

2020 4.Ç Mali Tablo Analizi

Gerçekleşen ve Tahminler

Güçlü sonuçlar beklentileri yine aştı. Arçelik 4Ç20'de beklentilerin (İş Yatırım: 1112 milyon TL; Piyasa: 941 milyon TL) üzerinde, bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla beş katından fazla artış ile 1163 milyon TL net kar rakamı açıkladı. Güçlü net kar büyümesinin arkasındaki nedenler başlıca i) güçlü ciro artışı, ii) yüksek kapasite kullanım oranları, iii) artan operasyonel kaldıraç etkisi ve iv) azalan borçluluk ve görece düşük borçlanma maliyetleri ile faiz giderlerinde meydana gelen düşüş olarak sıralanabilir. Şirketin 4Ç20 konsolide satış gelirleri ise beklentilerin hafif üzerinde (İş Yatırım: 12.3 milyar TL; Piyasa: 12.6 milyar TL) yıllık bazda %59 artış ile 13.3 milyar TL olarak gerçekleşti. FAVÖK rakamı ise 4Ç20'de beklentilerin yaklaşık %15 üzerinde (İş Yatırım: 1.59 milyar TL; Piyasa: 1.64 milyar TL) %14.2 marj ile 1.89 milyar TL olarak gerçekleşirken bir önceki senenin aynı döneminde kaydedilen %9.3 marj ile gerçekleşen 775 milyon TL'ye kıyasla ciddi artış gösterdi.

Son Çeyrekte Öne Çıkanlar

Güçlü iç talep, ihracat pazarındaki hızlı iyileşme, fiyat artışları ve kurun olumlu etkisi ile oldukça kuvvetli gelir büyümesi. Arçelik'in 4Ç20'de konsolide ciro büyümesi yıllık bazda %59 gerçekleşirken, bunun %28'i organik büyümeden, geri kalan %32'si ise kur etkisinden kaynaklandı. 3Ç20'de Türkiye faaliyetlerinin satış gelirleri yıllık bazda %63 büyüme gösterirken toplam satış gelirlerindeki payı 4Ç19'deki %29.2'den 4Ç20'de %29.9'a yükseldi. Şirket yönetimi devam eden evde kalma pratikleri nedeniyle talepteki güçlü trendin 2021'in ilk ayında da devam ettiğini belirtti. Arçelik'in uluslararası operasyonlarının satış gelirleri ise 4Ç20'de %13 organik büyüme ve TL'deki değer kabı neticesinde yıllık bazda %58 artış gösterdi. Şirket 4Ç20'de, Avrupa'da EUR bazında yüksek çift haneli gelir artışı elde etti (Doğu Avrupa'da ~% 15-20 ve Batı Avrupa'da ~% 10-15). Benzer şekilde, Asya-Pasifik bölgesinde de EUR cinsinden %15-20 ciro büyümesi kaydedildi. Büyümeye en çok Pakistan katkı sağladı (yerel para biriminde yıllık +% 48).

Güçlü operasyonel karlılık. Arçelik'in konsolide brüt kar marjı 4Ç20'de yıllık bazda 4.7 yüzde puan, çeyrek bazda ise 3.0 yüzde puan iyileşme göstererek %35.9'a yükseldi. Yaklaşık tam kapasite üretim performansı sonucu artan ölçek ekonomisi, ABD dolarının € ve Sterlin karşısındaki değer kaybı ve uzun vadeli sözleşmelerle sabit kalan hammadde maliyetleri brüt kar marjındaki artışın ana nedenleri olarak öne çıkıyor. Şirket çelik ve plastik fiyatlarında meydana gelen artışın 1Y20 rakamları üzerinde etkili olmasını bekliyor. Diğer yandan, bu etkinin kapasite kullanım oranlarının yüksek kalmaya devam edeceği beklentisi ve zayıf TL ile telafi edilebileceği öngörülüyor.

