

**Şirket Güncelleme Raporu  
ARCLK**

22 Temmuz

**Uzun mesafe gözlüklerini takma zamanı** Avrupa'da Whirlpool anlaşmasının tamamlanmasının ardından Arçelik için değerlendirme ve tahminlerimizi güncelliyoruz. Mevcut hisse fiyatının, şu anda düşük olan kar marjları nedeniyle Arçelik'in uluslararası işine (Whirlpool birleşmesinden sonra yaklaşık 8 milyar Avro yıllık gelir) çok az değer verdiğini düşünüyoruz. Bu durum, Arçelik'in ana yurtiçi faaliyetlerinin aşağı yönlü risklere karşı koruma sağladığından ideal bir risk-getiri perspektifi sunarken, şirketin Avrupa'da piyasanın beklediğinden daha fazla sinerji & maliyet tasarrufu yaratabileceğini beklediğimiz için uluslararası işin geri dönüşü değerlemede önemli bir yukarı yönlü potansiyel sunuyor. '25T'de 4,1 ve '26T'de 3,0 (TMS-29 hariç) FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem gören hissenin değerinin adil değerinden daha düşük fiyatlandığını düşünüyoruz, bu da Arçelik'in üstün büyüme profilini ve marj genişletme potansiyelini adil bir şekilde yansıtmıyor. HF değerimizi 376 TL/hisse'ye yükseltiyor ve bu raporla birlikte Arçelik'i en çok tercih ettiğimiz hisselerden oluşan model portföye ekliyoruz.

**Avrupa, Whirlpool birleşmesi sonrası gelirin yaklaşık %50'sini oluşturacak** Arçelik, beyaz eşya sektöründe küresel bir oyuncu olma yolunda bir kilometre taşına daha ulaştı ve Whirlpool ile Avrupa operasyonları Nisan 2024 itibariyle resmen birleşti. Birleşme, Arçelik'in gelirlerine 3 milyar Avro ekleyecek ve 2025T'de toplam geliri 11,8 milyar Avro'ya çıkararak bu durum son 5 yılda %16 YBBO'ya işaret etmektedir. Avrupa, Arçelik'in toplam gelirinde yaklaşık %50 pay ile en büyük bölge olacak, onu %30 Türkiye, %20 Asya ve Afrika izleyecek. Bu işlemin Arçelik'in Avrupa'daki pazar konumunu desteklemesini, premium ve ankastre ürün segmentindeki varlığını genişletmesini ve ölçek avantajı getirmesini bekliyoruz. Maliyet sinerjisi yaratmak amacıyla, şirket yönetimi muhtemelen üretimin yeniden konumlandırılması, faaliyet gideri optimizasyonu ve satın alma konularına odaklanacaktır. Her ne kadar entegrasyon süreci zaman alacak ve kısa vadede marjlarda bir miktar düşüş yaşanacak olsa da, orta-uzun vadede geri dönüş yoluyla değer yaratılması için geniş bir alan görüyoruz. Arçelik'in Whirlpool dahil FAVÖK marjını 2028TE'ye kadar (TMS-29 hariç) yaklaşık %9,5'e yükseltmesini bekliyoruz, bu da önümüzdeki 4 yıl için Avro bazında FAVÖK'te %10,4 YBBO anlamına geliyor.

