

ARÇELİK

Zayıf 4. Çeyrek sonuçları sonrası tavsiyemizi TUT'a revize ediyoruz.

Arçelik için tavsiyemizi TUT olarak değiştiriyor ve hedef fiyatımızı %2 azaltarak 23 TL seviyesine revize ediyoruz. Arçelik 2016 yılında işletme sermayesi ve marjlardaki iyileşmenin katkısıyla en iyi performans gösteren hisselerden biriydi. Ancak 4. Çeyrek'te beklentilerin altında gerçekleşen operasyonel karlılığın 2017 yılının birinci çeyreğinde de devam edeceğini düşünüyoruz. TL'deki değer kaybının etkisiyle net satış ve FAVÖK tahminlerimizi 2017'de yukarı revize ederken, FAVÖK marjı beklentimizi aşağı yönlü değiştirdik. AOSM tahminimizi 50 baz puan artışla %13,5 seviyesine yükselttik. Arçelik 2017T 9,0x FD/FAVÖK rasyosuyla benzerlerine göre %31 primli ve 5 yıllık ortalamasına göre %6 primli işlem görmektedir.

ÖTV teşviği iç talep büyümesine katkı sağlayacak – Beyaz eşya ürünlerine Şubat ve Nisan ayları arasında uygulanacak ÖTV teşviğinin talebi öne çekeceğini öngörüyoruz. Böylelikle 1Ç17'deki yüksek baz etkisi nedeniyle beklenen daralmanın gerçekleşmeyebileceğini tahmin ediyoruz. Böylelikle 2017 yılı için %2-3 pazar büyümesinin mümkün olduğunu düşünüyoruz. Yılbaşından bu yana gerçekleşen çift haneli fiyat artışları nedeniyle talepte daha yüksek büyümelerin ulaşılabilir olmadığını düşünüyoruz.

Asya pazarındaki büyüme, İngiltere pazarındaki gerilemeyi bertaraf edecek – Brexit sonrası İngiltere pazarında 2017'de beklenen satış daralmasının Kasım 2016'da satın alınan Pakistan'da bulunan Dawlance şirketinin %5 ciro katkısı ve Tayland'daki beyaz eşya fabrikasından gerçekleşen ihracattaki artışla dengeleneceğini tahmin ediyoruz. Cironun %63'üne denk gelen yurtdışı satışlarda %3 hacim büyümesi öngörüyoruz. Ayrıca TL'deki değer kaybı nedeniyle yükselen yurtdışı gelirlerin katkısıyla konsolide ciroda %13 pozitif kur etkisi öngörüyoruz. Konsolide bazda 2017'de %22 ciro büyümesi öngörüyoruz.

Dolar bazlı giderlerin maliyet baskısı artacak – Marjlarda 4. Çeyrekte görülen gerilemenin 1Ç17'de de devam edeceğini tahmin ediyoruz. Avro bazında maliyet endeksinde 2016 ortasından bu yana görülen %25 artış, avro ve sterlinin dolara karşı değer kaybı ve TV panel fiyatlarındaki yükselişin brüt marjda 100 baz puan %32,2 seviyesinde daralmaya yol açacağını düşünüyoruz. Brüt marj düşüşünün TL bazında ciro büyümesinin etkisiyle azalacak faaliyet gideri/satış rasyosuyla bertaraf edileceğini düşünüyoruz. 2017'de VAFÖK marjı %10,4 seviyesinde beklediğimiz 20 baz puan iyileşme Pakistan operasyonun %9 FAVÖK katkısını da içermektedir. Pakistan operasyonunu 2017 tahminlerimize dahil etmeseydik 40 baz puan daha düşük FAVÖK marjı tahmin edebilirdik.

Tavsiye

TUT

Hedef fiyat
Getiri potansiyeli

TL 23
%4

Hisse bilgileri

Hisse Kodu	ARCLK TI
Hisse fiyatı (09-02-2017)	22,18
Hisse fiyat aralığı (52 haftalık)	16 / 23
Piyasa Değeri (TL mn - USD mn)	14987,7 - 4045,6
Hisse adedi (mn) & halka açıklık oranı	676 - %25
Ortalama işlem hacmi	1 Ay 3 Ay 12 Ay
USD mn	10,6 7,1 6,6

Fiyat performansı

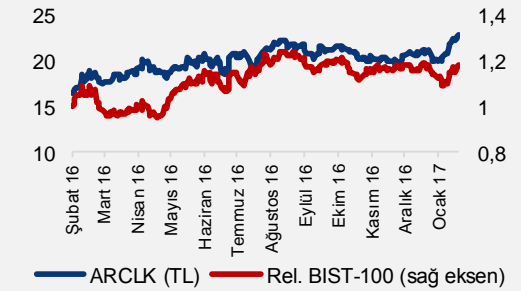
	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	%11	%9	%5
USD	%11	-%6	-%1
BIST -100'e göre performans	-%3	-%6	-%8

Tahminler (TL mn)

	2016	2017T	2018T
Net satışlar	16.096	19.707	21.897
FAVÖK	1.636	2.042	2.333
Net kâr	1.300	1.210	1.221

Değerleme

	2016	2017T	2018T
F/K	11,5x	12,4x	12,3x
F/DD	2,5x	2,2x	2,0x
FD/FAVOK	11,0x	9,0x	8,0x
FD/Net satışlar	1,1x	0,9x	0,8x
Temettü verimi	%1,7	%2,4	%4,0



