

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Arzum Elektrikli Ev Aletleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

#### Arzum Elektrikli Ev Aletleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Arzum Elektrikli Ev Aletleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	
Borsa Kodu	ARZUM
Halka Arz Yöntemi	Ortak Satışı
Halka Arz Şekli	Fiyat Aralığı İle Talep Toplama
Tahsisatlar	Yurt İçi Bireysel : %74 Yurt İçi Kurumsal : %25 Şirket Çalışanları : %1
Kote Olunacak Pazar	Yıldız Pazar
Talep Toplama Tarihleri	17-18 Aralık 2020
Halka Arz Öncesi Sermaye	32.210.000 TL
Ortak Satışı	13.306.475 TL
Ek Satış	1.995.971 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	32.210.000 TL
Halka Açıklık Oranı	41,3%
Talep Toplama Fiyatı-Taban	15,50 TL
Talep Toplama Fiyatı-Tavan	17,00 TL
Halka Arz Büyüklüğü-Taban (Ek Satış Hariç)	206.250.363 TL
Halka Arz Büyüklüğü-Tavan (Ek Satış Hariç)	226.210.075 TL
Halka Arz Büyüklüğü-Taban (Ek Satış Dahil)	237.187.913 TL
Halka Arz Büyüklüğü-Tavan (Ek Satış Dahil)	260.141.582 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri-Taban	499.255.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri-Tavan	547.570.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2020/09 - Taban	9,34
F/K 2020/09 - Tavan	10,24
FD/FAVÖK 2020/09 - Taban	6,96
FD/FAVÖK 2020/09 - Tavan	7,56
PD/DD 2020/09 - Taban	3,56
PD/DD 2020/09 - Tavan	3,90

## Özet Bilgi

- Şirket'in temelleri 1950'li yılların başlarında Kazım KOLBAŞI, Kemal KOLBAŞI ve İbrahim KOLBAŞI tarafından kurulan bir şahıs şirketine dayanmaktadır. 1966 yılında Arzum markası kullanılmaya başlanmıştır.
- Arzum, küçük ev aletleri sektöründe Türkiye'nin köklü ve bilinirliği en yüksek markalarındadır. Şirket farklı kategorilerde küçük ev aletleri dizayn etmekte, geliştirmekte, yerli ve uluslararası üretim firmaları ile işbirliği içerisinde üretim yaptırmakta, güçlü tedarik zinciri ve satış ağı ile Türkiye'de ihracat pazarında satış yapmakta ve satış sonrası servis ağı ile müşterilerine hizmet vermektedir.
- Şirket küçük ev aletleri sektöründeki faaliyetlerini aşağıdaki ürün kategorileri altında sürdürmektedir:
  1. Mutfak Aletleri
    - Gıda Hazırlama
    - Pişirme ve Kızartma
    - Sıcak İçecek Hazırlama
  2. Kişisel Bakım
    - Saç Kurutucular
    - Saç Şekillendiriciler
    - Epilasyon Cihazları ve Tıraş Makineleri
  3. Elektrikli Ev Aletleri
    - Ütü
    - Elektrikli Süpürge
- Şirket mutfak aletleri kategorisinde 131 farklı ürün ve 470'in üzerinde stok birim ürünlük (SKU), kişisel bakım kategorisinde 34 farklı ürün ve 80 stok birim ürünlük (SKU) ve elektrikli ev aletleri kategorisinde ise 45 farklı üründen oluşan 90 stok birim ürünlük (SKU) ürün gamına sahiptir.
- Yaygın satış kanalı Arzum'un önemli başarı faktörlerinden bir tanesidir. Şirket hâlihazırda üç ana satış kanalı üzerinden faaliyetlerini sürdürmektedir.
  1. Modern Kanal
    - Teknoloji Mağazaları
    - Süpermarketler ve Hipermarketler Kategorisi
    - E-Ticaret
    - İndirim Marketleri
  2. Geleneksel Kanal
    - Perakende Kanalı
    - Toptan Kanalı
  3. İhracat
  4. Diğer
- Arzum, 200'ün üzerinde ürün, 20.000'in 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.

