

Arçelik

Endeks Üzeri Getiri

3Ç23 sonuçları beklentilere büyük ölçüde paralel

Analist(ler): Kayahan Azmi Demirak

kayahanzmi.demirak@akyatirim.com.tr

Arçelik 3Ç23'de 1001 milyon TL (+%198 YoY) net kâr açıkladı. (Ak Yatırım: 946 milyon TL; Piyasa: 998 milyon TL). Oldukça güçlü yurt içi talep, gerileyen hammadde maliyetleri ve nispeten düşük baz, yıllık kâr artışının temel etkenleri oldu. Diğer operasyonel kalemler de büyük ölçüde beklentilere paralel gerçekleşti. Finansman giderleri, artan döviz finansmanın yüksek hedge maliyeti ve genel olarak artan faizler nedeniyle yüksek seyretmeye devam etti.

2023 hedefleri ve yönetimin yorumları: Arçelik 2023'de Türkiye operasyonlarında TL bazlı ~%75 (önceki: ~%60) ciro artışı, yurtdışı faaliyetlerinde ise FX bazlı ~-4% (önceki: +/-2%) ciro düşüşü öngörüyor. ~%10.5 FAVÖK marjı, 300 milyon avro yatırım harcaması ve %25'in altında net işletme sermayesi / satış oranı beklentilerinde ise bir değişiklik yok. Temmuz-Ağustos aylarında iç pazarda (MDA6) %30'luk güçlü büyüme göz önüne alındığında, yurt içi satış hedeflerinde yuvarı yönlü revizyonun büyük ölçüde beklenti dâhilinde olduğunu düşünüyoruz. Mevcut yılsonu beklentileri 4Ç23 yurt içi satışlarda yıllık %24'lük sınırlı bir büyüme öngörüyor. Yönetim, sıkılaşan para politikası ve yüksek baz etkisi nedeniyle iç pazarda yavaşlama öngörüyor. Devam eden zayıf talep ve yoğun rekabet, uluslararası faaliyetlerin satış beklentilerinde hafif aşağı yönlü revizyonun temel sebepleri. Yönetim uluslararası faaliyetlerde talep tarafında hızlı bir iyileşme öngörmüyor. 2024'ün ikinci yarısında düşük bir bazdan bir miktar toparlanma daha olası görünüyor.

Yorum ve öneri: Uluslararası satış hedeflerinde hafif aşağı yönlü revizyon ve 4Ç23 için zayıf iç pazar beklentileri göz önünde alındığında, sonuçlarına piyasa tepkisinin hafif olumsuz olabileceğini düşünüyoruz. Mevcut tahminlerimizde bir revizyona gitmedik. Hisse başına 233,0 TL hedef fiyat ile Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz. Arçelik ile alakalı uzun vadeli görüşümüz, Avrupa operasyonlarının Whirlpool ile öngörülen birleşmesinin beklediğimiz katkısı nedeniyle olumlu. İngiltere Rekabet Kurulu'nun (CMA), birleşmeye yönelik incelemeyi ikincil değerlendirmeye alması nedeniyle, sürecin yılsonundan öteye ertelenmesi oldukça olası. CMA'nin ikincil incelenmesinin tamamlanması için belirlenen son tarih 2024 Mart'ın sonu.

Çeyrek Özet		Özet Finansallar				Beklentilerle Karşılaştırma			
milyon TL	3Ç23	3Ç22	y/y	2Ç23	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark	
Net Satışlar	58,218	34,255	70%	46,948	24%	58,143	57,548	0%	
FAVÖK	6,414	2,915	120%	5,006	28%	6,194	6,123	4%	
FAVÖK Marjı	11.0%	8.5%	251 bps	10.7%	35 bps	10.7%	10.6%	37 bps	
Net Kar	1,001	336	198%	492	103%	998	946	0%	
Op. Nakit Ak.	-199	3,489	-106%	1,072	-119%				
Serbest Nakit Ak.	-2,541	3,080	-183%	-1,209	110%				
Net Borç	44,184	28,116	57%	40,613	9%				

