

4Ç24 Bilanço Değerlendirmesi
ARCLK
3 Şubat 2025

4Ç'de net kar ve nakit akışı performansı pozitif, marjlar ise bir önceki çeyreğe göre yatay. Arçelik 4Ç24'te konsensüs tahmini olan 1,3 milyar TL net zarara karşılık 6,7 milyar TL net kar açıkladı (YF: -1,3 milyar TL). Diğer faaliyet gelirleri altında kaydedilen +17 milyar TL'lik negatif şerefiye etkisi, Whirlpool'un yeniden yapılandırılmasıyla ilgili -11,8 milyar TL'lik karşılıkların olumsuz etkisini fazlasıyla dengeleyerek net kârdaki olumlu etkinin ana nedeni oldu. FAVÖK 4Ç24'te yıllık bazda %9 düşüşle 4,8 milyar TL'ye gerilerken, 5,5 milyar TL'lik piyasa beklentisinin ve 5,3 milyar TL'lik bizim tahminimizin hafif altında kalırken, FAVÖK marjı çeyrekten çeyreğe yatay bir seyir izledi. Dördüncü çeyrekteki işletme sermayesi ihtiyacındaki iyileşme sayesinde, net borç 96 milyar TL'den (2,8 milyar \$) 2024 sonunda 87 milyar TL'ye (2,6 milyar \$) geriledi ve bu da net borç/FAVÖK rasyosunu bir önceki çeyrekteki 4,3x seviyesinden 2024 sonunda 3,8x seviyesine düşürdü (enflasyon muhasebesi etkisi hariç yaklaşık 3x FAVÖK).

2025'Te daha yüksek marjlar, daha düşük faiz gideri, pozitif serbest nakit akımı öngörülürken, ilave yeniden yapılandırma gideri beklenmiyor. Şirket'in açıkladığı 2025 beklentileri marj iyileştirme ve borç azaltmaya odaklanıldığını teyit ediyor. Whirlpool birleşmesinden elde edilmesi planlanan 100-150 milyon Avro tasarruf/sinerji ile FAVÖK marjının 2025 yılında %6,5'in üzerinde olması bekleniyor (2024'te %5,3). Sonuçlara ilişkin yapılan telekonferans sırasında, şirketin Whirlpool'un yeniden yapılandırılmasıyla ilgili beklenen harcamaların tümü için karşılık ayrıldığı ve 2025 yılında ilave gider görülmeyeceği vurgulanmıştır. Türkiye'de gelir büyümesinin enflasyona paralel olması beklenirken, uluslararası gelirlerin birleşmenin tam yıllık etkisi sayesinde Avro bazında yaklaşık %15 artması öngörülüyor. Şirket, işletme sermayesinin satışlara oranının 2025'te %20'nin altında olmasını beklerken, bu oranın 2024'te ortalama %21'e kıyasla daha da iyileşmesi bekleniyor. Yönetim ayrıca, TL ve Avro borçlanmalarında faiz indirimlerinden yararlanacakları için faiz giderlerinin 2025'te düşeceğini düşünüyor. Hedge maliyetleri de 2025 yılında önemli ölçüde iyileşebilir. Şirket, 300 milyon avroluk yatırım harcaması tahminiyle (2024'de 375 milyon avro), bu yıl için serbest nakit akımının pozitif bölgede olacağını düşünüyor. Önümüzdeki birkaç yıl içinde ARCLK için hem brüt kâr (üretimin düşük maliyetli fabrikaları kaydırılması ile) hem de faaliyet giderleri (tasarruf önlemleri ile) tarafında marjlarda iyileşme alanı olduğunu düşünüyoruz. FAVÖK marjının 2026 yılında >%8 olmasını bekliyoruz, bu 14 milyar dolarlık satış geliri üzerinden 1,2 milyar dolarlık nominal FAVÖK anlamına geliyor.

