

HEDEF FİYAT	202.62 TL
KAPANIŞ	178.00 TL
GETİRİ	+13.8%
ÖNCEKİ HF	202.62 TL
HF DEĞİŞİM	DEĞİŞMEDİ

## Zayıf operasyonel performans

### Beklenenden yüksek net zarar

Arçelik 2Ç24'te TRY432m net zarar açıkladı. Şirket 2Ç23'te TRY1,6 milyar ve 1Ç24'te TRY428 net kar elde etmişti. Düşük operasyonel karlılık ve Whirlpool birleşmesi sebebiyle oluşan tek seferlik giderler bu çeyrekte net zarara sebep oldu. Beklenenin altında FAVÖK marjı sebebiyle net zarar bizim tahminimiz olan TRY356m'nin ve piyasa beklentisi TRY55m'nin üzerinde gerçekleşti. Şirketin 6A24'te net zararı TRY4m oldu.

### Whirlpool birleşmesi ciroyu destekledi

Ciro reel bazda %23 oranında büyüdü ve TRY102 milyara ulaştı (TEB/BNPP: TRY99 milyar, piyasa: TRY104 milyar). Şirketin bu çeyrekte konsolide etmeye başladığı Whirlpool operasyonlarının ciroya katkısı TRY25,3 milyar oldu. Bu etki hariç ciro reel bazda yaklaşık %8 oranında geriledi. 2Ç24'te Avrupa'da zayıflık sürerken, Türkiye pazarı TV satışları hariç kuvvetli olmaya devam etti.

### Beklendiği üzere marjlar daraldı

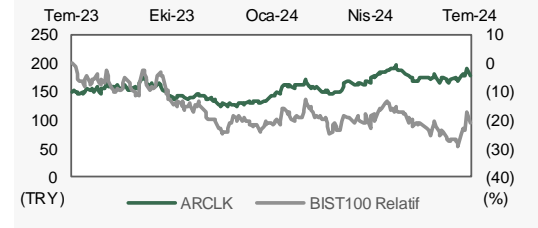
FAVÖK reel bazda %18 düşerek TRY4,9 milyar oldu ve bizim beklentimiz olan TRY5,1 milyara paralel gerçekleşti. Piyasa beklentisi ise TRY5,8 milyar seviyesindeydi. Beklediğimiz üzere Whirlpool etkisiyle FAVÖK marjı %4,8 seviyesine geriledi. Yönetim, mevsimsel sebepler dolayısıyla zayıf kalan FAVÖK marjının önümüzdeki çeyreklerde yükseleceğini düşünüyor. Diğer yandan, birleşme ve devam eden yatırımlar borçluluğun yüksek kalmasına sebep oluyor. Bu çeyrek sonunda net borç/FAVÖK rasyosu 3x'ün üzerine çıktı. Şirket verimliliği artıracak ve birleşmeyle sinerji yaratacak bir plana sahip olsa da önümüzdeki birkaç çeyrekte de borçluluğun yüksek seyredeceğini tahmin ediyoruz.

### TUT görüşümüzü ve TRY202,62 hedef fiyatımızı koruyoruz

Sonuçların ardından yönetim Whirlpool etkisini de içeren yeni 2024 tahminlerini paylaştı. Buna göre Türkiye satışlarının reel bazda geçen yıla paralel gerçekleşmesi beklenirken, yurt dışı satışların yabancı para bazında %50 oranında büyüyeceği tahmin ediliyor. FAVÖK marjı beklentisi ise %6,5 seviyesindedir. Hisse için TUT tavsiyemizi ve TRY202,62 hedef fiyatımızı koruyoruz. Faaliyet gösterilen pazarlardaki zayıflık ve birleşme sebebiyle artan maliyetler önümüzdeki çeyreklerde de net karı baskılayabilir.

