

Arçelik

Endeksin Üzerinde (önceki: Nötr)

Cari Fiyat: 114,0TL

12-ay Fiyat Hedefi: 114,0TL (önceki:84,6TL)

Analist Kayahan Demirak

Kayahanazmi.demirak@akyatirim.com.tr

4Ç22 Bilanço Değerlendirmesi

4Ç22 beklenti – gerçekleşme				Hisse Performansı		Marjlar	
milyon TL	Gerçek	Anket	Ak Yat.				
Net Satışlar	39,192	39,081	39,407	1A			
FAVÖK	3,601	3,619	3,625	3A			
FAVÖK marjı	9.19%	9.26%	9.20%	YBB			
Net Kar	2,565	968	781				

Tek seferlik gelirler nedeniyle net kar beklentilerin oldukça üzerinde

Arçelik 4Ç22'de 2565 milyon TL net kar açıkladı (4Ç21 net kar: 790mn TL). Açıklanan net kar piyasa beklentisi 968 milyon TL ve bizim beklentimiz 781 milyon TL'nin oldukça üzerinde gerçekleşti. Rusya operasyonlarının satın alınması kaynaklı kaydedilen 1.4 milyar TL'lik negatif şerefiye ve 493mn TL'lik net vergi geliri beklentilerimizdeki sapmanın temel sebepleri. Tek seferlik kalemler hariç bakıldığında net kar beklentilerimize büyük ölçüde paralel.

Operasyonel sonuçlarda sürpriz yok: 4Ç22'de satışlar yıllık %74 artışla 39,2 milyar TL'ye yükseldi ve beklentilere paralel gerçekleşti. Indesit International JSC ve Whirlpool RUS LLC'nin konsolidasyonu, 1507 milyon TL ek gelir katkısı sağladı. Satın alma etkileri hariç bakıldığında organik ciro artışı %65 seviyesinde gerçekleşti. Yurt içi satışlar beyaz eşya tarafında %5'lik hacim artışı ve fiyat artışları ve baz etkisiyle yıllık bazda %111 artış gösterdi. Yurt içi satışların payı 4Ç22'de %32 seviyesine yükseldi (önceki: %30). Türkiye genelinde ise beyaz eşya pazarı, 4Ç22'de adetsel olarak %12 büyüdü. Yurtdışı tarafında (4Ç22'de Avro cinsinden), Batı Avrupa gelirleri (%26 ciro payı) nispeten yüksek baz ve zayıflayan talep nedeniyle yıllık bazda yatay kalırken, Doğu Avrupa (%18 ciro payı) ve Afrika & Orta Doğu (%8 ciro payı) bölgelerinde satışlar sırasıyla %16 ve %13 arttı. Asya-Pasifik bölgesinin (%14 ciro payı) satışları ise büyük ölçüde Pakistan'da zayıflayan yerel para birimi ve etkisi devam eden sel felaketi nedeniyle %5 geriledi. 4Ç22 FAVÖK beklentilere paralel yıllık %102 artışla 3,601 milyon TL oldu (Ak Yatırım: 3,625 milyon TL; Piyasa: 3,619 milyon TL). 4Ç22 FAVÖK marjı sıkı faaliyet gider kontrolü ve maliyetlerdeki normalleşme neticesinde yıllık bazda 1.3 puan artışla %9.2 oldu.

Nakit akışında güçlü iyileşme: Net işletme sermayesinin satışlara oranı Türkiye'de iyileşen tahsilat süreleri ve azalan stokların etkisiyle yılsonunda %21,0 seviyesine geriledi (önceki: %26,3). Net borç, güçlü serbest nakit akışının etkisiyle yılsonunda 26,9 milyar TL seviyesine geriledi (3Ç22 net borç: 28,1 milyar TL). Arçelik net işletme sermayesi yoğunluğunu son 3 yılda azaltma konusunda oldukça başarılı oldu. 2023 hedefleri burada bir miktar normalleşme öngörse de, mevcut beklentiler tarihi ortalamaların altında.

