

Kısa Vadeli Öneri	Endekse Paralel Getiri	Hedef Fiyat (TL)	21,00	FD/FAVÖK (Cari):					6,9x			
Uzun Vadeli Öneri	TUT	Kapanış Fiyatı (TL)	20,90	F/K (Cari):					14,5x			
UFRS Gelir Tablosu - Özet				Açıklanan					Beklenti		Sapma %	
(mn TL)	2Ç19	1Ç19	Çeyrekse %	2Ç18	Yıllık %	6A19	6A18	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.
Net Satışlar	8.428	6.902	22,1%	6.512	29,4%	15.330	11.794	30,0%	8.508	8.435	-1%	0%
Brüt Kar	2.643	2.239	18,1%	1.974	33,9%	4.882	3.625	34,7%	-	-	m.d.	m.d.
FAVÖK	908	694	30,8%	548	65,9%	1.602	1.065	50,5%	890	893	2%	2%
Net Dönem Karı	219	225	-2,8%	144	52,3%	444	321	38,6%	286	240	-23%	-9%
Brüt Kar Marjı	31,4%	32,4%	-1,1 yp	30,3%	1,1 yp	32%	31%	1,1 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
FAVÖK Marjı	10,8%	10,1%	0,7 yp	8,4%	2,4 yp	10,5%	9,0%	1,4 yp	10,5%	10,6%	0,3 yp	0,2 yp
Net Kar Marjı	2,6%	3,3%	-0,7 yp	2,2%	0,4 yp	3%	3%	0,2 yp	3,4%	2,9%	-0,8 yp	-0,3 yp

Kaynak: Şirket, Research Turkey, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y:Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs

Arçelik (ARCLK) 2Ç19 Finansal Sonuçları: Beklentimize paralel operasyonel performans; Şirket beklentilerinde aşağı yönlü revizyon (-)

Arçelik, 2Ç19'da beklentimizin %23, piyasa ortalama beklentisinin ise %9 altında yıllık bazda %52 artışla 219 mn TL net kâr açıkladı. Operasyonel olmayan giderlerin ve efektif vergi oranının beklentimizin üzerinde gerçekleşmesi, net kârdaki sapmanın ana unsurları oldu. Hem operasyonel hem de net kâr seviyesinde piyasa ortalama beklentisine paralel gerçekleşen sonuçlara rağmen, Şirketin 2019 yılı beklentilerinde yaptığı aşağı yönlü revizyonun hisse fiyatına olumsuz yansıyacağını tahmin ediyoruz. Öte yandan, Şirketin 2019 yılına yönelik güncel beklentileriyle uyumlu olması nedeniyle tahminlerimizde herhangi bir değişikliğe gitmiyoruz. Bu doğrultuda, Arçelik için hedef fiyatımızı 21,00 TL seviyesinde koruyor, mevcut durumda önemli bir katalist görmediğimizden kısa vadeli önerimizi "Endekse Paralel Getiri", uzun vadeli önerimizi "TUT" yönünde devam ettiriyoruz.