## 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)	16.1	15.3	12.2	8.0
FD/VAFÖK (x)	9.0	8.9	7.3	6.1
PD/DD (x)	2.3	1.3	1.0	0.7
Net borç/VAFÖK (x)	3.3	3.4	3.0	2.7
Net borç/Özsermaye (x)	1.0	0.8	0.7	0.6
Özsermaye verimliliği (%)	12.9	11.1	9.2	10.3



Hisse performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay
Mutlak getiri (%)	2.1	2.9	18.8
BIST100 relatif getiri (%)	1.6	(3.3)	(21.5)
Son kapanış fiyatı	178.00		
12 Aylık yüksek/düşük	196.10/121.90		
Piyasa değeri (Milyon TL)	120,280		
3 Aylık ortalama hacim (Milyon TL)	692.2		
Halka açıklık (%)	15.0		
Hisse sayısı (Milyon)	676		
Pazar	Yıldız Pazar		

Kaynak: Arçelik; TEB Yatırım Hesaplamaları

Gerçekleşen değerler 2023'ün, tahminler ise buldukları yılın sonundaki TL'nin alım gücüne göredir.

Tablo 1: ARCLK 2Ç24 sonuçları

	2023/2Ç	2024/1Ç	2024/2Ç	-----Değişim-----		TEB/BNPP	Fark	Konsensus	Fark	6A23	6A24	Değişim
	(TRY m)	(TRY m)	(TRY m)	Yıllık, %	Çeyrek, %	(TRY m)	%	(TRY m)	%	(TRY m)	(TRY m)	Yıllık, %
Net satışlar	82,571	78,339	101,584	23	30	98,505	3	103,966	(2)	157,337	179,923	14
FAVÖK	5,171	5,976	4,885	(6)	(18)	5,076	(4)	5,828	(16)	10,414	10,862	4
FAVÖK marjı (%)	6.3	7.6	4.8	(1.5)	(2.8)	5.2	(0.3)	5.6	(0.8)	6.6	6.0	(0.6)
Net kar	1,607	428	(432)	(127)	(201)	(356)	21	(55)	686	3,006	(4)	(100)

Kaynak: Arçelik, Rasyonet beklenti anketi, TEB Yatırım Hesaplamaları

# 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)
<b>Brüt kar (zarar)</b>	<b>68,671</b>	<b>75,378</b>	<b>116,871</b>	<b>152,987</b>	<b>194,987</b>
Diğer operasyonel gelirler	0	0	0	0	0
Operasyonel giderleri	(60,513)	(63,762)	(104,476)	(136,792)	(174,511)
<b>VAFÖK</b>	<b>16,220</b>	<b>20,331</b>	<b>25,166</b>	<b>33,346</b>	<b>43,634</b>
Amortisman	(8,063)	(8,715)	(12,771)	(17,151)	(23,158)
Şerefiye amortismanı	0	0	0	0	0
<b>Ana operasyonel gelir (zarar)</b>	<b>8,157</b>	<b>11,616</b>	<b>12,395</b>	<b>16,195</b>	<b>20,476</b>
Net finansman maliyetleri	(4,031)	(2,466)	(1,462)	(349)	2,789
Özkaynak 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
<b>Vergi öncesi kar (zarar)</b>	<b>7,239</b>	<b>7,158</b>	<b>9,666</b>	<b>14,438</b>	<b>21,901</b>
Vergi geliri (gideri)	(231)	1,237	(417)	(2,863)	(4,718)
<b>Vergi sonrası kar (zarar)</b>	<b>7,008</b>	<b>8,395</b>	<b>9,249</b>	<b>11,575</b>	<b>17,183</b>
Azınlık payları	(723)	(728)	(1,165)	(1,404)	(1,684)
Rüçhanlı temettü	0	0	0	0	0
Diğer paylar	0	0	0	0	0
<b>Ana ortaklık payları</b>	<b>6,285</b>	<b>7,667</b>	<b>8,084</b>	<b>10,171</b>	<b>15,499</b>
<b>Durdurulan faaliyet gelirleri (giderleri)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Tekrarlanan ana ortaklık payları</b>	<b>6,285</b>	<b>7,667</b>	<b>8,084</b>	<b>10,171</b>	<b>15,499</b>

