

ARÇELİK

Kısa vadeli hisseyi destekleyecek unsurlar sınırlı

Arçelik yıl başından bu yana gerçekleşen operasyonel bozulma ve işletme sermayesindeki artışın nedeniyle BIST-100 endeksinin %23 altında performans gösterdi. Türkiye satışlarındaki yüksek baz sonrası beklenen durgunluk, hammadde maliyetlerindeki yüksek seyir ve net borç seviyesindeki artışın kısa vadede hisse fiyatını baskılayacağını düşünüyor ve TUT tavsiyemizi sürdürüyoruz. Arçelik'in hedef fiyatını 25.5 TL'den 24TL'ye azaltıyoruz. Tahminlerdeki aşağı revizyon, makro tahminlerdeki değişiklik ve Hindistan faaliyetlerinin değerlemeye %3 ek katkısı hedef fiyatımızda değişikliğe neden oldu. Arçelik 2018T 7,8x FD/FAVÖK ve 13,1x F/K çarpanlarıyla yabancı benzerlerine göre %4 ve %11 iskontolu işlem görmektedir.

Şirketin uzun vadeli FAVÖK marjı tahmini 2018'de gerçekleşmeyebilir –

Arçelik 3Ç17'ye beklentiler dahilinde sonuçlar açıklamasına rağmen, yönetimin 2017 FAVÖK marjı beklentisini ikinci defa aşağı çekmesi (%10 seviyesine) sonuçlar sonrası hisse fiyatında gerilemeye neden oldu. Brüt marjı görece daha yüksek olan yurtiçi beyaz eşya satışlarında görülen yüksek baz sonrası (9A17'de yıllık %23 yukarda) beklenen satış gerilemesinin etkisi ve hammadde maliyetlerindeki yükselişin katkısıyla şirketin %11 FAVÖK marjı tahmininin 2018'de gerçekleşmeyeceğini düşünüyoruz. Arçelik'in paylaştığı metal ve plastik endeksleri 3Ç17 itibariyle dolar bazında yıllık %15 artışa işaret ediyor. Bu nedenle 1Y18 kârlılığını etkileyecek yeni hammadde alımlarının daha yüksek fiyat seviyesinden gerçekleşeceğini düşünüyoruz.

İşletme sermayesi/satış rasyosunda artışın kısa vadeli olduğunu

düşünüyoruz – Arçelik'in işletme sermayesi/satış rasyosu 9A17'de 300 baz puan yıllık artışla %36 seviyesine ulaştı. Eylül sonu ÖTV teşviğinin sona ermesi öncesi, pazar payı elde etme ve bayi ağını desteklemek için Arçelik'in alacak ve stok gün sayılarında yükseliş gerçekleşti. Bu nedenle 2017 yıl sonunda aynı rasyonun %34 seviyesinde gerçekleşeceğini düşünüyoruz. Ancak 2018'de hacimlerde beklenen daralma ile beraber işletme sermayesi/satış rasyosunun %31 seviyesine gerileyeceğini öngörüyoruz.

Tahminleri aşağı revize ediyoruz – 9A17 itibariyle Türkiye beyaz eşya satışlarında görülen hızlı yükselişin ardından, 2017 yurtiçi hacimlerde %11,5 artış ve 2018'de %3 daralma öngördük. Ancak beklentimizin altında gerçekleşen FAVÖK rakamları sonrası 2017-2019 dönemi için FAVÖK ve net kâr rakamlarını aşağı çektik. Böylelikle 2017 ve 2018'de %9,9 ve %10,1 FAVÖK marjı öngörüyoruz. Ayrıca devletin ihracat şirketlerine uygulanan Turquality desteğine sınırlama getirmesi sonrası Turquality geliri tahminimizi 2017'de 190 milyon TL'den 51 milyon TL'ye revize ettik. Sonuç olarak net kâr tahminlerimiz 2017 ve 2018'de %24 ve %15 geriledi.

Tavsiye

Hedef fiyat

Getiri potansiyeli

TUT

TL 24

%14

Hisse bilgileri

Hisse Kodu	ARCLK TI
Hisse fiyatı (24-10-2017)	21,08
Hisse fiyat aralığı (52 haftalık)	19 / 27
Piyasa Değeri (TL mn - USD mn)	14244,4 - 3838,3
Hisse adedi (mn) & halka açıklık oranı	676 - %25
Ortalama işlem hacmi	1 Ay 3 Ay 12 Ay
USD mn	13,5 12,4 10,9

Fiyat performansı

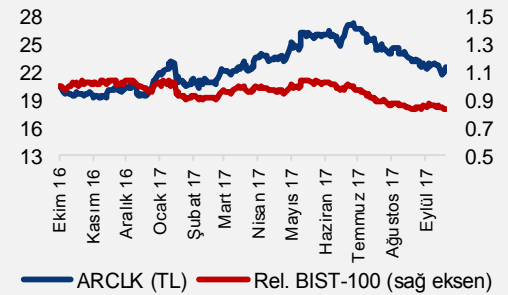
	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-%7	-%21	%2
USD	-%13	-%24	-%3
BIST-100'e göre performans	-%10	-%21	-%25