Tarifeler ve makro görünüm. ARCLK'in ABD pazarında varlığı ihmal edilebilir boyutta. ABD pazarının ürün yelpazesi açısından kendine has özellikleri olduğundan, diğer bölgelerdeki pazarlar için Trump tarifelerinden kaynaklanan riski sınırlı görüyoruz. Kapsamlı bir ticaret savaşı durumunda, AB'nin Çin ithalatına gümrük vergisi koyma olasılığını görüyoruz, bu da ARCLK için Avrupa pazarlarında önemli bir destek sağlayabilir. Öte yandan, ticaret savaşları nedeniyle küresel ekonomik faaliyetlerde uzun süreli bir yavaşlama veya EUR/USD kurundaki zayıflık aşağı yönlü risk faktörleri olarak takip edilmelidir. Yukarı yönde ise, beyaz eşyaların yenilenmesini hızlandırmayı amaçlayan potansiyel teşvik önlemleri bir makro katalizör olabilir.

Değerleme: Piyasadan ayrıldığımız noktalar. Piyasa ARCLK için daha çok kısa vadeli marj zayıflığından endişe duyarken, gelir tablosunun Whirlpool birleşme etkisinden arındırıldığımızda ARCLK'in finansallarının sağlıklı kaldığını (enflasyon muhasebesi öncesi yaklaşık %9 FAVÖK marjı) ve satın alınan varlıkların karlılığında kaydedilecek iyileşme ile önemli bir değer yaratabileceğini görüyoruz. Şirket halka açık hisselerin yaklaşık %40'ını ortalama 4\$/hisse fiyatından geri alım yapmıştı. Mevcut hisse fiyatı 3,60 \$ seviyesinde olup, bu da 2,4 milyar dolar piyasa değerine (geri alınan hisselerle göre düzeltilmiş 2,2 milyar \$) karşılık gelmektedir. Bize göre ARCLK'in sadece Türkiye operasyonları (gelirin yaklaşık %30'u), Şirkete önemli ve kalıcı rekabet avantajı sağlayan bayilik modeli sayesinde 3 milyar dolardan fazla değerlemeyi hak ettiğini düşünüyoruz. Bu nedenle, 9 milyar dolar geliri olan ve Gelişmekte Olan pazarlarda da önemli ölçüde ağırlığı bulunan yurtdışı operasyonların, ölçek avantajları devreye girdikçe ve karlılığı arttıkça ARCLK değerlemesini oldukça olumlu etkileyebileceğini değerlendiriyoruz. Tahminlerimize göre ARCLK hisseleri 2025T'de 4,3x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir. Hisse fiyatının 340 TL'lik hedef fiyatımıza ulaşması halinde, ARCLK 2026 yılında halen 6.1x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görecektir ki bu da ARCLK ile benzer büyüme profiline sahip küresel emsalleri olan Midea için 9.2x ve Haier için 7.5x seviyesindeki çarpanlara göre halen iskontolu olacağına işaret etmektedir.

