

2019 3.Ç Mali Tablo Analizi

Gerçekleşen ve Tahminler

3Ç19 sonuçlarında sürpriz yok Arçelik 3Ç19'de beklentilerle uyumlu (ISY: TL242 milyon; Piyasa: TL247 milyon) faaliyet dışı giderlerdeki artış nedeniyle yıllık bazda %4 düşüşle 240 milyon TL net kar rakamı açıkladı. Şirketin 3Ç19 net satış gelirleri beklentilere paralel (ISY: TL8.20 milyar; Piyasa: TL8.31 milyar) yıllık bazda %7 artışla 8.25 milyar TL'ye ulaştı. 3Ç19 FAVÖK rakamı yine beklentilerle uyumlu (ISY: TL895 milyon; Piyasa: TL907 milyon) yıllık bazda %17 artışla 917 milyon TL olarak gerçekleşti.

Son Çeyrekte Öne Çıkanlar

TL'deki değer artışı ve yurtdışı operasyonlarındaki zayıf talep nedeniyle ciro büyümesinde yavaşlama Arçelik 3Ç19'de uluslararası operasyonlarındaki sınırlı %2 gelir artışı nedeniyle konsolide satış gelirlerini %7 arttırdı. Singer Bangladeş satın alımının %6.8 büyüme katkısına rağmen, organik büyümenin ve kur etkisinin sırasıyla negatif %0.7 ve %4.1 etkisi uluslararası operasyonlarda sınırlı %2 büyümeye neden oldu. Türkiye faaliyetleri gelirleri 3Ç19'de fiyat artışları neticesinde yıllık bazda %19 artış gösterdi. Arçelik 3Ç19'de Türkiye beyaz eşya ve klima pazarlarından daha iyi performans gösterirken, TV pazarındaki 2Ç19'deki liderliği 3Ç19'de pazar ikinciliğine geriledi. İtalya ve İspanya dışında Avrupa'da 3Ç19'de beyaz eşya talebi 1Y19'a göre zayıfladı. Güney Afrika, Pakistan ve Bangladeş'te de 3Ç19'de talepte zayıflama gerçekleşti.

FAVÖK marjında iyileşme Şirketin konsolide FAVÖK marjı 3Ç19'de hammadde fiyatlarındaki düşüş (yıllık bazda %12 metal - %17 plastik düşüş), karlı Türkiye operasyonlarının payının artması ve UFRS-16 muhasebe değişikliğinin olumlu etkisi ile yıllık bazda yüzde 1 puan iyileşme ile %11.1'e yükseldi. Şirket, 3Ç19'da raporlanan %11.1 FAVÖK marjı üzerinde UFRS-16'nın 85 baz puanlık olumlu etkisi olduğunu belirtti. Diğer bir deyişle, UFRS-16 etkisi hariç tutulduğunda, şirketin FAVÖK rakamı 3Ç19'de yıllık bazda %8 artışla yaklaşık 845 milyon TL olarak gerçekleşirken, yıllık bazda yatay %10.25 marj kaydetti. Çeyrek bazda bakıldığında ise hammadde fiyatlarında devam eden düşüş nedeniyle FAVÖK marjı 3Ç19'de yüzde 0.3 artış gösterdi.

Nakit yaratımında iyileşme Arçelik'in serbest nakit akım marjı 3Ç18'deki negatif %2.2'den işletme sermayesi ihtiyacındaki düşüş, yatırım harcamasındaki düşüş ve iyileşen faaliyet performansı neticesinde 3Ç19'de %4.8'e yükseldi. Şirket yılın geri kalanında da güçlü nakit yaratama gücünün devam etmesini bekliyor. Şirket'in Net İşletme Sermayesi / Ciro rasyosu 9A18 sonundaki % 35.1'den 9M19 sonunda %28.3'e düştü. Şirket yönetimi, Net İşletme Sermayesi / Ciro rasyosunun 2019 yılı için %30 hedefini koruyor. UFRS-16 etkisi hariç tutulduğunda, şirketin Net Borç / FAVÖK oranı 9A18 sonunda 3.15x'ten 9A19 sonunda 2.41x'e geriledi. Faizlerdeki gerilemenin şirketin finansallarına olumlu etkisinin 1Ç20'de görülmeye başlanacağı tahmin ediliyor.

