

2Ç20 Sonuçları ve Hedef fiyat revizyonu

ENDEKS ÜSTÜ GETİRİ

Arçelik

Güçlü beklentiler hisse fiyatını destekliyor

24 Temmuz 2020

Beklenenden hızlı toparlanma

Yurtiçinde beyaz eşya satışları (MDA4), destekleyici borçlanma ortamı ve ertelenmiş talebin katkısıyla, Haziran ayında yıllık bazda %18 oranında arttı. Diğer yandan Arçelik'in bütün önemli pazarları, özellikle Avrupa'da ciddi toparlanma yaşandı. Türkiye'de beyaz eşya pazarının, geçtiğimiz iki yıldaki daralma da göz önüne alındığında, güçlü kalmaya devam edeceğini ve pazar lideri ARCLK'in bu büyümeden aslan payını alacağını düşünüyoruz. Yılın ilk yarısından yaşanan %1'lik daralmaya rağmen, 2020'de yurtiçi beyaz eşya satışlarının %12 oranında artmasını bekliyoruz. Yurtdışı pazarlar da yılın ikinci yarısında daha kuvvetli olabilir. Arçelik'in fiyat avantajı, şirketin kazandığı pazar payını korumasına yardımcı olabilir.

Online kanala eşsiz yaklaşım

Şirket online satışlarına, bayilerinin de stoklarını ekleyerek, bayilerin kapalı kaldığı dönemde dahi gelir yaratmalarını sağladı. Bu durum şirketin alacak ve stok seviyelerini kontrol altında tutmasını sağlarken, aynı zamanda bayiden direkt teslimlerin hızlı bir şekilde yapılmasını sağlayarak, müşteri memnuniyetinin de yüksek seviyede tutulmasını sağladı. 2Ç boyunca şirketin kendi web sitesinden yaptığı satışlar, önceki dönemlere kıyasla 10 kat artış gösterdi. Online satışların payı hala çok küçük olsa da, bu kanal önümüzdeki yıllarda büyümenin önemli bir parçası olabilir.

Avantajlı hammadde fiyatları ve parite

Yaşanan salgının Arçelik açısından olumlu bir noktası, hammadde fiyatlarında yaşanan ciddi düşüşler oldu. Metal ve plastik fiyatları endeksleri 2Ç'de yıllık bazda sırasıyla %12 ve %19 oranında geriledi. Diğer yandan, Haziran'dan itibaren Doların Euro karşısında yaşadığı değer kaybı da marjları destekleyen önemli bir faktör. Ekonomilerde toparlanmalar yaşandıkça, hammadde fiyatlarında normalleşme beklessek de, Arçelik'in marjlarının en azından 2020'in geri kalanında erken satın almalar ve fiyat sabitlemelerle bu durumdan olumlu etkilenmeye devam edebileceğini düşünüyoruz. 2020 için yeni FAVÖK marjı tahminimiz %11, bu oran 2009'dan beri en yüksek seviye.

Tahminlerimizi güncelliyoruz

İkinci çeyrek sonuçlarının ardından, beyaz eşya piyasasında yaşanan beklenenden güçlü seyreden toparlanma sebebiyle Arçelik için tahminlerimizi revize ediyoruz. Yeni tahminlerimize göre, 2020 ciro ve FAVÖK tahminlerinde piyasa beklentisinin sırasıyla %8 ve %12 üzerindemiz. İndirgenmiş nakit akımları (%75) ve benzer karşılaştırmasının (%25) bir birleşimi olan yeni modelimiz, 29,38TL'lik bir hedef fiyata ve %36'lık bir artış potansiyeline işaret ediyor. ARCLK şu anda 11x 2020 F/K ve 5,7x 2020 FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görüyor ve bu çarpanlar şirketin uluslararası benzerlerine göre yaklaşık %40'lık bir iskontoya işaret ediyor.

Tavsiye

Endeks Üstü Getiri

Hedef Fiyat	TL29.38
Hisse Fiyatı (23/07/2020)	TL21.66
Getiri Potansiyeli	36%

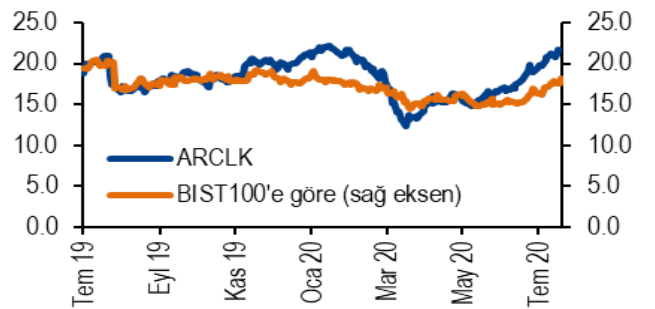
Bloomberg Hisse Kodu	ARCLK TI
Piyasa Değeri (TLmn)	14,636
Piyasa Değeri (USDmn)	2,141
Halka Açıklık Oranı	25%
Hisse Sayısı (mn)	676
Ortalama İşlem Hacmi -3 Aylık (TLmn)	209