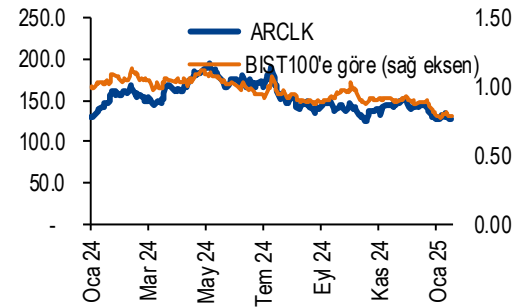
ARCLK
Endeks Üzeri Getiri

Onceki: Endeks Üzeri Getiri

Hedef Fiyat	TL340.00
Hisse Fiyatı (03-02-2025)	TL127.0
Getiri potansiyeli	168%

Tahminler (TLmn)	2023	2024T	2025T
Satış Geliri (TMS 29 hariç)	205,884	372,466	485,275
% büyüme (nominal)	54%	81%	30%
Satış Geliri (TMS 29 dahil)	257,103	428,548	573,750
% büyüme (reel)	0%	23%	6%
FAVÖK (TMS 29 hariç)	20,177	26,073	41,248
% marj	9.8%	7.0%	8.5%
FAVÖK (TMS 29 dahil)	20,330	22,927	40,163
% marj	7.9%	5.3%	7.0%
Net Kar (TMS 29 hariç)	4,529	5,889	12,132
% marj	2%	2%	3%
Net Kar (TMS 29 dahil)	7,667	1,689	5,625
% marj	3%	0%	1%

Değerleme	2023	2024T	2025T
F/K	11.2x	50.8x	15.3x
F/K (TMS 29 Hariç)	18.9x	14.6x	7.1x
FD/FAVÖK	8.8x	7.8x	4.4x
FD/FAVÖK (TMS 29 Hariç)	8.8x	6.8x	4.3x
PD/DD	1.1x	1.3x	1.0x
Hisse Başına Temettü	2.66	0.00	0.00
Temettü verimi	2.1%	0.0%	0.0%

Fiyat Grafiği


Yatırım Finansman Menkul Değerler

Meclis-i Mebusan Cad. 81 Fındıklı 34427 Beyoğlu/İstanbul

Tel: +90 (212) 317 69 00 Faks: +90 (212) 282 15 50 - 51

UYARI NOTU:

Bu e-posta mesajı ve ekleri gönderildiği kişi ya da kuruma özeldir ve gizlidir. Hiçbir şekilde üçüncü kişilere açıklanamaz ya da yayınlanamaz. Yetkili alıcılardan biri değilseniz, bu mesajın herhangi bir şekilde ifşa edilmesi, kullanılması, kopyalanması, yayılması veya mesajda yer alan hususlarla ilgili olarak herhangi bir işlem yapılmasının kesinlikle yasak olduğunu bildiririz. Eğer mesajın alıcısı veya alıcısına iletmekten sorumlu kişi değilseniz lütfen mesajı sisteminizden siliniz ve göndereni uyarınız. Gönderen ve Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş., bu mesajın içerdiği bilgilerin doğruluğu, güncelliği ve eksiksiz olduğu konusunda bir garanti vermemektedir, içerik Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından her zaman değiştirilebilir. Bu e-posta yer alan bilgiler "Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş." tarafından genel bilgilendirme amacı ile her türlü veri, yorum ve değerlendirmeler hazırlandığı tarih itibariyle mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklara dayanılarak hazırlanmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan içerik, yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu e-posta içeriğinde yer alan çeşitli bilgi ve görüşlere dayanılarak yapılacak ileriye dönük yatırımlar ve ticari işlemlerin sonuçlarından ya da ortaya çıkabilecek zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Mesajın içeriğinden, iletilmesinden, alınmasından, saklanmasından, gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve sisteminizde yaratabileceği zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Yatırım Finansman bu mesajın içeriği ve ekleri ile ilgili olarak hukuki açıdan herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Teşekkür ederiz.

Levent Durusoy	Genel Müdür Yardımcısı	levent.durusoy@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 33
Serhat Kaya	Araştırma Müdürü	serhat.kaya@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 36
Erol Gürcan	Başekonomist	erol.gurcan@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 37

Hizmet Noktalarımız

Genel Müdürlük	+90 (212) 317 69 00	Merkez	+90 (212) 334 98 00
Antalya	+90 (242) 243 02 01	Ankara	+90 (312) 417 30 46
Caddebostan	+90 (216) 302 88 00	İzmir	+90 (232) 441 80 72
Samsun	+90 (362) 431 46 71	Ulus	+90 (212) 263 00 24
Bursa	+90 (224) 224 47 47	Bodrum	+90 (252) 999 14 04
Denizli	+90 (258) 999 19 75	Çorlu	+90 (282) 888 96 50