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	2.477	2.714	3.097
Ticari alacaklar	4.791	5.295	6.479	7.199	8.135
Stoklar	2.140	2.762	3.432	3.808	4.299
Diğer dönen varlıklar	308	487	596	663	749
Dönen varlıklar	9.406	10.986	12.984	14.384	16.280
Finansal yatırımlar	539	3	3	3	3
Maddi duran varlıklar	2.056	2.750	3.070	3.317	3.612
Maddi olmayan duran varlıklar	1.171	2.304	2.317	2.331	2.347
Diğer duran varlıklar	566	866	1.031	1.145	1.294
Duran varlıklar	4.332	5.924	6.420	6.795	7.255
Toplam varlıklar	13.739	16.909	19.404	21.179	23.535
Kısa vadeli borçlanmalar	2.185	2.251	2.507	2.716	2.987
Ticari borçlar	2.090	3.086	3.837	4.258	4.811
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	961	1.270	1.554	1.727	1.952
Kısa vadeli yükümlülükler	5.236	6.606	7.899	8.701	9.750
Uzun vadeli borçlanmalar	3.269	3.407	3.561	3.796	4.072
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	557	892	1.092	1.213	1.371
Uzun vadeli yükümlülükler	3.826	4.299	4.652	5.009	5.443
Özkaynaklar	4.676	6.005	6.853	7.469	8.342
Ana ortaklığa ait	4.657	5.985	6.833	7.449	8.322
Kontrol gücü olmayan paylar	19	20	20	20	20
Toplam kaynaklar	13.739	16.909	19.404	21.179	23.535
Net borç	3.286	3.216	3.591	3.798	3.962
Net işletme sermayesi	4.187	4.188	5.116	5.685	6.420
Net işletme sermayesi (operasyone)	4.840	4.971	6.074	6.750	7.623
Yatırılan sermaye	7.414	9.243	10.502	11.333	12.379
Oranlar					
Karlılık					
Özsermaye kârlılığı	%19,6	%24,3	%18,8	%17,1	%18,8
Net kâr	6,3%	8,1%	6,1%	5,6%	6,0%
Aktif devri	1,1x	1,1x	1,1x	1,1x	1,1x
Kaldıraç	2,9x	2,9x	2,8x	2,8x	2,8x
Aktif kârlılığı	%6,8	%8,5	%6,7	%6,0	%6,6
Yatırılan sermaye kârlılığı	%12,0	%11,5	%12,3	%12,9	%13,7
Kaldıraç					
Net borç/toplam varlıklar	%40	%33	%31	%31	%30
Net borç/özsermaye	0,70	0,54	0,52	0,51	0,47
Net borç/FAVÖK	2,26	1,97	1,76	1,63	1,49

Gelir tablosu	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Net satışlar	14.166	16.096	19.707	21.897	24.743
Brüt kâr	4.536	5.340	6.337	7.063	7.998
Faaliyet giderleri	3.449	4.142	4.815	5.307	5.972
Esas faaliyet kârı	1.087	1.198	1.522	1.756	2.027
FAVÖK	1.456	1.636	2.042	2.333	2.662
Net diğer gelir	236	751	121	133	148
Net finansman geliri	-537	-748	-432	-452	-429
Vergi öncesi kâr	785	1.202	1.210	1.437	1.745
Vergi gideri	-108	-102	0	216	262
Net kâr	891	1.300	1.210	1.221	1.484

Nakit akış tablosu

	2015	2016	2017T	2018T	2019T
FAVÖK	1.456	1.636	2.042	2.333	2.662
Vergi gideri	-149	-102	0	263	304
Yatırımlar	640	839	847	832	940
İşletme sermayesi değişim	63	131	938	676	873
Serbest nakit akışı	902	769	257	562	544

Büyüme ve marjlar

	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Net satışlar	%13,2	%13,6	%22,4	%11,1	%13,0
FAVÖK	%9,2	%12,4	%24,8	%14,2	%14,1
Net kâr	%44,4	%45,9	-%6,9	%0,9	%21,5
Brüt marj	%32,0	%33,2	%32,2	%32,3	%32,3
Esas faaliyet kâr marjı	%7,7	%7,4	%7,7	%8,0	%8,2
FAVÖK marjı	%10,3	%10,2	%10,4	%10,7	%10,8
Net marj	%6,3	%8,1	%6,1	%5,6	%6,0
Serbest nakit akışı marjı	%6,4	%4,8	%1,3	%2,6	%2,2

Hisse başına (TL)

	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Net kâr	1,32	1,92	1,79	1,81	2,20
Özsermaye	6,92	8,89	10,14	11,05	0,00
Temettü	0,52	0,39	0,54	0,90	0,90

Değerleme

	2015	2016	2017T	2018T	2019T
F/K	16,8x	11,5x	12,4x	12,3x	10,1x
F/DD	3,2x	2,5x	2,2x	2,0x	1,8x
FD/FAVOK	12,1x	11,0x	9,0x	8,0x	5,6x
FD/Net satışlar	1,2x	1,1x	0,9x	0,8x	0,6x
Temettü verimi	%2,3	%1,7	%2,4	%4,0	%4,1
Serbest nakit akışı verimi	%6,0	%5,1	%1,7	%3,7	%3,6

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, yayınlanamaz 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.