

Arçelik

04/03/2024

2023 4.Ç Mali Tablo Analizi

AL

Yükselme Potansiyeli 38%

Gerçekleşen ve Tahminler

Ertelenmiş vergi geliri ve parasal kazançlar sayesinde net marjda iyileşme. Enflasyon Muhasebesi (UMS -29) raporlamasına göre Arçelik, 2023 yılında bir önceki yıla göre %22 artışla 7,67 milyar TL net kar elde etti. Net kârdaki artış temel olarak 3,15 milyar TL (2022'deki 1,68 milyar TL'ye kıyasla) tutarındaki ertelenmiş vergi geliri ve yatırım teşviklerinin yanı sıra bir yıl öncesine kıyasla parasal kazançlardaki %25'lik artıştan kaynaklandı. Konsolide gelirler 2023 yılında, 2022 yılına kıyasla 257,10 milyar TL ile yatay seyretti. Uluslararası pazarlardaki zayıflık, güçlü iç talep ve stratejik fiyatlandırma ile dengelendi. 2023 FAVÖK'ü %23 artışla 20,08 milyar TL'ye yükselirken, hammadde maliyetlerindeki düşüş sayesinde 2022'deki %6,4'e kıyasla 2023'te %7,8'lik bir marj kaydedildi. Şirketin net borcu, artan yatırım harcamaları, alacak gün sayısındaki artış ve negatif kur etkisi sonucunda 2022 yılındaki 44,25 milyar TL seviyesinden 2023 yılında 53,57 milyar TL'ye (2,67x kaldıraç) yükseldi. NİS/satışlar 2022'deki %23,0 seviyesinden 2023'te %24,3'e çıktı.

UMS-29'un marjlar ve çarpanlar üzerindeki etkisi. Arçelik, finansal sonuçlar sunumunda, 2023'e ait enflasyon muhasebesine (UMS-29) göre düzeltilmemiş bazı özet performans rakamlarını da yayınlamıştır. Buna göre Şirket, 2023 yılında 2022 yılına kıyasla %54 artışla 205,88 milyar TL gelir elde etmiştir. Yurtiçi gelirler yıllık bazda %87 artarak yönetim beklentisi olan %75'in üzerinde gerçekleşirken, uluslararası gelirler %4 daralma beklentisine karşın %6 düşüş göstermiştir. Enflasyondan muhasebesi etkisinden arındırılmamış FAVÖK marjı yıllık 0,8 puan artışla %9,8 olarak açıklanırken, bu oran 2023 için yıllık %68 artışla 20,18 milyar TL FAVÖK'e işaret etmektedir. Düzeltilmemiş 2023 net kar rakamını, Şirket'in yönlendirmesinden yola çıkarak 3,85 milyar TL olarak hesaplıyoruz, bu da yıllık bazda %11 düşüşe ve %1,9'luk bir net marja işaret ediyor (yıllık 1,4 puan daralma). Net kar rakamının, yönetimin 2023 için belirttiği azınlık payları sonrası %2 net marjına dayanarak ve 4Ç23'te hiç tek seferlik etki olmadığı varsayılarak hesaplandığını not etmek isteriz. UMS-29 raporlaması, 2023 brüt kar ve FAVÖK marjlarında sırasıyla 2,5 puan ve 2,0 puanlık erozyona neden olurken, net kar marjında 1,1 puanlık iyileşmeye yol açmıştır. Buna bağlı olarak, UMS-29 raporlaması, enflasyon muhasebesi etkisi arındırılmamış 2023 finansallarına kıyasla 2023 F/K çarpanının 22,2x'ten 13,8x'e düşmesine, FD/FAVÖK çarpanının ise 6,3x'ten 7,9x'e yükselmesine yol açmıştır. Ayrıca, UMS-29 raporlamasının Arçelik'in 2023 öz kaynak karlılığının %10'dan %13'e yükselttiğini hesaplıyoruz.

Enflasyon muhasebesi etkisinden arındırılmamış 4Ç23 net kar ve FAVÖK beklentileri karşılayamadı. Şirket tarafından sağlanan UMS-29 hariç tam yıl rakamlarına göre, Arçelik'in 4Ç23 FAVÖK ve net karını 5.26 milyar TL (yıllık +%47) ve 1.28 milyar TL (yıllık -%50) olarak hesaplıyoruz. Bu sonuçlar, piyasa beklentilerinin sırasıyla %18 ve %16 oranında altında kalmıştır. UMS-29 etkisi hariç 4Ç23 cirosu ise 60,83 milyar TL (yıllık +%55) ile piyasa beklentisine paralel gerçekleşmiştir.

