

# Arçelik

22/10/2021

## 2021 3.Ç Mali Tablo Analizi

**AL**

**Yükselme Potansiyeli 35%**

### Gerçekleşen ve Tahminler

**Beklentilere paralel 3Ç21 sonuçları.** Arçelik 3Ç21'de, beklentilere paralel (İş Yatırım: 706mn TL; Piyasa: 711mn TL), 716mn TL net kar açıkladı. Geçen yılın yüksek bazı ve zayıflayan operasyonel performansı nedeniyle, net kar yıllık bazda %31 düşüş gösterdi. Beklentiler ile büyük ölçüde uyumlu (İş Yatırım: 17.99 milyar TL, Mutabakat: 18.07 milyar TL), konsolide gelirler 3Ç21'de 18.15 milyar TL olarak gerçekleşti. Aşılmanın hızlanması ve ekonomilerin yeniden açılması ile tüm pazarlarda talepte gözlemlenen normalleşmeye rağmen, yapılan fiyat artışları, Hitachi ve Whirlpool Manisa Fabrikası satın almalarından kaynaklanan inorganik hacim büyümesi ve zayıf TL sayesinde net satışlar yıllık bazda %52 büyüme kaydetti. Satın almaların olumlu etkisi hariç tutulduğunda, organik gelir büyümesi yıllık %29 olarak gerçekleşti. Yılın üçüncü çeyreğinde FAVÖK, beklentilere paralel, 1,78 milyar TL olarak gerçekleşti ve yıllık bazda %3 artış gösterdi (satın almalar hariç %24 artış). FAVÖK marjı ise 3Ç20'de kaydedilen %14.5 seviyesinden %9,8 (satın almalar hariç %10,4) seviyesine geriledi. Satın almalar marjlar üzerinde azaltıcı etkide bulunurken, yüksek hammadde fiyatları ve düşük kapasite kullanım oranının yarattığı marj baskısı fiyat artışları ve sıkı faaliyet gideri kontrolüyle kısmen telafi edildi.

### Son Çeyrekte Öne Çıkanlar

**Fiyat artışları, inorganik hacim büyümesi ve TL'deki değer kaybından gelen güçlü gelir büyümesi.** Şirket'in yurtiçi gelirleri 3Ç21'de yapılan fiyat artışları sayesinde yıllık bazda %32 artış gösterdi. Yılın üçüncü çeyreğinde yurtiçi talepte beklenildiği üzere zayıflama meydana gelirken, Türkiye beyaz eşya pazarında 6 ana ürün grubunda yaşanan yıllık %11'lik daralmaya kıyasla Şirket'in satış hacimlerinde yıllık %9 düşüşü gerçekleşti. Uluslararası gelirler 3Ç21'de TL bazında yıllık %63 yükseliş gösterdi (%4 organik büyüme, %23 kur artışı kaynaklı büyüme, %36 inorganik büyüme). Talebin zayıflamasına rağmen, Şirket, fiyat artışları, bazı ana pazarlarda pazar payı kazanımları ve büyük ölçüde Whirlpool Manisa Fabrikası'nın satın alınması kaynaklı hacim büyümesi sayesinde Avrupa pazarında EUR bazında çift haneli gelir artışı (Batı Avrupa'da ~%25 ve Doğu Avrupa'da ~%5) elde etti. Asya-Pasifik gelirleri, Hitachi satın alınmasının etkisiyle Euro bazında yıllık %140 büyüme gösterdi. Satın almanın tamamlanması ve ortaya çıkan sinerjiler ile birlikte Hitachi'nin Asya-Pasifik gelirleri içindeki payı %60 olmuştur. Pakistan güçlü talep ve fiyat artışları ile EUR bazında yıllık %26'lık gelir büyümesi kaydederken, hükümet tarafından uygulanan ülke çapındaki sert kısıtlamalar nedeniyle Bangladeş gelirleri düşüş gösterdi. G.Afrika ve Sahra Altı gelirleri ise yüksek baz etkisi nedeniyle Euro bazında yıllık %3 azaldı. Yeni satın almalar ve TL'deki değer kaybı nedeniyle Türkiye'nin Arçelik'in toplam gelirlerindeki payı, 3Ç20'deki %34,4'ten 3Ç21'de %29,8'e geriledi.

**Hammadde maliyetlerindeki yükseliş karlılık üzerinde baskı oluşturmaya devam etti.** Brüt kar marjı, yüksek hammadde maliyetleri, görece düşük kapasite kullanım oranı ve EUR/USD paritesindeki düşüş nedeniyle, yıllık bazda 6,3 puan (satın almalar hariç yıllık 4,8 puan) ve çeyreklik bazda 1,2 puan daralma gösterdi. FAVÖK marjı ise yıllık bazda 4.5 puan (satın almalar hariç 0.9 puan) geriledi ve önceki çeyreğe göre yatay kaldı. Faaliyet giderleri/satış oranındaki önemli iyileşme FAVÖK marjını destekledi.