Borçluluk iyileşmeye devam etti. Güçlü nakit yaratımı sayesinde Arçelik'in net borç pozisyonu 2019 sonundaki 8.0 milyar TL'den ve 9M20 sonundaki 5.4 milyar TL'den 2020 sonunda 5.1 milyar TL'ye geriledi. Net Borç /FAVÖK oranı ise 3Ç20'deki 1.3x seviyesinden 2020 yılsonunda 1.0x seviyesine indi. Şirketin serbest nakit akımı sezonsal olarak yüksek yatırım harcamaları ve güçlü talebe yetişebilmek adına yapılan kapasite yatırımlarına rağmen 629 milyon TL seviyesinde güçlü kalmaya devam etti. İşletme sermayesi/ciro oranı ise yurtiçi pazarda devam eden güçlü tahsilat performansı neticesinde 4Ç19'deki %27 seviyesinden ve 4Ç20'de %20.5'e geriledi.

TUT

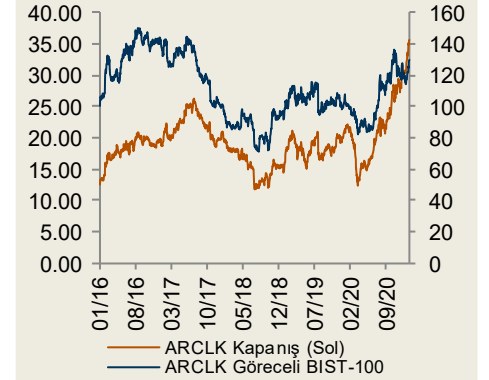
Yükselme Potansiyeli 17%

Kodu	ARCLK	
Fiyat Bilgileri	TL (₺)	ABD \$
Kapanış	35.60	4.82
12 Aylık Hedef Fiyat	41.48	5.11
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	39.60	4.84
Piyasa Değeri (mn)	24,056	3,254
Halka Açık PD (mn)	6,024	815
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	278.0	36.0
Hisse sayısı (Adet mn)		676
Takas Saklama Oranı (%)		25

Çarpanlar	2019G	2020T	2021T
F/K	26.0	8.4	11.1
PD/DD	2.5	1.7	1.6
FD/FAVÖK	8.8	5.8	5.6

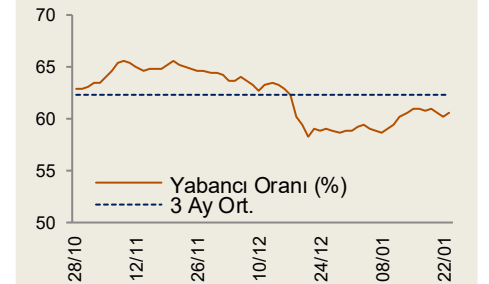
Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL (₺)	18.7	17.1	62.3
ABD \$	21.6	17.8	30.4
BIST-100 Relatif	9.9	12.3	28.7

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 12.42 35.60

Yabancı Oranı (%) Cari (%) 61



Ezgi Akalan

eakalan@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 86

Arçelik

Ortaklık Yapısı (%)		Faaliyet Konusu
Koç Holding Anonim Şirketi	40.5	Dayanıklı tüketim ve tüketici elektroniği sektörlerinde üretim, pazarlama ve satış sonrası destek hizmetleri.
Diğer	36.7	
Teknosan Büro Makine Ve Levazimi Ticaret Ve Sanayi A.Ş.	12.1	
Burla Ticaret Ve Yatırım A.Ş.	5.6	
Koç Holding Emekli Ve Yardım Sandığı Vakfı	5.1	

Gelir Tablosu (mn ₺)	2018G	2019G	2020G	2021T	2022T	Bilanço (mn ₺)	2018G	2019G	2020G	2021T	2022T
Net Satış Gelirleri	26,904	31,942	40,872	48,619	55,650	Dönen Varlıklar	19,196	23,183	33,061	37,417	42,562
Brüt Kar (Zarar)	8,546	10,259	13,806	16,081	17,934	Nakit ve Nakit Benzerleri	5,342	6,937	12,002	12,155	13,634
Operasyonel Giderler	6,509	7,976	9,963	12,165	13,865	Ticari Alacaklar	7,756	9,516	12,149	14,652	16,771
Esas Faaliyet Karı	2,037	2,283	3,843	3,916	4,070	Stoklar	5,088	5,630	7,096	8,558	9,920
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	607	369	1,186	404	284	Diğer Dönen Varlıklar	1,011	1,099	1,814	2,052	2,236
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. K (Z)	12	21	41	74	91	Duran Varlıklar	9,173	11,547	13,488	13,874	15,449
Net Finansman Gelir (Gideri)	-1,707	-1,559	-1,572	-1,704	-2,381	Ticari Alacaklar	36	52	68	81	93
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	949	1,114	3,498	2,690	2,064	Özkaynak Yönt. Değ. Yat.	347	526	648	730	782
Vergi Giderleri (Gelirleri)	94	161	619	484	372	Maddi Duran Varlıklar	4,534	6,041	7,297	7,444	8,400
Azınlık Payları	4	28	31	35	38	Maddi Olmayan Duran Varlıklar	3,109	3,787	4,553	4,632	5,044
Net Kar	852	925	2,848	2,171	1,654	Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	1,145	1,141	922	987	1,129
Düzeltilmiş Net Kar	852	925	2,848	2,171	1,654	Toplam Varlıklar	28,368	34,730	46,549	51,291	58,010
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	1,836	1,953	3,163	3,211	3,337	Kısa Vadeli Yükümlülükler	12,497	14,715	23,827	29,757	35,099
FAVÖK	2,727	3,338	5,065	5,297	5,651	Finansal Borçlar	5,517	6,152	10,231	15,640	19,261

