

HEDEF FİYAT	202.62 TL
KAPANIŞ	190.20 TL
GETİRİ	+6.5%
ÖNCEKİ HF	192.34 TL
HF DEĞİŞİM	5.35%

Değerine ulaşmış bir dev

Maliyetli birleşme

Arçelik, Whirlpool EMEA operasyonları ile birleşmesini tamamladı, ancak bu birleşmenin maliyetli olduğunu düşünüyoruz. Arçelik ciro olarak kendisinin 1/3'ü büyüklüğe sahip düşük performans gösteren Avrupalı bir dev entegre edecek. Bu birleşmenin kümülatif yatırım maliyeti yükünü yaklaşık EUR600m olarak hesaplıyoruz. Diğer yandan, Avrupa pazarında zayıflık devam ederken, Türkiye pazarının da yavaşlayacağını böylece operasyonel performansın baskı altında kalacağını düşünüyoruz. Bu sebeple birleşmenin olumlu katkısının 2026'dan itibaren görülebileceğini ve bu süre boyunca net karın baskı altında kalabileceğini düşünüyoruz. Piyasa, birleşmenin olumlu yanlarını görme konusunda isteksiz olabilir.

Yurt içi pazar zirvesini 1Ç24'te gördü

Yurt içi beyaz eşya pazarı büyük ihtimalle 1Ç24'te zirveye ulaştı ve yılın geri kalanında azalan talep ile yüksek baz etkisi sebebiyle hızlı bir şekilde yavaşlayabilir. Diğer yandan, Avrupa pazarındaki zayıflık ve yüksek rekabet de devam ediyor. Avrupa'da toparlanmanın yılın ikinci yarısından itibaren görünür olacağını düşünüyoruz. Yurt içi pazar 1Ç24'te yıllık bazda %28 oranında büyürken, ARCLK'in yurt içi reel ciro büyümesi yalnızca %18 oldu. Bu da enflasyonist fiyatlamanın geçtiğimiz çeyreklere göre azaldığına işaret ediyor. Türkiye operasyonları geleneksel olarak diğer pazarlardan daha karlı olduğu için, bu yavaşlama hammadde fiyatlarındaki hareketin zayıf, TL'deki oynaklığın düşük olduğu bu dönemde marjları baskılayabilir. Daha düşük marjlara sahip Whirlpool ile birleşmenin ardından 2024'te ARCLK'in FAVÖK marjının yıllık bazda 170 baz puan daralacağını tahmin ediyoruz.

Yüksek borçluluk net karı baskılamaya devam edebilir

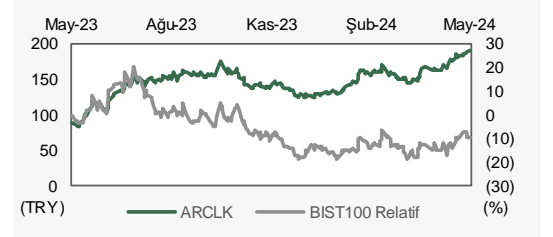
1Ç24 itibarıyla ARCLK'in net borç/FAVÖK rasyosu 2,6x seviyesinde bulunuyor ve yönetimin bildirdiğine göre Whirlpool birleşmesi bu rasyoyu çok etkilemeyecek. Ancak, artan borçluluk son birkaç yıldır net karı baskılayan en önemli unsurlardan birisi. Yüksek yatırım harcaması ihtiyacı ve Whirlpool operasyonlarının düşük karlılığı sebebiyle, bu trendin bir süre daha devam edeceğini, 2024 ve 2025 yıllarında net kar büyümesinin enflasyonun altında kalabileceğini düşünüyoruz.

TUT görüşümüzü korurken, HF'mizi TRY202,62'ye yükseltiyoruz

Makroekonomik tahminlerimizdeki değişikliğin ardından ARCLK için hedef fiyatımızı TRY192,34'ten TRY209,62'ye yükseltiyoruz ve TUT görüşümüzü koruyoruz. ARCLK bizim tahminlerimize göre 15,9x 2024 F/K çarpanı ile işlem görüyor. Bu çarpan şirketin yurt dışı benzerlerine göre %27 primlidir.