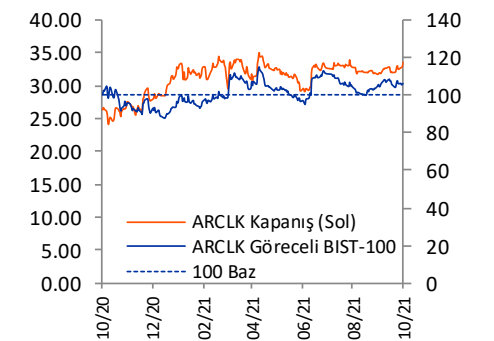
**Satın almalara ve hisse geri alımlarına rağmen borçluluk sağlıklı seviyede.** Net Borç, çeyreklik FAVÖK büyümesi, işletme sermayesindeki iyileşme ve yatırım harcamalarında önemli bir artış meydana gelmemesi nedeniyle oluşan pozitif serbest nakit akışı sayesinde, 2Ç21 sonundaki 14.04 milyar TL seviyesinden 3Ç21 sonunda 13.97 milyar TL seviyesine geriledi.

Fiyat Bilgileri	TL	ABD \$
Kapanış	33.56	3.61
12 Aylık Hedef Fiyat	45.21	4.76
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	43.42	4.82
Piyasa Değeri (mn)	22,677	2,438
Halka Açık PD (mn)	5,676	610
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	230.5	25.6
Hisse sayısı (Adet mn)		676
Takas Saklama Oranı (%)		25
Yabancı Oranı (%)		41

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL	5.6	17.9	27.5
ABD \$	-1.8	-5.8	7.4
BIST-100 Relatif	0.5	19.6	6.1

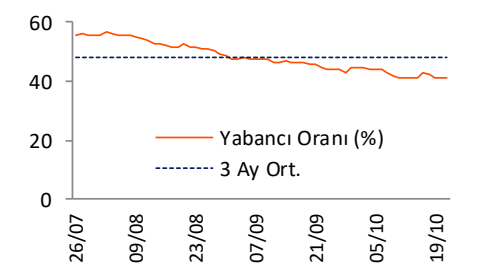
Çarpanlar	2020G	2021T	2022T
F/K	8.0	7.3	6.1
PD/DD	1.6	1.5	1.3
FD/FAVÖK	7.3	5.5	4.5

### Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 24.10 35.00

Yabancı Oranı (%) Cari (%) : 41.46



**Ezgi Akalan**

eakalan@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 86

İşletme sermayesi/satışlar, satın almaların olumlu etkisi sayesinde 2Ç21 sonundaki %26,8'den 3Ç21 sonunda %26,1'e geriledi. Böylece, Net Borç/FAVÖK 2Ç21'deki 2.01x'ten 3Ç21'de 2.00x'e geriledi. Net borç tutarından 30.09.2021 tarihi itibarıyla geri alınan payların değeri düşüldükten sonra Net borç/FAVÖK oranı 1,88x olarak hesaplanmıştır. Hatırlatmak gerekirse Şirket yönetimi pay fiyatının Şirket faaliyetlerinin gerçek performansını yansıtmaması gerekçesi ile 1 Temmuz 2021 tarihinde hisse geri alımı açıklamıştı. Hisse geri alım programı ile 67.6 milyon payın azami 2.4 milyar TL bedelle alınması planlanmakta. Bugün itibarıyla toplam hisse alımı 32.64mn hisseye ulaştı (ödenmiş sermayenin yaklaşık %4.83'üne denk gelmektedir). Kaldıraç hesaplamasına yeni satın almaların yıllıklandırılmış FAVÖK katkısı da eklendiğinde net borç/FAVÖK oranı 1,72x'e düşmektedir.

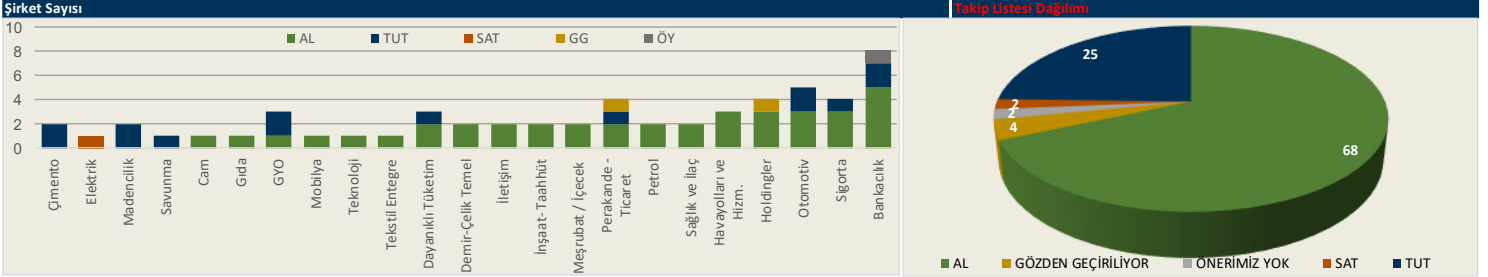
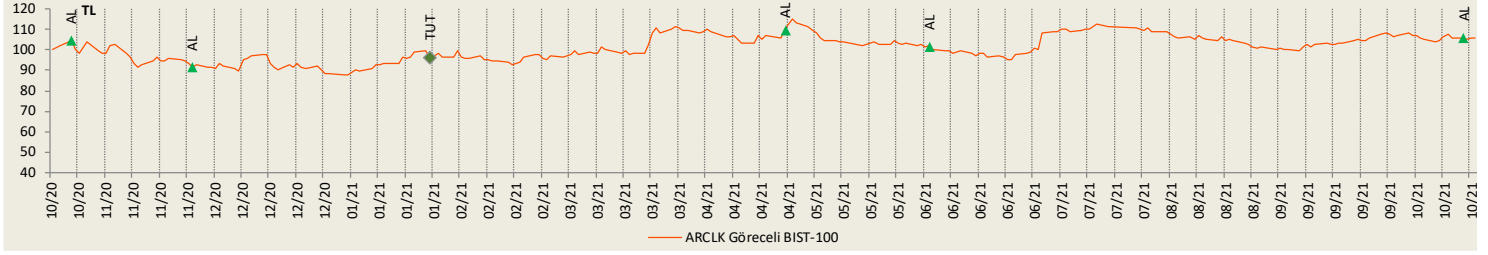
#### Değerleme üzerindeki etki ve görünüm