**Büyüme, küresel talepteki toparlanma işaretleri, kısalan yenileme döngüsü ve Arçelik'in gelişmekte olan ülkelerdeki varlığı sayesinde artacak** Küresel tüketici talebi son 18 ayda yüksek faiz oranları nedeniyle baskı altındaydı, ancak hem küresel hem de Avrupa pazarlarında toparlanma işaretleri görüyoruz. Ev aletlerinin artık daha kısa bir sürede değiştirme döngüsüne sahip olması da pazar talebini destekliyor. Arçelik ayrıca, beyaz eşya penetrasyonunun zaten düşük olduğu ve pazarların hızlı büyüme trendinden yararlanmaya hazır olduğu gelişmekte olan ülkelerdeki büyüme potansiyelini yakalamak için iyi bir konuma sahiptir. Pakistan (200 milyon nüfus, yaklaşık %50 buzdolabı penetrasyon seviyesi) ve Bangladeş (220 milyon nüfus, yaklaşık %50 penetrasyon seviyesi) gibi ülkeler ve BEKO'nun bu bölgelerdeki pazar sıralaması (her iki ülkede de pazar lideri) uzun vadeli büyüme potansiyelini göstermektedir. Tüm bu faktörler göz önüne alındığında, Arçelik'in önümüzdeki 5 yıl içinde uluslararası benzerlerinden daha güçlü olan %11,7'lik YBBO ciro büyümesi sağlanmasını bekliyoruz.

**Küresel konsolidasyon nedeniyle sektör marjlarının yükselme eğilimi göstermesi muhtemeldir, potansiyel ticaret engelleri Avrupa'da bir başka destek olabilir.** Beyaz eşya sektöründeki konsolidasyonu, fazla kapasitenin ortadan kaldırılmasına yardımcı olduğu için uzun vadeli marj iyileşmesinin olumlu bir itici gücü olarak görüyoruz. Arçelik ayrıca önemli ölçek ekonomileri elde etti ve konsolide bir sektörde fiyatlandırmadaki normalleşmeden yararlanmaya devam edecek. AB'de tüketim mallarına ithalat tarifeleri getirilmesi konusunda devam eden tartışmalar, Arçelik gibi yerel üreticilerin lehine olacak bir başka destek olabilir.

**Riskler** Küresel talepteki toparlanmanın beklenenden yavaş olması, inorganik büyüme stratejisine ilişkin uygulama riski ve Avro'nun ABD Doları karşısında zayıf seyretmesi değerlememize yönelik başlıca risklerdir.

**Tavsiye****Endeks Üzeri Getiri**

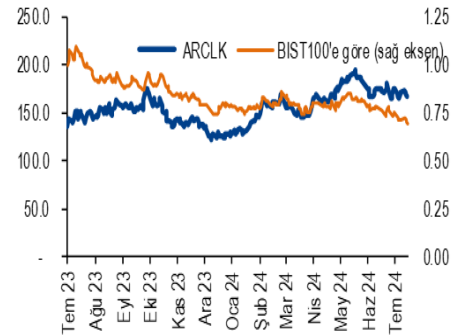
Hedef Fiyat	TL376.0
Hisse Fiyatı	TL166.0
Getiri potansiyeli	127%

Bloomberg Hisse Kodu	ARCLK TI
Piyasa Değeri (TLmn)	112,171
Halka Açıklık Oranı	15%
Hisse adedi (mn)	676
Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)	627

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	-5%	2%	11%
Nominal (USD)	-7%	1%	-10%
BIST100'e göre	-8%	-12%	-34%

Tahminler (TLmn)	2023	2024T	2025T	2026T
Net Satışlar	257,104	376,693	507,263	646,462
FAVÖK	20,331	29,125	39,751	51,162
% Marj	7.9%	7.7%	7.8%	7.9%
Net Kar	7,667	5,621	12,045	18,672
% Marj	3.0%	1.5%	2.4%	2.9%

Değerleme	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	14.6x	20.0x	9.3x	6.0x
FD/FAVÖK	8.4x	5.9x	4.3x	3.3x
F/DD	1.8x	1.7x	1.4x	1.2x
Hisse Başına Temettü	0	0	0	0
Temettü Verimi (%)	0%	0%	0%	0%

