

ARÇELİK

Düşük operasyonel karlılık, yüksek finansal giderler ve tek seferlik giderler nedeniyle beklenti altı performans

Arçelik 3Ç24'te 5 milyar TL net zarar açıklarken (AK: 2,3 milyar TL net zarar, Kons.: 1,9 milyar TL net zarar), geçen yılın aynı çeyreğinde 1,2 milyar TL net kar açıklamıştı. Satış gelirleri yıllık bazda %14 reel büyümeyle 105 milyar TL (AK: 109 milyar TL Kons.: 106 milyar TL) olarak gerçekleşti. Düzeltilmiş FAVÖK yıllık %35 düşüşle 4,8 milyar TL'ye (AK: 5,4 milyar TL, Kons.: 5,1 milyar TL) gerilerken, düzeltilmiş FAVÖK marjı 3,4 puan düşüşle %4,6'ya (AK: %4,9, Kons.: %4,8) geriledi. (i) beklenenden düşük net satışlar, (ii) beklenenden zayıf operasyonel karlılık ve (iii) beklenenden yüksek finansal giderler net kardaki sapmanın ana nedenleri olarak öne çıktı.

Birleşme sonrası uluslararası satışlardaki güçlü büyüme, Türkiye'deki zayıf talebi telafi etti. Net satışlar, Whirlpool birleşmesinden kaynaklanan inorganik büyüme ve Türkiye'de MDA6'daki olumsuz ürün karması ve azalan hacimlere rağmen Whirlpool birleşmesinden kaynaklanan inorganik büyüme ve uluslararası talepteki sınırlı organik büyüme sayesinde yıllık bazda %14 artış kaydetti. Uluslararası satışlar yıllık bazda %29 büyürken, Türkiye operasyonları %10 daraldı.

Düzeltilmiş FAVÖK marjı, zorlu fiyatlandırma ortamı, olumsuz ürün karması, yüksek hammadde maliyetleri ve artan faaliyet giderleri nedeniyle önemli ölçüde zayıfladı. Arçelik'in düzeltilmiş FAVÖK marjı 3Ç24'te %4,6 olarak gerçekleşti (AK: %4,9, Kons.: %4,8). Brüt kar marjı zorlu fiyatlandırma ortamı, olumsuz ürün karması ve artan hammadde maliyetleri nedeniyle 2,9 puan azalarak %26,4'e gerilerken, artan faaliyet giderleri operasyonel karlılığın zayıflamasına katkıda bulundu.

Düzeltilmiş net borç 97 milyar TL, kaldıraç oranı ise 4,29x (2Ç24: 3,45x) seviyesine yükseldi. TL/EUR/USD cinsinden borçların efektif fonlama maliyeti %41,6/%4,4/%8,5 (2Ç24: %45,1/%4,7/%8,5) olarak gerçekleşti. Borç stokunun ortalama vadesi 2 yıl olarak hesaplandı (2Ç24: 2 yıl).

Yönetim 2024T beklentisini düşürdü: Arçelik yönetimi (i) Türkiye'de reel olarak yatay net satışlar (TL bazında) ve uluslararası satışlarda yaklaşık %50 büyüme (döviz bazında), (ii) %5,8-%6 arasında düzeltilmiş FAVÖK marjı (Önceki: ~%6,5), (iii) ~400 milyon Avro toplam yatırım harcaması (Önceki: 350 milyon Avro) ve (iv) ~%20 Net İşletme Sermayesi/Satışlar oranı (Önceki: ~%22) öngörüyor.

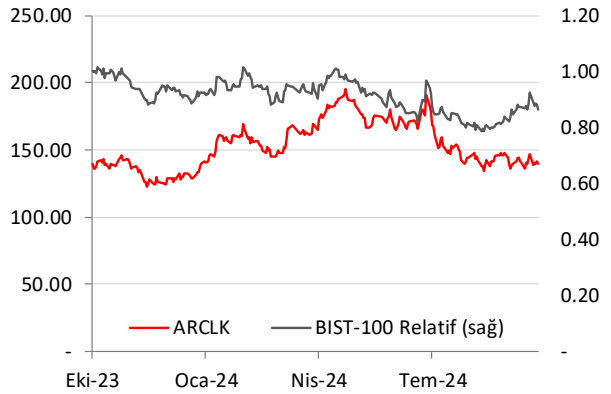
Yorum: Beklentilerin altında kalan sonuçlara piyasanın olumsuz tepki vermesini bekliyoruz. Modelimizi en son makro varsayımlarımızla güncelledik, şirket beklentilerini revize ettik ve iskonto dönemimizi bir çeyrek ileri taşıdık. Tavsiyemizi "Endeks Üzerinde Getiri" olarak korurken, 12A HF'mizi 224 TL'ye revize ediyoruz. Hisse şu anda 2024T ve 2024T&2025T zaman ağırlıklandırılmış tahminlerimize kıyasla 8,21x ve 6,52x EUR bazlı FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görürken, EUR bazlı İNA modelimiz adil çarpanların ilgili dönemler için sırasıyla 8,51x ve 6,76x seviyelerinde olduğuna işaret ediyor.

