

24 Temmuz 2023 Pazartesi

Kısa Vadeli Öneri	Endekse Paralel Getiri	Hedef Fiyat (TL)	175,65	FD/FAVÖK (Cari)	9,5x
Uzun Vadeli Öneri	TUT	Kapanış Fiyatı (TL)	152,80	F/K (Cari)	23,1x

UFRS Gelir Tablosu - Özet (mn TL)	Açıklanan					Beklenti		Sapma %	
	2Ç23	1Ç23	Çeyreksel %	2Ç22	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.
Net Satışlar	46.948	39.891	18%	32.305	45%	48.051	47.030	-2%	0%
FAVÖK	5.006	3.673	36%	2.341	114%	5.111	4.914	-2%	2%
Net Dönem Karı	492	1.074	-54%	259	90%	1.292	780	-62%	-37%
Brüt Kar Marjı	31,9%	31,1%	0,8 yp	29,6%	2,3 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
FAVÖK Marjı	10,7%	9,2%	1,5 yp	7,2%	3,4 yp	10,6%	10,4%	0 yp	0,2 yp
Net Kar Marjı	1,0%	2,7%	-1,6 yp	0,8%	0,2 yp	2,7%	1,7%	-1,6 yp	-0,6 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:Yarıyı, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs

Beklentinin altındaki net karlılık negatif fiyatlanabilir (-)

Arçelik, yılın ikinci çeyreğini, beklentimizin ve piyasa tahminlerinin altında, yıllık %90 artışla 492 mn TL net kar ile tamamladı. İhracat pazarlarındaki talep düşüşüne karşılık beklentilere paralel operasyonel performans kaydeden şirketin net karı ise artan finansal giderler ve efektif vergi oranındaki yükselişe bağlı olarak, beklentilerin altında kaldı. Arçelik, yıl sonuna ilişkin gelir büyüme öngörüsünü, yurt için için yukarı, yurt dışı için ise aşağı yönlü revize etti. FAVÖK marjı hedefini de yukarı güncelledi. Finansallar öncesinde son bir ayda endeksten %6,3 pozitif ayrılan şirket hisseleri, yılbaşından bu yana ise endeksi %12,2 yenmeyi başardı. Makro öngörülerimizdeki yukarı revizyonlar ve şirketin açıkladığı yeni hedefler sonrasında, Arçelik için hedef fiyatımızı 138,50 TL seviyesinden 175,65 TL seviyesine güncelliyoruz.

- **Yurt içi pazardaki güçlü seyre karşılık, uluslararası pazarlarda talep daralması devam etti** - Arçelik, yılın ikinci çeyreğinde, beklentimize ve piyasa tahminlerine paralel, yıllık %45 artışla 46,9 mlr TL satış geliri elde etti. İç pazarda beyaz eşya tarafında adetsel artış, klima satışlarındaki yükseliş ve fiyat ayarlamaları ile ikinci çeyrekte Türkiye gelirleri yıllık %89 artışla 18,4 mlr TL seviyesine ulaştı. Toplam gelirler içinde Türkiye gelirlerinin payı ise 2Ç23 döneminde %39 (2Ç22: %30) seviyesinde gerçekleşti. İç pazardaki güçlü seyre karşılık ihracat pazarlarında adetsel bazda zayıf seyrin devam ettiği gözlemlendi. Şirketin satış gelirleri içinde 2Ç23 döneminde %22 paya (2Ç22: %24) sahip Batı Avrupa beyaz eşya pazarı, yılın ilk beş ayında adet bazında yaklaşık %9 daralma kaydetti. Talepteki gerileme ilk beş ayda, İngiltere'de %8, Fransa'da %10, Almanya'da %14, İspanya'da %6, Avusturya'da %12, Belçika'da %9 ve Hollanda'da %9 seviyesinde gerçekleşti. Satış adetlerindeki düşüş, 2Ç23 döneminde fiyat artışları ile dengelenmeye çalışılsa Batı Avrupa pazarında Avro bazında yıllık düşük tek haneli gerileme kaydedildi. Doğu Avrupa'da ise Polonya ve Romanya'da ilk beş ayda sırasıyla %20 ve yıllık %12 civarında adet bazlı daralma yaşandı. Satış gelirleri içinde bu çeyrekte %14 (2Ç22: %13) paya sahip Doğu Avrupa pazarında, fiyat artışları ve inorganik büyüme sayesinde, Avro bazında yıllık %20 gelir artışı kaydedildi. Bu çeyrekte Asya-Pasifik pazarının toplam gelirler içindeki payı %17 olarak gerçekleşirken, Afrika ve Orta Doğu pazarının gelirler içindeki payı %6 seviyesinde gerçekleşti. Yılın ilk yarısında ise şirketin gelirleri, yıllık %43,6 yükselişe 86,8 mlr TL'ye ulaştı.