**Fiyat Grafiği**

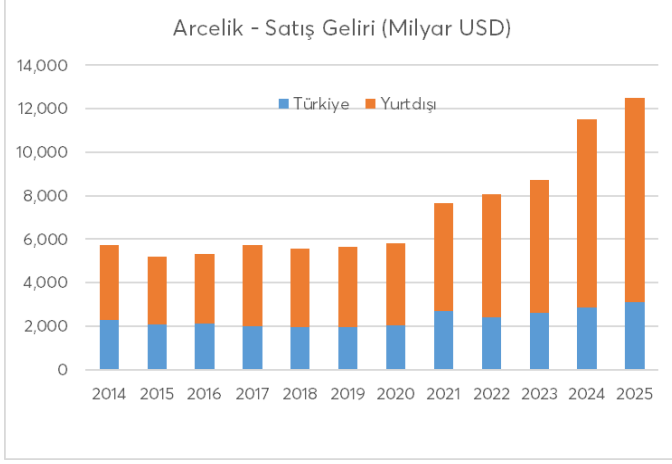
Emre Duman

+90 (212) 334 98 58

[emre.duman@yf.com.tr](mailto:emre.duman@yf.com.tr)

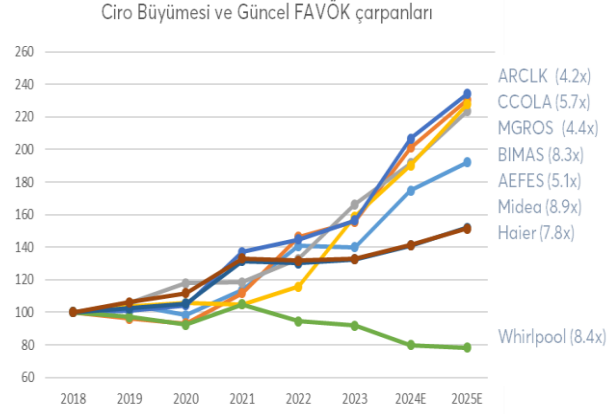
## Önemli Grafikler

### Uluslararası ciro payı birleşme sonrası %70 seviyesinde



Kaynak: Şirket Verisi, YF Araştırma  
\*2024T ve 2025T YF Araştırma tahminleridir

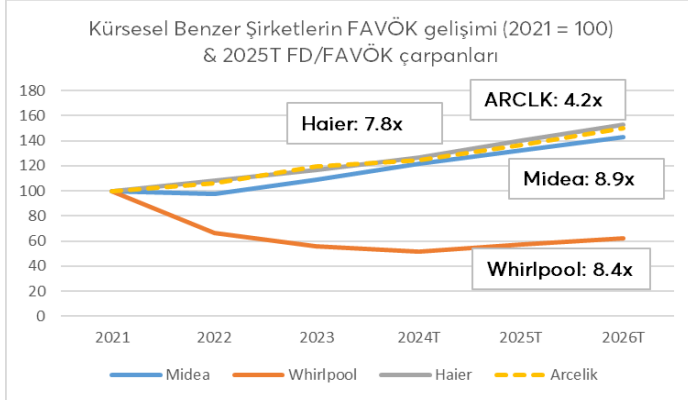
### Güçlü büyüme cazip değerlendirme



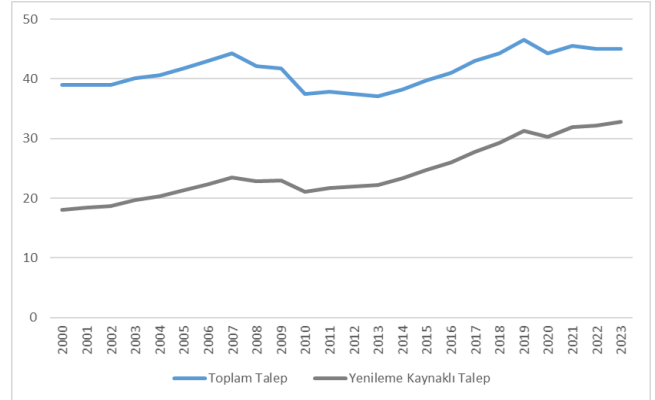
Kaynak: Şirket Verisi, YF Araştırma  
2024T and 2025T YF Araştırma tahminleridir