2021 beklentilerinde tekrar revizyona gidildi. bir başka yukarı revizyon: Arçelik, 2021 konsolide gelir büyümesi beklentisini önceki TL bazında yaklaşık %50'den yaklaşık %55'e revize etti. Bu değişiklik, yönetimin beklenenden yüksek fiyat artışları nedeniyle yurtiçi ciro büyümesi beklentisini yaklaşık %35'e yükseltmesine (önceki yaklaşık %30) ve TL'nin son dönemdeki değer kaybına bağlanabilir. Şirket, uluslararası taraf için yıllık yaklaşık %35'lik (döviz cinsinden) ciro büyümesi beklentisini korudu. FAVÖK marjı (yaklaşık %11), yatırım harcaması (yaklaşık 220mn€) ve işletme sermayesi/satış (yaklaşık %25) beklentilerinde de değişikliğe gidilmedi.

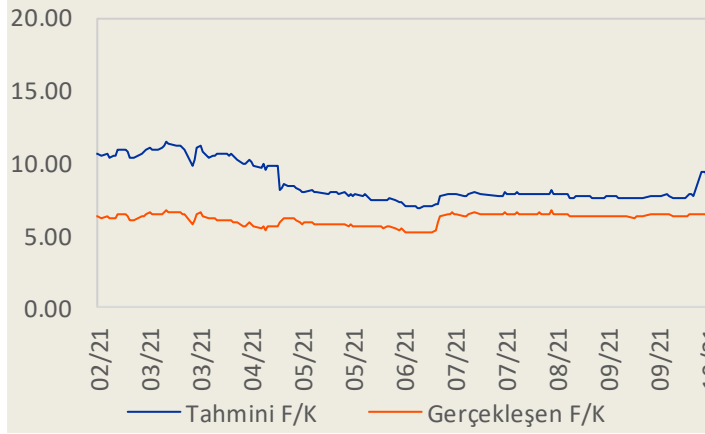
ARCLK için makro tahminlerimizde revizyona gidilmesi (kur ve risksiz getiri oranında artış) ve son satın almaların değerlememize yansıtmamız sonucu hisse başı hedef fiyatımızı 43.42 TL'den 45.21 TL'ye yükseltiyor ve AL tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2022T 4.5x Firma Değ./FAVÖK ve 6.1x F/K çarpanları ile yurtdışı benzerlerinin, sırasıyla %48 ve %55 iskonto ile işlem görüyor. Tahminlerle büyük ölçüde paralel gelen 3Ç21 sonuçlarına materyal bir piyasa tepkisi beklemiyoruz.

Arçelik

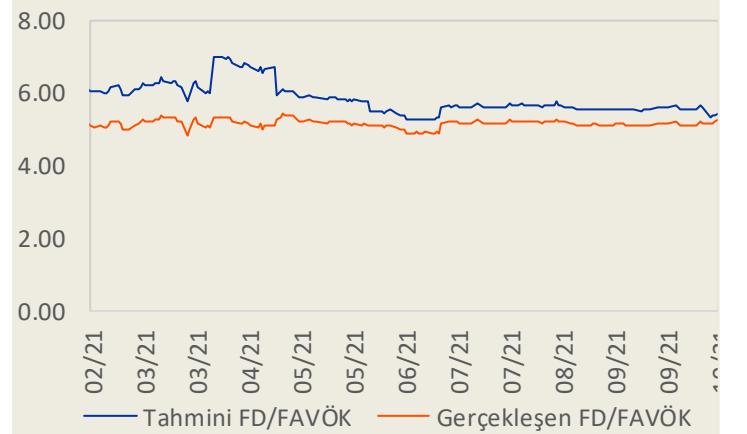
Göreceli Getiri / Öneriler



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 iznim olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.