2023 hedefleri: Arçelik 2023'de ~%45 konsolide ciro büyümesi (45% Türkiye operasyonlarında TL bazlı ve 6% yurtdışı faaliyetlerinden fx bazlı), ~%10.0 FAVÖK marjı ve 300 milyon Avro yatırım ve %23-%25 net işletme sermayesi / satış oranı öngörüyor. Şirket, 2022'de önemli bir hacim artışı öngörmüyor. Dolayısıyla, beklenen ciro büyümesi çoğunlukla fiyat artış

ve ürün kompozisyonundaki değişim etkisi kaynaklı. Yatırım harcamaları beklentisi, Mısır (2023'te kurulması planlanan 100 milyon dolar tutarında) ve Bangladeş'teki yeni fabrika yatırımlarını da içeriyor.

Yorum ve Öneri: Sonuçlara piyasa tepkisinin, net kar tarafındaki pozitif sapma büyük ölçüde tek seferlik kalemlerden kaynaklandığı için nötr olmasını bekliyoruz. Şirket beklentilerinin işaret ettiği FAVÖK de büyük ölçüde konsensüs beklentilerine paralel. Arçelik hisseleri için 12 aylık hedef fiyatımızı 154,0 TL'ye (önceki: 86,4 TL) revize ettik ve tavsiyemizi Endeksin Üzerinde Getiri olarak güncelliyoruz. Hedef fiyatımızdaki yukarı yönlü güncellenmenin temel sebepleri i) makro tahminlerimizde revizyon (Avro bazlı risksiz getiri oranını 1.0 puan aşağı revize ettik), uzun vadeli işletme sermayesi yoğunluğunda öngördüğümüz iyileşme ve Rusya faaliyetlerinden artan katkısı olarak özetleyebiliriz. Ek olarak, şirketin Avrupa'da Whirlpool ile açıkladığı birleşme kaynaklı hedef fiyatımıza hisse başına 27,0 TL değerleme katkısı ekledik. Buradaki değerlememizin temelini birleşme sonrası yaratılması beklenen 200 milyon Avro'luk maliyet tasarrufları oluşturuyor. Mevcut finansal tahminlerimizde birleşme kaynaklı bir etki yok. İşlemin tamamlanmasını düzenleyici makamların onayına tabi ve 2023'ün ikinci yarısında tamamlanması planlanıyor.

Birleşme İşlemin kısa özeti ve açıklama sonrasında yapılan telekonferansta öne çıkan noktalar: Arçelik ve Whirlpool, Avrupa beyaz eşya işlerinin yeni bir ortak girişimde birleşmesi konusunda mutabakata vardı. Yeni şirketin %75'ine Arçelik ve %25'ine Whirlpool sahip olacak. Anlaşmanın 2Y23'te tamamlanması bekleniyor. Whirlpool'un İtalya, Polonya, Slovakya ve İngiltere'deki 14 üretim tesisi ve 38 iştiraki ile Arçelik'in Avrupa'daki 25 iştiraki ve Romanya'daki 2 üretim tesisi yeni şirkete devredilecek. Arçelik'in Grundig, Arctic, Elektrabregenz, Flavel ve Leisure markaları ile Whirlpool'un Indesit, Hotpoint, Ignis, Privileg ve Bauknecht markaları da anlaşma dahilinde yeni şirkete devredilecek. Ek olarak, yeni şirket Beko, Blomberg ve Altus ve Whirlpool markalarının 40 yıl bölgesel kullanım hakkına sahip olacak. Son olarak Arçelik, Whirlpool'un merkezleri Birleşik Arap Emirlikleri ve Fas'ta bulunan iki bağlı ortağını 20 milyon Euro'ya bedel ile satın alacak.