Büyümler & Opr. Perf.	2018G	2019G	2020G	2021T	2022T
Büyümler					
Net Satışlar	29%	19%	28%	19%	14%
Faaliyet Karı	49%	12%	68%	2%	4%
FAVÖK	42%	22%	52%	5%	7%
Net Kar	n.a	n.a	208%	-24%	-24%
Operasyonel Performans					
Brüt Marj	31.8%	32.1%	33.8%	33.1%	32.2%
Faaliyet Kar Marjı	7.6%	7.1%	9.4%	8.1%	7.3%
FAVÖK Marjı	10.1%	10.5%	12.4%	10.9%	10.2%
Efektif Vergi Oranı	9.9%	14.5%	18.0%	18.0%	18.0%
Net Kar Marjı	3.2%	2.9%	7.0%	4.5%	3.0%
Özkaynak Karlılığı	11.3%	10.4%	24.3%	15.1%	10.9%
Aktif Karlılığı	3.5%	2.9%	7.0%	4.4%	3.0%
Yatırım Sermayesi Karlılığı	12.8%	12.3%	17.2%	15.1%	13.3%
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	6.2%	9.9%	15.7%	4.2%	6.1%
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	-0.4%	4.0%	12.5%	0.0%	1.2%

Nakit Akım (mn ₺)	2018G	2019G	2020G	2021T	2022T
İşletme Faal. Kay. Net Nakit	1,681	3,175	6,421	2,061	3,409
Düzeltilme Öncesi Kar	856	953	2,879	2,206	1,693
Amortisman & İtfa Payları	690	1,055	1,222	1,381	1,581
İşletme Sermayesindeki Değ.	-1,818	-783	-366	-3,989	-2,269
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	1,953	1,950	2,686	2,464	2,404
Yatırım Faal. Kay. Nakit	-1,782	-1,912	-1,322	-2,054	-2,737
Sabit Sermaye Yatırımları	-1,760	-1,338	-1,562	-2,054	-2,737
Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	-22	-574	241	0	0
Serbest Nakit Akım	-101	1,263	5,099	7	672
Finansman Faal. Kay. Nakit	2,857	323	-1,307	-559	153
Finansal Borçlardaki Değişim	3,260	1,454	598	2,120	2,800
Temettü Ödemeleri	-435	0	-27	-1,139	-869
Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-423	-1615	-1,879	-1,540	-1,779
Net Nakit Değişimi	2,302	1,102	3,792	-552	825

Rasyo Analizi	2018G	2019G	2020G	2021T	2022T
Düzeltilmiş F / K (x)	28.2	26.0	8.4	11.1	14.5
FD / FAVÖK (x)	10.8	8.8	5.8	5.6	5.2
FD / Satışlar (x)	1.1	0.9	0.7	0.6	0.5
PD / Defter Değeri (x)	2.9	2.5	1.7	1.6	1.5
Nakit Akışı / PD	a.d	5.2%	21.2%	0.0%	2.8%
Hisse Başı Kazanç (₺)	1.26	1.37	4.21	3.21	2.45
Hisse Başı Temettü (₺)	0.64	0.00	0.00	1.69	1.29
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	0.0%	4.7%	3.6%
Net Borç (Nakit) (mn ₺)	6,607	8,018	5,073	7,720	10,085
Net Borç / FAVÖK (x)	2.4	2.4	1.0	1.5	1.8
Net Borç / Özsermaye (x)	0.8	0.8	0.4	0.5	0.6