- Beklentimize paralel ciro performansı** - Şirketin 2Ç19'da net satış gelirleri hem bizim beklentimize hem de piyasa ortalama beklentisine paralel yıllık bazda %29,4 artışla 8,4 mlr TL seviyesinde gerçekleşti. Bu dönemde yurt içi satış gelirleri yıllık bazda %24 artarken, organik daralmaya rağmen (yıllık bazda -%2,1) ağırlıklı kur kaynaklı olumlu etki ve Singer Bangladesh'in katkısıyla uluslararası ciro büyümesi %32,6 oldu.
- Operasyonel tarafta beklentimizle uyumlu sonuçlar** - Şirketin 2Ç19'da FAVÖK'ü hem bizim beklentimize hem de piyasa ortalama beklentisine paralel yıllık bazda %66 artışla 908 mn TL'ye, FAVÖK marjı da yıllık bazda 2,4 puan yükselişle %10,8'e ulaştı. Beklentimizin bir miktar altında kalan brüt kârlılığa rağmen, faaliyet giderlerinin net satışlara oranındaki yıllık bazda 0,7 puanlık düşüşün desteğiyle operasyonel kârlılık tahminlerimizle uyumlu seyretti. Bu dönemde yatay seyreden hammadde maliyetlerine rağmen, TL'deki değer kaybı yurt içi kârlılık üzerinde baskı yarattı. Diğer yandan, beklentimiz doğrultusunda ilk çeyrekte olduğu gibi TFRS-16 uygulamasının FAVÖK marjına 1 puanlık pozitif katkısı oldu. Operasyonel olmayan tarafta ise, net faiz giderlerinin 344 mn TL seviyesindeki beklentimizin üzerinde 365 mn TL'ye yükselmesi (2Ç18: 209 mn TL) ve efektif vergi oranının %13,3'lük beklentimizin oldukça üzerinde %23,1 seviyesinde gerçekleşmesi, net kârın tahminimizin altında kalmasının ana unsurları oldu.
- İşletme sermayesi ihtiyacında artış, net borç/FAVÖK'te yatay seyir** - Şirketin 1Ç19 sonu itibarıyla %27,3 olan net işletme sermayesinin ciroya oranı, artan alacak ve stok seviyesi nedeniyle 2Ç19 sonu itibarıyla %28,4'e yükseldi. Diğer yandan, net borç pozisyonu 2Ç19 sonu itibarıyla 8,3 mlr TL'ye yükselse de (1Ç19 sonu itibarıyla 7,4 mlr TL), operasyonel kârlılıktaki iyileşme sayesinde net borç/FAVÖK rasyosu 1Ç19'a paralel 2,54x seviyesinde gerçekleşti.
- Şirket 2019 beklentilerini revize etti** - Arçelik, 2Ç19 sonuçlarının ardından yılın tamamına ilişkin beklentilerinde revizyona gitti. Buna göre Şirket, 2019 yılında Türkiye beyaz eşya pazarında adetsel bazda yaklaşık %15 daralma (önceki: yaklaşık %10 daralma), TL bazlı konsolide ciroda %20-25 aralığında büyüme (önceki: %25-30 büyüme) ve yaklaşık %10,5 seviyesinde FAVÖK marjı (önceki: yaklaşık %11,5) beklediğini açıkladı. Bizim tahminlerimiz ise yıllık bazda ciro büyümesinin %23 ve FAVÖK marjının %10 seviyesinde gerçekleşmesi yönünde.
- Değerleme ve öneri** - Şirketin 2019 yılına yönelik güncel beklentileriyle uyumlu olan tahminlerimizde herhangi bir değişikliğe gitmiyoruz. Bu doğrultuda, Arçelik için 12-aylık hedef fiyatımızı 21,00 TL seviyesinde koruyor, mevcut durumda önemli bir katalist görmediğimizden tavsiyemizde değişikliğe gitmiyoruz (KVÖ: Endekse Paralel Getiri, UVÖ: TUT).