Bloomberg Kodu	ARCLK TL
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	233.00
Güncel Fiyat, TL	151.70
Getiri Potansiyeli	54%
Halka Açıklık Oranı	15%
Piyasa Değeri, mn TL	102,508
Firma Değeri, mn TL	139,203

Finansal Veriler	2022	2023	2024F	2025F
------------------	------	------	-------	-------

Özet UFRS Finansallar

Ciro, mn TL	133,916	210,327	306,173	386,588
FAVÖK, mn TL	11,859	22,093	31,261	40,238
Net Kâr, mn TL	4,325	5,510	7,126	11,532

Borçluluk

Net Borç, mn TL	26,910	42,203	54,302	59,447
Net Borç/FAVÖK	2.3	1.9	1.7	1.5

Kârlılık

FAVÖK Marjı	8.9%	10.5%	10.2%	10.4%
Net Marj	3.2%	2.6%	2.3%	3.0%
Temettü Verimi	3.2%	1.8%	2.1%	3.1%

Büyüme

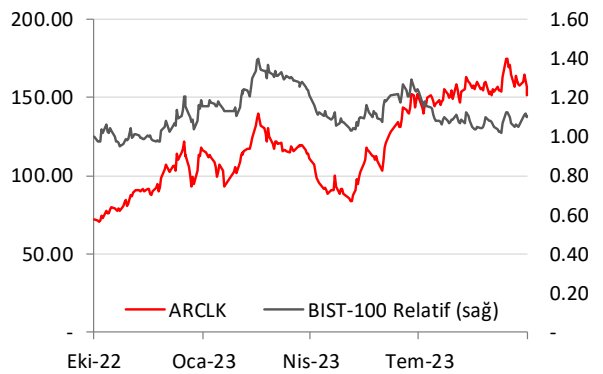
Ciro, y/y	96.4%	57.1%	45.6%	26.3%
FAVÖK, y/y	73.0%	86.3%	41.5%	28.7%
Net Kâr, y/y	41.1%	27.4%	29.3%	61.8%

Değerleme Verisi

F/K	11.0	18.6	14.4	8.9
FD/FAVÖK	5.6	6.2	4.8	3.8
FD/Ciro	0.5	0.7	0.5	0.4

Hisse Verileri

Nominal Getiri	0.1%	-0.1%	114.9%	37.5%
BİST-100 Relatif	2.9%	-11.1%	11.6%	0.9%
AOİH, mn TL	941	1,038	824	912



Piyasa verileri 20 Ekim 2023 tarihlidir.

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

3Ç23 sonuçlarında öne çıkan diğer önemli başlıklar:

Güçlü yurt içi pazar konsolide performansı desteklemeye devam etti: Satış gelirleri 3Ç23'de yıllık %70 artarak 58,2 milyar TL'ye yükseldi ve beklentilere paralel gerçekleşti. 31.08.2022 tarihinde tamamlanan Whirlpool Rusya satın alması konsolide ciroya ek 1,4 milyar TL olumlu katkı yaptı. Satın alma etkisi hariç bakıldığında organik ciro artışı %66 oldu. Türkiye satışları yıllık bazda oldukça güçlü %121 artışla 22,4 milyar TL oldu. Şirketin yurt içi beyaz eşya satışları Temmuz-Ağustos döneminde yıllık %30 artarken, klima satışları düşük bazın da etkisiyle aynı dönemde altı kat artış gösterdi. Yurtdışı cirosu ise (organik), özellikle Batı Avrupa ve Asya Pasifik faaliyetlerindeki zayıf talep koşulları nedeniyle avro bazında %4 geriledi. Türkiye'nin toplam satışlar içerisindeki payı 3Ç23'de %38 seviyesine yükseldi (3Ç22 payı: %30).