Hisse Detayları

Milyon TL	2023	2024T	2025T	2026T
Net satışlar	257,104	402,962	509,246	648,126
VAFÖK	20,331	25,166	33,346	43,634
Net kar	7,667	8,084	10,171	15,499
Kar marjı (%)	3.0	2.0	2.0	2.4
VAFÖK marjı (%)	7.9	6.2	6.5	6.7
Satış büyümesi (%)	(0.0)	56.7	26.4	27.3
F/K (x)	16.8	15.9	12.6	8.3
FD/VAFÖK (x)	9.2	9.1	7.4	6.2
PD/DD (x)	2.4	1.4	1.0	0.7
Net borç/VAFÖK (x)	3.0	3.4	3.0	2.7
Net borç/Özsermaye (x)	1.0	0.8	0.7	0.6
Özsermaye verimliliği (%)	13.5	11.1	9.2	10.3



Hisse performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay
Mutlak getiri (%)	16.9	18.8	115.0
BIST100 relatif getiri (%)	5.5	3.4	(9.9)
Son kapanış fiyatı	190.20		
12 Aylık yüksek/düşük	191.90/82.72		
Piyasa değeri (Milyon TL)	128,524		
3 Aylık ortalama hacim (Milyon TL)	701.1		
Halka açıklık (%)	15.0		
Hisse sayısı (Milyon)	676		
Pazar	Yıldız Pazar		

Kaynak: Arçelik; TEB Yatırım Hesaplamaları

Enflasyona göre düzeltilmiş tahminlerimiz daha önceki tahminlerimizle karşılaştırılabilir değildir. Gerçekleşen değerler 2023'ün, tahminler ise buldukları yılın sonundaki TL'nin alım gücüne göredir.

Finansal tablolar

Arcelik

Gelir Tablosu (Milyon TL)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Net Satışlar	257,172	257,104	402,962	509,246	648,126
Satışların Maliyetleri	(188,502)	(181,726)	(286,091)	(356,259)	(453,139)
Brüt kar (zarar)	68,671	75,378	116,871	152,987	194,987
Diğer operasyonel gelirler	0	0	0	0	0
Operasyonel giderleri	(60,513)	(63,762)	(104,476)	(136,792)	(174,511)
VAFÖK	16,220	20,331	25,166	33,346	43,634
Amortisman	(8,063)	(8,715)	(12,771)	(17,151)	(23,158)
Şerefiye amortismanı	0	0	0	0	0
Ana operasyonel gelir (zarar)	8,157	11,616	12,395	16,195	20,476
Net finansman maliyetleri	(4,031)	(2,466)	(1,462)	(349)	2,789
Özkanak yöntemiyle değerlendirilen kar (zarar)	(740)	(481)	(72)	(241)	(168)
Tekrarlanan faaliyet harici gelirler (giderler)	3,113	(1,991)	(1,268)	(1,408)	(1,364)
Tek seferlik faaliyet harici gelirler (giderler)	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kar (zarar)	7,239	7,158	9,666	14,438	21,901
Vergi geliri (gideri)	(231)	1,237	(417)	(2,863)	(4,718)
Vergi sonrası kar (zarar)	7,008	8,395	9,249	11,575	17,183
Azınlık payları	(723)	(728)	(1,165)	(1,404)	(1,684)
Rüçhanlı temettü	0	0	0	0	0
Diğer paylar	0	0	0	0	0
Ana ortaklık payları	6,285	7,667	8,084	10,171	15,499
Durdurulan faaliyet gelirleri (giderleri)	0	0	0	0	0
Tekrarlanan ana ortaklık payları	6,285	7,667	8,084	10,171	15,499

Hisse başına (TL)					
Tekrarlanan hisse başına kar	9.30	11.35	11.96	15.05	22.94
Hisse başına kar	9.30	11.35	11.96	15.05	22.94
Hisse başına temettü	4.78	0	0	0	11.47
Hisse sayısı (bin)	676	676	676	676	676

Yıllık değişim					
Net satışlar (%)	277.2	(0.0)	56.7	26.4	27.3
VAFÖK (%)	136.7	25.3	23.8	32.5	30.9
Ana operasyonel gelir (%)	62.9	42.4	6.7	30.7	26.4
Tekrarlanan net kar (%)	105.1	22.0	5.4	25.8	52.4
Net kar (%)	105.1	22.0	5.4	25.8	52.4