Son Çeyrekte Öne Çıkanlar

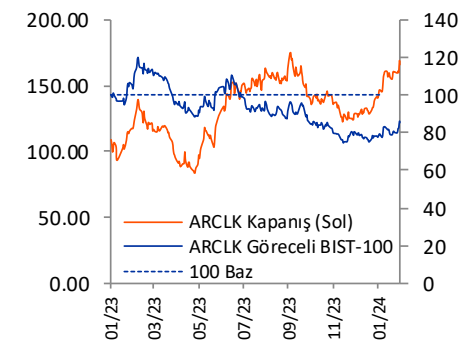
Güçlü iç pazar 2023'ün ana itici gücü oldu. Arçelik'in Türkiye gelirleri, tüm ürün gruplarındaki güçlü hacim büyümesi ve fiyat artışları sayesinde 2023'te yıllık bazda %23 artış gösterdi. Uluslararası gelirler ise TL bazında yıllık %10 daraldı. Batı Avrupa'daki tüketici talebi yıl boyunca zayıf seyretmiş, diğer yandan pazardaki düşüş şiddeti 2023'ün sonuna doğru kademeli olarak azalmıştır. Buna karşılık, Doğu Avrupa talebi, oldukça düşük bir bazdan gelen güçlü Rusya pazarı nedeniyle 2023 yılında dirençli kalmıştır. Sonuç olarak, Arçelik'in Batı Avrupa gelirleri Avro bazında %4 azalırken, Doğu Avrupa gelirleri %7 artış göstermiştir. Ciro her iki pazarda da fiyat artışlarıyla desteklenmiştir. Asya-Pasifik, Pakistan ve Bangladeş gelirleri, zayıf talep ortamı ve yerel para birimlerinin Avro karşısında değer kaybetmesi nedeniyle 2023 yılında Avro bazında sırasıyla %18, %30 ve %16 azalmıştır.

Fiyat Bilgileri	TL	ABD \$
Kapanış	166.00	5.30
12 Aylık Hedef Fiyat	229.42	7.65
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	202.16	6.73
Piyasa Değeri (mn)	112,171	3,584
Halka Açık PD (mn)	16,388	524
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	733.0	17.9
Hisse sayısı (Adet mn)		676
Takas Saklama Oranı (%)		15
Yabancı Oranı (%)		15

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL	18.2	29.2	38.0
ABD \$	14.6	21.7	-16.7
BIST-100 Relatif	10.1	6.1	-20.2

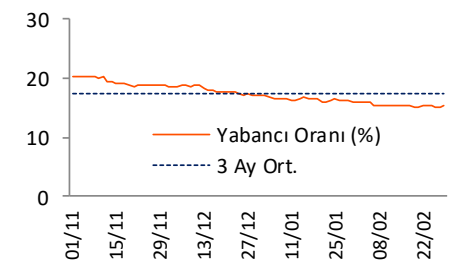
Çarpanlar	2022	2023	2024
F/K	17.8	14.6	20.8
PD/DD	2.1	2.1	3.7
FD/FAVÖK	10.2	8.1	5.3

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 83.70 175.00

Yabancı Oranı (%) Cari (%) : 15.40



Ezgi Akalan

eakalan@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 86

Afrika ve Orta Doğu gelirleri aynı dönemde yaklaşık %6 daralma göstermiştir. Beko Mısır ve Defy'nin pazara kıyasla üstün performanslarına rağmen, ZAR'ın değer kaybetmesi ve zayıf talep koşulları bölgelerin cirosunu EUR bazında olumsuz etkilemiştir.

Değerleme üzerindeki etki ve görünüm

2024 yılı beklentileri: Arçelik Enflasyon Muhasebesi altında 2024 yılı beklentilerini açıkladı. Şirket, 2024 yılında Türkiye operasyonlarından gelirlerinde yatay bir seyir, uluslararası gelirlerde ise döviz bazında %2 büyüme beklemektedir. Yönetim, hane halkının alım gücünde meydana gelebilecek zayıflık ve kredi kartı taksitlerinin azaltılması gibi tüketici talebini sekteye uğratabilecek düzenlemelerin potansiyel etkilerini göz önünde bulundurarak iç satış büyümesi konusunda temkinli. İç pazarda fiyat artışlarının ise enflasyona paralel olması beklenmektedir. Yönetim, 2024 yılında uluslararası satış hacimlerinde daha fazla düşüş beklememekle birlikte, birçok uluslararası oyuncunun satış kampanyaları düzenlemeye başlaması nedeniyle fiyatlandırma ortamının zorlu olacağına dikkat çekti. Bu nedenle, uluslararası ciro büyümesinin sınırlı hacim büyümesi ve müteavviz fiyat artışlarının bir kombinasyonundan gelmesi beklenmektedir. 2023 yılında %7,8 olarak gerçekleşen FAVÖK marjına kıyasla, Arçelik, 2024 yılı için yaklaşık %8,0 FAVÖK marjı öngörmektedir. EUR/USD paritesinin karlılık üzerinde destekleyici olması beklenmektedir. 2024 yatırım harcamaları bütçesi yaklaşık 300 milyon € olarak açıklanmıştır. Yatırım harcamaları projeksiyonu Mısır, Bangladeş ve Manisa Fabrikasında devam eden yatırımları içermektedir. NİS/satışların ise %25'in altında gerçekleşmesi beklenmektedir. Paylaşılan beklentiler, reel anlamda mevcut 2024 tahminlerimize kıyasla daha olumlu bir görünüm çiziyor.