Faaliyet kârlılığında iyileşme: 2Ç23 FAVÖK beklentilere büyük ölçüde paralel yıllık %120 artışla 6,4 milyar TL oldu (Ak Yatırım: 6,1 milyar TL; Piyasa: 6,2 milyar TL). FAVÖK marjı, düşen hammadde fiyatları, stratejik fiyatlandırma ve güçlü yurt içi satışlar sayesinde bir önceki yıla göre 2,5 puan ve bir önceki çeyreğe göre 0,4 puan artarak %11,0'e yükseldi. Şirketin mevcut beklentileri, yılın geri kalanında mevcut faaliyet kârlılığının büyük ölçüde korumasını öngörüyor.

Büyüme kaynaklı artan işletme sermayesi ihtiyacı: Net borç (türev ürün varlıkları hariç), işleme sermayesi kaynaklı artan nakit çıkışı ve temettü nedeniyle 3Ç23'de 44,2 milyar TL'ye yükseldi (2Ç23 net borç: 40,6 milyar TL). Net işletme sermayesinin (şirket tanımına göre) satışlara oranı 2Ç23'deki %24,4'den 3Ç23'den %23,4'e geriledi. Net açık döviz pozisyonu (hedge dâhil) 2Ç23'teki 78 milyon avro'dan 3Ç23'te 174 milyon avro'ya yükseldi.

Gelir Tablosu (milyon TL)	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	9A22	9A23
Satış Gelirleri	34,255	39,192	39,891	46,948	58,218	94,724	145,057
Brüt Kar	9,861	11,377	12,416	14,998	19,077	28,116	46,491
Operasyonel Giderler	7,827	8,713	9,741	11,081	14,001	22,232	34,823
Faaliyet Karı	2,035	2,663	2,675	3,917	5,076	5,885	11,668
FAVÖK	2,915	3,601	3,673	5,006	6,414	8,257	15,093
Operasyonel Olmayan Gelir/(Gider)	-1,803	-432	-1,965	-2,790	-3,722	-3,898	-8,477
Vergi Öncesi Kar	231	2,231	710	1,126	1,354	1,987	3,191
Vergi Geliri/(Gideri)	264	432	448	-443	-208	73	-203
Vergi Sonrası Net Kar	495	2,664	1,159	683	1,146	2,059	2,988
Azınlık Payları	159	99	84	191	145	299	421
Net Kar	336	2,565	1,074	492	1,001	1,760	2,567
Büyüme (Yıllık)	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	9A22	9A23
Satış Gelirleri	88.8%	74.0%	41.6%	45.3%	70.0%	107.4%	53.1%
Operasyonel Giderler	104.6%	62.7%	52.3%	38.4%	78.9%	119.8%	56.6%
Faaliyet Karı	56.5%	137.7%	16.8%	151.2%	149.5%	51.4%	98.3%
FAVÖK	65%	102%	22.3%	113.9%	120.1%	62.7%	82.8%
Net Kar	-48.5%	224.7%	-7.8%	90.2%	198.1%	-22.6%	45.9%
Karlılık / Rasyo Analizi	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	9A22	9A23
Brüt Kar Marjı	28.8%	29.0%	31.1%	31.9%	32.8%	29.7%	32.1%
Operasyonel Gider Marjı	22.8%	22.2%	24.4%	23.6%	24.0%	23.5%	24.0%
Faaliyet Kar Marjı	5.9%	6.8%	6.7%	8.3%	8.7%	6.2%	8.0%

FAVÖK Marjı	8.5%	9.2%	9.2%	10.7%	11.0%	8.72%	10.41%
Efektif Vergi Oranı	-113.9%	-19.4%	-63.1%	39.4%	15.3%	-3.7%	6.4%
Net Kar Marjı	1.0%	6.5%	2.7%	1.0%	1.7%	1.9%	1.8%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	10.2%	14.9%	-4.2%	2.3%	-0.3%	-0.8%	-0.6%
Serbest Nakit Akımı Marjı	9.0%	8.8%	-10.1%	-2.6%	-4.4%	-3.1%	-5.4%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	120%	163%	-46%	21%	-3%	-9%	-5%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	5.1%	5.5%	3.9%	4.8%	4.0%	3.8%	4.3%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	-0.5%	-2.5%	-19.2%	-25.3%	-15.4%	-12.9%	-19.6%

