

16 Aralık 2020 Çarşamba

Bu değerlendirme raporu Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2 fıkrası kapsamında Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır.

Arzum Elektrikli Ev Aletleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. (ARZUM) 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 vermelidirler.

Genel Bilgiler

"Arzum" markalı ürünler ilk kez 1966 yılında bir şahıs şirketi tarafından piyasaya sürülmüştür. Arzum Ev Aletleri Ticaret ve Sanayi A.Ş. ise 1977 yılında Güney İthalat A.Ş. adıyla kurulmuştur ve ilgili şahıs şirketinin faaliyetlerini devralmıştır. Şirket farklı kategorilerde küçük ev aletleri dizayn etmekte, geliştirmekte, yerli ve uluslararası üretim firmaları ile işbirliği içinde üretim yaptırmakta, Türkiye ve ihracat pazarlarında satış yapmakta ve müşterilere satış sonrası servis hizmeti sunmaktadır.

Şirket 200'den fazla ürünün satışını yapmaktadır ve bu ürünleri 20.000'in üzerinde satış noktasına ulaştırmaktadır. Şirket'in toplamda 500'ün üzerinde müşterisi ve 400'ün üzerinde yetkili servisi bulunmaktadır.

Ortaklık Yapısı

Sermaye ve Ortaklık Yapısı		
Ortağın Adı	Halka Arz Öncesi	
	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
SDA International	15.302.446	47,51
Talip Murat Kolbaşı	3.449.692	10,71
Ali Osman Kolbaşı	3.066.392	9,52
Yasemin Rezan Kolbaşı	2.710.472	8,42
Zeynep Figen Peker	2.710.472	8,42
Aliye Kolbaşı	1.971.250	6,12
Oktay Kolbaşı	1.259.411	3,91
Rengin Yağan	1.259.411	3,91
Murat Erkurt	209.135	0,65
Ahmet Faralyalı	201.550	0,63
Orhan Ayanlar	25.402	0,08
Cenk Coşkuntürk	25.402	0,08
Halit Görkem Oktay	18.965	0,06
Toplam	32.210.000	100,0

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket paylarının %51'i A Grubu, %49'u ise B Grubu paylardan oluşmaktadır. A Grubu payları tamamı Kolbaşı Ailesi fertlerine aittir. Halka arz edilecek nominal değerli pay tutarı 13.306.475 TL'dir. Bu paylar B Grubu paylar olup, SDA International'a aittir. Toplanan kesin talebin satışa sunulan pay miktarından fazla olması halinde SDA International'a ait 1.995.971 TL nominal değerli payların dağıtımına tabi tutulacak pay miktarına eklenmesi planlanmaktadır.

Şirket Geçmişi

Şirket, ürünlerini pazarlamak amacıyla 1993'te Arzum Dış Ticaret A.Ş. şirketini kurmuştur. Şirket, 2001 yılında 'üç yıl garanti' uygulamasını hayata geçirmiştir ve sektörde bunu yapan ilk şirket olmuştur. 2002 yılında Şirket, ilk elektrikli cezveyi piyasaya sunmuştur.

Şirket, 2005 yılında sektörde farklı segmente ulaşmak amacıyla Felix Elektrikli Ev Aletleri A.Ş.'yi kurmuştur. Şirket 2007'de unvan değişikliği yaparak, bugünkü unvanı olan Arzum Elektrikli Ev Aletleri A.Ş. olarak tescil edilmiştir. 2008 yılında Arzum Dış Ticaret A.Ş. ve Felix Elektrikli Ev Aletleri A.Ş. Şirket çatısı altında birleştirilmiştir. Aynı yıl özel sermaye fonu Ashmore Group'un iştiraki Turkish Household Appliances BV ile ortaklık kurulmuştur.

2009 yılında Hong Kong'da Arzum Asia Pacific Ltd. şirketi kurulmuştur. Aynı yıl gıda hazırlama kategorisinde ciro bazında ilk 3 marka arasına girilmiştir. 2011 yılında Şirket Almanya'da bağlı ortaklık kurmuştur ve yurt dışındaki ilk mağazasını Erbil'de açmıştır. 2013 yılında SDA International, Ashmore Group'un %49'luk payını satın alarak Şirket'e ortak olmuştur. Şirket 2017 yılında saç bakımı kategorisinde ciro bazında ilk 3 marka arasına girmiştir.