(milyon TL)	Özet Finansallar (TMS29'a göre)			Tahminlerle Karşılaştırma			
	3Ç24	3Ç24	y/y	AK Yat.	Fark	Kons.	Fark
Net Satışlar	105,391	92,649	14%	109,315	(4%)	105,804	(0%)
Düz. FAVÖK	4,815	7,455	(35%)	5,356	(10%)	5,116	(6%)
Düz. FAVÖK Marjı	4.6%	8.0%	(348bps)	4.9%	(33bps)	4.8%	(27bps)
Parasal Kazanç (Kayıp)	2,431	6,359	(62%)	n.a.	n.m.	n.a.	n.m.
Net Kar	(5,002)	1,245	n.m.	(2,288)	119%	(1,867)	168%

Endeks Üzerinde Getiri

Analistler: Ömer Faruk Yüksel
omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr
Hakan Aygün
hakan.aygun@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	ARCLK TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	224.00 (önceki 212.00)			
Güncel Fiyat, TL	139.40			
Getiri Potansiyeli	61%			
Halka Açıklık Oranı	15%			
Piyasa Değeri, mn TL	94,197			
Firma Değeri, mn TL	197,178			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	257,104	440,112	612,958	699,780
FAVÖK, mn TL	20,331	25,527	42,907	52,484
Net Kâr, mn TL	7,667	-8,736	2,187	8,120
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	53,118	92,328	118,188	124,305
Net Borç/FAVÖK	2.6	3.6	2.8	2.4
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	7.9%	5.8%	7.0%	7.5%
Net Marj	3.0%	n.m.	0.4%	1.2%
Temettü Verimi	2.0%	-	1.5%	3.5%
Büyüme				
Ciro, y/y	92.0%	71.2%	39.3%	14.2%
FAVÖK, y/y	71.4%	25.6%	68.1%	22.3%
Net Kâr, y/y	77.3%	n.m.	n.m.	271.3%
Değerleme Verisi				
	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	11.5	n.m.	43.1	11.6
FD/FAVÖK	7.3	7.6	5.1	4.3
FD/Ciro	0.6	0.4	0.4	0.3
Hisse Verileri				
	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-4.4%	-20.7%	-1.8%	8.5%
BİST-100 Relatif	6.2%	-3.2%	-18.2%	-9.0%
AOİH, mn TL	271	372	525	549



Piyasa verileri 25 Ekim 2024 tarihlidir.

Tahminlerde Revizyon

2024T FAVÖK tahminimizi, aşağı yönlü revize edilen şirket beklentilerine bağlı olarak %10 düşürdük, artan finansal giderler ve devam eden tek seferlik giderler nedeniyle net kar beklentimizi net zarar yönünde değiştirdik. 2025T ve 2026T net satış ve FAVÖK tahminlerimiz revize edilen makro varsayımlarımıza paralel olarak yükseldi.

Tahminlerde Revizyonlar	Yeni			Eski		
	2024T	2025T	2026T	2024T	2025T	2026T
Net Satışlar	440,112	612,958	699,780	436,447	583,444	688,851
% büyüme	71.2%	39.3%	14.2%	69.8%	33.7%	18.1%
FAVÖK	25,527	42,907	52,484	28,369	40,841	51,664
FAVÖK Marjı	5.8%	7.0%	7.5%	6.5%	7.0%	7.5%
Net Kar	(8,736)	2,187	8,120	5,583	13,120	17,357
% büyüme	n.m.	n.m.	271.3%	(27.2%)	135.0%	32.3%
Önceki Tahminlere Göre Değişim						
Net Satışlar	0.8%	5.1%	1.6%			
FAVÖK	(10.0%)	5.1%	1.6%			
Net Kar	n.m.	(83.3%)	(53.2%)			
Hedef Fiyat		224.00			212.00	
Hedef Fiyat Değişimi		5.7%				
Kaynak: AK Yatırım						

