

Arçelik

Endeksin Üzerinde

Cari Fiyat: 116,3TL
12-ay Fiyat Hedefi: 175,0TL

Analist Kayahan Demirak
Kayahanazmi.demirak@akyatirim.com.tr

1Ç23 Bilanço Değerlendirmesi

1Ç23 beklenti – gerçekleşme				Hisse Performansı		Marjlar	
milyon TL	Gerçek	Anket	Ak Yat.				
Net Satışlar	39,891	39,721	40,177	1A			
FAVÖK	3,673	3,690	3,691	3A			
FAVÖK marjı	9.2%	9.3%	9.2%	SBB			
Net Kar	1,074	1,019	1,074				

Çeyrek	Brüt	FAVÖK
1Ç22	30%	10%
2Ç22	30%	10%
3Ç22	30%	10%
4Ç22	30%	10%
1Ç23	30%	10%

Sonuçlar beklentilere büyük ölçüde paralel & 2023 beklentileri değişmedi

Arçelik 1Ç23'de 1.074 milyon TL (-%7 YoY) net kar açıkladı. Açıklanan net kar piyasa beklentisi 1.109 milyon TL ve bizim beklentimiz 1.074 milyon TL'ye paralel gerçekleşti. Şirket, 973 milyon TL ertelenmiş vergi geliri sayesinde 1Ç23'te 448 milyon TL net vergi geliri kaydetti. Arçelik'in 1Ç23 itibarıyla 3.114 milyon TL net vergi varlığı var. Vergi etkisine göre düzeltildiğinde (1Ç22'ye benzer şekilde %15,6 efektif vergi oranı öngörüldüğünde) net kar, yıllık %56 düşüşle 514 milyon TL oldu. Daha düşük net kur farkı gelirleri, artan faiz ve faktöring giderleri net kar büyümesini baskılayan temel faktörler.

Satışlar 1Ç23'de yıllık %42 artarak 39.891 milyon TL'ye yükseldi ve beklentilere paralel gerçekleşti. Whirlpool Rusya satın alma etkisi konsolide ciroya 1.047 milyon TL olumlu katkı yaptı. Satın alım etkisi hariç bakıldığında organik ciro artışı %38 oldu. Yurt içi beyaz eşya satışları yılın ilk iki ayında düşük baz etkisi nedeniyle %13 büyürken, Arçelik'in satış hacmi aynı dönemde %7 arttı. Türkiye satışları yıllık bazda oldukça güçlü yıllık %79 artışla 15.024 milyon TL oldu. Yurtdışı cirosu ise (organik) tüm pazarlardaki zayıf talep koşulları nedeniyle Euro bazında %12 daraldı. Türkiye'nin toplam satışlar içerisindeki payı 1Ç23'de %38 seviyesine yükseldi (1Ç22 payı: %30). Yurt dışı satışlar (Euro bazında) 1Ç23'te, Batı Avrupa'da orta tek haneli, Afrika ve Orta Doğu'da %14 ve Asya-Pasifik'te %18 geriledi. Olumlu taraftaki tek bölge Doğu Avrupa oldu ve güçlü fiyatlandırma sayesinde %16 organik gelir artışı sağladı.

1Ç23 FAVÖK beklentilere paralel yıllık %22 artışla 3.673 milyon TL oldu (Ak Yatırım: 3.691 milyon TL; Piyasa: 3.690 milyon TL). FAVÖK marjı, temel olarak genel yönetim giderleri üzerindeki enflasyonist baskılar (çoğunlukla ücret artışları) nedeniyle yıllık bazda 1,5 puan düşerek %9,2'ye geriledi. Brüt kar marjı, 2Ç23'te daha görünür olması beklenen girdi maliyetlerinin azalmasına bağlı olarak 0,3 puan arttı. Yönetim, faaliyet karlılığının Mart ayında yılın ilk iki ayına göre önemli ölçüde arttığını kaydetti.