Kaynak: İş Yatırım

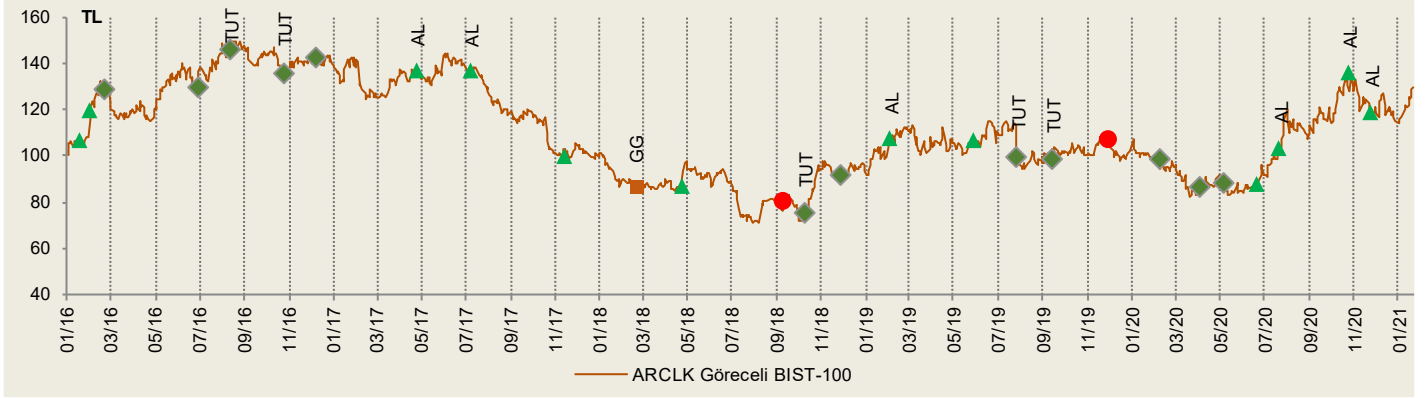
Değerleme üzerindeki etki ve görünüm

Şirket yönetimi 2021 beklentilerini paylaştı. Yönetim 2021'de yıllık bazda yaklaşık %20 konsolide ciro büyümesi bekliyor. Türkiye operasyonları için TL bazında %15-20, uluslararası operasyonlar için ise döviz bazında %5'lik ciro büyümesi öngörülmüş. 2021'de FAVÖK marjının 2020 ulaşılan %12.4'e (tek seferlik gelirler hariç) karşılık, %11 seviyesinde normalleşmesi bekleniyor. Şirket 2021'de 220 mn EUR yatırım harcaması bütçelemiş. Bu rakam 2020'de 215 mn EUR olarak gerçekleşti. İşletme sermayesinin satışlara oranının ise 2021'de %25 seviyesinde gerçekleşmesi bekleniyor (2020: %20.5). Şirket beklentileri genel olarak tahminlerimizle uyumlu ve böylesine güçlü bir yılın ardından operasyonel rakamların 2021'de güçlü kalmaya devam etmesi beklentisine piyasanın ilk tepkisi olumlu olacaktır. Şirket'in 2021 beklentilerine, kısa bir süre önce duyurulan Hitachi satın almasının, anlaşma henüz finalize edilmediği için dahil edilmediğini hatırlatmak isteriz.