Arzum, 2018 yılında satış sonrası hizmet başarısı ve 2019 yılında ise müşteri hizmetleri başarısı ile Stevie Awards ödülleri almıştır. 2019 yılında Ticaret Bakanlığı tarafından Şirket'e tüketici memnuniyeti alanında ödül verilmiştir. Yine 2019'da Ducati marcası ile global marka iş birliği yapılmış ve Ducati By Arzum markası kurulmuştur.

Ürün Portföyü ve Satış Kanalları

Arzum küçük ev aletleri sektöründeki faaliyetlerini üç ana ürün kategorisi (mutfak aletleri, elektrikli ev aletleri, kişisel bakım aletleri) ve altı alt ürün kategorisinde sürdürmektedir.

Mutfak Aletleri: Şirket mutfak aletleri kategorisinde 131 farklı ürün ve 470'in üzerinde ürün gamına sahiptir. Bu kategorideki satışlar düzenli olarak şirket toplam cirosunun yarısından fazlasını oluşturmaktadır.

- **Gıda Hazırlama:** Şirket bu kategoride ciroda (%19) ve adette (%22,6) en yüksek pazar payına sahip 3 markadan biridir. Kategori temel olarak mutfak robotları, mikserler, el blenderleri, doğrayıcılar, meyve sıkacakları gibi ürünlerden oluşmaktadır. Arzum'un bu kategoride 59 farklı ürünü vardır ve bu ürün satışlarının toplam ciroya oranı %20'nin üzerindedir.
- **Pişirme ve Kızartma:** Şirket bu kategoride de ciroda (%16,2) ve adette (%14,8) en yüksek pazar payına sahip 3 markadan biridir. Kategori tost makineleri, ekmek kızartma makineleri, mini fırınlar gibi ürünlerden oluşmaktadır. Arzum'un bu kategoride 32 farklı ürünü vardır ve bu ürün satışlarının toplam ciroya oranı %10'un üzerindedir.
- **Sıcak İçecek Hazırlama:** Şirket bu kategoride de ciroda (%12,7) ve adette (%10,6) en yüksek pazar payına sahip 3 markadan biridir. Kategori Türk kahvesi makineleri, çay makineleri, su ısıtıcıları gibi ürünlerden oluşmaktadır. Arzum'un bu kategoride 40 farklı ürünü vardır ve bu ürün satışlarının toplam ciroya oranı %20'nin üzerindedir. Bu kategoride, Şirket'in Türk kahvesi makinesi için geliştirdiği Arzum OKKA markası ile de satış yapılmaktadır.

Kişisel Bakım: Şirket kişisel bakım kategorisinde 34 farklı ürüne sahiptir. Bu kategorideki satışlar düzenli olarak şirket toplam cirosunun %10'undan fazlasını oluşturmaktadır.

- **Saç Kurutucular:** Şirket bu kategoride de ciroda (%19,1) ve adette (%19,9) en yüksek pazar payına sahip 3 markadan biridir.
- **Saç Şekillendiriciler:** Şirket bu kategoride de ciroda (%21,1) ve adette (%27,3) en yüksek pazar payına sahip 3 markadan biridir.
- **Epilasyon Cihazları ve Traş Makineleri:** Şirket bu kategoride ciroda (%1,9) ve adette (%2,1) en yüksek pazar payına sahip 10 markadan biridir.

Elektrikli Ev Aletleri: Şirket kişisel bakım kategorisinde 45 farklı ürün ve 94 birimlik ürün gamına sahiptir.

- **Ütü:** Şirket bu kategoride ciroda (%4,4) ve adette (%12,9) en yüksek pazar payına sahip 5 markadan biridir. Arzum'un bu kategoride 11 farklı ürünü vardır ve bu ürün satışlarının toplam ciroya oranı %5'in üzerindedir.
- **Elektrikli Süpürge:** Şirket bu kategoride ciroda (%4,6) ve adette (%6,5) en yüksek pazar payına sahip 10 markadan biridir. Arzum'un bu kategoride 19 farklı ürünü vardır ve bu ürün satışlarının toplam ciroya oranı %10'un üzerindedir. Elektrikli süpürge kategorisi dünyada ve Türkiye'de küçük ev aletleri sektörü içerisindeki en büyük ürün kategorisidir.