2Ç19 Finansal Sonuçları | Arçelik



30 Temmuz 2019 Salı

Açıklanan									Beklenti		Sapma %	
Gelir Tablosu (mn TL)	2Ç19	1Ç19	Çeyreksel %	2Ç18	Yıllık %	6A19	6A18	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.
Net Satışlar	8.428	6.902	22%	6.512	29%	15.330	11.794	30%	8.508	8.435	-1%	0%
SMM	-5.784	-4.663	24%	-4.538	27%	-10.448	-8.169	28%	-	-	m.d.	m.d.
Brüt Kar	2.643	2.239	18%	1.974	34%	4.882	3.625	35%	-	-	m.d.	m.d.
Operasyonel Gider	-1.993	-1.794	11%	-1.587	26%	-3.787	-2.870	32%	-	-	m.d.	m.d.
FVÖK	650	445	46%	387	68%	1.095	754	45%	-	-	m.d.	m.d.
FAVÖK	908	694	31%	548	66%	1.602	1.065	50%	890	893	2%	2%
Op. Olmayan Gelir/Gider	-361	-185	96%	-198	83%	-546	-408	34%	-	-	m.d.	m.d.
VÖK	289	260	11%	189	53%	549	346	59%	-	-	m.d.	m.d.
Net Dönem Karı	219	225	-3%	144	52%	444	321	39%	286	240	-23%	-9%
Brüt Kar Marjı	31%	32%	-1,1 yp	30%	1,1 yp	32%	31%	1,1 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
FAVÖK Marjı	11%	10%	0,7 yp	8%	2,4 yp	10%	9%	1,4 yp	10,5%	10,6%	0,3 yp	0,2 yp
Net Kar Marjı	3%	3%	-0,7 yp	2%	0,4 yp	3%	3%	0,2 yp	3,4%	2,9%	-0,8 yp	-0,3 yp
Bilanço (mn TL)	6A19	3A19		6A18		6A19	6A18					
Dönen Varlıklar	22.752	21.266	7%	16.369	39%	22.752	16.369	39%				
Hazır Değerler	5.788	6.478	-11%	2.956	96%	5.788	2.956	96%				
Menkul Kıymetler	0	0	a.d.	0	a.d.	0	0	a.d.				
KV Ticari Alacaklar	9.486	8.230	15%	7.900	20%	9.486	7.900	20%				
Stoklar	6.082	5.439	12%	4.752	28%	6.082	4.752	28%				
Diğer Dönen Varlıklar	1.396	1.119	25%	760	84%	1.396	760	84%				
Duran Varlıklar	10.824	10.442	4%	8.000	35%	10.824	8.000	35%				
Aktif Toplamı	33.576	31.707	6%	24.368	38%	33.576	24.368	38%				
KV Borçlar	14.872	13.596	9%	10.894	37%	14.872	10.894	37%				
KV Finansal Borçlar	5.801	5.811	0%	4.413	31%	5.801	4.413	31%				
KV Ticari Borçlar	6.204	5.309	17%	4.609	35%	6.204	4.609	35%				
Diğer KV Borçlar	2.867	2.476	16%	1.871	53%	2.867	1.871	53%				
UV Borçlar	9.539	9.315	2%	6.258	52%	9.539	6.258	52%				
UV Finansal Borçlar	8.277	8.057	3%	5.029	65%	8.277	5.029	65%				
UV Ticari Borçlar	0	0	a.d.	0	a.d.	0	0	a.d.				
Diğer UV Borçlar	1.262	1.259	0%	1.230	3%	1.262	1.230	3%				
Öz Sermaye	9.165	8.796	4%	7.216	27%	9.165	7.216	27%				
Pasif Toplamı	33.576	31.707	6%	24.368	38%	33.576	24.368	38%				
Net Borç	8.290	7.389	12%	6.486	28%	8.290	6.486	28%				
Alacak Tahsilat Süresi	103	102		110		103	110					
Stok İşleme Süresi - Yıllık	97	97		94		97	94					
Ticari Borç Ödeme Süresi - Yıllık	95	92		89		95	89					
Nakit Döndürme Süresi	136	137		142		136	142					

Kaynak: Şirket, Research Turkey, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y: Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs

Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Sezai ŞAKLAROĞLU, ACIFE

Genel Müdür Yardımcısı - Hisse Senedi Strateji, SGMK

Selahattin AYDIN	Müdür	Teknik Strateji, Çimento, Cam, Demir Çelik, Taahhüt, Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler
Mehtap İLBİ	Müdür Yardımcısı	Savunma, Havacılık, Perakende, Gıda-İçecek, Beyaz Eşya, Otomotiv, Enerji, Telekomünikasyon
Tuğba SAYGIN	Müdür Yardımcısı	Bankacılık, Sigortacılık, GYO, Holdingler
Nazlıcan ŞAHAN	Analist	Makro Ekonomi, Strateji, SGMK
Umut Deniz PAK	Analist	Kantitatif Analiz
Ekin Cem EKE	Analist	Veri Tabanı

Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. No:18 Park Maya Sitesi F-2/A Blok
Beşiktaş 34335 İSTANBUL
+90 212 352 35 77

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve 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. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekil ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.