Değerleme üzerindeki etki ve görünüm

Şirket beklentilerinde ve hedeflerinde değişiklik yok Arçelik 2019 için Türkiye beyaz eşya pazarındaki %15 daralma beklentisini ve global beyaz eşya pazarı için %2 büyüme beklentisini korudu. Türkiye beyaz eşya pazarındaki ilk dokuz ayda gerçekleşen %10 daralma göz önünde bulundurulduğunda şirket 4Ç19 daralmanın hızlanacağını öngörüyor. Şirket 2019 yılı için konsolide satış gelirindeki %20-%25 büyüme ve %10.5 FAVÖK marj hedefinde değişikliğe gitmedi.

TUT tavsiyemizi koruyoruz Arçelik'in 3Ç19 finansallarında piyasa beklentileriyle kıyaslandığında sürpriz yok. Ancak şirketin güçlü nakit yaratımını olumlu buluyoruz. Ancak hissenin dün endeksin üzerinde %2.2 getirisi göz önünde bulundurulduğunda, bu olumlu gelişmenin çoğunlukla fiyatlandığını düşünüyoruz.

TUT

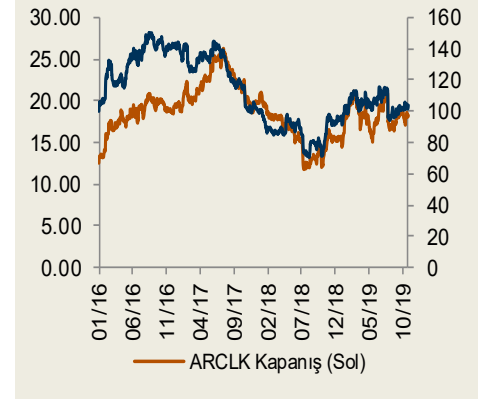
Yükselme Potansiyeli 16%

Kodu	ARCLK	TL (₺)	ABD \$
Fiyat Bilgileri			
Kapanış		18.29	3.18
12 Aylık Hedef Fiyat		21.15	3.47
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat		23.70	3.82
Piyasa Değeri (mn)		12,359	2,151
Halka Açık PD (mn)		3,092	538
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)		47.3	8.8
Hisse sayısı (Adet mn)			676
Takas Saklama Oranı (%)			25

Çarpanlar	2018G	2019T	2020T
F/K	14.5	14.7	12.6
PD/DD	1.5	1.4	1.3
FD/FAVÖK	7.6	5.9	5.0

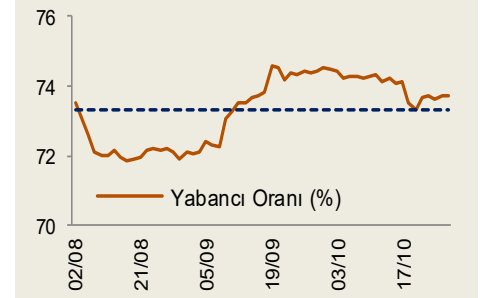
Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yıllık	12 Ay
TL (₺)	-3.9	15.8	18.4
ABD \$	-5.6	6.6	13.9
BIST-100 Relatif	2.2	7.1	8.0

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 5.17 6.21

Yabancı Oranı (%) Cari (%) 74



Esra Şirinel

esirinel@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 72

Arçelik

Ortaklık Yapısı (%)	Faaliyet Konusu
Koç Holding Anonim Şirketi	40.5
Diğer	36.7
Teknosan Büro Makine Ve Levazımı Ticaret Ve Sanayi A.Ş.	12.1
Burla Ticaret Ve Yatırım A.Ş.	5.6
Koç Holding Emekli Ve Yardım Sandığıvakkı	5.1

