapor onu hazırlayan analistlerin raporda bahsedilen menkul kıymetlere ve şirketlere ilişkin kişisel görüşlerini içermektedir. Yatırımcılar burada bahsedilen şirketlerin menkul kıymetlerine ilişkin her hangi bir yatırım kararını, kendi özel yatırım amaçları ve mali durumlarını göz önünde bulundurarak, o şirket tarafından onaylanmış izahnameyi, sirküleri, kendi araştırmalarını ve bağımsız danışmanlarından aldıkları tavsiyeleri temel alarak yapmalıdır. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş., her hangi bir tarafın uğrayacağı doğrudan/dolaylı, maddi/manevi zararlar da dahil olmak üzere ancak bunlarla sınırlı kalmaksızın, hiçbir sorumluluk veya yükümlülük kabul etmez.

Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:V, No:55, Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'i Uyarınca Yayımlanan Uyarı Notu :

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.