

Arçelik

Beklentilerin altında net karlılık

R. Fulin Önder
Analist
fonder@sekeryatirim.com

Arçelik 4Ç17'de, TL 180mn olan piyasa ortalama beklentilerinin altında, yıllık %60.8 ve bir önceki döneme göre %64.9 azalışla TL 90mn tutarında net kar açıklamıştır. Şirket'in 4Ç17 net karı, bu dönemde beklentilerimizin altında gerçekleşmiş olan operasyonel karlılığı ve özellikle görece olarak artış gösteren vergi giderleri nedeniyle, TL 210mn olan beklentimizin altında gerçekleşmiştir. Arçelik'in 4Ç17 satış gelirleri, yıllık %26.1, çeyreklik ise %4.9 oranında artmaya devam ederek, piyasa ortalama beklentisi olan TL 5,388mn'un üzerinde (Şeker Yatırım T.: TL5,470mn), TL 5,760mn olarak gerçekleşmiştir. Ancak Şirket, 4Ç17'de, piyasa ortalama beklentisi olan TL 467mn'un (Şeker Yatırım T.: TL 478mn) altında, yıllık %8.0 artış ve çeyreklik %20.9 azalışla, hesaplamalarımıza göre TL 429mn tutarında FAVÖK yaratmıştır. Şirket'in FAVÖK marjı, yıl içerisinde yüksek seyreden girdi fiyatları nedeniyle, yıllık 1.3 y.p. azalarak 4Ç17'de %7.5 olarak, ortalama tahminlerin işaret ettiği %8.8 civarındaki beklentinin altında gerçekleşmiştir. Arçelik'in bu dönemde efektif vergi oranı %19.8'e yükselmiştir; böylece Şirket, yıllık %60.8, bir önceki çeyreğe göre ise %64.9 azalışla TL 90mn tutarında net kar açıklamıştır. Arçelik'in işletme sermayesi ihtiyacının satış gelirlerine oranı 4Ç17 sonu itibarıyla %30.3'e gerilemiş ve net borç/FAVÖK oranı da hafif azalarak 2.5x olarak gerçekleşmiştir. Açıklanan sonuçlar Şirket payları kısa dönem performansını hafif olumsuz etkileyebilecektir.

Arçelik, 2018 yılı beklentilerini paylaşmıştır - Arçelik, 2018 yılında yurt içi beyaz eşya pazarının belirgin bir büyüme göstermesini beklememekte, faaliyet gösterdiği yurt dışı pazarların ise ortalama %2 kadar büyüyebileceğini öngörmektedir. Şirket, Türkiye'deki pazar payını korumayı ve yurt dışında ise faaliyet gösterdiği pazarlarda payını arttırmayı hedeflemektedir. Arçelik, 2018 yılında toplam satış gelirlerinin %20 civarında artabileceğini öngörmektedir. Şirket, uzun dönem FAVÖk marjı hedefini %11 civarında korumakla birlikte, 2018 yılında, FAVÖk marjının %10.0 civarında gerçekleşebileceğini tahmin etmektedir.

Arçelik için TL 21.20 olan pay başına 12-aylık hedef fiyatımızı "TUT" tavsiyemizi yinelemekteyiz. Arçelik payları hâlihazırda 2018T 7.7x ve 11.5x FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarıyla, yurt dışı benzerlerinin sırasıyla 10.0x ve 16.6x çarpanlarına kıyasla iskontolu işlem görmektedirler. Şirket payları, son 5 yıllık ortalama FD/FAVÖK'leri olan 10.3x'e kıyasla da iskontolu işlem görmektedirler. Tahminlerimiz, henüz Arçelik'in satış gelirlerindeki büyüme hedefine kıyasla muhafazakardır; ancak Şirket'in operasyonel karlılığında 1Ç18'den itibaren tedricen bir artış gözlemleyebileceğimizi düşünmekteyiz. Arçelik paylarını, %60 ve %40 oranlarında ağırlıklandırdığımız Şirket'in İNA ve yurt dışı benzerlerine görece değeri analizlerine göre değerlemekteyiz. Hedef fiyatımız Şirket için %7 civarında yükseliş potansiyeline işaret etmektedir. Şirket payları üzerindeki "TUT" tavsiyemizi yinelemekteyiz.