### Uluslararası emsallerine kıyasla derin iskonto..

### Gelişmiş ülkelerde talepte sınırlı aşağı yönlü riskler Yenileme kaynaklı talebin etkisiyle



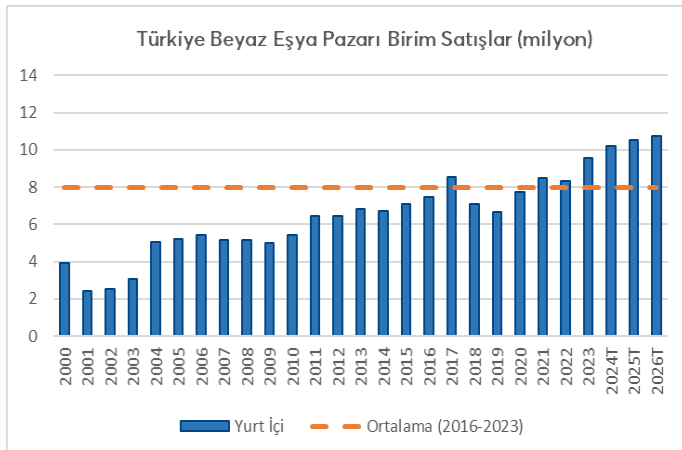
Kaynak: Bloomberg, YF Araştırma  
\* ARCLK 2024T&2026T YF Araştırma tahminleridir