### Ortaklık Yapısı

Arzum Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası Ek Satış Hariç		Halka Arz Sonrası Ek Satış Dahil	
	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı
SDA International	15.302.446	47,51%	1.995.971	6,20%	-	0,00%
Talip Murat Kolbaşı	3.449.692	10,71%	3.449.692	10,71%	3.449.692	10,71%
Ali Osman Kolbaşı	3.066.392	9,52%	3.066.392	9,52%	3.066.392	9,52%
Yasemin Rezan Kolbaşı	2.710.472	8,42%	2.710.472	8,42%	2.710.472	8,42%
Zeynep Figen Peker	2.710.472	8,42%	2.710.472	8,42%	2.710.472	8,42%
Aliye Kolbaşı	1.971.250	6,12%	1.971.250	6,12%	1.971.250	6,12%
Oktay Kolbaşı	1.259.411	3,91%	1.259.411	3,91%	1.259.411	3,91%
Rengin Yağan	1.259.411	3,91%	1.259.411	3,91%	1.259.411	3,91%
Murat Erkurt	209.135	0,65%	209.135	0,65%	209.135	0,65%
Ahmet Faralyalı	201.550	0,63%	201.550	0,63%	201.550	0,63%
Orhan Ayanlar	25.402	0,08%	25.402	0,08%	25.402	0,08%
Cenk Coşkuntürk	25.402	0,08%	25.402	0,08%	25.402	0,08%
Halit Görkem Oktay	18.965	0,06%	18.965	0,06%	18.965	0,06%
Halka Açık		0,00%	13.306.475	41,31%	15.302.446	47,51%
<b>Toplam</b>	<b>32.210.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>32.210.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>32.210.000</b>	<b>100,0%</b>

### Mali Tablolar

Arzum Bilanço (TL)				
VARLIKLAR	2017	2018	2019	2020/09
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>184.594.052</b>	<b>240.645.347</b>	<b>288.860.755</b>	<b>411.470.757</b>
Nakit ve nakit benzerleri	3.042.622	4.627.660	8.202.150	29.787.642
Ticari alacaklar	141.480.537	172.171.253	221.802.324	279.142.298
<i>İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar</i>	<i>141.480.537</i>	<i>172.171.253</i>	<i>221.802.324</i>	<i>279.142.298</i>
Diğer alacaklar	60.286	126.348	136.041	145.685
<i>İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar</i>	<i>60.286</i>	<i>126.348</i>	<i>136.041</i>	<i>145.685</i>
Stoklar	34.040.669	52.340.642	45.778.365	81.105.314
Peşin ödenmiş giderler	3.878.474	7.035.459	9.363.829	18.849.494
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar	2.064.293	4.338.813	3.578.046	
Türev finansal varlıklar				2.440.324
Diğer dönen varlıklar	27.171	5.172		
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>17.116.310</b>	<b>20.691.538</b>	<b>29.297.136</b>	<b>50.355.533</b>
Ticari alacaklar	3.706.755			865.901
<i>İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar</i>	<i>3.706.755</i>			<i>865.901</i>
Maddi duran varlıklar	8.376.579	12.567.267	18.422.215	22.038.955
Maddi olmayan duran varlıklar	1.985.168	3.203.839	3.598.454	4.183.837
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	336.033	684.433	480.034	154.400
Kullanım hakkı varlıkları			3.704.726	7.764.567
Peşin ödenmiş giderler	728.990	784.313	527.362	2.694.975
Ertelenen vergi varlıkları	1.982.785	3.451.686	2.564.345	12.652.898
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>201.710.362</b>	<b>261.336.885</b>	<b>318.157.891</b>	<b>461.826.290</b>