Yorum: 2023 sonuçlarına yönelik ilk piyasa tepkisi, beklentilerden düşük gelen 4Ç23 rakamları göz önüne alındığında hafif olumsuz olabilir. Öte yandan, dirençli bulduğumuz 2024 yılına ilişkin beklentilerin bu etkiyi sınırlayacağını düşünüyoruz. %45 dağıtma oranı varsayımımıza dayanarak, Arçelik'in 2024 yılında %2 getiriye işaret eden 2,61 TL/hisse temettü dağıtmasını öngörüyoruz.

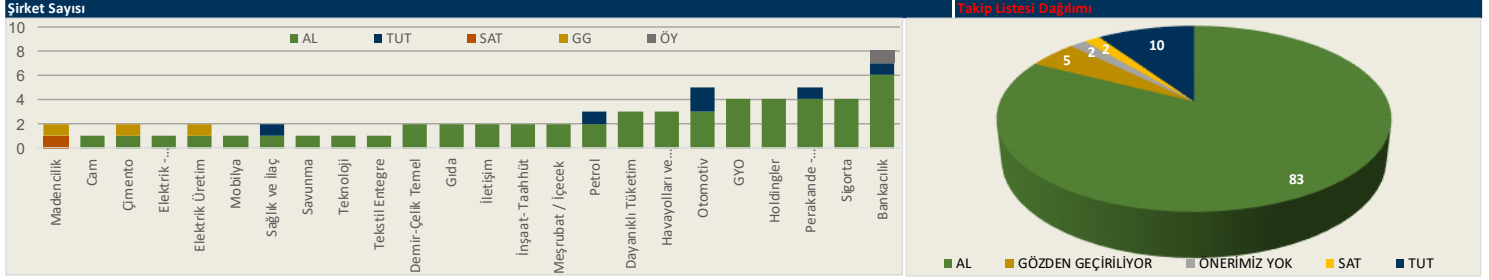
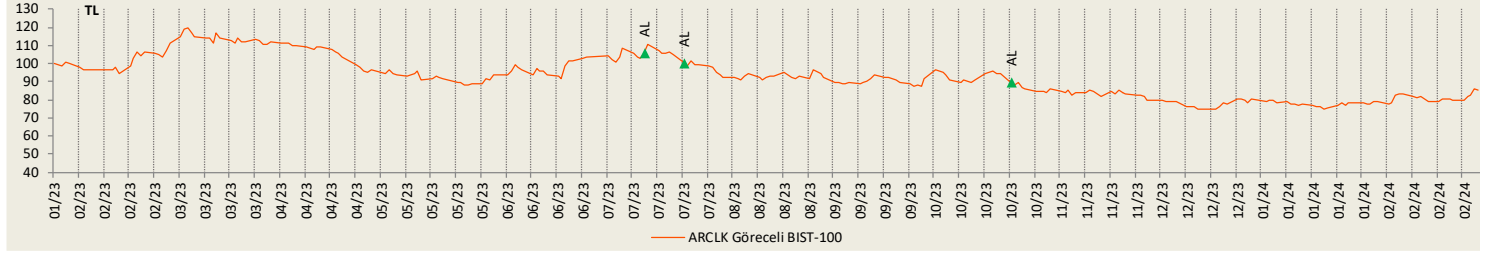
TL mn	UMS - 29			UMS -29 Hariç						Piyasa 4Ç23T
	2023	2022	Değ.	2023	2022	Değ.	4Ç23	4Ç22	Değ.	
Ciro	257,104	257,172	0%	205,884	133,916	54%	60,827	39,192	55%	60,855
<i>İhracat Gelirleri</i>	160,952	179,145	-10%		93,151	-100%	6,452	26,670	-76%	
<i>İhracatın Payı</i>	63%	70%			70%		11%	68%		
Brüt Kar	75,378	68,671	10%	65,471	39,493	66%	18,980	11,377	67%	
<i>Brüt Kar Marjı</i>	29.3%	26.7%	2.6ppt	31.8%	29.5%	2.3ppt	31.2%	29.0%	2.2ppt	
Faaliyet Giderleri	-63,762	-60,513	5%		-30,945					
<i>Faaliyet Gideri/Ciro</i>	-24.8%	-23.5%	-1.3ppt		-23.1%					
Faaliyet Karı	11,616	8,157	42%		8,548					
Amortisman	8,715	8,063	8%		3,311					
FAVÖK**	20,077	16,358	23%	20,177	11,986	68%	5,257	3,582	47%	6,413
<i>FAVÖK Marjı</i>	7.8%	6.4%	1.4ppt	9.8%	9.0%	0.8ppt	8.6%	9.1%	-0.5ppt	10.5%
Finansman Gelir (Gider), net	-12,354	-11,960	3%							
Parasal Kazanç (Kayıp)	9,888	7,928	25%							
VÖK	7,158	7,239	-1%		4,218			3,526		
<i>VÖK Marjı</i>	2.8%	2.8%	0.0ppt		3.1%			9.0%		
Vergi Gelir/ Gider	1,237	-231	-636%		505			432		
Net Kar	7,667	6,285	22%	3,844	4,325	-11%	1,277	2,565	-50%	1,523
<i>Net Kar Marjı</i>	3.0%	2.4%	0.5ppt	1.9%	3.2%	-1.4ppt	2.1%	6.5%	-4.4ppt	2.5%
Özsermaye	59,563	58,039		37,184	27,106					
Net Borç (Nakit)	53,118	44,340		53,118	26,910					
Net Borç/ FAVÖK	2.65x	2.71x		2.63x	2.25x					
Özsermaye karlılığı	13%	11%		10%	16%					
FD/FAVÖK*	7.9x			6.3x						
F/K*	13.8x			22.2x						
PD/DD*	1.8x			2.8x						

