



'Fiyat Tespit Raporu' Değerlendirme Analiz Raporu

15/12/2020

Arzum Elektrikli Ev Aletleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Yapı Kredi Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırladığı Arzum Elektrikli Ev Aletleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. halka arz fiyat tespit raporunun yöntem, içerik ve varsayımları itibarıyla analiz edip, değerlendirilmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Arzum Elektrikli Ev Aletleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor yalnızca aracı kurumun fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup yatırımcılar, halka arza ilişkin sirküleri ve izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidir.

Halka Arz Verileri & Arz Yapısı

Şirket	Arzum Elektrikli Ev Aletleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Halka Arz Şekli	Ortak Satış
Satan Ortak	SDA International S.a.r.l
Sermaye	32.210.000 TL
Satılacak Paylar	Ortak Satış: 13.306.475 TL nominal değerli pay Ek Satış: 1.995.971 TL nominal değerli pay (%15 ek satış hakkı)
Halka Arz Fiyat Aralığı	15,50 TL - 17,00 TL
Halka Arz Büyüklüğü	206.250.362,50 TL - 225.210.075 TL Ek Satış olması halinde: 237.187.913 TL - 260.141.582 TL
Piyasa Değeri	499.255.000 TL - 547.570.000 TL
Aracılık Yöntemi	En iyi gayret aracılığı
Halka Açıklık Oranı	%41,31 (ek satış olması durumunda %47,51)
Satınalma Tahhüdü	Şirket ve Ortaklar için 180 gün
Halka Arz Takvimi	Talep Toplama: 17-18 Aralık 2020 (beklenen), İlk İşlem Tarihi: 24 Aralık 2020 (beklenen)
Tahsisat Grupları	Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar: %74 Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar: %25 Şirket Çalışanları: %1
Fiyat İstikrarı	Payların işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün. Fiyat istikrarı için halka arz edilen paylardan toplam 1.995.971 TL nominal değerdeki kısmın satışından elde edilecek hasılat kullanılacaktır.

Kaynak: Şirket verisi, Lider Aracı Kurum

Ortaklık Yapısı

Ortak Adı/Ünvanı	Arz öncesi		Arz sonrası		Arz sonrası (ek satış dahil)	
	Sermaye (TL)	Sermayedeği payı (%)	Sermaye (TL)	Sermayedeği payı (%)	Sermaye (TL)	Sermayedeği payı (%)
Kolbaşı Ailesi	16.427.100	%51,00	16.427.100	%51,00	16.427.100	%51,00
SDA International S.a.r.l.	15.302.446	%47,51	1.995.971	%6,20	0	%0,00
Diğer Ortaklar	480.454	%1,49	480.454	%1,49	480.454	%1,49
Halka Açık Kısım	0	%0,00	13.306.475	%41,31	15.302.446	%47,51
Toplam	32.210.000	%100,00	32.210.000	%100,00	32.210.000	%100,00

Kaynak: Şirket verisi, Lider Aracı Kurum

HALKA ARZ DETAYLARI

- Halka arz edilen payların tamamı ortak satışı ile halka arzı edilecektir. Bu nedenle Şirket'e herhangi bir fon girişi olmayacaktır.
- Türkiye'nin en büyük özel sermaye girişim fonlarından Mediterra'nın SDA International S.a.r.l. üzerinden sahip olduğu 13.306.405 TL'lik nominal değerli pay halka arzda satılacaktır. Talep olması halinde, fonun sahip olduğu diğer 1.995.971 TL'lik nominal değerli pay da satışa konu olabilir.

ŞİRKET HAKKINDA ÖZET BİLGİ

1950'lerde Kolbaşı ailesi tarafından temelleri atılan Şirket, küçük ev aletleri segmentinde faaliyet göstermektedir.