Net borç, dönemsel zayıf nakit akışı nedeniyle 1Ç23'de 32.529 milyon TL seviyesine yükseldi (4Ç22 net borç: 26.910 milyon TL). Net işletme sermayesinin satışlara oranı artan alacaklar nedeniyle 2022'deki %21,0'den 1Ç22'den %22,7'ye yükseldi. Arçelik, bu yılın Nisan ayında vadesi dolan 500 milyon ABD Doları tutarındaki Eurobond'unu piyasa koşulları nedeniyle yeniden finanse etmedi. Şirket geri ödeme için nakit ve kısa vadeli döviz kredilerini kullandığını belirtti. Yönetim, kısa vadede finansman maliyetinde iyileşme için alan öngörmüyor. Artan finansman maliyetlerinin etkisini kısmen azaltmak için işletme sermayesini daha fazla optimize etmeyi amaçlıyor.

2023 beklentileri değiştirilmedi: 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, 2023'de önemli bir hacim artışı öngörmüyor. Dolayısıyla, beklenen ciro büyümesi çoğunlukla fiyat artışı ve ürün kompozisyonundaki değişim etkisi kaynaklı. Hammadde ve navlun maliyetlerinin hafifletilmesi, yılın geri kalanında beklenen marj artışının temel sebepleri.

Yorum ve Öneri: Net kar üzerinde vergi etkisinin beklentimizin hafif üzerinde gerçekleşmesi nedeniyle sonuçlara piyasa tepkisinin hafif olumsuz olabileceğini düşünüyoruz. Tahminlerimiz ve hedef fiyatımızda bir reziyona gitmedik. 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başı 175,0 TL olarak koruyoruz.

Gelir Tablosu (milyon TL)	1Ç22	2Ç21	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2021	2022
Satış Gelirleri	28,164	32,305	34,255	39,192	39,891	68,184	133,916
Brüt Kar	8,687	9,568	9,861	11,377	12,416	20,478	39,493
Operasyonel Giderler	6,396	8,009	7,827	8,713	9,741	15,471	30,945
Faaliyet Karı	2,291	1,559	2,035	2,663	2,675	5,008	8,548
Amortisman ve İtfa Payları	711	781	880	938	997	1,846	3,311
FAVÖK	3,002	2,341	2,915	3,601	3,673	6,853	11,859
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-839	-1,255	-1,803	-432	-1,965	-1,385	-4,330
Vergi Öncesi Kar	1,451	304	231	2,231	710	3,623	4,218
Vergi Geliri / (Gideri)	-227	36	264	432	448	-372	505
Vergi Sonrası Net Kar	1,224	340	495	2,664	1,159	3,251	4,723
Azınlık Payları	59	81	159	99	84	186	398
Net Kar	1,166	259	336	2,565	1,074	3,065	4,325
Büyüme (Yıllık)	1Ç22	2Ç21	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2021	2022
Satış Gelirleri	116.9%	122.3%	88.8%	74.0%	41.6%	66.8%	96.4%
Operasyonel Giderler	117.3%	139.4%	104.6%	62.7%	52.3%	55.3%	100.0%
Faaliyet Karı	48.9%	48.8%	56.5%	137.7%	16.8%	30.3%	70.7%
FAVÖK	59.4%	63.8%	65%	102%	22.3%	35.3%	73.0%
Net Kar	6.7%	-51.3%	-48.5%	224.7%	-7.8%	7.6%	41.1%
Karlılık / Rasyo Analizi	1Ç22	2Ç21	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2021	2022
Brüt Kar Marjı	30.8%	29.6%	28.8%	29.0%	31.1%	30.0%	29.5%
Operasyonel Gider Marjı	22.7%	24.8%	22.8%	22.2%	24.4%	22.7%	23.1%
Faaliyet Kar Marjı	8.1%	4.8%	5.9%	6.8%	6.7%	7.3%	6.4%
FAVÖK Marjı	10.7%	7.2%	8.5%	9.2%	9.2%	10.05%	8.86%
Efektif Vergi Oranı	15.6%	-11.9%	-113.9%	-19.4%	-63.1%	10.3%	-12.0%
Net Kar Marjı	4.1%	0.8%	1.0%	6.5%	2.7%	4.5%	3.2%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	-3.7%	-9.9%	10.2%	14.9%	-4.2%	-1.6%	3.8%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-6.3%	-13.2%	9.0%	8.8%	-10.1%	-8.0%	0.4%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	-35%	-137%	120%	163%	-46%	-16%	43%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	2.7%	3.3%	5.1%	5.5%	3.9%	3.6%	4.3%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	-18.3%	-21.4%	-0.6%	-2.4%	-19.2%	-19.3%	-9.9%
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	1Ç22	2Ç21	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2021	2022
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-1,041	-3,211	3,489	5,859	-1,677	-1,073	5,096
Düzeltilme Öncesi Kar	1,224	340	495	2,664	1,159	3,251	4,723
Amortisman ve İtfa Payları	711	781	880	938	997	1,846	3,311
İşletme Sermayesindeki Değişim	-5,150	-6,927	-190	-955	-7,653	-13,169	-13,222
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	2,173	2,596	2,304	3,212	3,820	6,999	10,285
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-731	-1,060	-409	-2,421	-2,365	-4,384	-4,621
Sabit Sermaye Yatırımları	-759	-1,050	-1,761	-2,143	-1,551	-2,445	-5,713
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	29	-10	1,351	-277	-813	-1,938	1,092