Operasyonel performans					
Brüt kar marjı (%)	26.7	29.3	29.0	30.0	30.1
VAFÖK marjı (%)	6.3	7.9	6.2	6.5	6.7
Ana operasyonel gelir marjı (%)	3.2	4.5	3.1	3.2	3.2
Kar marjı (%)	2.4	3.0	2.0	2.0	2.4
Efektif vergi oranı (%)	(12.0)	(7.0)	2.0	3.0	5.0
Temettü oranı (%)	51.4	0.0	0.0	0.0	50.0
Faiz karşılama (x)	2.8	3.9	7.6	42.4	n/m
Stok gün sayısı	65.5	98.7	82.7	94.9	94.6
Ticari borç gün sayısı	56.3	86.9	73.7	79.2	79.3
Ticari alacak gün sayısı	68.4	105.6	97.1	117.6	120.2
Operasyonel kullanılan sermaye getirisi (%)	32.9	32.5	18.8	15.0	14.6
Kullanılan sermaye getirisi (%)	23.5	13.2	9.9	8.7	8.8
Özsermaye getirisi (%)	17.4	14.5	11.1	9.2	10.3
Varlık getirisi (%)	7.0	4.4	3.5	2.9	2.7

Kaynak: Arcelik; TEB Yatırım Hesaplamaları

Finansal tablolar

Arcelik

Nakit akım tablosu (Milyon TL)	2023	2024T	2025T	2026T
Net Kar	7,667	8,084	10,171	15,499
Amortisman	8,715	12,771	17,151	23,158
Azınlık payları	-	-	-	-
Diğer nakit dışı düzeltmeler	-	-	-	-
İşletme sermayesindeki değişim	(3,903)	(20,730)	(15,753)	(25,638)
Operasyonel nakit akışı	12,479	125	11,569	13,019
Duran varlık harcamaları - bakım	-	-	-	-
Duran varlık harcamaları - yeni	(15,074)	(18,758)	(25,670)	(31,203)
Yatırım gelirleri	-	-	-	-
Diğer yatırımlar	-	-	-	-
Yatırım faaliyetlerinden nakit akışı	(15,074)	(18,758)	(25,670)	(31,203)
Temettü ödemeleri	(3,229)	0	0	0
Özkaynak finansmanı	0	0	0	0
Borç finansmanı	50,470	12,936	28,274	33,648
Diğer finansman gelirleri (giderleri)	-	-	-	-
Finansman faaliyetlerinden nakit akışı	47,242	12,936	28,274	33,648
Durdurulan faaliyet nakit akışı	-	-	-	-
Diğer düzeltmeler	(36,273)	(13,161)	(656)	421
Net diğer düzeltmeler	(36,273)	(13,161)	(656)	421
Toplam nakit akışı	8,374	(18,857)	13,517	15,886
Serbest nakit akışı (Firma)	(2,594.44)	(18,632.92)	(14,101.03)	(18,183.44)
Serbest nakit akışı (Özkaynak)	(33,044.30)	(13,160.52)	(656.18)	421.05

Hisse başına (TL)

Hisse başına serbest nakit akımı (Firma)	(3.84)	(27.57)	(20.87)	(26.91)
Hisse başına serbest nakit akışı	(48.90)	(19.48)	(0.97)	0.62
Hisse başına nakit akışı	24.24	30.86	40.43	57.21

Bilanço (Milyon TL)

	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Maddi duran varlıklar (Brüt)	107,234	110,009	182,442	260,148	349,552
Eksi: birikmiş amortisman	(62,910)	(63,001)	(96,551)	(141,240)	(195,996)
Maddi duran varlıklar (Net)	44,323	47,007	85,891	118,908	153,556
Maddi olmayan duran varlıklar (Net)	26,647	27,169	38,031	47,919	57,490
Uzun vadeli finansal yatırımlar	145	142	198	250	300
İştirak yatırımları	2,050	1,456	2,038	2,038	2,038
Nakit ve nakit benzeri	40,418	48,792	29,935	43,451	59,337
Ticari alacaklar	55,949	66,520	96,271	124,721	156,866
Stoklar	50,870	47,449	82,233	103,032	131,880
Diğer kısa vadeli varlıklar	6,761	8,561	12,089	12,731	12,963
Toplam dönen varlıklar	153,998	171,322	220,527	283,935	361,045
Diğer uzun vadeli varlıklar	5,259	11,042	13,626	18,253	23,000
Toplam Varlıklar	232,422	258,138	360,312	471,304	597,430
Ana ortağa ait özkaynak	52,789	53,170	92,266	128,592	172,629
Kontrol gücü olmayan paylar	5,250	6,393	14,463	19,627	25,231
Toplam Özkaynak	58,039	59,563	106,729	148,220	197,860
Uzun vadeli finansal borçlar	26,709	44,461	50,105	62,440	77,120
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	23,165	22,660	20,928	23,510	26,010
Toplam uzun vadeli yükümlülükler	49,875	67,122	71,033	85,951	103,130
Ticari borçlar	50,958	54,205	98,010	131,507	166,862
Kısa vadeli finansal borçlar	58,048	57,448	64,741	80,679	99,647
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	15,502	19,800	19,800	24,948	29,931
Toplam kısa vadeli yükümlülükler	124,508	131,453	182,550	237,134	296,440
Toplam Kaynaklar	232,422	258,138	360,312	471,304	597,430
Net işletme sermayesi	(10,928)	(8,923)	8,042	3,350	5,269
Yatırılmış sermaye	67,497	77,893	147,827	190,719	241,653

