

Arzum Elektrikli Ev Aletleri Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Hazırlanan Analist Raporu



17 Aralık 2020

İÇİNDEKİLER

1. RAPORUN AMACI	3
2. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ	3
3. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	3
3.1. Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi)	3
3.2. Pazar Yaklaşımı Yöntemi (Piyasa Çarpanları Analizi)	4
3.2.1. FD/Satışlar	4
3.2.2. FD/FAVÖK	5
3.3. Piyasa Çarpanları Özeti	5
4. SONUÇ	5
5. GÖRÜŞ	6

1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“Meksa Yatırım”) tarafından, konsorsiyum lideri aracı kurum Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“Yapı Kredi Yatırım”) tarafından, Arzum Elektrikli Ev Aletleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. (kısaca “İhraççı”, “Arzum” ya da “Şirket”) paylarının halka arzı kapsamında,

fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararına halka arz izahnamesini inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Meksa Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

Arzum markası, küçük ev aletleri sektöründe Türkiye’ nin köklü ve bilinirliği en yüksek markalarından biridir. Şirket farklı kategorilerde küçük ev aletleri dizayn etmekte, geliştirmekte, yerli ve uluslararası üretim firmaları ile işbirliği içerisinde üretim yaptırarak, güçlü tadarik zinciri ve satış ağı ile birlikte gerek Türkiye’ de ve gerekse ihracat pazarlarında satış ve satış sonrası servis ağı ile müşterilerine hizmet vermektedir.

Şirket’ in temelleri 1950’ li yılların başlarında kurulan bir şahıs şirketine dayanmaktadır. 1966 yılında Arzum markası kullanılmaya başlanmıştır. Şirket 1977 yılında Güney İthalat Anonim Şirketi adıyla kurulmuş ve faaliyetlerini bu tüzel kişilik altında yürütmeye başlamıştır. 1993 yılında Arzum ürünlerini pazarlamak için Arzum Dış Ticaret A.Ş. kurulmuştur. 2005 yılında farklı segmente ulaşmak için Felix Elektrikli Ev Aletleri A.Ş. kurulmuştur. 2007 yılında unvan değişikliği yapılarak Arzum Elektrikli Ev Aletleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. olarak tescil edilmiştir. 2008 yılında Arzum Dış Ticaret A.Ş. ile Felix Elektrikli ev Aletleri A.Ş. Şirket çatısı altında birleştirilmiştir. 2008 yılında dünyanın önde gelen özel sermaye fonlarından Ashmore Group’ un iştiraki Turkish Household Appliances BV ile ortaklık kurulmuştur.

30 Eylül 2020 itibarıyla, Arzum, 200’ün üzerinde ürün, 20.000 üzerinde satış noktasına ulaştıran satış ve dağıtım ağı, 500’ün üzerinde müşterisi ve 400’ün üzerinde yetkili servisi ile Türkiye küçük ev aletleri sektörünün öncü oyuncularındandır.

Şirket mutfak aletleri sektöründeki faaliyetlerinin üç ana ürün kategorisi ve altı alt ürün kategorisi altında sürdürmektedir.

- Mutfak Aletleri kategorisinde 131 farklı ürün ve 470’in üzerinde stok birim ürünlük (SKU) ürün gamına sahiptir. Mutfak ev aletleri kategorisinde; Gıda Hazırlama, Pişirme ve Kızartma, Sıcak İçecek Hazırlama kategorileri mevcuttur.
- Kişisel Bakım kategorisinde 34 farklı ürün ve 80 stok birim ürünlük (SKU) ürün gamına sahiptir. Kişisel bakım kategorisinde; Saç Kurutucular, Saç Şekillendiriciler, Epilasyon Cihazları ve Tıraş Makinaları kategorileri mevcuttur.
- Elektrikli Ev Aletleri kategorisinde 45 farklı ürün ve 94 stok birim ürünlük (SKU) ürün gamına sahiptir. Elektrikli ev aletleri kategorisinde, Ütü ve Elektrikli Süpürge kategorileri mevcuttur.

3. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Yapı Kredi Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu’nda şirket paylarının değerinin tespit edilmesi amacıyla; Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı yöntemleri incelenmiştir.

3.1. Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi)

Yapı Kredi Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu’nun İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinde aşağıdaki varsayımlar uygulanmıştır.