* Hesaplama 01.03.2024 tarihli dolar bazlı Piyasa Değeri dikkate alınmıştır

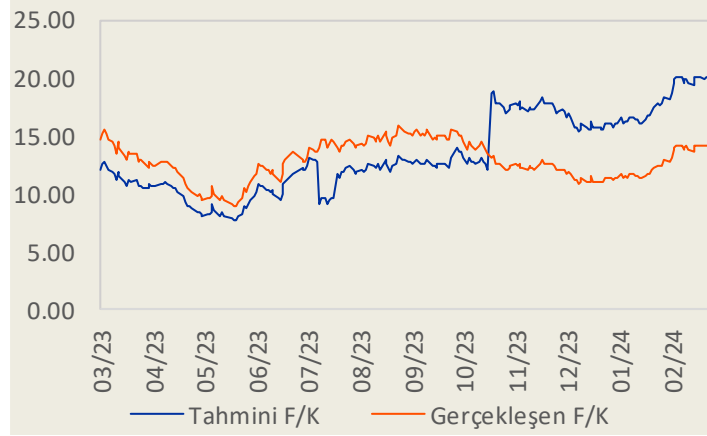
** FAVÖK tanımı şirkete aittir.

Arçelik

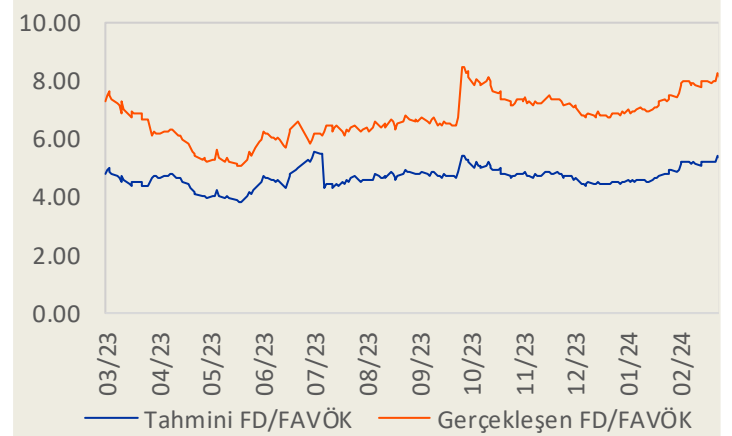
Göreceli Getiri / Öneriler



Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



Tahmini FD/FAVÖK & Gerçekleşen FD/FAVÖK



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.