Fiyat Performansı	1M	3M	12M
Nominal (TL)	23%	41%	4%
Nominal (USD)	23%	44%	-14%
BIST-100'e göre	18%	16%	-8%

Tahminler (TLmn)	2019	2020T	2021T
Satışlar	31,942	35,602	42,376
FAVÖK	3,342	3,839	4,670
Net Kar	925	1,326	1,807

Değerleme	2019	2020T	2021T
F/K	15.8x	11.0x	8.1x
FD/FAVÖK	6.5x	5.7x	4.7x
F/DD	1.5x	1.3x	1.2x
Temettü verimi (%)	0.0%	0.0%	4.1%

Fiyat Grafiği



Evren Gezer

+90 (212) 334 98 58

evren.gezer@yf.com.tr

2Ç sonuçları hisse performansını destekleyebilir.

Arcelik yılın ikinci çeyreğinde, yıllık bazda %86'lık artışla, 407mn TL kar açıkladı (piyasa beklentisi: 371mn TL, YFt: 401mn TL). Çeyreğin son ayında artan operasyonel performans ve ana ortağa satılan iştirak sebebiyle yazılan gelirler, şirketin yüksek kar artışı yaşamasının ana sebepleri olarak gösterilebilir. Bu çeyrekte ciro yıllık bazda %7 daralarak, 7.832mn TL olarak gerçekleşirken (beklenti 7.812mn TL, YFt: 7.837mn TL), yurtiçi ciro %11 büyüdü, yurtdışı ise %17 oranında daraldı. Haziranda talepte yaşanan ciddi artış, çeyreğin ilk iki ayında yaşanan kayıpların çoğunu telafi etti. Bu çeyrekte FAVÖK %12,5 düşerek 795mn TL olurken, FAVÖK marjı bir önceki çeyreğe göre ciddi şekilde artarak %8,5'ten, %10,1'e yükseldi. Haziran ayında ise şirket %16'lık tarihi yüksek bir FAVÖK marjına ulaştı. Bunu sebepleri arasında, artan operasyonel kaldıraç, destekleyici hammadde fiyatları ve EUR/USD paritesi, artan kapasite kullanımı ve gider kontrolleri sayılabilir. Bilanço tarafında ise, tüm pazarlarda yaşanan duruşlara rağmen şirket alacaklarını ve stok seviyelerini kontrol altında tutmayı başarabildi. Böylece şirketin net işletme sermayesi/satışlar rasyosu tarihi düşük seviye olan %25,7'ye kadar geriledi. Yatırım ve operasyonel harcamalardaki kontrollerle birlikte şirketin net borç/FAVÖK oranı uzun süre sonra ilk defa 2'nin altına geldi. Yönetim, ertelenmiş talep sayesinde güçlü talebin 3Ç'de de sürdüğünü, bunun yılın geri kalanında satış büyümesi ve marjları desteklemeye devam edebileceğini söyledi. Diğer yandan, olası bir ikinci dalga sebebiyle ihtiyatlı olduğunu ve bu olası dalganın yılın son çeyreğinde yeniden kapanışlara sebep olabileceğini belirtti.

mn TL	2Ç19	1Ç20	2Ç20	y/y	ç/ç	2Ç Tahminler	
						YF	Kons.
Gelir	8,428	7,768	7,832	-7.1%	0.8%	7,837	7,817
FAVÖK	908	657	795	-12.5%	21.0%	721	786
FAVÖK marjı	10.8%	8.5%	10.1%	-0.6pp	1.7pp	9.2%	10.1%
Net kar	219	256	407	86%	59%	401	371
Net kar marjı	2.6%	3.3%	5.2%	2.6pp	1.9pp	5.1%	4.7%

Kaynak: Şirket verisi, YF Araştırma tahminleri, Foreks kar tahminleri anketi

ARCLK model

Metod	Ağırlık	Değer	Katkı
INA	80%	17,837	14,270
Benzer karşılaştırma	20%	27,924	5,585
Hedef değer, TLmn			19,854
Hedef fiyat, TL			29.38
Son kapanış, TL			21.66
Artış potansiyeli			36%

Kaynak: Şirket verisi, YF Araştırma tahminleri

Değerleme	2018	2019	2020T	2021T
F/K	17.2x	15.8x	11.0x	8.1x
FD/FAVÖK	8.0x	6.5x	5.7x	4.7x
F/DD	1.8x	1.5x	1.3x	1.2x
Serbest nakit akışı verimi	13.8%	22.5%	20.3%	32.1%
Temettü verimi	3.0%	0.0%	0.0%	4.1%