- **İyileşen maliyet ortamı, artan kapasite kullanımı ve paritenin katkısı, operasyonel marjları destekledi** - Hem çeyreklik hem de yıllık bazda gerileyen hammadde maliyetleri, Euro/Dolar paritesinin desteği ve artan kapasite kullanımı ile birlikte şirketin brüt kar marjı 2Ç23 döneminde yıllık bazda 2,3 puan artışla %32 olarak gerçekleşti. Aynı zamanda, azalan lojistik maliyetlerine bağlı olarak gerileyen operasyonel giderlerin satışlara oranına bağlı olarak FAVÖK, bu çeyrekte yıllık %114 artarak, beklentimize ve piyasa tahminlerine paralel, 5,0 mlr TL'ye ulaştı. FAVÖK marjı da yıllık 3,4 puan artışla %10,7 seviyesine yükseldi. Yılın ilk yarısında ise şirketin FAVÖK marjı yıllık 1,2 puan iyileşerek %10 seviyesinde gerçekleşti. Şirketin ilk çeyrek sonundaki 32,5 mlr TL'lik net borç pozisyonu, bu çeyrekte %25 artışla 40,6 mlr TL seviyesine yükseldi.
- **Artan finansman gideri ve kaydedilen vergi gideri etkisiyle net kar beklentilerin altında kaldı** - Arçelik, 2Ç23 dönemini, beklentimizin ve piyasa tahminlerinin altında, yıllık %90 artışla 492 mn TL net kar ile tamamladı. 2Ç22 dönemindeki 1,6 mlr TL'lik net finansal giderin bu çeyrekte 2,5 mlr TL'ye yükselmesi yanı sıra %39 olarak gerçekleşen efektif vergi oranı nedeniyle net kar beklentilerin altında kaldı. Şirketin ilk altı aydaki net karı ise yıllık %10 artışla 1,57 mlr TL'ye ulaştı.
- **İkinci çeyrek sonuçları ile birlikte yıl sonu gelir büyümesi ve FAVÖK marjı öngörülerini güncellendi** - Arçelik, yılın ikinci çeyreğine ilişkin açıkladığı finansallarla birlikte, 2023 yılına dair beklentilerini güncelledi. Buna göre şirket, Türkiye satış geliri büyüme beklentisini yaklaşık %60 (1Ç23: %45) olarak yukarı yönlü güncellerken, uluslararası büyüme beklentisini ise %6'dan -%2 ile +%2 arasında büyüme ile aşağı yönlü revize etti. Ayrıca şirket, ilk çeyrekte açıkladığı yıl sonuna ilişkin yaklaşık %10 FAVÖK marjı beklentisini, bu çeyrekte %10,5 olarak yukarı revize etti. Yatırım harcaması öngörüsü ise 300 mn Avro seviyesinde korundu.
- **Değerleme ve Öneri-** Yılın ikinci çeyreğinde, özellikle ihracat pazarlarındaki zayıf talep görünümüne karşılık şirket operasyonel tarafta beklentilere paralel sonuçlar açıkladı. Ancak, net karlılık tarafında ise sonuçlar beklentilerin altında kaldı. Şirket hisseleri bir ayda endeksten %6,3 pozitif ayrışırken, yılbaşından bu yana endeksi %12 yendi. Makro öngörülerimizdeki yukarı revizyonlar ve şirketin açıkladığı yıl sonu hedefleri sonrasında, Arçelik için hedef fiyatımızı 138,50 TL seviyesinden 175,65 TL seviyesine güncelliyoruz. Kısa vadeli "Endekse Paralel Getiri" ve uzun vadeli "TUT" önerilerimizi sürdürüyoruz.



VakıfBank Grubu İştirakidir.

www.vakifyatirim.com.tr | www.vkyanaliz.com

Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Selahattin AYDIN	Direktör
Tuğba SAYGIN AKCA	Müdür
Hande İrem YILDIZ	Analist
Dilara ÇAYAN	Analist
Şule ÖZKAN	Analist

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 şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.