Şirket üç ana satış kanalı üzerinden faaliyetlerini sürdürmektedir. 2019 ve 2020 itibarıyla Şirket satışlarının yarısından fazlası modern kanal yoluyla, %10'undan fazlası ise ihracat kanalıyla gerçekleşmektedir. Modern kanal yoluyla, teknoloji mağazalarında, supermarket ve hipermarketlerde, e-ticaret platformlarında, indirim marketlerinde faaliyet gösterilmektedir. Bu doğrultuda, MediaMarkt, Teknosa, Vatan Bilgisayar, Migros, Carrefoursa, Özdilek, Hepsiburada, Trendyol, Gittigidiyor, Amazon, N11, A101, BİM, Şok Marketler gibi firmalarla çalışılmaktadır. Şirket'in geleneksel kanaldaki müşterileri ise çeyiz mağazaları, çok kategorili perakende mağazaları ve toptan satış müşterileridir.

Şirket'in ihracat kanalı stratejisi ise ihracat yapılan pazarlarda güvenilir distribütörler ile uzun dönemli iş birlikleri yapmak üzerine kuruludur. Arzum, 2016'dan beri ihracat pazarlarına yönelik teknik regülasyonlar ve yeterlilik kriterlerine uyum sağlayabilmek için çeşitli sertifikasyon süreçlerini tamamlamış ve bazı özel gereklilikleri sağlamıştır.

Değerleme Yöntemleri

Arzum'un halka arz edilecek paylarının birim fiyat tespitinde aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

1. Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi)
2. Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)

İndirgenmiş Nakit Akımları

İndirgenmiş Nakit Akımları Tablosu (mn TL)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Net Satışlar	712	864	1.043	1.246	1.477	1.714	1.957	2.199	2.432	2.653
Satışlardaki 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%
Vergi Ödemeleri (-)	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
Net İşletme Sermayesi Artış (-)	33	47	58	66	75	77	79	79	76	72
Yatırım Harcaması (-)	18	22	26	31	37	41	45	51	56	61
Serbest Nakit Akışı	20	22	27	38	50	71	91	113	136	160
İndirgeme Oranı (AOSM)	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%
Serbest Nakit Akışının Bugünkü Değeri	17	16	17	21	24	29	32	34	35	36
Uç Değerin Bugünkü Değeri	261									
Terminal Büyüme Oranı	6,0%									
Terminal Değer	1.661									
Terminal Değerin Bugünkü Değeri	371									
Firma Değeri	632									
Net Finansal Borç (-)	62									
Özsermaye Değeri	570									

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Çarpan Analizi

Analizde Firma Değeri/Satışlar ve Firma Değeri/FAVÖK oranları kullanılmıştır. Benzer şirketlerin seçiminde şirketlerin Küçük Ev Aletleri pazarında aktif bir ürün gamı olmasına dikkat edilmiştir. Hem yurt içi hem yurt dışından seçilmiş benzer şirketlerin 1)30.09.2020 verileri son 12 ay olarak dikkate alınmıştır ve 2)2020 yılsonu tahmini çarpanlarına yer verilmiştir. İki farklı çarpan verisine eşit ağırlık verilmiştir. Çarpanlar 23.11.2020 tarihinde Bloomberg Terminali'nden elde edilmiştir. Çarpan analizinde sektör ortalamasını belirlemede medyan değerler dikkate alınmıştır, uç değerler dikkate alınmamıştır.

i. FD/Satışlar

Hisse Kodu	FD/Satışlar (Son 12 Ay)	FD/Satışlar (2020 Tahmini)
SEB	1,4	1,4
Coway	1,8	1,8
Delonghi	1,8	1,7
Joyung	2,6	2,5
Breville	3,5	3,5
Zojirushi	1,5	1,5
Lifetime Brands	0,9	0,8
İhlas Ev Aletleri	1,9	-
Midea Group	2,5	2,4
Whirlpool	0,9	0,9
Haier Electronics	1,1	1,0
Electrolux	0,6	0,6
Hisense	0,5	0,5
Arçelik	0,7	0,7
Zhejiang Meida	5,9	5,5
Vestel Beyaz Eşya	1,0	1,0
Amica	0,4	0,4
Medyan	1,2	1,0