Arzum, altı temel alt kategorisi bulunan küçük ev aletleri segmentinin dördünde pazar lideri ya da güçlü ikincisi konumundadır. Türkiye'de küçük ev aletleri pazarı, son üç yılda yıllık ortalama %16 bileşik büyüme kaydederek 2019 sonunda 5.445 mın TL'ye ulaşmıştır. Pandemi sebebiyle evde geçirilen sürelerin artması sebebiyle, 2020'de güçlü büyümenin devam etmesi beklenmektedir. Global küçük ev aletleri pazarının büyüklüğü ise 2019 sonu itibariyle 101 milyar dolar seviyesindedir. 2020 yılında yaklaşık %6'lık büyümeyle 107 milyar dolara ulaşması beklenmektedir.

Adetset satış olarak %12,1'lik payla segmentinin lideri olan Arzum, değer olarak ise %8,6 pay ile dördüncü sırada yer almaktadır. Marka araştırmalarında, Türkiye'nin en büyük beyaz eşya markasının ardından, tüketicinin en fazla bildiği marka konumundadır.

Özgün bir iş modeli olan Şirket'in kendine ait bir üretim tesisi ya da satış mağazası bulunmamaktadır. Bu durum hem tedarikte hem de satış kanallarına erişimde Şirket'e esneklik tanımaktadır. Yatırım harcamaları sadece ArGe, kalıp, mühendislik ve tasarım ile limitlidir ve satışların %3'ünden azdır.

Büyüme: Şirket hem sektördeki büyüme hem de ArGe çalışmalarının sağladığı pazar payı kazanımları sayesinde cirosunu 2018 ve 2019'da %25 oranında artırmayı başarmıştır. 2020'nin ilk dokuz ayında pandeminin etkisiyle satışlardaki büyüme %38 oranında gerçekleşmiştir. 2020 yıl sonunda büyümenin dokuz aylık performansa yakın olması beklenmektedir.

Şirket, pazarda lider olduğu kategorilerdeki düşük hanehalkı penetrasyonu ile düşük pazar payına sahip olduğu kategorilerde inovatif girişimler ve marka bilinirliği ile büyümesini sürdürmeyi planlamaktadır.

Karlılık: Üretim tesisi ve kendine ait satış mağazası bulunmayan Arzum'un FAVÖK marjı 2017-19 döneminde %10-11 aralığında dalgalanmıştır. 2020 yılında pandeminin etkisi ile hızla büyüyen online kanalın katkısı yanı sıra seyahat, pazarlama gibi bazı giderlerde yapılan tasarruflar sayesinde 9A20 FAVÖK marjı %14,6'ya yükselmiştir. Önümüzdeki dönemde normalleşme ile birlikte bazı maliyetlerin tekrar yükselmesi beklense de şirket orta vadede %12-13 aralığında sürdürülebilir FAVÖK marjı yakalamayı hedeflemektedir.

Beyaz eşya ve küçük ev aletleri satan şirketlerin performans göstergelerinden biri olan net işletme sermayesi de yönetim için önem arz etmektedir. Net işletme sermayesinin satışlara oranı 2017'de %41,4 iken, son on iki ayda %32,9 olarak gerçekleşmiştir. Yönetim bu oranın %40 altında kalmasını hedeflemektedir.

Yatırım ihtiyacı düşük olan şirketin net borç/FAVÖK oranı 1,0x, özkaynak karlılık oranı ise pandeminin olumlu etkisi ve kısıtlı temettü ödemeleri sebebiyle son on iki ay itibariyle %38 seviyesindedir. Şirket 2018 yılı hariç 2016'dan beri her yıl düzenli temettü ödemiştir. 2019 yılında da karın %28'i ortaklara dağıtılmıştır.

DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Halka arzın tamamı ortak satışı yoluyla gerçekleşecek olup, ek satış da olması durumunda Mediterra'nın şirkette payı kalmayacaktır. Lider Aracı Kurum, Fiyat Tespit Raporunda, İndirgenmiş Nakit Akımları (INA) ve Benzer Şirket Çarpanları yöntemlerini kullanmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Bu yöntemde kullanılan projeksiyon dönemi 2021-2030 yıllarını kapsamaktadır.

Paylaşılan projeksiyona göre, şirketin gelir büyümesinin kademeli olarak azalması beklense de 2027 yılına kadar %15'in üzerinde kalması öngörülmektedir. Faaliyet karının ise, 2021'de 2020'ye göre bir miktar gerileyerek %10.3'e düşeceği, projeksiyon döneminin sonuna kadar ise kademeli olarak %10,9'a yükseleceği hesaplanmaktadır.