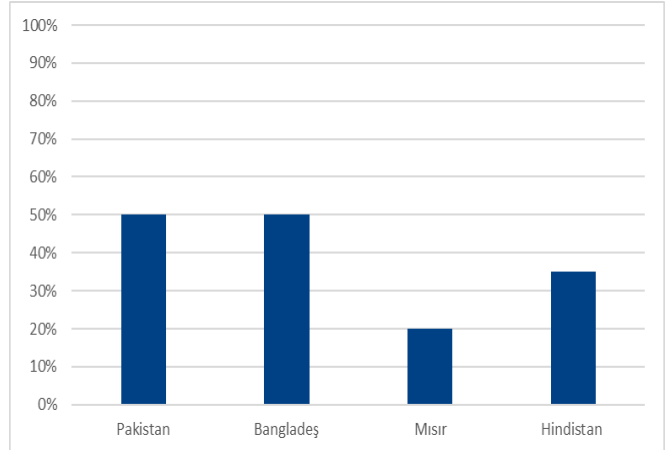
Kaynak: GfK, YF Araştırma

### Türkiye Beyaz Eşya pazarında güçlü görünüm yavaşlayarak devam edecek

### Düşük penetrasyon seviyeleri sürdürülebilir büyümeye yol açıyor



Kaynak: TURKBESD, YF Araştırma

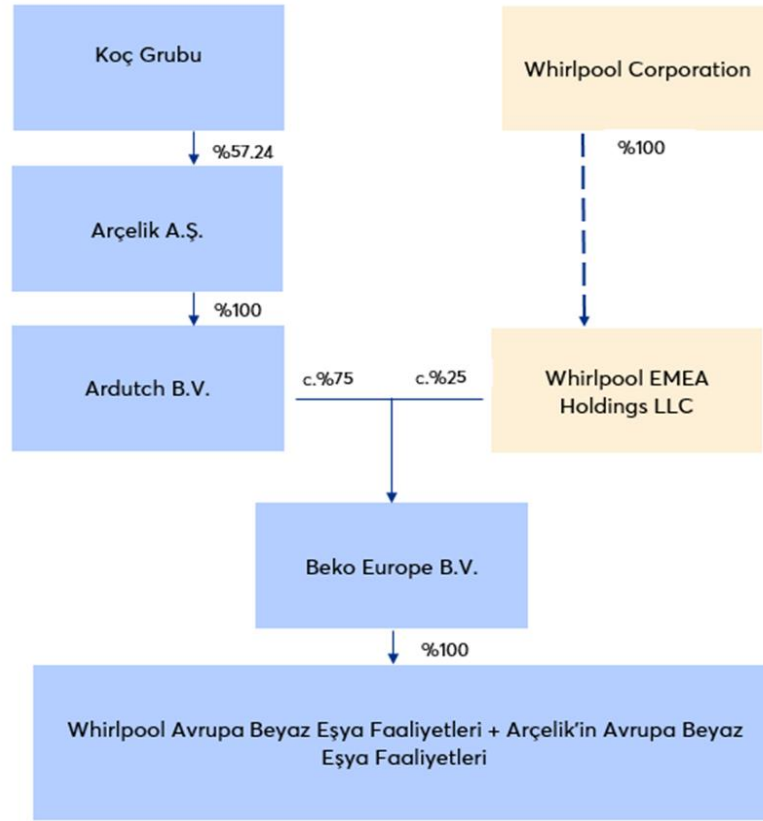


Kaynak: YF Araştırma

## Yatırım Tezi

Nisan 2024 başında Arçelik yönetimi, kurumsal marka kimliğini tüm coğrafyalarda Beko'ya dönüştürme kararı almış ve üst yönetimini Amsterdam'a taşımıştır. Diğer yandan, Türkiye satış operasyonları Arçelik Türkiye olarak devam etmiştir. 1 Nisan 2024 tarihi itibarıyla Arçelik ve Whirlpool'un Avrupa operasyonları Beko Europe adı altında yeni kurulan bir şirket altında resmi olarak birleşmiştir. Anlaşmaya göre, Beko Europe'un finansalları 2Ç24'ten itibaren Arçelik finansalları altında konsolide edilecektir.

## Birleşme Sonrası Yapı



Kaynak: CMA

Birleşme işlemi şirketin Avrupa'daki pazar lideri konumunu desteklerken, küresel pazardaki sıralamasını da 8. sıradan 2. sıraya yükseltti. Bu işlemin ARCLK'in gelirlerine yıllık 3,0 milyar Avro (ARCLK 2023 gelirinin yaklaşık %38'i) eklemesi beklenmektedir.

## Whirlpool EMEA Finansal Göstergeler\*

Milyon dolar	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Birim Satışlar (Bin adet)	25145	24671	22998	20051	20019				
Net Satışlar	5601	5148	4881	4536	4296	4389	5088	4023	3601
FAVÖK	340	354	178	98	157	179	258	76	60
<b>FAVÖK Marjı (%)</b>	6%	7%	4%	2%	4%	4%	5%	2%	2%
Faaliyet Gelirleri	141	150	-19	-106	-30	2	100	-58	56
Amortisman	199	204	197	204	187	177	158	134	4

Kaynak: Whirlpool 10-K, YF Araştırma

\*Veriler Whirlpool'un MDA ve SDA alanındaki faaliyetlerini içermektedir.

Yukarıdaki rakamlar, Whirlpool EMEA'nın (MDA ve SDA) 2015-2021 yılları arasında Rusya operasyonlarını da içeren, 2022-2023 yılları arasında hariç tutan temel finansal verilerini sunmaktadır.

Öte yandan, Arçelik'in 2022 yılında Indesit International JSC ve Whirlpool RUS LLC'nin %100 hissesini 261,4 milyon Avro üst limit ile satın alarak Whirlpool'un Rusya operasyonlarına ait beyaz eşya üretim tesisini ve bu ürünlerin Rusya, Kırgızistan, Tacikistan, Türkmenistan, Özbekistan, Ermenistan, Gürcistan, Azerbaycan, Kazakistan, Belarus ve Moğolistan'da satış ve pazarlamasını da bünyesine kattığını hatırlatırız (Ödeme Arçelik tarafından operasyonel koşullara bağlı olarak 10 yıllık bir süreçte yapılacaktır)

Whirlpool EMEA 2023 finansallarına göre, Avrupa beyaz eşya pazarındaki yıllık %6'lık satış birimi daralmasına benzer şekilde net satış gelirleri yıllık %10 azaldı. Whirlpool EMEA'nın FAVÖK marjı (küçük ev aletleri dahil) 2023 yılında bir yıl öncesine kıyasla %2 seviyesinde sabit kaldı. Whirlpool EMEA'nın FAVÖK marjı ilk bakışta Arçelik'in tarihsel FAVÖK marjından (%10,5) uzak görünebilir.