ÇARPANLAR ANALİZİ SONUCU (TL)	Son 12 Ay	2020T
Satışlar	567.208.529	603.825.881
Benzer Şirketler FD/Satışlar Çarpanı Medyanı	1,2x	1,0x
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	640.935.570	528.563.783
Ortalama Özsermaye Değeri	584.758.676	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

ii. FD/FAVÖK

Hisse Kodu	FD/FAVÖK (Son 12 Ay)	FD/FAVÖK (2020 Tahmini)
SEB	12,9	12,4
Coway	5,8	5,9
Delonghi	11,9	11,6
Joyung	-	25,0
Breville	26,2	23,8
Zojirushi	14,6	15,2
Lifetime Brands	22,6	6,9
İhlas Ev Aletleri	11,0	-
Midea Group	-	21,0
Whirlpool	8,8	7,8
Haier Electronics	16,9	17,1
Electrolux	7,1	6,5
Hisense	-	9,1
Arçelik	6,0	6,0
Zhejiang Meida	-	15,7
Vestel Beyaz Eşya	5,8	6,7
Amica	5,6	5,9
Medyan	9,9	9,1

ÇARPANLAR ANALİZİ SONUCU (TL)	Son 12 Ay	2020T
FAVÖK	80.586.963	81.697.434
Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Medyanı	9,9x	9,1x
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	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Piyasa Çarpanlar Özeti

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

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

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Sonuç

DEĞERLEME SONUCU	Hesaplanan Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık	Özsermaye Katkısı (TL)
İNA	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		
Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi	706.415.120		
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		100%	607.892.195

HALKA ARZ ÖNCESİ DEĞER İSKONTO HESABI (TL)	Taban	Tavan
Nominal Sermaye Tutarı	32.210.000	
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	15,50	17,00

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme çalışmasında ulaşılan halka arz öncesi değer **607.892.195 TL**'dir. Bulunan bu değere %17,9 halka arz iskontosu uygulandığında hisse başına piyasa değeri 15,50 TL'ye ve %9,9 iskonto uygulandığında 17,00 TL'ye denk gelmektedir. Dolayısıyla halka arz için fiyat aralığı 15,50-17,00 TL olarak belirlenmiştir.

Görüşümüz

- Arzum Elektrikli Ev Aletleri ile ilgili hazırlanmış olan fiyat tespit raporunda, şirket ve faaliyet gösterilen sektöre ilişkin verilen bilgilerin, detaylı, anlaşılır ve yeterli olduğu görüşünderiz.
- İNA analizinde; değerlendirme parametrelerini ve varsayımlarını makul bulurken, nihai değer bulunmasında çarpan ve İNA analizine eşit ağırlık verilmesinin uygun olduğu görüşünderiz.
- Ulaşılan halka arz öncesi değere uygulanan farklı iskontolar ardından ulaşılan 15,50-17,00 TL fiyat aralığının makul olduğu görüşünderiz.

Özet Finansallar

KAR VE ZARAR TABLOSU	SON 12 AY				SON 9 AY	
	2017	2018	2019	3Ç2020	3Ç2019	3Ç2020
Net Satışlar	287.868.393	359.096.138	447.996.272	567.208.529	316.132.467	435.344.724
Brüt Kar	90.039.490	117.754.930	138.570.061	181.491.291	96.994.056	139.915.286
Brüt Kar Marjı	31,3%	32,8%	30,9%	32,0%	30,7%	32,1%
Operasyonel Giderler (-)	-63.366.710	-82.004.521	-96.015.884	-108.288.420	-70.091.559	-82.364.095
Operasyonel Gider Marjı	-22,0%	-22,8%	-21,4%	-19,1%	-22,2%	-18,9%
FVÖK	26.672.780	35.750.409	42.554.177	73.202.871	26.902.497	57.551.191
FVÖK Marjı	9,3%	10,0%	9,5%	12,9%	8,5%	13,2%
FAVÖK	28.595.886	38.400.713	48.561.695	80.586.963	31.378.417	63.403.685
FAVÖK Marjı	9,9%	10,7%	10,8%	14,2%	9,9%	14,6%
VÖK	17.210.483	20.433.934	20.669.498	69.642.853	8.376.279	57.349.634
VÖK Marjı	6,0%	5,7%	4,6%	12,5%	2,6%	13,2%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.