Serbest Nakit Akımı	-1,772	-4,271	3,080	3,438	-4,041	-5,456	475
Finansman Faaliyetlerden Nakit	1,136	928	1,623	386	8,279	4,802	4,073
Finansal Borçlardaki Değişim	4,319	2,869	2,650	1,596	9,399	9,621	11,434
Temettü	-1,385	-75	-236	-14	0	-1,513	-1,709
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-1,799	-1,865	-791	-1,196	-1,120	-3,305	-5,652
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	678	-1,737	5,472	4,054	4,868	4,024	8,466

Bilanço (milyon TL)	1Ç22	2Ç21	3Ç22	4Ç22	1Ç23
Dönen Varlıklar	73,658	83,772	91,161	91,986	103,629
Nakit ve Nakit Benzerleri	16,694	14,956	20,425	24,529	29,347
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0
Ticari Alacaklar	28,926	33,792	34,068	34,193	39,624
Stoklar	23,387	28,310	31,949	29,237	30,797
Diğer Dönen Varlıklar	4,650	6,714	4,719	4,027	3,860
Duran Varlıklar	28,753	32,098	37,479	40,256	42,999
Finansal Yatırımlar	11	24	30	39	32
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	836	920	929	1,148	1,137
Maddi Duran Varlıklar	14,378	16,155	19,885	20,822	21,485
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	11,474	12,304	12,875	13,537	14,086
Diğer Duran Varlıklar	2,054	2,695	3,761	4,710	6,259
Toplam Varlıklar	102,410	115,870	128,641	132,243	146,628
Kısa Vadeli Yükümlülükler	55,414	72,368	78,845	79,359	93,446
Finansal Borçlar	19,321	30,364	34,872	35,229	44,130
Ticari Borçlar	27,353	30,217	31,184	30,928	33,359
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	8,740	11,787	12,789	13,203	15,957
Uzun Vadeli Yükümlülükler	24,476	19,126	24,627	25,778	27,055
Finansal Borçlar	19,930	13,879	13,669	16,210	17,747
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	4,545	5,246	10,957	9,568	9,308
Özkaynaklar	22,520	24,376	25,169	27,106	26,127
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	20,586	22,318	23,127	24,948	23,818
Azınlık Payları	1,934	2,059	2,041	2,158	2,309
Toplam Kaynaklar	102,410	115,870	128,641	132,243	146,628
Yatırım Sermayesi (IC)	49,622	58,909	64,242	63,583	67,964
İşletme Sermayesi	24,959	31,885	34,833	32,503	37,062
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	30%	32%	30%	24%	25%
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükümlülükler Dahil)	20,870	26,811	26,763	23,327	24,965
Toplam Borç	39,251	44,243	48,542	51,439	61,877
Net Borç / (Nakit)	22,557	29,287	28,116	26,910	32,529
Net Borç / G12A FAVÖK	2.8	3.3	2.8	2.3	2.6
Net Borç / Özkaynaklar	1.0	1.2	1.1	1.0	1.2
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	-575	419	724	-463	-3,387

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda 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 Internet 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