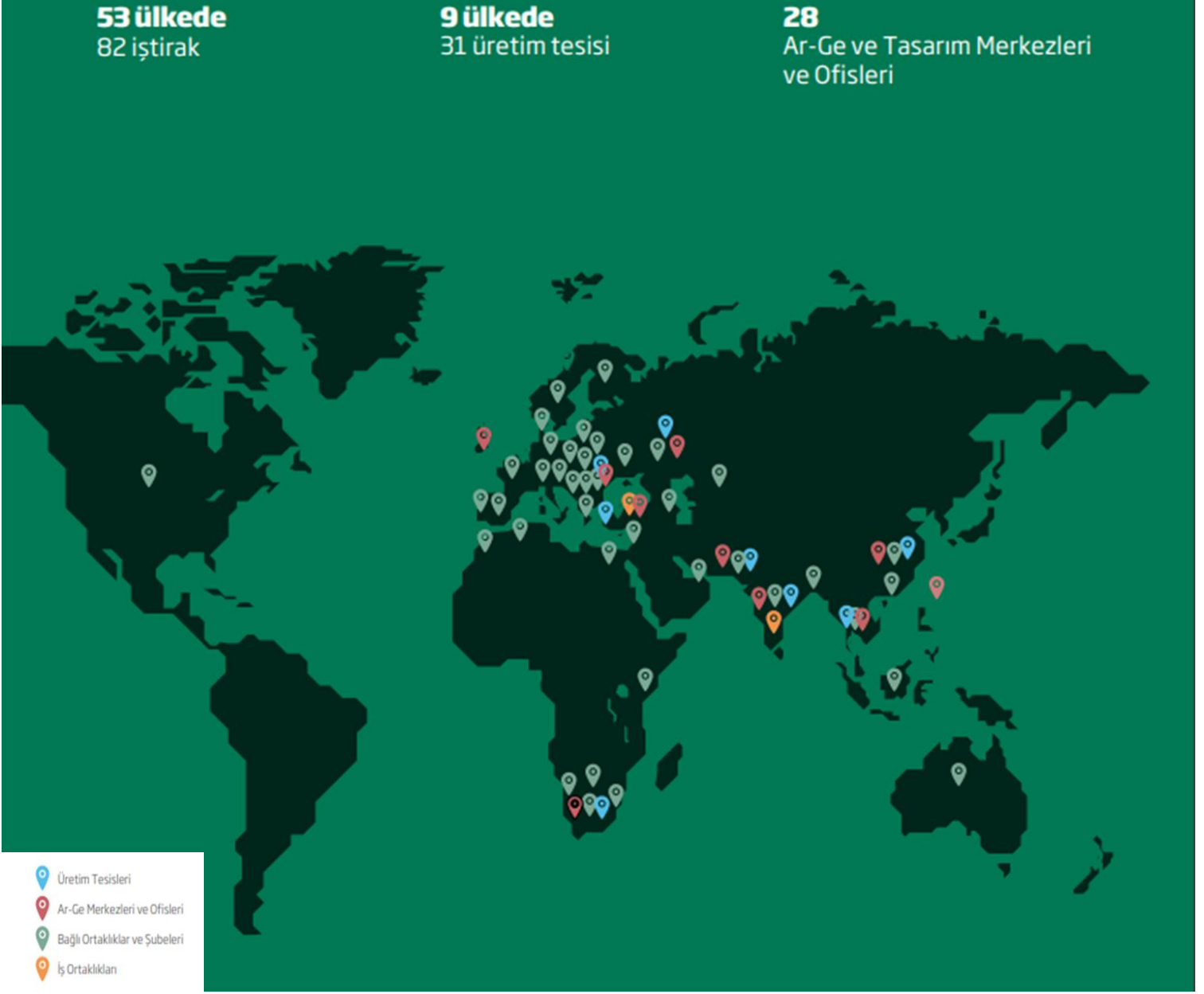
Bu noktada, işlemin Arçelik için çeşitli sonuçları olduğuna inanıyoruz: 1) Avrupa'daki pazar lideri konumunu desteklemek 2) Whirlpool'un premium segment ve ankastre pazarındaki etkin ürün portföyüne doğrudan erişim 3) Optimizasyonların ardından daha fazla ölçek ekonomisi avantajı. Maliyet sinerjisi yaratmak amacıyla, şirket yönetimi satın alma, lojistik ve faaliyet giderleri yoluyla optimizasyona odaklanacaktır.