Tahminler (TL mn)

	2016	2017T	2018T
Net satışlar	16.096	20.079	22.814
FAVÖK	1.636	1.992	2.307
Net kâr	1.300	959	1.089

Değerleme

	2016	2017T	2018T
F/K	11,0x	14,8x	13,1x
F/DD	2,4x	2,2x	2,0x
FD/FAVOK	10,5x	9,1x	7,8x
FD/Net satışlar	1,1x	0,9x	0,8x
Temettü verimi	%1,8	%3,0	%3,4



Ece Mandacı, CFA

+90 212 355 2679

ece.mandaci@tacirler.com.tr

PROJEKSİYONLAR

Bilanço	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Nakit ve benzerleri	2.168	2.442	1.804	2.448	2.648
Ticari alacaklar	4.791	5.295	6.876	7.501	8.332
Stoklar	2.140	2.762	3.742	4.030	4.272
Diğer dönen varlıklar	308	487	608	690	767
Dönen varlıklar	9.406	10.986	13.030	14.668	16.020
Finansal yatırımlar	539	3	3	3	3
Maddi duran varlıklar	2.056	2.750	3.083	3.357	3.593
Maddi olmayan duran varlıklar	1.171	2.304	2.317	2.332	2.348
Diğer duran varlıklar	566	866	1.050	1.193	1.325
Duran varlıklar	4.332	5.924	6.453	6.885	7.269
Toplam varlıklar	13.739	16.909	19.482	21.553	23.288
Kısa vadeli borçlanmalar	2.185	2.251	2.743	3.002	3.020
Ticari borçlar	2.090	3.086	3.850	4.375	4.846
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	961	1.270	1.584	1.799	1.999
Kısa vadeli yükümlülükler	5.236	6.606	8.177	9.176	9.865
Uzun vadeli borçlanmalar	3.269	3.407	3.654	3.965	4.075
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	557	892	1.112	1.264	1.404
Uzun vadeli yükümlülükler	3.826	4.299	4.766	5.229	5.479
Özkaynaklar	4.676	6.005	6.539	7.149	7.945
Ana ortaklığa ait	4.657	5.978	6.512	7.122	7.918
Kontrol gücü olmayan paylar	19	27	27	27	27
Toplam kaynaklar	13.739	16.909	19.482	21.553	23.288
Net borç	3.286	3.216	4.593	4.519	4.447
Net işletme sermayesi	4.187	4.188	5.792	6.046	6.527
Net işletme sermayesi (operasyone)	4.840	4.971	6.768	7.155	7.759
Yatırılan sermaye	7.414	9.243	11.192	11.735	12.468
Oranlar					
Karlılık					
Özsermaye kârlılığı	%19,6	%24,3	%15,3	%15,9	%17,8
Net kâr	6,3%	8,1%	4,8%	4,8%	5,3%
Aktif devri	1,1x	1,1x	1,1x	1,1x	1,1x
Kaldıraç	2,9x	2,9x	2,9x	3,0x	3,0x
Aktif kârlılığı	%6,8	%8,5	%5,3	%5,3	%6,0
Yatırılan sermaye kârlılığı	%12,0	%11,5	%11,4	%12,0	%13,2
Kaldıraç					
Net borç/toplam varlıklar	%40	%33	%33	%32	%30
Net borç/özsermaye	0,70	0,54	0,70	0,63	0,56
Net borç/FAVÖK	2,26	1,97	2,31	1,96	1,69

Gelir tablosu	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Net satışlar	14.166	16.096	20.079	22.814	25.343
Brüt kâr	4.536	5.340	6.284	7.167	8.016
Faaliyet giderleri	3.449	4.142	4.830	5.443	6.021
Esas faaliyet kârı	1.087	1.198	1.453	1.724	1.995
FAVÖK	1.456	1.636	1.992	2.307	2.637
Net diğer gelir	236	751	216	28	29
Net finansman geliri	-537	-748	-731	-470	-447
Vergi öncesi kâr	785	1.202	938	1.282	1.577
Vergi gideri	-108	-102	-24	192	237
Net kâr	891	1.300	959	1.089	1.341

Nakit akış tablosu

	2015	2016	2017T	2018T	2019T
FAVÖK	1.456	1.636	1.992	2.307	2.637
Vergi gideri	-149	-102	0	259	299
Yatırımlar	640	839	863	867	887
İşletme sermayesi değişim	63	131	1.639	387	604
Serbest nakit akışı	902	769	-510	794	847

Büyüme ve marjlar

	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Net satışlar	%13,2	%13,6	%24,7	%13,6	%11,1
FAVÖK	%9,2	%12,4	%21,7	%15,8	%14,3
Net kâr	%44,4	%45,9	-%26,2	%13,5	%23,1
Brüt marj	%32,0	%33,2	%31,3	%31,4	%31,6
Esas faaliyet kâr marjı	%7,7	%7,4	%7,2	%7,6	%7,9
FAVÖK marjı	%10,3	%10,2	%9,9	%10,1	%10,4
Net marj	%6,3	%8,1	%4,8	%4,8	%5,3
Serbest nakit akışı marjı	%6,4	%4,8	-%2,5	%3,5	%3,3