- Projeksiyonlar Türk Lirası cinsinden yapılmıştır.
- İndirgenmiş Nakti Akımları Analizi yönteminde projeksiyonlar, gelecek on yıllık dönem esas alınarak hesaplanmıştır.
- Projeksiyonlarda satış gelirlerinin gelecek on yıl için yıllık bileşik büyüme oranı(YBBO) %16 olarak öngörülmüştür.

- Projeksiyon döneminde Şirket'in yatırım harcamaları, amortisman ve itfa paylarına paralel olacağı varsayılmıştır.
- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Oranı "AOSM" (indirgeme oranı) hesaplamasında sermaye maliyeti için;
- Risksiz Faiz Oranı olarak; rapor tarihindeki 10 yıllık hazine tahvilinin bileşik getiri oranı %12,50 kullanılmıştır.
- Risk Primi olarak; %5,5 oranı kullanılmıştır.
- Beta katsayısı 1 olarak kullanılmıştır.
- Şirket'in 2030 yılı sonrası için nihai büyüme oranı %6 olarak değerlendirilmiştir.
- Kurumlar vergisi, projeksiyon dönemi boyunca %20 olarak hesaplama dahil edilmiş ve taahhuk eden yıl ödendiği varsayılmıştır.

Bu varsayımlar doğrultusunda Sermaye Maliyeti %18,0 olarak hesaplanırken, vergi sonrası borçlanma maliyeti %16,0 olarak hesaplanmış ve nihai AOSM %16,2 olarak hesaplanmıştır.

Yapı Kredi Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda öngörülen nakit akımlarının bugüne indirgenmesi yöntemi ile bulunan Şirket değeri 570,197.491 TL'dir.

3.2. Pazar Yaklaşımı Yöntemi (Piyasa Çarpanları Analizi)

Piyasa Çarpanları Analizi Yönteminde; Şirket faaliyetleri bakımından yurt içi ve yurt dışı halka açık şirketlerin çarpanları kullanılmıştır. Analizde Firma değeri/Satışlar ve Firma Değeri/Favök çarpanları kullanılmış ve son 12 aylık gerçekleşen ve 2020 tahmini Satışlar ve Favök tutarları esas alınarak özsermaye değeri hesaplanmıştır.

Değerleme çalışmasında çarpanların ortalamasının hesaplanmasında medyan kullanılmış olup, Pazar Yaklaşımı Yönteminde kullanılan yıllıklandırılmış ve tahmini Şirket verileri aşağıdaki gibidir.

Şirket Verileri(TL) ¹	Net Satışlar	FAVÖK	Net Finansal Borçluluk
30.06.2019 – 30.06.2020	567.208.529	80.586.963	61.611.035
2020T	603.825.881	81.697.434	61.611.035

Kaynak: Arzum Fiyat Tespit Raporu

3.2.1. FD/Satışlar

Şirket için yapılan çarpan analizinde; 23 Kasım 2020 tarihli Bloomberg verilerine göre hazırlanan karşılaştırılabilir şirket çarpanların medyanı hesaplanmış en yüksek değer uç değer olarak kabul edilmiş ve hesaplama dahil edilmemiştir.

FD/Net Satışlar Çarpanları	
Tarih	FD/Net Satışlar
30.09.2019 – 30.09.2020	1,2x
2020T	1,0x

Kaynak: Arzum Fiyat Tespit Raporu

TL	30.09.2019 – 30.09.2020	2020T
FD/Net Satışlar Hesaplanan Özsermaye Değeri	640.953.570	528.563.783
Eşit Ağırlıklı FD/ Net Satışlar Çarpanı ile Hesaplanan Özsermaye Değeri		584.758.676

Kaynak: Arzum Fiyat Tespit Raporu

¹ Veriler yıllıklandırılmıştır.

3.2.2. FD/FAVÖK

Şirket için yapılan çarpan analizinde; 23 Kasım 2020 tarihli Bloomberg verilerine göre hazırlanan karşılaştırılabilir şirket çarpanlarının medyanı hesaplanmış en yüksek değer uç değer olarak kabul edilmiş ve hesaplama dahil edilmemiştir.