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	9A22	9A23
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	3,489	5,859	-1,677	1,072	-199	-762	-804
Düzeltilme Öncesi Kar	495	2,664	1,159	683	1,146	2,059	2,988
Amortisman ve İtfa Payları	880	938	997	1,089	1,338	2,373	3,425
İşletme Sermayesindeki Değişim	-184	-961	-7,653	-11,889	-8,959	-12,261	-28,501
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	2,298	3,218	3,820	11,188	6,275	7,067	21,283
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-409	-2,421	-2,365	-2,280	-2,342	-2,200	-6,987
Sabit Sermaye Yatırımları	-1,761	-2,143	-1,551	-2,276	-2,339	-3,570	-6,166
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	1,351	-277	-813	-4	-3	1,370	-821
Serbest Nakit Akımı	3,080	3,438	-4,041	-1,209	-2,541	-2,963	-7,792
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	1,623	386	8,279	-5,921	13,339	3,687	15,697
Finansal Borçlardaki Değişim	2,650	1,596	9,399	-4,187	15,202	9,838	20,413
Temettü	-236	-14	0	-400	-1,727	-1,695	-2,128
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-791	-1,196	-1,120	-1,333	-136	-4,456	-2,588
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	5,472	4,054	4,868	-689	10,961	4,412	15,140

Bilanço (milyon TL)	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23
Dönen Varlıklar	91,161	91,986	103,629	126,591	150,205
Nakit ve Nakit Benzerleri	20,425	24,529	29,347	28,666	39,623
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0
Ticari Alacaklar	34,068	34,193	39,624	50,537	59,933
Stoklar	31,949	29,237	30,797	39,655	43,814
Diğer Dönen Varlıklar	4,719	4,027	3,860	7,734	6,835
Duran Varlıklar	37,479	40,256	42,999	54,797	58,614
Finansal Yatırımlar	30	39	32	42	52
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	929	1,148	1,137	1,275	1,279
Maddi Duran Varlıklar	19,885	20,822	21,485	27,128	28,841
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	12,875	13,537	14,086	18,421	19,479
Diğer Duran Varlıklar	3,761	4,710	6,259	7,930	8,964
Toplam Varlıklar	128,641	132,243	146,628	181,387	208,819
Kısa Vadeli Yükümlülükler	78,845	79,359	93,446	111,535	123,676
Finansal Borçlar	34,872	35,229	44,130	45,719	47,337
Ticari Borçlar	31,184	30,928	33,359	44,532	53,012
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	12,789	13,203	15,957	21,284	23,326
Uzun Vadeli Yükümlülükler	24,627	25,778	27,055	35,809	49,236
Finansal Borçlar	13,669	16,210	17,747	23,559	36,470
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	10,957	9,568	9,308	12,250	12,766
Özkaynaklar	25,169	27,106	26,127	34,044	35,908
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	23,127	24,948	23,818	31,190	32,940
Azınlık Payları	2,041	2,158	2,309	2,854	2,967
Toplam Kaynaklar	128,641	132,243	146,628	181,387	208,819
Yatırım Sermayesi (İC)	64,242	63,583	67,964	86,906	92,858

İşletme Sermayesi	34,833	32,503	37,062	45,659	50,735
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	29.7%	24.3%	25.4%	28.5%	27.5%
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükümlülükler Dahil)	26,763	23,327	24,965	32,110	34,244
Toplam Borç	48,542	51,439	61,877	69,278	83,807
Net Borç / (Nakit)	28,116	26,910	32,529	40,613	44,184
Net Borç / G12A FAVÖK	2.8	2.3	2.6	2.7	2.4
Net Borç / Özkaynaklar	1.1	1.0	1.2	1.2	1.2
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	724	-463	-3,387	-2,209	-5,037

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 kâarlarda 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.