

22 Ekim 2021 Cuma

|                                  |                          |                     |                 |                 |                |        |        |         |         |
|----------------------------------|--------------------------|---------------------|-----------------|-----------------|----------------|--------|--------|---------|---------|
| Kısa Vadeli Öneri                | Endeksin Üzerinde Getiri | Hedef Fiyat (TL)    | 41,70           | FD/FAVÖK (Cari) | 5,3x           |        |        |         |         |
| Uzun Vadeli Öneri                | AL                       | Kapanış Fiyatı (TL) | 33,56           | F/K (Cari)      | 6,6x           |        |        |         |         |
| <b>UFRS Gelir Tablosu - Özet</b> |                          | <b>Açıklanan</b>    | <b>Beklenti</b> |                 | <b>Sapma %</b> |        |        |         |         |
| (m n TL)                         | 3Ç21                     | 2Ç21                | Çeyrek %        | 3Ç20            | Yıllık %       | VKY    | Kons.  | VKY     | Kons.   |
| Net Satışlar                     | 18.148                   | 14.534              | 25%             | 11.938          | 52,0%          | 18.113 | 18.066 | 0%      | 0%      |
| Brüt Kar                         | 5.125                    | 4.393               | 17%             | 4.127           | 24,2%          | -      | -      | m.d.    | m.d.    |
| FAVÖK                            | 1.761                    | 1.429               | 23%             | 1.722           | 2,3%           | 1.722  | 1.731  | 2%      | 2%      |
| Net Dönem Karı                   | 651                      | 531                 | 23%             | 1.022           | -36,3%         | 731    | 713    | -11%    | -9%     |
| <b>Brüt Kar Marjı</b>            | 28,2%                    | 30,2%               | -2 yp           | 34,6%           | -6,3 yp        | m.d.   | m.d.   | m.d.    | m.d.    |
| <b>FAVÖK Marjı</b>               | 9,7%                     | 9,8%                | -0,1 yp         | 14,4%           | -4,7 yp        | 9,5%   | 9,6%   | 0,2 yp  | 0,1 yp  |
| <b>Net Kar Marjı</b>             | 3,6%                     | 3,7%                | -0,1 yp         | 8,6%            | -5 yp          | 4,0%   | 3,9%   | -0,4 yp | -0,4 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

### Güçlü ciro büyümesine rağmen marjlar baskı altında kaldı (=)

Arçelik, 2021 yılının 3. çeyreği için beklentimizin %11 ve piyasa tahmininin %9 altında, bir önceki yılın aynı dönemine göre %36,3 azalış ile 651 m n TL net kar açıkladı. 3Ç21'de şirketin konsolide satış gelirleri yıllık bazda %52,0 büyüme gösterirken, FAVÖK marjı artan hammadde maliyetleri nedeniyle yıllık bazda 4,7 puan azaldı. Şirket 2021 yıl sonu konsolide ciro büyüme hedefini %50 seviyesinden %55 seviyesine artırırken, FAVÖK marjı beklentisini ise %11 seviyesinde korudu. 3Ç21 sonuçlarının hisse fiyatına nötr yansımaları bekliyoruz. Arçelik hisseleri son bir ayda endekse paralel bir seyir izlerken, yılbaşından bugüne endeksi %20 yenmeyi başardı.

- **3Ç21'de yıllık %52,0 artış ile güçlü ciro büyümesi görüldü** - Arçelik'in 2021 yılı üçüncü çeyreğinde konsolide satış gelirleri yıllık %52,0 artarak 18,1 m n TL ile beklentiler paralelinde gerçekleşti. Gelirlerdeki güçlü büyümede, TL'deki değer kaybı, inorganik birim büyümesi ve fiyat artışları etkili oldu. Bu dönemde satın almaların toplam ciroya katkısı 2,9 m n TL (toplamın %15,9'u) olurken, yurt içi satış gelirleri ise yıllık %31,6 yükseldi. Beyaz eşya grubu, şirketin 3Ç21'de yüksek baz etkisi ve normalleşmenin başlaması ile adet bazında satışları yıllık %9,0 ile sektör ortalamasının (-%11) altında daralma kaydetti. Ayrıca 3Ç21'de şirketin satış gelirlerinin %30 ağırlığı olan Batı Avrupa pazarında satın alma ve fiyat artışlarının etkisi ile euro bazında satışları %25 civarında artış kaydetti. Böylece Arçelik'in 2021 Ocak-Eylül döneminde satış gelirleri yıllık %65,8 büyüme ile 45,7 m n TL düzeyine ulaştı.
- **Yükselen hammadde maliyetleri, yıllık bazda FAVÖK marjındaki gerilemede etkili oldu** - Şirketin 3Ç21'de FAVÖK'ü beklentimize ve piyasa tahminlerine paralel, bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla %2,3 artış ile 1,76 m n TL düzeyinde gerçekleşti. Hammadde maliyetlerindeki artışın devam etmesinin yanı sıra satın almaların seyreltici etkisi ise şirketin FAVÖK marjı yıllık bazda 4,7 puan azalarak %9,7'ye geriledi. Arçelik'in 2Ç21 sonundaki 14 m n TL'lik net borç pozisyonu, 3Ç21 sonunda yatay seyir izlerken, Net Borç/FAVÖK rasyosu 2x seviyesinde gerçekleşti (2Ç21:2x). Operasyonel olmayan giderlerde gözlenen yükselişin etkisiyle Arçelik'in net karı 3Ç21'de yıllık %36,3 düşüş ile 651 m n TL'ye geriledi.
- **2021 yılı konsolide ciro büyüme hedefini revize etti** - Arçelik 2021 yıl sonu için yurt içi ciro büyüme beklentisini %30'dan %35'e yükseltirken, yurt dışı beklentisini ise korudu, konsolide ciro büyüme hedefini ise %50'den %55'e artırdı. Şirket yıl sonu için %11 (9A21: %11,1) olan FAVÖK marjı beklentisinde değişikliğe gitmedi.
- **Değerleme ve öneri** - Şirketin 3Ç21 sonuçları beklentilere paralel gelirken, net karlılık operasyonel olmayan giderlerin etkisiyle beklentilerin altında kaldı. Şirket hisseleri, son bir ayda endekse paralel bir seyir izlerken, yılbaşından bugüne Arçelik hisseleri endeksi %20 yenmeyi başardı. 3Ç21 sonuçlarına piyasa tepkisinin nötr olmasını bekliyoruz, Arçelik için hisse başına 41,70 TL seviyesindeki hedef fiyatımızı, kısa vadeli "Endeksin Üzerinde Getiri" ve uzun vadeli "AL" önerilerimizi koruyoruz.