Gelir Tablosu (mn ₺)	2017G	2018G	2019T	2020T	2021T	Bilanço (mn ₺)	2017G	2018G	2019T	2020T	2021T
Net Satış Gelirleri	20,841	26,904	33,138	39,779	46,617	Dönen Varlıklar	13,501	19,196	21,070	25,082	29,120
Brüt Kar (Zarar)	6,506	8,546	10,457	12,592	14,900	Nakit ve Nakit Benzerleri	2,582	5,342	3,314	3,779	4,196
Operasyonel Giderler	5,134	6,509	7,985	9,609	11,221	Ticari Alacaklar	6,518	7,756	9,987	11,988	14,049
Esas Faaliyet Karı	1,372	2,037	2,471	2,982	3,679	Stoklar	3,780	5,088	6,525	7,821	9,124
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	340	600	178	-42	-98	Diğer Dönen Varlıklar	730	1,011	1,245	1,494	1,751
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. K (Z)	39	12	14	16	18	Duran Varlıklar	6,935	9,172	11,958	12,792	13,667
Net Finansman Gelir (Gideri)	-931	-1,707	-1,645	-1,725	-2,176	Ticari Alacaklar	12	36	44	53	62
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	821	949	1,018	1,232	1,422	Özkaynak Yönt. Değ. Yat.	282	347	514	570	618
Vergi Giderleri (Gelirleri)	-24	94	173	246	284	Maddi Duran Varlıklar	3,265	4,534	6,033	6,398	6,779
Azınlık Payları	2	4	5	5	6	Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2,578	3,109	4,238	4,416	4,621
Net Kar	843	852	840	980	1,132	Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	798	1,145	1,128	1,354	1,587
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	1,413	1,836	2,051	2,386	2,943	Toplam Varlıklar	20,436	28,368	33,028	37,874	42,787
FAVÖK	1,920	2,727	3,477	4,154	4,867	Kısa Vadeli Yükümlülükler	8,403	12,497	15,789	20,710	26,869

Büyümler & Opr. Perf.	2017G	2018G	2019T	2020T	2021T	Finansal Borçlar	2017G	2018G	2019T	2020T	2021T
Büyümler						Ticari Borçlar	3,576	4,734	6,525	7,821	9,124
Net Satışlar	29%	29%	23%	20%	17%	Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,565	2,246	2,775	3,326	3,880
Faaliyet Karı	15%	49%	21%	21%	23%	Uzun Vadeli Yükümlülükler	5,118	7,652	8,177	7,455	5,368
FAVÖK	17%	42%	27%	19%	17%	Finansal Borçlar	4,114	6,432	6,971	6,009	3,680
Net Kar	-35%	1%	-1%	17%	15%	Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,004	1,221	1,206	1,446	1,687
Operasyonel Performans						Özkaynaklar	6,915	8,219	9,062	9,709	10,551
Brüt Marj	31.2%	31.8%	31.6%	31.7%	32.0%	Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	6,881	8,183	9,023	9,667	10,505
Faaliyet Kar Marjı	6.6%	7.6%	7.5%	7.5%	7.9%	Ödenmiş Sermaye	676	676	676	676	676
FAVÖK Marjı	9.2%	10.1%	10.5%	10.4%	10.4%	Rezerv ve Diğer Kalemler	5,362	3,663	7,507	8,011	8,697
Efektif Vergi Oranı	-3.0%	9.9%	17.0%	20.0%	20.0%	Dönem Net Karı (Zararı)	843	852	840	980	1,132
Net Kar Marjı	4.0%	3.2%	2.5%	2.5%	2.4%	Azınlık Payları	34	36	39	42	46
Özkaynak Karlılığı	13.1%	11.3%	9.8%	10.5%	11.2%	Toplam Kaynaklar	20,436	28,368	33,028	37,874	42,787
Aktif Karlılığı	4.5%	3.5%	2.7%	2.8%	2.8%	Nakit Akım (mn ₺)	2017G	2018G	2019T	2020T	2021T
Yatırım Sermayesi Karlılığı	15.4%	14.2%	12.6%	12.3%	13.6%	İşletme Faal. Kay. Net Nakit	590	1,681	-645	1,592	1,593
Operasyonel Nakit Akışı / Satışla	2.8%	6.2%	-1.9%	4.0%	3.4%	İşletme Öncesi Kar	845	856	845	985	1,138
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	-2.3%	-0.4%	-6.9%	0.3%	0.0%	Amortisman & İtfa Payları	548	690	1,006	1,172	1,188