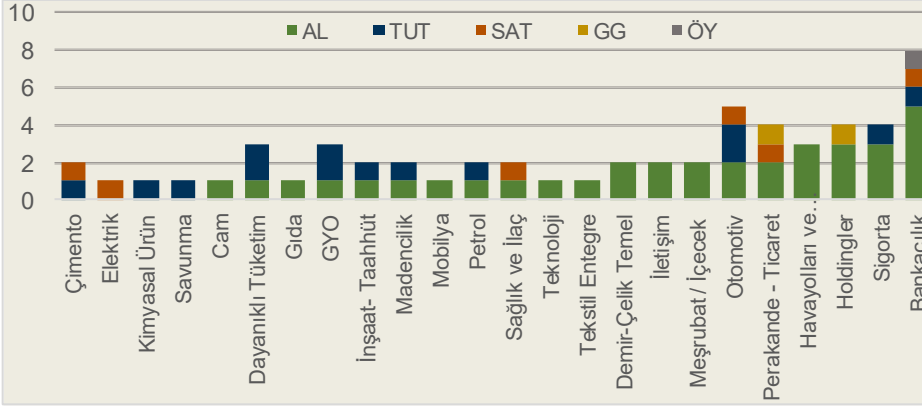
Tavsiyemizi TUT olarak değiştiriyoruz. ARCLK için hedef fiyatımızı Şirketin 2021 beklentileri sonrası tahminlerimizde yaptığımız hafif değişiklikler, güçlü 4Ç20 sonuçlarının yansıtılması, güncellenen yurtdışı benzer şirket çarpanları ve İNA değerlememizin 3 ay ileriye taşınması sonucu hisse başına 39.60TL'den 41.48TL'ye yükseltiyoruz. Hedef fiyatımız sınırlı bir artış potansiyeli sunduğundan ve 2021'de nakit yaratımının zayıflayacağı beklentisiyle tavsiyemizi AL'dan TUT'a çekiyoruz. Yönetimden potansiyel sinerji ve büyüme stratejisi hakkında daha fazla ayrıntı alana kadar, Hitachi'nin satın almasını değerlememize henüz dahil etmemeyi tercih ettik. Hisse 2021T 5.5x Firma Değ./FAVÖK ve 11.1x F/K çarpanlarıyla yurtdışı benzerlerinin sırasıyla 7.5x ve 15.5x çarpan ortalamalarına göre iskontolu işlem görüyor.

Arçelik

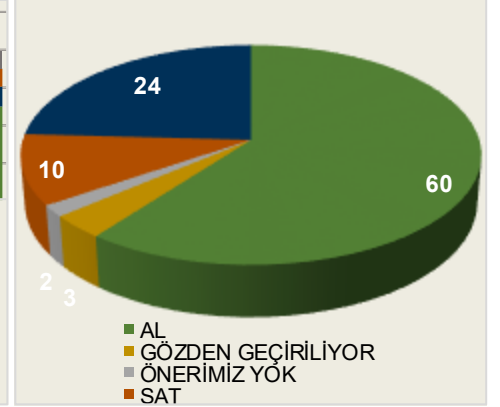
Göreceli Getiri / Öneriler



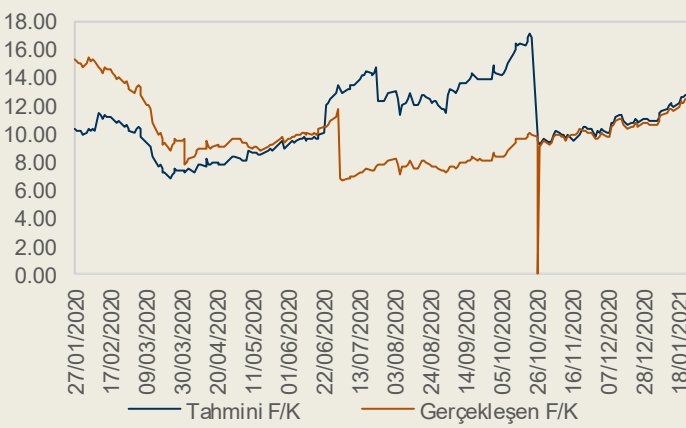
Sirket Sayısı



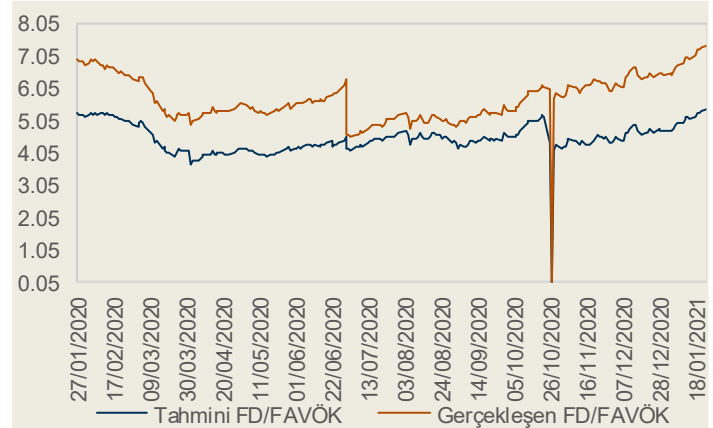
Takip Listesi Dağılımı



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.