Hisse başına (TL)

	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Net kâr	1,32	1,92	1,42	1,61	1,98
Özsermaye	6,92	8,89	9,68	10,58	0,00
Temettü	0,52	0,39	0,63	0,71	0,81

Değerleme

	2015	2016	2017T	2018T	2019T
F/K	16,0x	11,0x	14,8x	13,1x	10,6x
F/DD	3,0x	2,4x	2,2x	2,0x	1,8x
FD/FAVÖK	11,5x	10,5x	9,1x	7,8x	6,8x
FD/Net satışlar	1,2x	1,1x	0,9x	0,8x	0,7x
Temettü verimi	2,5%	1,8%	3,0%	3,4%	3,8%
Serbest nakit akışı verimi	6,3%	5,4%	-3,6%	5,6%	5,9%

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Yatırım Merkezlerimiz

Genel Müdürlük

Nispetiye Cad. B-3 Blok Kat: 7-9
Akmerkez Etiler - İSTANBUL
0 212 355 46 46

Adana

Cemal Paşa Mah. Gazipaşa Bul.
Cemal Uğurlu Apt. Kat: 1 D: 4 ADANA

(0 322) 457 77 55

Ankara

Remzi Oğuz Arık Mah. Tunalı Hilmi Cad.
Yaprak Apt. No: 94 Kat: 2 D: 9
Kavaklıdere Çankaya - ANKARA

(0 312) 435 18 36

Antalya

Şirinyalı Mah. İsmet Gökşen Cad. Özden
Apt. No:82/6 Muratpaşa - ANTALYA

(0 242) 248 45 20

Bakırköy

İstanbul Cad. Bakırköy İş Merkezi No:
6 Kat: 4 D: 14 Bakırköy - İSTANBUL

(0 212) 570 52 59

Bursa

Muradiye Mah. Çekirge Cad. Koçer Apt.
No: 49 Kat: 2 D: 4 Osmangazi - BURSA

(0 224) 225 64 10

Denizli

Saraylar Mah. 2. Ticari Yol No: 32 Kat: 5
DENİZLİ

(0 258) 265 87 85

Erenköy

Bağdat Cad. Çubukçu Apt. No: 333
Kat: 2 D: 4 Kadıköy - İSTANBUL

(0 216) 348 82 82

Gaziantep

İncilipinar Mah. Gazimuhtarpaşa Bul.
Kepkepzade Park İş Merkezi B Blok No:
18 Kat: 1 D: 5 GAZİANTEP

(0 342) 232 35 35

Girne

Şehit Necati Gürkaya Mevkii Çağdaş Apt.
Kat: 1 D: 1 Girne - KKTC

(0 392) 815 14 55-55-56

İzmir

Şair Eşref Bul. Ragıp Şanlı İş Merkezi
No: 6 Kat: 3 D: 306 Çankaya - İZMİR

(0 232) 445 01 61

İzmit

Hürriyet Cad. Kaya İşhanı No: 39/5 İzmit -
KOCAELİ

(0 262) 323 11 33

İzmit İrtibat

Ömerağa Mah. Alemdar Cad. İ. Kolaylı
Apt. No: 8 Kat: 2 İzmit KOCAELİ

(0 262) 260 01 01

Karadeniz Ereğli

Murtaza Mah. Hamamüstü Sok. İ. Esat
Taneri İş Merkezi No: 19 Kat: 2
Karadeniz Ereğli - ZONGULDAK

(0 372) 316 40 50

Kartal

Üsküdar Cad. Cevat Kayacan Apt. No:
26 Kat: 4 D: 8 Kartal - İSTANBUL

(0 216) 306 22 71 - 306 22 06

Kayseri

Cumhuriyet Mah. Sultan Hamam Cad.
Kavuncu İş Merkezi No: 17 Kat: 1 D: 2
KAYSERİ

(0 352) 221 08 68 - 222 82 51

Mersin

Çankaya Mah. Bahri Ok İş Merkezi B
Blok No: 78 MERSİN

(0 324) 238 11 89

Uyarı Notu

Bu raporda 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.

Yatırım Danışmanlığı hizmeti talep edilmesi halinde; yatırımcının Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi imzalamış olması, Yerindelik Testi'ni tamamlamış ve risk grubunun belirlemiş olması zorunludur.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor herhangi bir sürede belirli bir getirinin sağlanacağına dair bir taahhüt içermemekte olup, zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yorum ve tavsiyelerde değişiklikler söz konusu olabilir. Bu raporda bahsedilen yatırım araçlarının fiyatları ve değerleri yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak hareket edebilir ve netice itibarıyla yatırımcılar anaparalarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu raporda yer alan geçmiş performans verileri gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bu raporda yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemektedir. Raporlardaki yorumlardan, bilgilerin tam veya doğru olmaması ve/veya güncellenme nedeniyle doğabilecek maddi ve manevi zararlardan Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Aksi halde, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. uğramış olduğu bütün zarar ve ziyanı talep etme hakkını saklı tutar.