22 Ekim 2021 Cuma

| Gelir Tablosu (mn TL)   | Açıklanan |         |             |        |          | Beklenti |        | Sapma % |         |
|-------------------------|-----------|---------|-------------|--------|----------|----------|--------|---------|---------|
|                         | 3Ç21      | 2Ç21    | Çeyreksel % | 3Ç20   | Yıllık % | VKY      | Kons.  | VKY     | Kons.   |
| Net Satışlar            | 18.148    | 14.534  | 25%         | 11.938 | 52%      | 18.113   | 18.066 | 0%      | 0%      |
| SMM                     | -13.022   | -10.141 | 28%         | -7.811 | 67%      |          |        |         |         |
| Brüt Kar                | 5.125     | 4.393   | 17%         | 4.127  | 24%      |          |        |         |         |
| Operasyonel Gider       | -3.826    | -3.345  | 14%         | -2.724 | 40%      |          |        |         |         |
| FVÖK                    | 1.300     | 1.048   | 24%         | 1.403  | -7%      |          |        |         |         |
| FAVÖK                   | 1.761     | 1.429   | 23%         | 1.722  | 2%       | 1.722    | 1.731  | 2%      | 2%      |
| Op. Olmayan Gelir/Gider | -595      | -475    | 25%         | -137   | 333%     |          |        |         |         |
| VÖK                     | 705       | 573     | 23%         | 1.266  | -44%     |          |        |         |         |
| Net Dönem Karı          | 651       | 531     | 23%         | 1.022  | -36%     | 731      | 713    | -11%    | -9%     |
| Brüt Kar Marjı          | 28,2%     | 30,2%   | -2 yp       | 35%    | -6,3 yp  | 0,0%     | 0,0%   | 28,2 yp | 28,2 yp |
| FAVÖK Marjı             | 9,7%      | 9,8%    | -0,1 yp     | 14%    | -4,7 yp  | 9,5%     | 9,6%   | 0,2 yp  | 0,1 yp  |
| Net Kar Marjı           | 3,6%      | 3,7%    | -0,1 yp     | 9%     | -5 yp    | 4,0%     | 3,9%   | -0,4 yp | -0,4 yp |

| Bilanço (mn TL)       | 9A21          | 6A21          |              | 9A20         |               |
|-----------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|---------------|
| Dönen Varlıklar       | 43.335        | 42.736        | 1%           | 31.721       | 37%           |
| Hazır Değerler        | 8.341         | 10.743        | -22%         | 11.540       | -28%          |
| Menkul Kıymetler      | 0             | 0             | a.d.         | 0            | a.d.          |
| KV Ticari Alacaklar   | 19.261        | 17.176        | 12%          | 12.111       | 59%           |
| Stoklar               | 13.194        | 12.509        | 5%           | 6.839        | 93%           |
| Diğer Dönen Varlıklar | 2.540         | 2.308         | 10%          | 1.231        | 106%          |
| Duran Varlıklar       | 18.954        | 19.103        | -1%          | 13.422       | 41%           |
| Aktif Toplamı         | 62.289        | 61.839        | 1%           | 45.143       | 38%           |
| KV Borçlar            | 30.402        | 30.708        | -1%          | 23.140       | 31%           |
| KV Finansal Borçlar   | 8.971         | 11.540        | -22%         | 9.606        | -7%           |
| KV Ticari Borçlar     | 14.745        | 14.059        | 5%           | 8.822        | 67%           |
| Diğer KV Borçlar      | 6.685         | 5.108         | 31%          | 4.712        | 42%           |
| UV Borçlar            | 16.039        | 15.635        | 3%           | 9.098        | 76%           |
| UV Finansal Borçlar   | 13.342        | 13.244        | 1%           | 7.301        | 83%           |
| UV Ticari Borçlar     | 0             | 0             | a.d.         | 0            | a.d.          |
| Diğer UV Borçlar      | 2.697         | 2.391         | 13%          | 1.796        | 50%           |
| Öz Sermaye            | 15.848        | 15.496        | 2%           | 12.905       | 23%           |
| Pasif Toplamı         | 62.289        | 61.839        | 1%           | 45.143       | 38%           |
| <b>Net Borç</b>       | <b>13.973</b> | <b>14.040</b> | <b>-0,5%</b> | <b>5.367</b> | <b>160,4%</b> |



VakıfBank Grubu İştirakidir.

[www.vakifyatirim.com.tr](http://www.vakifyatirim.com.tr) | [www.vkyanaliz.com](http://www.vkyanaliz.com)

## Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Selahattin AYDIN

Direktör

Tuğba SAYGIN AKCA

Müdür

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 dayanılarak 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.