* Vadeli alım satıma göre düzeltilmiş FAVÖK

Gelir Tablosu (milyon TL)	2018	2019	2020T	2021T
Satışlar	26,904	31,942	35,602	42,376
Brüt kar	8,546	10,259	11,450	13,669
Brüt kar marjı	31.8%	32.1%	32.2%	32.3%
Faaliyet giderleri	-6,509	-7,976	-8,687	-10,297
Faaliyet giderleri/Satışlar	-24.2%	-25.0%	-24.4%	-24.3%
Esas faaliyet karı	2,037	2,283	2,763	3,372
Esas faaliyet karı marjı	7.6%	7.1%	7.8%	8.0%
FAVÖK	2,729	3,342	3,839	4,670
FAVÖK marjı	10.1%	10.5%	10.8%	11.0%
Diğer ve Finansal gelir/giderler (net)	-1,088	-1,169	-1,155	-1,181
Vergi Öncesi Kar	949	1,114	1,607	2,191
Net Kar	852	925	1,326	1,807
Net Kar Marjı	3.2%	2.9%	3.7%	4.3%

Büyüme Oranları	2018	2019	2020T	2021T
Net satışlar	29%	19%	11%	19%
FAVÖK	42%	22%	15%	22%
Net kar	1%	9%	a.d	a.d

Nakit akımı	2018	2019	2020T	2021T
Düzeltilmiş FAVÖK*	2,729	3,342	3,839	4,670
Ödenen vergiler	-306	-343	-414	-506
Yatırım harcamaları	-1,797	-1,182	-1,068	-1,271
NCW (cash flow)	1,388	1,472	616	1,798
Free cash flow	2,014	3,290	2,973	4,691
Ödenen temettüler	435	0	0	597
Temettü dağıtım oranı	52%	0%	0%	45%

Kaynak: Şirket verisi, YF Araştırma Tahminleri

Bilanço (milyon TL)	2018	2019	2020T	2021T
Dönen varlıklar	19,196	23,183	27,237	30,722
Nakit	5,342	6,937	9,687	10,121
Ticari alacaklar	7,756	9,516	10,242	12,074
Stoklar	5,088	5,630	6,154	7,314
Diğer dönen varlıklar	1,010	1,099	1,154	1,212
Duran varlıklar	9,173	11,547	11,538	11,511
Toplam varlıklar	28,368	34,730	38,775	42,233

Kısa vadeli yükümlülükler	12,497	14,715	17,349	19,544
Kısa vadeli borçlanmalar	5,517	6,152	8,152	9,152
Ticari borçlar	4,734	5,564	6,198	7,393
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	2,246	2,999	2,999	2,999
Uzun vadeli yükümlülükler	7,652	10,199	10,263	10,296
Uzun vadeli borçlanmalar	6,432	8,803	8,803	8,803
Diğer uzun vadeli yüküm.	1,221	1,395	1,460	1,492
Özkaynaklar	8,183	9,658	10,984	12,194
Toplam kaynaklar	28,368	34,730	38,775	42,233
Net Borç	6,607	8,018	7,268	7,834
Operasyonel işletme sermayesi	8,110	9,582	10,198	11,996

Oranlar	2018	2019	2020T	2021T
Net borç / FAVÖK	2.4x	2.4x	1.9x	1.7x
Net borç / Özsermaye	0.8x	0.8x	0.7x	0.6x
Yatırım harcaması / Satışlar	-6.7%	-3.7%	-3.0%	-3.0%
Özsermaye karlılığı	11%	10%	13%	16%
Yatırılan sermaye karlılığı	15%	14%	15%	18%

Hisse Başına Göstergeler	2018	2019	2020T	2021T
Hisse Başı Net Kar	1.26	1.37	1.96	2.67
Hisse Başı Temettü	0.64	0.00	0.00	0.88
Hisse Başı Defter değeri	12.1	14.3	16.3	18.0

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 yayımlanamaz. 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 itibarıyla 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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu e-posta içeriğinde yer alan çeşitli bilgi ve görüşlere dayanarak 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 Yrd. levent.durusoy@yf.com.tr +90 (212) 334 98 33

Araştırma Bölümü

Serhan Gök Müdür serhan.gok@yf.com.tr +90 (212) 334 98 39

Erol Gürcan Ekonomist erol.gurcan@yf.com.tr +90 (212) 334 98 37

Kurumsal Finansman Bölümü

Pervin Bakankuş Müdür pervin.bakankus@yf.com.tr +90 (212) 334 98 61

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
Ulus	+90 (212) 263 00 24	Bursa	+90 (224) 224 47 47
Caddebostan	+90 (216) 302 88 00	İzmir	+90 (232) 441 80 72
Samsun	+90 (362) 431 46 71		