- **Birleşme işleminin 200 milyon Euro'nun üzerinde maliyet avantajı yaratması bekleniyor.** Bu tasarrufun daha iyi kapasite kullanımı, tedarik ve lojistikten avantajlarından gelmesi bekleniyor. Sinerjilerin %30'unun yakın dönemde (1-1,5 yıl) gerçekleşmesi ve geri kalanının ise 4-5 yılda kademeli olarak tamamlanması bekleniyor.
- İlan edilen ortaklık yapısı için tarafların birbirlerine ödeme yapmasına mevcut durumda gerek yok. FAVÖK, işletme sermayesi ve net varlık değerine ilişkin yılsonu kapanışları bazı düzeltmeler gerektirebilir.
- **Yeni şirketin net işletme sermayesi yapısının, Arçelik'in konsolide rakamlarına olumlu katkı yapması bekleniyor.** Arçelik'in %25 seviyelerinde olan net işletme sermayesi / satış oranı %20 - %23 aralığına gerileyebilir. Birleşme nedeniyle konsolide net borçta önemli bir olumsuz etki beklenmemektedir.
- Yeni şirketin cirosu 9A22 itibarıyla 4826mn Euro seviyesinde. Burada Arçelik ve Whirlpool'un sırasıyla 1856mn Euro ve 2430mn Euro katkısı bulunuyor. Yeni şirketin toplam satışlarının 6,0 milyar Euro'nun üzerinde olması bekleniyor.
- Whirlpool'un açıklamasına göre elden çıkarılan işletmeler (MENA satışı dahil), 9A22'de 2650 milyon Euro gelir ve -80 milyon Euro FVÖK elde etti. Şu anda Arçelik'in solo Avrupa karlılığına ilişkin herhangi bir veri bulunmamakta. Arçelik daha düşük ciro (toplamın %43'ü) ve net varlık katkısına (Whirlpool'un 14 üretim tesisine karşılık Arçelik'in 2 tesisi) rağmen yeni kurulan şirkette %75 oranında pay sahibi oldu. Bu durum, Arçelik'in Avrupa faaliyetlerinin önemli ölçüde daha iyi FVÖK yarattığına işaret ediyor. Net varlık değeri, FAVÖK ve işletme sermayesi oluşan sahiplik yapısının temel belirleyicileri. **Arçelik telekonferansta, döngüsel olarak yüksek enerji, hammadde ve lojistik maliyetlerinin Avrupa operasyonlarının karlılığı üzerinde baskı oluşturduğunu ve burada organik iyileşme için de alan bulunduğuna dikkat çekti.** Birleşme kaynaklı olası sinerjilerinin başarılı bir şekilde uygulanması değer yaratmanın anahtarı olacaktır diye düşünüyoruz. **Birleşme sonrası yaratılan toplam varlıkların daha verimli kullanılması Arçelik için oldukça değer artırıcı olacaktır.**
- Whirlpool, altıncı yılda belirli performans göstergelerine dayalı bir hisse satım opsiyonuna sahip olacak.
- Beko ve Whirlpool markalarına telif ödemeleri yeni oluşum altında da devam edecek.

Özet Tablo				
Bloomberg Kodu	ARCLK TI			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY154.00			
Son kapanış, TL/hisse	TRY114.00			
Yukarı potansiyel	%35			
Halka açıklık oranı	%15			
Piyasa değeri, TL mn	77,033			
Firma değeri, TL mn	99,537			
Finansal veriler	2021	2022	2023T	2024T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	68,184	133,916	193,949	243,694
FAVÖK	6,830	11,859	19,866	25,525
Net kar	3,065	4,325	4,840	7,847
Net borç	16,565	26,910	39,434	45,787
Net borç/FAVÖK	2.43	2.27	1.99	1.79
FAVÖK marjı	%10.0	%8.9	%10.2	%10.5
Net marj	%4.5	%3.2	%2.5	%3.2
Ciro, y/y	%67	%96	%45	%26
FAVÖK, y/y	%35	%74	%68	%28
Net kar, y/y	%8	%41	%12	%62
F/K	7.7	17.8	15.9	9.8
FD/FAVÖK	5.1	8.3	5.6	4.6
FD/Ciro	0.5	0.7	0.6	0.6