	2015	2016	2017	2018T
FD/FAVÖK	12.39	11.06	9.42	7.71
FD/Satışlar	1.29	1.13	0.87	0.79
F/K	15.07	10.33	15.93	11.48
F/DD	2.87	2.24	1.94	1.58
Net Satışlar (TL Mn)	14,166	16,096	20,841	22,987
Net Kar (TL Mn)	891	1,300	845	1,169
Hisse Başına Kar (TL)	1.32	1.92	1.25	1.73

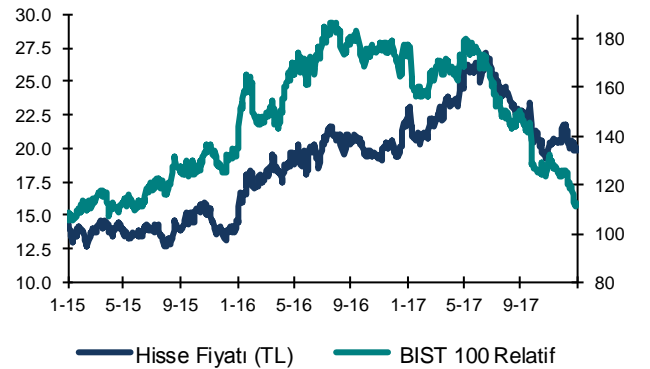
TUT
Hedef Fiyat: TL 21.20

	TL	US\$
Fiyat	19.87	5.32
BİST 100	120,702	32,298
US\$ (MB Alış):	3.737	
52 Hafta Yüksek:	27.22	7.72
52 Hafta Düşük:	19.28	4.88
Bloomberg/Reuters Kodu:	ARCLK.TI / ARCLK.IS	
Hisse Senedi Sayısı (Mn):	676	
Piyasa Değeri :	(TL Mn) 13,427	(US\$ Mn) 3,553
Halka Açık PD :	3,357	888

	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	-7.7	-11.2	-7.7
US\$ Getiri (%):	-6.7	-8.7	-6.7
BİST 100 Relatif Getiri (%):	-10.7	-35.8	-10.7
Gün. Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	42.06		
Gün. Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	11.49		

Beta	0.77
Yıllık Volatilite (Hisse)	0.24
Yıllık Volatilite (BİST 100)	0.16

Ortaklık Yapısı	%
Koç Holding	57.2
Burla Grubu	17.6
Halka Açık	25.2
Toplam	100.0



Tablo 1: Arçelik, Segmentlere göre Satış Gelirleri ve Brüt Karlılık

TL mn	4Ç 2016	3Ç 2017	4Ç 2017	Çeyreksel %	Yıllık %
Konsolide					
Satış Gelirleri	4,526	5,440	5,706	4.9%	26.1%
Brüt Kar	1,432	1,724	1,752	1.6%	22.3%
Brüt Kar Marjı	31.6%	31.7%	30.7%	-1.0 yp	-0.9 yp
Beyaz Eşya					
Satış Gelirleri	3,329	4,097	4,167	1.7%	25.2%
Brüt Kar	1,099	1,356	1,321	-2.6%	20.2%
Brüt Kar Marjı	33.9%	33.1%	31.7%	-1.4 yp	-2.2 yp
Tüketici Elektronik					
Satış Gelirleri	597	677	885	30.7%	49.0%
Brüt Kar	191	141	210	48.9%	9.8%
Brüt Kar Marjı	25.3%	20.8%	23.7%	2.9 yp	-1.6 yp
Diğer					
Satış Gelirleri	603	666	654	-1.8%	8.5%
Brüt Kar	141	229	220	-0.9%	55.9%
Brüt Kar Marjı	25.3%	34.4%	33.7%	0.3 yp	8.4 yp