### 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

## Arçelik

Nakit akım tablosu (Milyon TL)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Net Kar	6,285	7,667	8,084	10,171	15,499
Amortisman	8,063	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)
<b>Operasyonel nakit akışı</b>	<b>-</b>	<b>12,479</b>	<b>125</b>	<b>11,569</b>	<b>13,019</b>
Duran varlık harcamaları - bakım	-	-	-	-	-
Duran varlık harcamaları - yeni	(10,672)	(15,074)	(18,758)	(25,670)	(31,203)
Yatırım gelirleri	-	-	-	-	-
Diğer yatırımlar	-	-	-	-	-
<b>Yatırım faaliyetlerinden nakit akışı</b>	<b>(10,672)</b>	<b>(15,074)</b>	<b>(18,758)</b>	<b>(25,670)</b>	<b>(31,203)</b>
Temettü ödemeleri	(3,657)	(3,229)	0	0	0
Özkaynak finansmanı	0	0	0	0	0
Borç finansmanı	18,860	50,470	12,936	28,274	33,648
Diğer finansman gelirleri (giderleri)	-	-	-	-	-
<b>Finansman faaliyetlerinden nakit akışı</b>	<b>15,203</b>	<b>47,242</b>	<b>12,936</b>	<b>28,274</b>	<b>33,648</b>
Durdurulan faaliyet nakit akışı	-	-	-	-	-
Diğer düzeltmeler	0	(36,273)	(13,161)	(656)	421
<b>Net diğer düzeltmeler</b>	<b>0</b>	<b>(36,273)</b>	<b>(13,161)</b>	<b>(656)</b>	<b>421</b>
<b>Toplam nakit akışı</b>	<b>-</b>	<b>8,374</b>	<b>(18,857)</b>	<b>13,517</b>	<b>15,886</b>
Serbest nakit akışı (Firma)	-	(2,594.44)	(18,632.92)	(14,101.03)	(18,183.44)
Serbest nakit akışı (Özkaynak)	3,656.90	(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	5.41	(48.90)	(19.48)	(0.97)	0.62
Hisse başına nakit akışı	21.23	24.24	30.86	40.43	57.21

### Bilanço (Milyon TL)

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)
<b>Maddi duran varlıklar (Net)</b>	<b>44,323</b>	<b>47,007</b>	<b>85,891</b>	<b>118,908</b>	<b>153,556</b>
<b>Maddi olmayan duran varlıklar (Net)</b>	<b>26,647</b>	<b>27,169</b>	<b>38,031</b>	<b>47,919</b>	<b>57,490</b>
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
<b>Toplam dönen varlıklar</b>	<b>153,998</b>	<b>171,322</b>	<b>220,527</b>	<b>283,935</b>	<b>361,045</b>
Diğer uzun vadeli varlıklar	5,259	11,042	13,626	18,253	23,000
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>232,422</b>	<b>258,138</b>	<b>360,312</b>	<b>471,304</b>	<b>597,430</b>
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
<b>Toplam Özkaynak</b>	<b>58,039</b>	<b>59,563</b>	<b>106,729</b>	<b>148,220</b>	<b>197,860</b>
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
<b>Toplam uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>49,875</b>	<b>67,122</b>	<b>71,033</b>	<b>85,951</b>	<b>103,130</b>
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
<b>Toplam kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>124,508</b>	<b>131,453</b>	<b>182,550</b>	<b>237,134</b>	<b>296,440</b>
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>232,422</b>	<b>258,138</b>	<b>360,312</b>	<b>471,304</b>	<b>597,430</b>
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: Arçelik, 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.