Hisse başına (TL)

Hisse başına defter değeri	78.12	78.69	136.54	190.30	255.47
Hisse başına maddi defter değeri	38.69	38.48	80.26	119.39	170.39

Finansal sağlık

Net borç/Özkaynak(%)	76.4	89.2	79.6	67.2	59.4
Net borç/Toplam kaynaklar (%)	19.1	20.6	23.6	21.1	19.7
Cari oran (x)	1.2	1.3	1.2	1.2	1.2
Nakit akışı faiz karşılama (x)	4.6	n/m	4.8	72.7	n/m

Kaynak: Arcelik, TEB Yatırım Hesaplamaları

Uyarı Notu

Burada yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("TEB Yatırım") tarafından işbu rapor tarihi itibarıyla hazırlanmış olup, önceden bildirimde bulunmaksızın değiştirilebilir. TEB Yatırım, bu dokümanda yer alan bilgileri mümkün olduğunca güncel kaynaklardan derlemiş olmakla birlikte, söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemekte ve güvenilir olduğunu iddia etmemektedir. TEB Yatırım, dokümandaki bilgiler hazırlanırken yararlanılan ve kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve dokümanın içeriğindeki bilgilerin kullanılması sonucunda üçüncü kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kar yoksunluğundan, manevi zararlardan sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Dolayısıyla burada bahsedilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin herhangi bir yatırım kararını, kendi özel yatırım amaçlarınız ve mali durumunuzu göz önünde bulundurarak, kendi araştırmalarınızı ve bağımsız danışmanlarınızdan aldığınız tavsiyeleri temel alarak vermeniz önerilmektedir. Ayrıca Yatırım Danışmanlığı Hizmeti almak isteyen yatırımcıların, TEB Yatırım ile Yatırım Danışmanlığı Sözleşmesi imzalamış ve Yerindelik Testi yapmış olmaları gerekmektedir.

Burada yer alan hiçbir bilgi TEB Yatırım veya başka bir şirket tarafından veya onlar adına herhangi bir kimseye, herhangi bir sermaye piyasası aracının alınması veya satılması yönünde herhangi bir icap veya davet teşkil etmez.

Burada bahsedilen yatırım araçlarının fiyat ve değerleri doğrudan veya dolaylı olarak (döviz kurlarındaki değişiklikler, piyasa eğilimleri, getirinin istikrarsız olması...vs sebeplerle) yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak artabilir veya azalabilir ve bu durum yatırımcıların yatırdıkları anaparada kayba yol açabilir. Raporla belirtilen geçmiş performans, gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bunlarla birlikte, muhtelif zamanlarda, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarının, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Ayrıca yine, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlenemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Bu hallerde, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder.

TEB Yatırım Araştırma analistleri zaman zaman raporun konusu inceleme kapsamına giren şirket ziyaretleri gerçekleştirmektedir. Bu ziyaretler bağılı olarak analistlerin masraflarının şirket tarafından üstlenmesi ya da ziyaretin analistlere ödenmek üzere maddi bir karşılığa istinaden gerçekleştirilmesi anılan Çıkar Çatışması Politikası tarafından yasaklanmaktadır.

İşbu dokümanın bütün hakları TEB Yatırım'ın münhasır mülkiyetinde olup, hiçbir bölümü TEB Yatırım'ın yazılı izni olmaksızın kısmen veya tamamen kopyalanamaz, çoğaltılamaz, değiştirilemez veya üçüncü kişilere dağıtılamaz. Aksi halde, TEB Yatırım uğramış olduğu bütün zarar ve ziyana talep etme hakkını saklı tutar. Bu doküman ABD dahil dağıtımının hukuka ve ilgili mevzuata aykırı olduğu hiçbir ülkede yayımlanamaz veya dağıtılamaz.