Kaynak: Arçelik

Tablo 2: Arçelik, Özet Gelir Tablosu

Milyon TL	2016	2017	Yıllık	4Ç16	4Ç17	Yıllık	3Ç17	Çeyreklik
Satış Gelirleri	16,096	20,841	29.5%	4,526	5,706	26.1%	5,440	4.9%
Brüt Kar	5,340	6,506	21.8%	1,432	1,749	22.2%	1,725	1.4%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	33.2%	31.2%		31.6%	30.7%		31.7%	
Operasyonel Kar	1,198	1,372	14.5%	275	284	3.4%	405	-29.8%
<i>Operasyonel Kar Marjı</i>	7.4%	6.6%		6.1%	5.0%		7.4%	
FAVÖK	1,636	1,920	17.3%	397	429	8.0%	542	-20.9%
<i>FAVÖK Marjı</i>	10.2%	9.2%		8.8%	7.5%		10.0%	
Net Kar	1,300	843	-35.2%	229	90	-60.8%	256	-64.9%
<i>Net Kar Marjı</i>	8.1%	4.0%		5.1%	1.6%		4.7%	

Tablo 3: Arçelik, Özet Mali Tablolar

BİLANÇO (TL Mn)	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	1,813	2,056	2,750	3,265	18.7%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1,091	1,171	2,304	2,578	11.9%
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	1,019	1,106	869	983	13.2%
Ticari Alacaklar	4,434	4,791	5,295	6,518	23.1%
Hazır Değerler	1,621	2,168	2,442	2,582	5.7%
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	2,417	2,448	3,249	4,510	38.8%
Toplam Aktifler	12,395	13,739	16,909	20,436	20.9%
Uzun Vadeli Borçlar	2,965	3,269	3,407	4,114	20.7%
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	601	557	892	1,004	12.7%
Kısa Vadeli Borçlar	2,649	3,146	3,520	4,827	37.1%
Ticari Yükümlülükler	1,781	2,090	3,086	3,576	15.9%
Toplam Yükümlülükler	7,996	9,063	10,905	13,521	24.0%
Toplam Özsermaye	4,399	4,676	6,005	6,915	15.2%
Toplam Pasifler	12,395	13,739	16,909	20,436	20.9%

GELİR TABLOSU (TL Mn)	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12	%Değ
Net Satışlar	12,514	14,166	16,096	20,841	29.5%
SMM	8,535	9,630	10,757	14,334	33.3%
Brüt Kar	3,979	4,536	5,340	6,506	21.8%
Faaliyet Giderleri	2,991	3,449	4,142	5,134	24.0%
Net Esas Faaliyet Karı/(Zararı)	988	1,087	1,198	1,372	14.5%
Net Diğer Gelir/Gid.	(19)	196	300	340	13.3%
Finansman Gelir/(Gid.)	(270)	(537)	(748)	(931)	24.5%
Ana Ortaklık Dışı Kar/(Zarar)	18	24	35	39	12.1%
Vergi Öncesi Kar	732	785	1,202	821	-31.7%
Vergi	94	(108)	(102)	(24)	-76.2%
Net Kar(Zarar)	638	893	1,304	845	-35.2%
Azınlık Payları	21	2	4	2	-44.5%
Ana Ortaklık Payları	638	891	1,300	843	-35.2%

FİNANSAL ORANLAR	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12
Özsermaye Karlılığı	14.5%	19.6%	24.3%	13.0%
Aktif Karlılığı	5.2%	6.8%	8.5%	4.5%
Brüt Kar Marjı	31.8%	32.0%	33.2%	31.2%
Net Kar Marjı	5.1%	6.3%	8.1%	4.0%
FAVÖK Marjı	10.7%	10.3%	10.2%	9.2%
U.V. Borçlar/Özsermaye	67.4%	69.9%	56.7%	59.5%

Şeker Yatırım

UYARI NOTU: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. 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.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5 34330 Şişli / İSTANBUL

Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, arastirma@sekeryatirim.com