%16,2'lik indirgeme oranı, %6'lık uç büyüme değeri ve 9A20 itibarıyla 62 mn TL'lik net borç göz önüne alarak şirket için 570 mn TL'lik bir değer hesaplanmıştır. Hisse başına değer 17,7 TL'ye tekabül etmektedir.

İndirgenmiş nakit akımları tahminleri ve Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesabı aşağıdaki gibidir:

İndirgenmiş Nakit Akımları Tablosu (mn TL)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Net Satışlar	712	864	1043	1246	1477	1714	1957	2199	2432	2653
Yıllık büyüme	%17,9	%21,5	%20,7	%19,5	%18,5	%16,0	%14,2	%12,4	%10,6	%9,1
FVÖK	73	92	110	131	157	185	213	240	265	289
FVÖK Marjı	%10,3	%10,6	%10,5	%10,5	%10,6	%10,8	%10,9	%10,9	%10,9	%10,9
(-) Vergiler	15	18	22	26	31	37	43	48	53	58
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	59	73	88	105	125	148	171	192	212	231
(+) Amortisman	12	17	24	31	37	41	45	51	56	61
(-) İşletme Sermayesi Değişimi	33	47	58	66	75	77	79	79	76	72
(-) Yatırım Harcamaları	18	22	26	31	37	51	45	51	56	61
Serbest Nakit Akışı	20	22	27	38	50	71	91	113	136	160
İndirgeme Oranı	%16,2	%16,2	%16,2	%16,2	%16,2	%16,2	%16,2	%16,2	%16,2	%16,2
SNA'nın Bugünkü Değeri	17	16	17	21	24	29	32	34	35	36
Toplam Bugünkü Değer	261									
Uç Büyüme Oranı	6%									
İndirgenmiş Uç Değer	371									
Firma Değeri	632									
Net Borç (9A20)	62									
Özsermaye Değeri	570									
Hisse Başına Değer	17,7									

Kaynak: Şirket Verisi, Lider Aracı Kurum

Ağırlıklı Ortalama Sermaye maliyeti hesabı	2021-30
Riksiz Getiri Oranı	%12,5
Hisse Senedi Risk Primi	%5,5
Beta	1,0
Borç/(Borç+Özkaynak)	%35,0
Vergi Oranı	%20,0
Sermaye Maliyeti	%18,0
Borç Maliyeti	%16,0
AOSM	%16,2

Kaynak: Şirket Verisi, Lider Aracı Kurum

Piyasa Çarpanları Analizi

Bu yöntemde Borsa İstanbul ve uluslararası piyasalarda işlem gören küçük ev aletleri ve beyaz eşya şirketlerinin son 12 aylık gerçekleşen ve 2020 yılı tahmini Firma Değeri/Satışlar ve Firma Değeri/FAVÖK yöntemleri kullanılmış ve her bir değere eşit ağırlık verilmiştir.

Hesaplamalarda kullanılan ortalama çarpanlar ve ulaşılan değerler aşağıdaki gibidir:

Medyan Çarpan	Son 12 Ay	2020T
Firma Değeri/Satışlar	1,2x	1,0x
Firma Değeri/FAVÖK	9,9x	9,1x

Kaynak: Şirket Verisi, Lider Aracı Kurum

Firma Değeri/Satışlar Yöntemi (mn TL)	Son 12 Ay	2020T
Satışlar	567,2	603,8
Benzer şirket FD/Satışlar çarpan medyanı	1,2x	1,0x
Hesaplanan Firma Değeri	702,6	590,1
Net Borç	61,6	61,6
Özsermaye Değeri	641,0	528,6
Ortalama Özsermaye Değeri	584,8	
Hisse Başı Değer	18,2	

Firma Değeri/FAVÖK yöntemi (mn TL)	Son 12 Ay	2020T
FAVÖK	80,6	81,7
Benzer şirket FD/FAVÖK çarpan medyanı	9,9x	9,1x
Hesaplanan Firma Değeri	798,2	737,9
Net Borç	61,6	61,6
Özsermaye Değeri	736,5	676,3
Ortalama Özsermaye Değeri	706,4	
Hisse Başı Değer	21,9	