Rasyo Analizi	2017G	2018G	2019T	2020T	2021T	İşletme Sermayesindeki Değ.	2017G	2018G	2019T	2020T	2021T
Düzeltilmiş F / K (x)	14.7	a.d	14.7	12.6	10.9	Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	982	1,953	-753	1,297	1,189
FD / FAVÖK (x)	10.8	7.6	5.9	5.0	4.2	Yatırım Faal. Kay. Nakit	-1,070	-1,782	-1,645	-1,466	-1,592
FD / Satışlar (x)	1.0	0.8	0.6	0.5	0.4	Sabit Sermaye Yatırımları	-968	-1,760	-1,618	-1,434	-1,554
PD / Defter Değeri (x)	1.8	1.5	1.4	1.3	1.2	Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	-6	-22	-27	-32	-38
Nakit Akışı / PD	a.d	a.d	a.d	1.0%	0.0%	Serbest Nakit Akım	-480	-101	-2,289	126	1
Hisse Başı Kazanç (₺)	1.25	1.26	1.24	1.45	1.68	Finansman Faal. Kay.Nakit	619	2,857	-361	-80	67
Hisse Başı Temettü (₺)	0.63	0.64	0.00	0.50	0.44	Finansal Borçlardaki Değişim	1,305	3,260	973	1,512	2,112
Temettü Verimi	2.8%	3.5%	0.0%	2.7%	2.4%	Temettü Ödemeleri	-425	-435	0	-336	-294
Net Borç (Nakit) (mn ₺)	4,794	6,607	10,146	11,793	13,350	Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-514	-423	-1,334	-1,256	-1,751
Net Borç / FAVÖK (x)	2.5	2.4	2.9	2.8	2.7	Net Nakit Değişimi	-114	2,302	-2,651	45	68
Net Borç / Özsermaye (x)	0.7	0.8	1.1	1.2	1.3						

Kaynak: İş Yatırım

UFRS Gelir Tablosu (TL mn)	3Ç18	4Ç18	1Ç19	2Ç19	3Ç19	9A18	9A19
Net Satışlar	7,696	7,414	6,902	8,428	8,246	19,490	23,576
Brüt Kar	2,511	2,410	2,239	2,643	2,725	6,135	7,607
Faaliyet Giderleri	1,914	1,724	1,794	1,993	2,078	4,785	5,865
Esas Faaliyet Karı	596	686	445	650	648	1,351	1,743
FAVÖK	781	881	694	908	917	1,846	2,520
Faaliyet Dışı Gelirler (Gider)	-265	-416	-184	-349	-378	-671	-911
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	332	270	261	302	270	679	832
Vergi Giderleri (Gelirleri)	-79	11	-35	-70	-17	-104	-121
Azınlık Payları	2	1	1	13	13	3	26
Net Kar	251	280	225	219	240	572	685