Nominal rakamlara göre (IAS29 hariç), şirketin FAVÖK'ünün 2024T'de 812 milyon Avro'dan 2027'de %11,3 YBBO ile 1,1 milyar Avro'ya ulaşacağını tahmin ediyoruz. Organik ve inorganik güçlü ciro büyümesine ek olarak, entegrasyon tamamlandığında ARCLK'nin FAVÖK marjında kademeli olarak iyileşme öngörüyoruz.

Mevcut pozisyonu ARCLK için iyi bir giriş seviyesi olarak değerlendiriyoruz çünkü i) uluslararası benzerlerine kıyasla yüksek iskonto (2025T: FD/FAVÖK üzerinden %49 iskonto) ii) düşük aşağı yönlü risk ile yüksek büyüme potansiyeli iii) Arçelik'in optimizasyon konusundaki güçlü geçmişi iv) Şirketin küresel tüketici talebindeki toparlanmadan faydalanmasını sağlayan coğrafi olarak çeşitlendirilmiş gelir portföyü. V) Güçlü marka portföyü ve küresel pazar konumu sayesinde hammadde maliyetlerindeki (çelik ve plastik gibi) artışlarda etkin fiyatlama kabiliyeti

Mevcut durumda Arçelik 2025 tahminlerimize göre 4.1x FD/FAVÖK (TMS29 hariç) ile işlem görürken, şirketin tarihsel ortalamasının 2014-2023 yılları arasında 6.5x olduğunu not ediyoruz. Ayrıca, Arçelik tarafından yapılan satın almaların FAVÖK çarpanının da 7,5x-8x aralığında olduğunu vurguluyoruz.

## Arçelik'in Küresel Ayak İzi



Kaynak: Arçelik 2023 Faaliyet Raporu, Birleşme Öncesi

## Küresel tüketici talebindeki toparlanma öncesinde iyi konumlanmış durumda

Türkiye'den çıkan öncü bir küresel oyuncu olan Arçelik, 2000'li yılların başında Elektrabregenz, Blomberg, Leisure, Flavel ve Arctic'i satın alarak inorganik olarak büyümeye başlamıştır. 2011 yılında Güney Afrika'da Defy'ı satın alan Arçelik, Pakistan'da Dawlance (2016), Bangladeş'te Singer (2019), Whirlpool'un Türkiye tesisleri (2021), Whirlpool'un Rusya varlıkları (2022), Asogem NV (2022) ve son olarak Whirlpool'un Avrupa operasyonları ve MENA iştiraklerini (2023) satın alarak güçlü büyüme ivmesini sürdürmüştür.

Satın almalara ek olarak şirket, küresel ayak izini genişletmek için Tayland Buzdolabı tesisi (Temel atma tarihi: 2015), Hindistan buzdolabı tesisi (Temel atma tarihi: 2018) ve Mısır tesisi (Temel atma tarihi: 2022) gibi çeşitli sıfırdan yatırımlar da yapmıştır.