Kaynak: Şirket Verisi, Lider Aracı Kurum

Yurtiçi ve yurtdışı benzerlerinden yola çıkarak, Şirket için FD/Satışlar çarpanlarından 584,8 mn TL ve FD/FAVÖK çarpanlarından 706,4 mn TL değere ulaşılmıştır. Ulaşılan değerler, hisse başına sırasıyla 18,2 TL ve 21,9 TL'ye işaret etmektedir.

Değerleme Yöntemi (mn TL)	Hesaplanan Değer	Ağırlık	Katkı
İndirgenmiş Nakit Akımları	570,2	%50	285,1
Piyasa Çarpan Analizi	645,6	%50	322,8
Benzer şirket FD/Satışlar Çarpanı	584,8		
Benzer şirket FD/FAVÖK Çarpanı	706,4		
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri			607,9
Hisse Başı Değer			18,9

Kaynak: Şirket Verisi, Lider Aracı Kurum

Sonuç olarak, İNA'ya %50, ve FD/Satışlar ile FD/FAVÖK çarpanlarına %25'er ağırlık verilerek şirket için 607,9 mn TL'lik ağırlıklı özsermaye değeri takdir edilmiştir ve bu değer hisse başı 18,9 TL'ye işaret etmektedir. Belirlenen 15,50 TL - 17 TL fiyat aralığına göre şirketin piyasa değeri 499,3 mn TL ila 547,6 mn TL'ye olacaktır, bu da ulaşılan özsermaye değere göre %17 ila %9 arasında iskontoludur. Şirketin son 12 aylık finansal sonuçlarını baz alırsak FD/FAVÖK çarpanı 6,9x – 7,5x, F/K çarpanı 9,4x – 10,3x ve PD/DD çarpanı 3,6x – 3,9x olarak gerçekleşecektir.

NİHAİ GÖRÜŞÜMÜZ

Fiyat tespit raporunun genel olarak açık ve anlaşılır; tespit edilen hisse başı fiyatın yapılan projeksiyonlara göre makul olduğunu düşünüyoruz. Halka arz ortak satışı yöntemiyle olduğundan, şirkete sermaye girişi olmayacaktır. Ancak bilanço verileri ve sektörün genel durumu göz önüne alındığında şu aşamada şirketin yeni sermaye ihtiyacı bulunmamaktadır.

İndirgenmiş nakit akımları yönteminde kullanılan risksiz getiri ve borçlanma maliyetleri oranları, mevcut piyasa koşullarındaki dalgalanmalara göz önüne alınarak bir miktar daha yüksek varsayılabilir.

Şirket 2020 yılında pandeminin de etkisiyle tarihi yüksek satış büyümesi ve FAVÖK marjı seviyelerine ulaşmıştır. Bu sebeple çarpan analizinde normalleşmenin beklendiği 2021 verilerinin de kullanılmasının değerlendirme açısından daha sağlıklı olabileceğini düşünüyoruz. Diğer yandan, benzer şirketler arasında Türkiye’den sadece iki benzer şirket bulunmaktadır. Görece daha düşük çarpanlara sahip yurtiçi benzerlere daha yüksek ağırlık verilmesinin şirketin değeri daha iyi yansıtılabileceğine inanıyoruz.