Büyümeler & Opr. Perf.	3Ç18	4Ç18	1Ç19	2Ç19	3Ç19	9A18	9A19
Büyüme							
Net Satışlar (yıllık)	41%	30%	31%	29%	7%	29%	21%
Faaliyet Gideri (yıllık)	45%	18%	40%	26%	9%	30%	23%
Esas Faaliyet Karı (yıllık)	47%	141%	21%	68%	9%	24%	29%
FAVÖK (yıllık)	44%	106%	34%	66%	17%	24%	36%
Net Kar (yıllık)	-2%	211%	27%	52%	-4%	-24%	20%
Marjlar							
Brüt Marj	32.6%	32.5%	32.4%	31.4%	33.1%	31.5%	32.3%
Faaliyet Gideri / Ciro	24.9%	23.3%	26.0%	23.7%	25.2%	24.6%	24.9%
Faaliyet Kar Marjı	7.7%	9.3%	6.4%	7.7%	7.9%	6.9%	7.4%
FAVÖK Marjı	10.2%	11.9%	10.1%	10.8%	11.1%	9.5%	10.7%
Net Kar Marjı	3.3%	3.8%	3.3%	2.6%	2.9%	2.9%	2.9%
Özkaynak Karlılığı (Yıllıklandırılmış)	8.9%	11.0%	10.9%	11.2%	11.0%	9.8%	11.2%
Aktif Karlılığı (Yıllıklandırılmış)	2.7%	3.3%	3.1%	3.2%	3.1%	3.1%	3.2%
Effektif Vergi Oranı	23.8%	-3.9%	13.3%	23.1%	6.1%	0.5%	0.5%
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	4.4%	16.9%	9.8%	6.8%	8.6%	2.2%	8.3%
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	-2.2%	9.2%	4.4%	-1.8%	4.8%	-4.0%	2.3%
Operasyonel Nakit Akışı / FAVÖK	44%	142%	97%	63%	78%	23%	78%

UFRS Nakit Akım (TL mn)	3Ç18	4Ç18	1Ç19	2Ç19	3Ç19	9A18	9A19
İşletme Faal. Kay. Net Nakit	342	1,251	676	577	712	430	1,965
Düzeltilme Öncesi Kar	253	281	226	232	253	575	711
Amortisman & İtfa Payları	185	195	249	258	270	496	777
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	1,475	-498	589	663	522	2,451	1,774
İşletme Sermayesindeki Değ.	-1,571	1,273	-388	-576	-333	-3,091	-1,297
Yatırım Faal. Kay. Nakit	-509	-566	-374	-726	-314	-1216	-1414
Sabit Sermaye Yatırımları	-446	-693	-320	-261	-314	-1,067	-895
Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	-63	127	-54	-465	0	-149	-519
Serbest Nakit Akım	-167	685	302	-149	398	-786	551
Finansman Faal. Kay. Nakit	888	895	575	-622	-631	1,507	-678
Finansal Borçlardaki Değişim	886	938	825	-338	92	2,322	579
Temettü Ödemeleri	0	0	0	0	0	-435	0
Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	2	-43	-250	-285	-722	-380	-1,257
Yabancı Para Çevrim Farkları Etkisi	547	-465	256	84	-77	920	263
Net Nakit Değişimi	1267	1115	1134	-688	-309	1641	136
<i>Kaynak: İş Yatırım</i>							