KAYNAKLAR	2017	2018	2019	2020/09
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>94.808.624</b>	<b>174.399.985</b>	<b>213.046.796</b>	<b>309.789.972</b>
Kısa vadeli borçlanmalar	17.606.250	25.429.221	63.848.089	83.322.506
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	525.894	25.748.031		
Kiralama işlemlerinden borçlar			1.982.010	3.165.133
Ticari borçlar	55.760.977	78.165.578	119.251.935	157.446.658
<i>İlişkili taraflara ticari borçlar</i>	750.918	299.135	24.043	19.030
<i>İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar</i>	55.010.059	77.866.443	119.227.892	157.427.628
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	950.378	746.608	879.597	4.978.302
Diğer borçlar	78.022	9.053.946	236.031	15.918
<i>İlişkili taraflara diğer borçlar</i>		9.000.000		
<i>İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar</i>	78.022	53.946	236.031	15.918
Müşteri sözleşmelerinden doğan yükümlülükler	7.199.620	15.219.538	14.592.878	37.468.167
Dönem karı vergi yükümlülüğü			146.549	9.237.539
Kısa vadeli karşılıklar	6.328.072	8.741.392	6.286.248	7.431.442
<i>Çalışanlara sağlanan fayd. ilişkin kısa vadeli kar.</i>	2.909.279	4.801.826	2.548.883	3.339.606
<i>Diğer kısa vadeli karşılıklar</i>	3.418.793	3.939.566	3.737.365	4.091.836
Ertelenmiş gelirler	4.662.562	5.656.663	4.312.746	3.109.519
Türev finansal yükümlülükler	130.326	3.890.602	63.753	
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	1.566.523	1.748.406	1.446.960	3.614.788
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>28.195.773</b>	<b>3.125.171</b>	<b>6.389.714</b>	<b>11.760.044</b>
Uzun vadeli borçlanmalar	25.000.000			
Kiralama işlemlerinden borçlar			1.887.616	4.911.038
Uzun vadeli karşılıklar	3.195.773	3.125.171	4.502.098	6.849.006
<i>Çalışanlara sağlanan fayd. ilişkin uzun vadeli kar.</i>	1.695.956	1.866.753	3.063.009	3.904.388
<i>Diğer uzun vadeli karşılıklar</i>	1.499.817	1.258.418	1.439.089	2.944.618
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>123.004.397</b>	<b>177.525.156</b>	<b>219.436.510</b>	<b>321.550.016</b>
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>78.705.965</b>	<b>83.811.729</b>	<b>98.721.381</b>	<b>140.276.274</b>
Ödenmiş sermaye	32.210.000	32.210.000	32.210.000	32.210.000
Sermaye düzeltme farkları	148.360	148.360	148.360	148.360
Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kayıpları	-897.692	-1.009.017	-1.712.746	-1.987.728
Hisse senedi ihraç primleri	18.635.298	18.635.298	18.635.298	18.635.298
Yabancı para çevrim farkları	100.869	518.159	738.890	1.927.543
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	2.735.277	4.557.008	5.330.577	6.401.154
Geçmiş yıllar karları	11.993.144	13.651.742	27.978.352	38.483.735
Net dönem karı	13.780.709	15.100.179	15.392.650	44.457.912
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>201.710.362</b>	<b>261.336.885</b>	<b>318.157.891</b>	<b>461.826.290</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Arzum Gelir Tablosu						
TL	2017	2018	2019	2019/09	2020/09	Son 4Ç
Hasılat	287.868.393	359.096.138	447.996.272	316.132.467	435.344.724	567.208.529
Yıllık Değişim		24,7%	24,8%		37,7%	
Satışların maliyeti	-197.828.903	-241.341.208	-309.426.211	-219.138.411	-295.429.438	-385.717.238
Yıllık Değişim		22,0%	28,2%		34,8%	
<b>Brüt Kar</b>	<b>90.039.490</b>	<b>117.754.930</b>	<b>138.570.061</b>	<b>96.994.056</b>	<b>139.915.286</b>	<b>181.491.291</b>
Yıllık Değişim		30,8%	17,7%		44,3%	
Brüt Kar Marjı	31,3%	32,8%	30,9%	30,7%	32,1%	32,0%
Satış, pazarlama ve dağıtım giderleri	-47.671.176	-61.982.480	-74.782.502	-54.282.419	-63.620.001	-84.120.084
Genel yönetim giderleri	-15.695.534	-20.022.041	-21.233.382	-15.809.140	-18.744.094	-24.168.336
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>26.672.780</b>	<b>35.750.409</b>	<b>42.554.177</b>	<b>26.902.497</b>	<b>57.551.191</b>	<b>73.202.871</b>
Yıllık Değişim		34,0%	19,0%		113,9%	
Faaliyet Kar Marjı	9,3%	10,0%	9,5%	8,5%	13,2%	12,9%
Amortisman	1.923.106	2.650.304	6.007.518	4.475.920	5.852.494	7.384.092
<b>FAVÖK1</b>	<b>28.595.886</b>	<b>38.400.713</b>	<b>48.561.695</b>	<b>31.378.417</b>	<b>63.403.685</b>	<b>80.586.963</b>
Yıllık Değişim		34,3%	26,5%		102,1%	
FAVÖK1 Marjı	9,9%	10,7%	10,8%	9,9%	14,6%	14,2%
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	4.082.177	8.117.201	2.303.817	1.995.666	9.852.897	10.161.048
Esas faaliyetlerden diğer giderler	-3.613.180	-6.984.669	-3.036.426	-3.186.293	-1.059.463	-909.596
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>27.141.777</b>	<b>36.882.941</b>	<b>41.821.568</b>	<b>25.711.870</b>	<b>66.344.625</b>	<b>82.454.323</b>
Yıllık Değişim		35,9%	13,4%		158,0%	
<b>FAVÖK2</b>	<b>29.064.883</b>	<b>39.533.245</b>	<b>47.829.086</b>	<b>30.187.790</b>	<b>72.197.119</b>	<b>89.838.415</b>
Yıllık Değişim		36,0%	21,0%		139,2%	
FAVÖK2 Marjı	10,1%	11,0%	10,7%	9,5%	16,6%	15,8%
<b>Finansman Gelir Öncesi Faaliyet Karı</b>	<b>27.141.777</b>	<b>36.882.941</b>	<b>41.821.568</b>	<b>25.711.870</b>	<b>66.344.625</b>	<b>82.454.323</b>
Finansman gelirleri	371.038	1.705.742	2.246.515	1.175.263	2.035.794	3.107.046
Finansman giderleri	-10.302.332	-18.154.749	-23.398.585	-18.510.854	-11.030.785	-15.918.516
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>17.210.483</b>	<b>20.433.934</b>	<b>20.669.498</b>	<b>8.376.279</b>	<b>57.349.634</b>	<b>69.642.853</b>
Vergi gideri	-3.429.774	-5.333.755	-5.276.848	-1.977.608	-12.891.722	-16.190.962
Dönem vergi gideri	-3.668.319	-6.774.825	-4.213.575	-7.820.054	-22.911.529	-19.305.050
Ertelenen vergi (gideri) / geliri	238.545	1.441.070	-1.063.273	5.842.446	10.019.807	3.114.088
<b>Dönem Karı</b>	<b>13.780.709</b>	<b>15.100.179</b>	<b>15.392.650</b>	<b>6.398.671</b>	<b>44.457.912</b>	<b>53.451.891</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