Kaynak: Ak Yatırım Tahminleri

Temel Finansal Göstergeler	2022/4Q	2021/4Q	Δ YoY	2022/3Q	Δ QoQ	2022/12M	2021/12M	Δ YoY
Temel Finansal Göstergeler	4Ç22	4Ç21	y/y	3Ç22	ç/ç	12A22	12A21	y/y
Temel K/Z Kalemleri								
Net Satışlar (mn TL)	39,192	22,519	74.04%	34,255	14.41%	133,916	68,184	96.40%
Brüt Kar (mn TL)	11,377	6,477	75.65%	9,861	15.37%	39,493	20,478	92.85%
FAVÖK (mn TL)	3,601	1,779	102.40%	2,915	23.56%	11,859	6,853	73.04%
FVÖK (mn TL)	2,663	1,121	137.67%	2,035	30.91%	8,548	5,008	70.70%
Diğer Faaliyet Gelirleri/Giderleri (mn TL)	-49	1,889	n.m.	-201	-75.75%	542	2,013	-73.06%
Net Finansal Gelir/Gider (mn TL)	-1,829	-2,308	-20.75%	-1,578	15.88%	-6,289	-3,660	71.82%
Net Vergi Geliri/Gideri (mn TL)	432	-82	n.m.	264	64.09%	505	-372	n.m.
Diğer Gelirler/Giderler (mn TL)	1,347	170	693.81%	-183	n.m.	1,019	76	1233.07%
Net Kar (mn TL)	2,565	790	224.68%	336	663.87%	4,325	3,065	41.11%
Temel Bilanço Kalemleri								
Net Nakit (mn TL)	-26,910	-16,565	62.45%	-28,116	-4.29%	-26,910	-16,565	62.45%
Net Nakit (mn ABD\$)	-1,350	-1,243	8.62%	-1,518	-11.09%	-1,439	-1,243	15.80%
Finansal Borç (mn TL)	51,439	32,579	57.89%	48,542	5.97%	51,439	32,579	57.89%
Finansal Borç (mn ABD\$)	2,751	2,444	12.55%	2,621	4.95%	2,751	2,444	12.55%
İşletme Sermayesi (mn TL)	32,503	20,571	58.00%	34,833	-6.69%	32,503	20,571	58.00%
İşletme Sermayesi (mn ABD\$)	1,738	1,543	12.63%	1,881	-7.59%	1,738	1,543	12.63%
Maddi Duran Varlıklar (mn TL)	20,822	13,125	58.64%	19,885	4.72%	20,822	13,125	58.64%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar (mn TL)	9,755	6,573	48.40%	9,173	6.35%	9,755	6,573	48.40%
Ana Ortaklığa Ait Özkaynak (mn TL)	24,948	19,383	28.71%	23,127	7.87%	24,948	19,383	28.71%
Net Döviz Pozisyonu (Hedge dahil) (mn TL)	-463	-1,394	-66.81%	724	n.m.	-463	-1,394	-66.81%
Net Döviz Pozisyonu (Hedge dahil) (mn ABD\$)	-25	-105	-76.34%	39	n.m.	-25	-105	-76.34%
Operasyonel Nakit Akışı (mn TL)	5,859	580	909.34%	3,489	67.90%	5,096	-1,073	n.m.
Serbest Nakit Akışı (mn TL)	3,438	-210	n.m.	3,080	11.62%	475	-5,456	n.m.
Net Nakit Değişimi (mn TL)	4,054	7,672	-47.16%	5,472	-25.91%	8,466	4,024	110.41%

Temel Finansal Oranlar								
Brüt Marj	29.03%	28.76%	0.27ppt	28.79%	0.24ppt	29.49%	30.03%	-0.54ppt
FAVÖK Marjı	9.19%	7.90%	1.29ppt	8.51%	0.68ppt	8.86%	10.05%	-1.20ppt
FVÖK Marjı	6.80%	4.98%	1.82ppt	5.94%	0.86ppt	6.38%	7.34%	-0.96ppt
Net Marj	6.54%	3.51%	3.04ppt	0.98%	5.56ppt	3.23%	4.49%	-1.27ppt
Aktif Karlılığı - S12A	3.83%	4.96%	-1.13ppt	2.58%	1.25ppt	3.83%	4.96%	-1.13ppt
Özkaynak Karlılığı - S12A	19.59%	19.77%	-0.17ppt	12.72%	6.87ppt	19.59%	19.77%	-0.17ppt
Net İşletme Sermayesi/Satışlar - S12A	24.27%	30.17%	-5.90ppt	29.71%	-5.44ppt	24.27%	30.17%	-5.90ppt
Net Borç/FAVÖK - S12A	2.27	2.42	-0.15pt	2.80	-0.53pt	2.27	2.42	-0.15pt
Net Borç/Serbest Nakit Akışı - S12A	-43.61	-4.71	-38.90pt	-6.00	-37.61pt	-43.61	-4.71	-38.90pt

Kaynak: Şirket Finansalları

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Rapor da yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların İnternet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2020