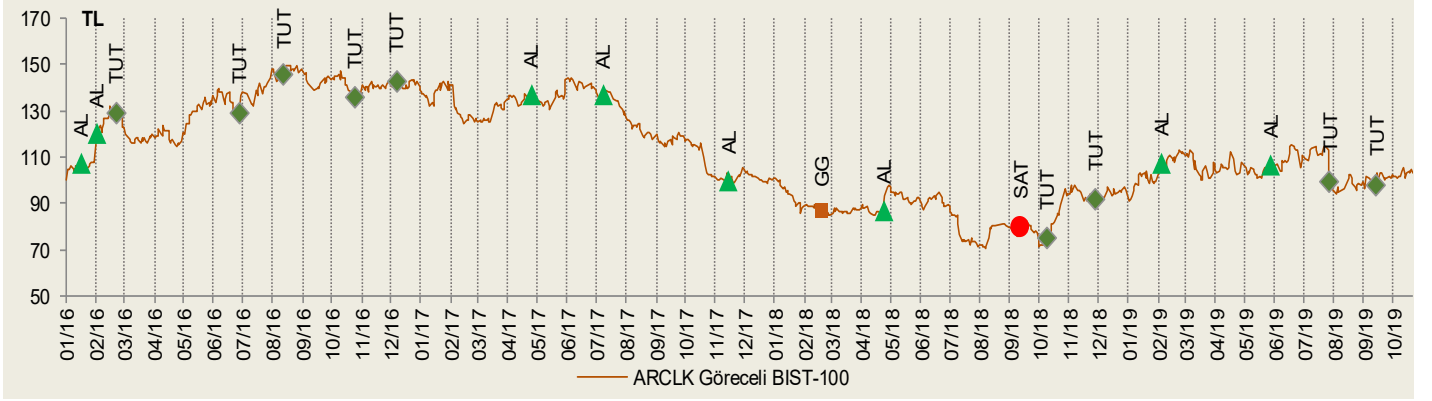
UFRS Bilanço (TL mn)	3Ç18	4Ç18	1Ç19	2Ç19	3Ç19
Dönen Varlıklar	20,877	19,196	21,266	22,752	22,217
Nakit ve Nakit Benzerleri	4,225	5,342	6,478	5,788	5,482
Ticari Alacaklar	9,414	7,756	8,230	9,486	9,581
Stoklar	6,201	5,088	5,439	6,082	5,979
Diğer Dönen Varlıklar	1,037	1,011	1,119	1,396	1,175
Duran Varlıklar	9,611	9,172	10,442	10,824	10,725
Finansal Yatırımlar	2	2	2	2	3
Özkaynak Yönt. Değ. Yat.	378	347	402	475	470
Maddi Duran Varlıklar	4,468	4,534	5,509	5,736	5,615
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	3,527	3,109	3,275	3,545	3,506
Kullanım Hakkı Varlıkları (UFRS 16)	0	0	0	0	0
Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	1,235	1,181	1,254	1,066	1,131
Toplam Varlıklar	30,489	28,368	31,707	33,576	32,942
Kısa Vadeli Yükümlülükler	13,195	12,497	13,596	14,872	14,555
Finansal Borçlar	4,687	5,517	5,811	5,801	5,954
Ticari Borçlar	6,045	4,734	5,309	6,204	5,871
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,463	2,246	2,476	2,867	2,730
Uzun Vadeli Yükümlülükler	8,293	7,652	9,315	9,539	9,235
Finansal Borçlar	6,836	6,432	8,057	8,277	7,898
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,457	1,221	1,259	1,262	1,336
Özkaynaklar	9,001	8,219	8,796	9,165	9,153
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	8,961	8,183	8,759	9,051	9,008
Azınlık Payları	40	36	37	115	145
Toplam Kaynaklar	30,489	28,368	31,707	33,576	32,942

Yatırımlar ve Borçluluk	3Ç18	4Ç18	1Ç19	2Ç19	3Ç19
Yatırım Sermayesi	17,756	16,047	17,444	18,718	18,859
Net Sabit Sermaye Yatırımları	446	693	320	261	314
Net Sabit Sermaye Yatırımları / Ciro	5.8%	9.3%	4.6%	3.1%	3.8%
İşletme Sermayesindeki Değişiklikler (Nakit Akım)	-1,571	1,273	-388	-576	-333
İşletme Sermayesindeki Değişiklikler / Ciro	-20.4%	17.2%	-5.6%	-6.8%	-4.0%
Net Borç (Nakit)	7,297	6,607	7,389	8,290	8,371
Net Borç / FAVÖK (Yıllıklandırılmış)	3.2	2.4	2.5	2.5	2.5