## Değerleme

- Yapı Kredi Yatırım, Arzum'un halka arz fiyatının tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımı ve Çarpan metodunu kullanmış olup, her iki yöntem de eşit ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Arzum özelinde yönetimin beklentilerini yansıtması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

## Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.

- Yapı Kredi Yatırım tarafından Arzum'un halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi ve yurt dışı benzer sektörde faaliyet gösteren şirketlerin Firma Değeri/Satışlar (FD/Satışlar) ve Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanlarının medyanı kullanılmıştır. FD/Satışlar ve FD/FAVÖK çarpanlarının medyan değerlerinin kullanılmasını makul bulmakla birlikte Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanının da kullanılması gerektiği kanaatindeyiz.
- Çarpan analizinde yurt içi ve yurt dışı ayırımına gidilmeyerek toplamda 17 benzer şirketin FD/Satışlar ve FD/FAVÖK çarpanları kullanılarak analiz gerçekleştirilmiştir. Değerlemede yurt içi ve yurt dışı şirket ayırımının yapılması gerektiği kanaatindeyiz.
- Küçük ev aletleri (KEA) pazarında faaliyet gösteren Arzum, KEA ve beyaz eşyayı içeren dayanıklı tüketim sektöründe faaliyet gösteren halka açık yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin 30.09.2020 verileri son 12 aylık gerçekleşen ve 2020 tahmini tutarları dikkate alınmıştır. Benzer şirketlerin çarpanları 23 Kasım 2020 itibariyle Bloomberg'den elde edilmiştir.

#### FD/Satışlar Çarpanı

- Arzum ile benzer olduğuna kanaat getirilerek seçilmiş 17 şirketin 1'i en yüksek uç değerine sahip olduğundan analize dahil edilmemiştir. FD/Satışlar çarpanı hesaplanırken, benzer şirketlerin son 12 aylık ve 2020 tahmini verileri ile FD/Satışlar çarpanlarının medyanı alınarak Son 12 aylık için 1,2 ve 2020 tahmini için 1,0 FD/Satışlar çarpanı hesaplanmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- İki farklı dönemde gelen özsermaye değerlerinin aritmetik ortalaması alınarak Arzum için 584.758.676 TL değer hesaplanmıştır.