ÖZET FİNANSALLAR

Milyon TL	2017	2018	2019	Son 12 Ay	9A19	9A20
Net Satışlar	288	359	448	567	316	435
Satışların Maliyeti	198	241	309	386	219	295
Brüt Kar	90	118	139	181	97	140
<i>Brüt Kar Marjı (%)</i>	<i>%31,3</i>	<i>%32,8</i>	<i>%30,9</i>	<i>%32,0</i>	<i>%30,7</i>	<i>%32,1</i>
Operasyonel Giderler	64	82	96	108	70	83
Satış ve Pazarlama Giderleri	48	62	75	84	54	64
<i>Satışlara Oranı (%)</i>	<i>%16,6</i>	<i>%17,3</i>	<i>%16,7</i>	<i>%14,8</i>	<i>%17,2</i>	<i>%14,6</i>
Genel Yönetim Giderleri	16	20	21	24	16	19
<i>Satışlara Oranı (%)</i>	<i>%5,5</i>	<i>%5,6</i>	<i>%4,7</i>	<i>%4,3</i>	<i>%5,0</i>	<i>%4,3</i>
Esas Faaliyet Karı	26	36	43	73	27	57
FAVÖK	29	38	49	81	31	63
<i>FAVÖK marjı</i>	<i>%9,9</i>	<i>%10,7</i>	<i>%10,8</i>	<i>%14,2</i>	<i>%9,9</i>	<i>%14,6</i>
Diğer Gelir/Giderler	0	1	-1	9	-1	9
Finansman Gelirleri/Giderleri	-10	-16	-21	-13	-17	-9
Net Kar	14	15	15	53	6	44
<i>Net Kar Marjı</i>	<i>%4,8</i>	<i>%4,2</i>	<i>%3,4</i>	<i>%9,4</i>	<i>%2,0</i>	<i>%10,2</i>
Temettü ödemeleri	12	0	4			
<i>Temettü verimi</i>	<i>%84</i>	<i>%0</i>	<i>%28</i>			
Yatırım harcamaları	4	8	9			7
<i>Satışlara Oranı (%)</i>	<i>%1,4</i>	<i>%2,2</i>	<i>%2,1</i>			<i>%1,3</i>
Net işletme sermayesi	119	138	142	187		
<i>Satışlara Oranı (%)</i>	<i>%41,4</i>	<i>%38,3</i>	<i>%31,8</i>	<i>%32,9</i>		
Özkaynaklar	79	84	99	140		
<i>Özsermaye katılığı</i>	<i>%17,7</i>	<i>%17,9</i>	<i>%15,2</i>	<i>%38,1</i>		
Net borç	40	47	56	62		
<i>Net borç/FAVÖK</i>	<i>1,4x</i>	<i>1,2x</i>	<i>1,1x</i>	<i>1,0x</i>		

Kaynak: Şirket Halka Arz sunumu

YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Yatırım Finansman Menkul Değerler

Meclis-i Mebusan Cad. 81 Fındıklı 34427 Beyoğlu/İstanbul

Tel: +90 (212) 317 69 00

Faks: +90 (212) 282 15 50 - 51

UYARI NOTU:

Bu e-posta mesajı ve ekleri gönderildiği kişi ya da kuruma özeldir ve gizlidir. Hiçbir şekilde üçüncü kişilere açıklanamaz ya da yayınlanamaz. Yetkili alıcılardan biri değilseniz, bu mesajın herhangi bir şekilde ifşa edilmesi, kullanılması, kopyalanması, yayılması veya mesajda yer alan hususlarla ilgili olarak herhangi bir işlem yapılmasının kesinlikle yasak olduğunu bildiririz. Eğer mesajın alıcısı veya alıcısına iletmekten sorumlu kişi değilseniz lütfen mesajı sisteminizden siliniz ve göndereni uyarınız. Gönderen ve Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş., bu mesajın içerdiği bilgilerin doğruluğu, güncelliği ve eksiksiz olduğu konusunda bir garanti vermemektedir, içerik Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından her zaman değiştirilebilir. Bu e-posta yer alan bilgiler "Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş." tarafından genel bilgilendirme amacı ile her türlü veri, yorum ve değerlendirmeler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklara dayanılarak hazırlanmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan içerik, yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu e-posta içeriğinde yer alan çeşitli bilgi ve görüşlere dayanarak yapılacak ileriye dönük yatırımlar ve ticari işlemlerin sonuçlarından ya da ortaya çıkabilecek zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Mesajın içeriğinden, iletilmesinden, alınmasından, saklanmasından, gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve sisteminizde yaratabileceği zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Yatırım Finansman bu mesajın içeriği ve ekleri ile ilgili olarak hukuki açıdan herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Teşekkür ederiz.


YATIRIM FINANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.