	TMS29 Öncesi	TMS29 Sonrası	TMS29 Sonrası
	9A23	9A23	9A24
Gelir Tablosu (milyon TL)			
Satış Gelirleri	145,057	264,019	301,362
Satışların Maliyeti	98,566	185,521	217,588
Brüt Kar	46,491	78,498	83,775
Operasyonel Giderler	34,823	64,931	78,828
Faaliyet Karı	11,668	13,568	4,947
Amortisman ve İtfa Payları	3,425	9,070	11,522
FAVÖK	15,093	22,638	16,469
Diğer Gelirler (Giderler)	(8,477)	(15,813)	(19,973)
<i>Diğer Faaliyet Gelir (Gider)</i>	<i>(1,848)</i>	<i>(3,325)</i>	<i>(3,492)</i>
<i>Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı</i>	<i>(41)</i>	<i>(537)</i>	<i>(232)</i>
<i>Yatırım Faalialiyetlerinden Gelir (Gider)</i>	<i>14</i>	<i>(19)</i>	<i>948</i>
<i>Finansal Gelir (Gider)</i>	<i>(6,603)</i>	<i>(11,932)</i>	<i>(17,197)</i>
Parasal Kazanç (Kayıp)	-	11,287	8,203
Vergi Öncesi Kar	3,191	9,041	(6,823)
Vergi Geliri (Gideri)	(203)	(3,758)	973
Dönem Vergi Geliri (Gideri)	(1,605)	(2,932)	(1,696)
Ertelenmiş Vergi Geliri (Gideri)	1,403	(826)	2,669
Vergi Sonrası Net Kar	2,988	5,283	(5,849)
Azınlık Payları	421	763	(843)
Net Kar	2,567	4,519	(5,006)
	TMS29 Öncesi	TMS29 Sonrası	TMS29 Sonrası
	9A23	9A23	9A24
Büyüme (Yıllık)			
Satış Gelirleri	n.m.	n.m.	14.1%
Operasyonel Giderler	n.m.	n.m.	21.4%
Faaliyet Karı	n.m.	n.m.	(63.5%)
FAVÖK	n.m.	n.m.	(27.2%)
Net Kar	n.m.	n.m.	n.m.
	TMS29 Öncesi	TMS29 Sonrası	TMS29 Sonrası
	9A23	9A23	9A24
Karlılık / Rasyo Analizi			
Brüt Kar Marjı	32.1%	29.7%	27.8%
Operasyonel Gider Marjı	24.0%	24.6%	26.2%
Faaliyet Kar Marjı	8.0%	5.1%	1.6%
FAVÖK Marjı	10.4%	8.6%	5.5%
Efektif Vergi Oranı	6.4%	41.6%	n.m.
Net Kar Marjı	1.8%	1.7%	n.m.
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	n.m.	11.2%	3.7%
Serbest Nakit Akımı Marjı	n.m.	6.6%	1.7%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	n.m.	130.1%	68.0%
Yatırım Harcaması / Satışlar	4.3%	3.8%	4.6%
İşletme Sermayesindeki Değişim / Satışlar	19.6%	3.1%	5.0%

	TMS29 Öncesi	TMS29 Sonrası	TMS29 Sonrası
	9A23	9A23	9A24
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)			
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	(804)	29,442	11,200
Düzeltilme Öncesi Kar	2,988	5,283	(5,849)
Amortisman ve İtfa Payları	3,425	9,070	11,522
İşletme Sermayesindeki Değişim	(28,501)	(8,094)	(15,079)
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	21,283	23,184	20,606
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	(6,987)	(12,005)	(6,071)
Sabit Sermaye Yatırımları	(6,166)	(10,027)	(13,872)
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	(821)	(1,978)	7,800
Serbest Nakit Akımı	(7,792)	17,437	5,129
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	15,697	17,121	1,109
Finansal Borçlardaki Değişim	20,413	26,176	16,448
Temettü	(2,128)	(4,133)	(860)
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	(2,588)	(4,922)	(14,480)
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	15,140	16,281	(23,829)
		TMS29 Sonrası	TMS29 Sonrası
		6M24	9M24
Bilanço (milyon TL)			
Dönen Varlıklar		241,795	239,123
Nakit ve Nakit Benzerleri		45,257	34,310
Finansal Yatırımlar		-	-
Ticari Alacaklar		104,280	107,134
Stoklar		76,225	81,551
Diğer Dönen Varlıklar		16,033	16,128
Duran Varlıklar		150,955	165,948
Finansal Yatırımlar		164	182
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar		2,150	2,352
Maddi Duran Varlıklar		80,076	87,188
Maddi Olmayan Duran Varlıklar		41,561	45,043
Diğer Duran Varlıklar		27,004	31,182
Toplam Varlıklar		392,750	405,071
Kısa Vadeli Yükümlülükler		218,204	212,323
Finansal Borçlar		65,589	57,910
Ticari Borçlar		108,700	105,244
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler		43,915	49,169
Uzun Vadeli Yükümlülükler		81,092	100,493
Finansal Borçlar		55,666	72,009
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler		25,426	28,484
Özkaynaklar		93,454	92,255
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar		77,043	75,281
Azınlık Payları		16,411	16,974
Toplam Kaynaklar		392,750	405,071
Parasal Pozisyon		80,255	93,537
Parasal Olmayan Pozisyon		(80,255)	(93,537)
Yatırım Sermayesi		194,878	216,348
İşletme Sermayesi		71,805	83,441
İşletme Sermayesi (Diğer Dön Varl. & Yük. Dahil)		43,923	50,400
Toplam Borç		121,255	129,919
Net Borç (Nakit)		75,998	95,610
Net Borç / Özkaynaklar		81.3%	103.6%
Döviz Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)		(27,036)	(9,782)

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 dayanılarak 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.