FD/FAVÖK Çarpanları	
Tarih	FD/FAVÖK
30.09.2019 – 30.09.2020	9,9x
2020T	9,1x

Kaynak: Arzum Fiyat Tespit Raporu

TL	30.09.2019 – 30.09.2020	2020T
FD/FAVÖK Hesaplanan Özsermaye Değeri	736.547.039	676.283.201
Eşit Ağırlıklı FD/FAVÖK Çarpanı ile Hesaplanan Özsermaye Değeri		706.415.120

Kaynak: Arzum Fiyat Tespit Raporu

3.3. Piyasa Çarpanları Özeti

Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri (TL)	Ağırlık	Sonuç
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	%100	645.586.898

Kaynak: Arzum Fiyat Tespit Raporu

4. SONUÇ

Değerleme Yöntemi	Hesaplanan Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık	Özsermaye Katkısı (TL)
İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi	570.197.491	%50	285.098.746
Piyasa Çarpanları Analizi	645.586.898	%50	322.793.449
Benzer Şirketler FD/Satışlar Çarpanı Yöntemi	584.758.676		
Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi	706.415.120		
	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	%100	607.892.195

Arzum Fiyat Tespit Raporu

Yapı Kredi Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Arzum'un Şirket Değeri İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemlerinin eşit ağırlıklandırılması ile 607.892.195 TL olarak hesaplanmıştır.

(TL)	Sonuç
Nominal Sermaye Tutarı	32.100.000
Değerleme Yöntemleri ile Hesaplanan Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri	706.415.120
Halka Arz İskonto Oranları	%17,9
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri	499.255.000
Halka Arz Fiyatı (TL/Pay) (Taban – Tavan)	15,50

Arzum Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in 32.210.000-TL olan mevcut çıkarılmış sermayesine göre Şirket'in birim pay değeri 18,87 TL'dir. Bu değer üzerinden uygulanan %17,9 ve %9,9 halka arz iskonto oranları sonrası halka arz birim pay değeri sırasıyla 15,50 TL ve 17,00 TL olarak belirlenmiştir.

5. GÖRÜŞ

- Arzum için Yapı Kredi Yatırım tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu görüşündeyiz.
- İndirgenmiş Nakit Akımları(İNA) Analizi Yöntemi için;
 - 2017-2019 döneminde %25 YBBO ile büyüyen satışların, projeksiyon döneminde %16 YBBO ile büyüyeceği varsayılmıştır. Şirket'in son yıllarda modern kanallar üzerinden büyüyen satışlarının belirli bir istikrarla büyümesi varsayımını, doğrudan işletme sermayesi yönetimine bağlı olması ve tedarikçiler ile yapılan anlaşmaların yıllık olarak yenilenmesi sebebiyle, analiz edemiyoruz. Dolayısıyla, mevcut projeksiyonlar dahilinde önemli bir yatırımın öngörülmemiş olması ile on yıllık projeksiyon dönemi süresince güçlü büyüme varsayımının iyimser olduğu görüşündeyiz.
 - Halka Arz İzahnamesi 5. bölümünde belirtilen riskler doğrultusunda projeksiyon döneminin beş yıl olarak baz alınmasının daha öngörülebilir olacağı görüşündeyiz.
 - Devam eden değer hesaplamasında %6 olarak kullanılan nihai büyüme oranının yüksek olduğu görüşündeyiz.
 - AOSM hesaplamalarında kullanılan değişkenlerin makul olduğu görüşündeyiz.
- Çarpan Analizi Yöntemi için;
 - Analizde kullanılan benzer şirketler ile çarpanların yeterli ve makul olduğu görüşündeyiz.
 - Uç değer şirketlerin hesaplamaaya dahil edilmemesini olumlu buluyoruz.
 - Ancak, çarpan analizinde yurt dışı şirketler ile yurt içi şirketler arasında ciddi farklılıklar olması nedeniyle yurt içi ve yurt dışı çarpanların ayrı değerlendirilmesinin daha makul olacağı görüşündeyiz.

İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi kullanılarak bulunan Şirket Değeri'ne sırasıyla %17,9 ve %9,9 olarak uygulanan halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 15,50 TL – 17,00 TL halka arz fiyat aralığının makul bulmakla birlikte, uygulanan iskontonun yukarıda belirtilen çekincelerimiz dahilinde daha düşük seviyelerde olduğu görüşündeyiz.