Benzer Şirketler	Son 12 Ay	2020T
Satışlar	567.208.529	603.825.881
FD/Satışlar Medyanı (x)	1,2	1,0
Firma Değeri	702.564.605	590.174.818
Net Finansal Borç (-)	61.611.035	61.611.035
Özsermaye Değeri	640.953.570	528.563.783
<b>Ortalama Özsermaye Değeri</b>	<b>584.758.676</b>	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

#### FD/FAVÖK Çarpanı

- Arzum ile benzer olduğuna kanaat getirilerek seçilmiş 17 şirketin 1'i en yüksek uç değerine sahip olduğundan analize dahil edilmemiştir. FD/FAVÖK çarpanı hesaplanırken, benzer şirketlerin son 12 aylık ve 2020 tahmini verileri ile FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı alınarak Son 12 aylık için 9,9 ve 2020 tahmini için 9,1 FD/FAVÖK çarpanı hesaplanmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- İki farklı dönemde gelen özsermaye değerlerinin aritmetik ortalaması alınarak Arzum için 706.415.120 TL değer hesaplanmıştır.

Benzer Şirketler	Son 12 Ay	2020T
FAVÖK	80.586.963	81.697.434
FD/FAVÖK Medyanı (x)	9,9	9,1
Firma Değeri	798.158.074	737.894.236
Net Finansal Borç (-)	61.611.035	61.611.035
Özsermaye Değeri	736.547.039	676.283.201
<b>Ortalama Özsermaye Değeri</b>	<b>706.415.120</b>	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Sonuç olarak çarpan değerlemesinde FD/Satışlar ve FD/FAVÖK çarpan değerleri eşit ağırlıklandırılarak 645.586.898 TL piyasa değeri tespit edilmiştir.

Çarpan Analiz Sonucu	Hesaplanan Öz. Değ.	Ağırlık
FD/Satışlar	584.758.676	50%
FD/FAVÖK	706.415.120	50%
<b>Özsermaye Değeri</b>	<b>645.586.898</b>	

### İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve şirketin 5 yıllık iş planı doğrultusunda hazırlanmış olup 2021-2030 yılları için 10 yıllık süreç projekte edilmiştir.
- **Satışlar:** Arzum'un satış projeksiyonları oluşturulurken tüme varım yaklaşımı benimsenerek farklı ürün kategorilerindeki satışları ve satış kanallarındaki trendler analiz edilmiştir. Şirket Türkiye küçük ev aletleri pazarının projeksiyon döneminde de ürün penetrasyonlarının ve yenileme sıklığının artması, teknolojik gelişmeler, sağlıklı yaşam ve evde tüketim trendlerindeki yükselişin etkisiyle reel büyümeyi sürdürmeyi öngörmektedir. Şirketin üst segment ürünlerin payının artması ve elektrik süpürgesi kategorisi başta olmak üzere farklı kategorilerde devreye almayı beklediği yeni ürünlerin etkisiyle reel büyümenin devamı beklenmektedir. Şirket 2020 yılının ilk 9 aylık döneminde %37,7'lik ciro büyümesi yaşamış olup 2020 tamamında %34,8 ciro büyümesi öngörmüştür. Bununla birlikte 2021-2030 yıllarında %9,1-%21,3 aralığında ciro büyümeleri öngörülmüş olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- **Satışların Maliyeti:** Projeksiyonda 2021-2030 yılları için satışların maliyeti oranları 2021 yılı için %67,4, 2022 yılı için %66,8, 2023 yılı için %66,5, 2024 yılı için %66,3, 2025 yılı için %66,2 ve diğer yıllar için %66,1 olarak öngörülmüştür. Geçmiş yıl ve 2020 ilk 9 aylık dönemine ilişkin satış maliyetleri göz önünde bulundurulduğunda oranlar makul karşılanabilir.
- **Faaliyet Giderleri:** Faaliyet giderlerinin satışa oranında, satış ve pazarlama giderleri kaynaklı artış öngörülmektedir. 2020 yılı için %18,8 olarak tahmin edilen oran 2021 yılı için %20,5, 2022 yılı ve sonrasında %20,7 olarak öngörülmüş olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- **İşletme Sermayesi:** Modern kanalın satışların içerisindeki payını artırmasıyla alacak süresinin kademeli olarak düşmesi, stok süresinde herhangi bir değişiklik olmaması öngörülmektedir. Tahsilat, stokta kalma ve borç ödeme süreleri 2022 yılı ve sonrasında sırasıyla 165, 70 ve 140 gün olacağı değerlendirilmiş olup tarafımızca makul görülmektedir.
- **Yatırım Harcamaları:** Şirketin kendi ürünlerine yaptığı yatırımlar haricinde öngörülen büyük bir yatırım planı olmadığından geçmiş yıllar ile uyumlu olarak 2020-2025 periyodunda satışlara oranı %2,5 olması sonraki dönemde şirketin olgunlaşmasıyla bu oranın sınırlı olarak düşeceği tahmin edilmiş olup tarafımızca makul bulunmaktadır.
- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlama Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.