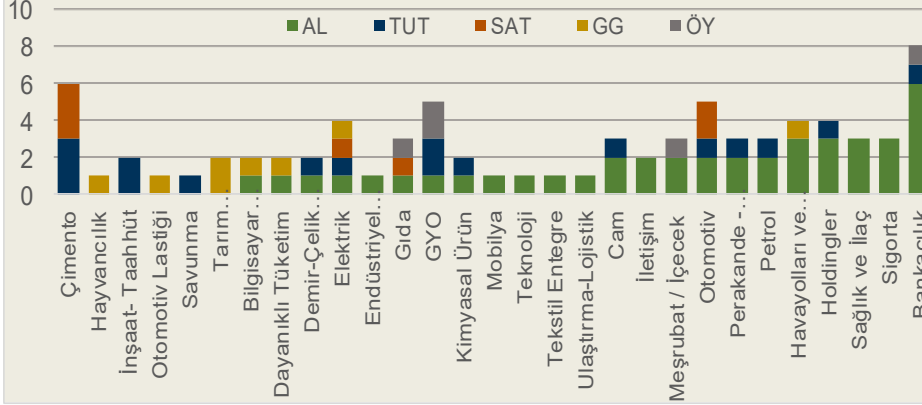
Kaynak: İş Yatırım

Arçelik

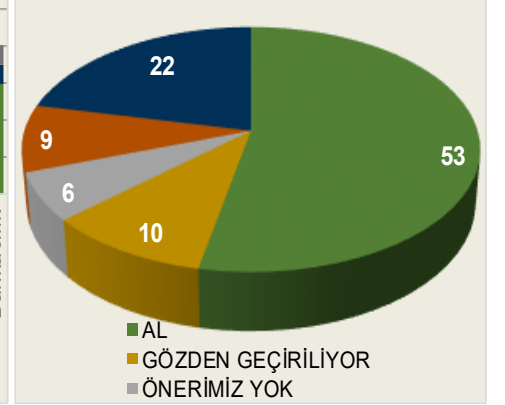
Göreceli Getiri / Öneriler



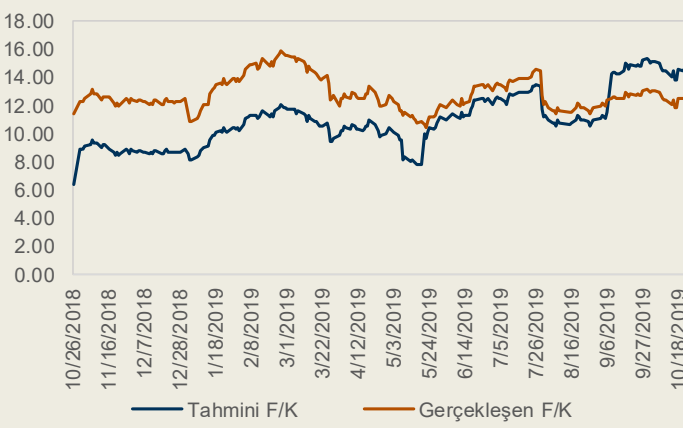
Şirket Sayısı



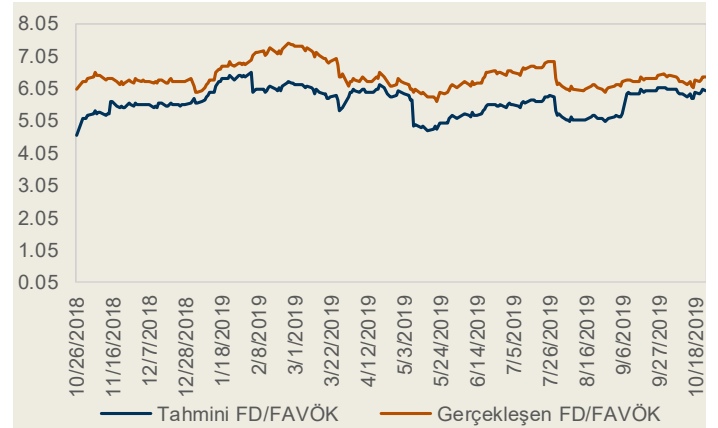
Takip Listesi Dağılımı



Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



Tahmini FD/FAVÖK & Gerçekleşen FD/FAVÖK



Kaynak: İş Yatırım

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.