- **Risksiz Getiri Oranı:** Türkiye'deki 10 yıllık tahvilin güncel faiz oranı baz alınarak risksiz getiri oranı %12,5 olarak kabul edilmiş olup muhafazakar tarafta kalmak açısından son bir yıllık ortalamasının alınmasının daha makul olduğu kanaatindeyiz.
  - **Hisse senedi risk primi:** %5,5 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
  - **Beta:** 1 kabul edilmiş olup tarafımızca makuldür.
  - **Özsermaye Maliyeti :** %18,00 olarak hesaplanmıştır.
  - **Borçlanma Maliyeti:** Şirketin vergi öncesi borçlanma maliyeti %16,00 olarak alınmıştır ve tarafımızca makul karşılanmaktadır.
  - **Özkaynak Oranı:** %65 olarak kullanılan özkaynak oranı, tarafımızca finansal borçlar ve özkaynak içerisindeki payının alınmasıyla %60,55 olarak hesaplanan değerden yüksek olması sebebiyle tarafımızca makul karşılanmaktadır. Böylelikle AOSM %16,2 olarak hesaplanmıştır.
- **Uç Değer Büyüme Oranı:** %6 olarak varsayılmıştır.
  - Sonuçta İNA'dan şirket için, firma değerinden 61.611.035 TL net borç düşülerek 570.197.491 TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

### Halka Arz Değeri

Değerleme Yöntemi	Özsermaye Değeri	Ağırlık
İndirgenmiş Nakit Akımı	570.197.491	50%
Piyasa Çarpan Analizi	645.586.898	50%
<b>Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri</b>	<b>607.892.195</b>	

Değerleme Sonucu	Taban	Tavan
Sermaye	32.210.000	
Özsermaye Değeri	607.892.195	
Halka Arz İskonto Oranları	17,9%	9,9%
Halka Arz İsk. Özsermaye Değ.	499.255.000	547.570.000
<b>Halka Arz Fiyatı</b>	<b>15,50</b>	<b>17,00</b>

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken Çarpan Analizi ve İNA'dan hesaplanan piyasa değerlerinin ortalaması alınmış 607.892.195 TL değer hesaplanmıştır. Uygulanan %17,9 ve %9,9'luk iskonto sonrası hisse başına fiyat 15,50 ve 17,00 TL olarak hesaplanmaktadır. Halka arz için uygulanan iskonto oranlarının makul olduğu kanaatindeyiz.

### Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Arzum'un fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Arzum özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.



- Yapı Kredi Yatırım tarafından Arzum'un halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi ve yurt dışı benzer sektörde faaliyet gösteren şirketlerin Firma Değeri/Satışlar (FD/Satışlar) ve Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanlarının medyanı kullanılmıştır. FD/Satışlar ve FD/FAVÖK çarpanlarının medyan değerlerinin kullanılmasını makul bulmakla birlikte Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanının da kullanılması gerektiği kanaatindeyiz.
- Çarpan analizinde yurt içi ve yurt dışı ayrımına gidilmeyerek toplamda 17 benzer şirketin FD/Satışlar ve FD/FAVÖK çarpanları kullanılarak analiz gerçekleştirilmiştir. Değerlemede yurt içi ve yurt dışı şirket ayrımının yapılması gerektiği kanaatindeyiz.
- Türkiye'deki 10 yıllık tahvilin güncel faiz oranı baz alınarak risksiz getiri oranı %12,5 olarak kabul edilmiş olup muhafazakar tarafta kalmak açısından son bir yıllık ortalamasının alınmasının daha makul olduğu kanaatindeyiz.
- İNA metodunda 10 yıllık gelir tablosu ve bilanço kalemleri Şirket yönetiminin beklentileriyle geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2021-2030 yılları için projekte edilmiş olması makuldür.
- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken Çarpan Analizi ve İNA'dan hesaplanan piyasa değerlerinin ortalaması alınmış olması tarafımızca makul bulunmaktadır.
- Uygulanan %17,9 ve %9,9'luk iskontoların makul olduğunu düşünmekteyiz.
- Sonuç olarak Arzum'un halka arz fiyatının tespit edilmesinde %17,9 ve %9,9 halka arz iskontoları sonrası hesaplanan 15,5-17 TL pay başı talep toplama fiyat aralığının makul olduğu kanaatindeyiz.