Birleşme & Satın Almalar	Bölge	Oran	Yıl	Firma Değeri (Milyon dolar)	FD/FAVOK
Defy	Güney Afrika	100.00%	2011	326	7.2
Dawlance	Pakistan	100.00%	2016	288	6.4
Singer	Bangladeş	57.00%	2019	162	8.4
Whirlpool Türkiye	Türkiye	100.00%	2021	78.3	-
Hitachi GLS	Japonya	60%	2021	584	8.3
Whirlpool Rusya	Rusya	100.00%	2022	261.4	-
Asogem NV	Hollanda	100.00%	2022	-	-
Whirlpool MENA	MENA	100.00%	2024	40.8	-
Whirlpool Avrupa İştirakleri	Avrupa	75%*	2024	-	-

Kaynak: Şirket Verisi, YF Araştırma

\* Arçelik'in Beko Europe içinde %75 paya sahiptir.

Beko Europe dahil olmak üzere, şirket 22 marka ve dünya çapında 45 üretim tesisinde yaklaşık 55 bin çalışanı ile faaliyet göstermektedir. Satın almalar ve sıfırdan yatırımlar sayesinde şirketin 2010 yılında %51 olan uluslararası gelir payı 2023 yılında %63'e ulaşmıştır (2022'de %70). Öte yandan, yurtiçi beyaz eşya pazarındaki güçlü performansın ve küresel pazardaki zayıflığın, birleşmeden sonra 2024'te +%70'e ve 2027'de %74'e ulaşmasını beklediğimiz toplam gelirdeki yurtdışı payını gölgelediğini not ediyoruz.

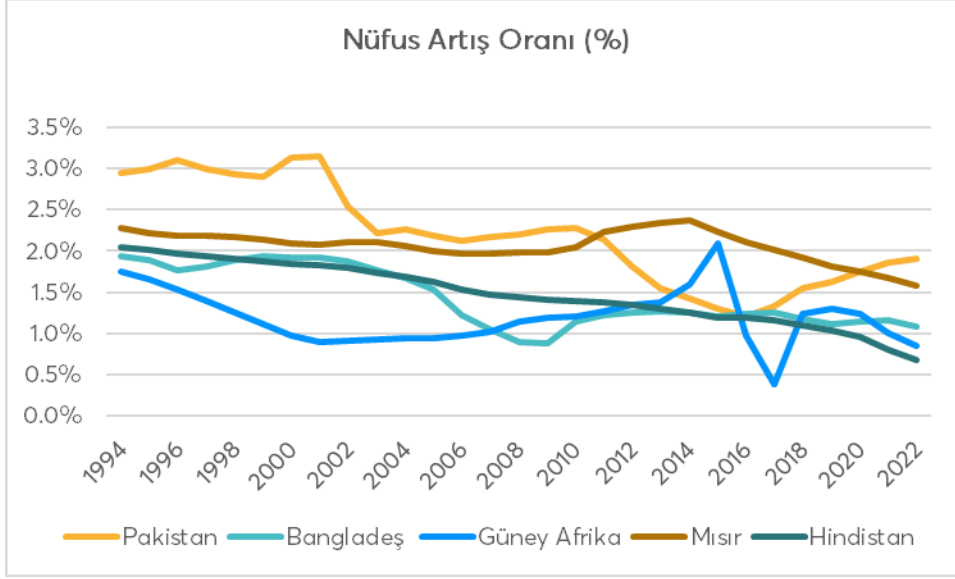
Genel olarak, Avrupa beyaz eşya pazarının talep ortamının, (toplam talebin yaklaşık %60-65'i) yenileme kaynaklı talebin yüksek payı nedeniyle son 2 yıldaki gibi değişmesi beklenen bir durum değildir. Nadiren görülse de, Batı Avrupa beyaz eşya pazarı 2022'de yüksek tek haneli, 2023'te ise %6 oranında daraldı. Doğu Avrupa tarafında ise talep 2022'de %10 azalmış, 2023'te ise 2022'deki düşük baz nedeniyle düşük tek haneli rakamlarla hafif bir iyileşme göstermiştir. Küresel merkez bankalarının sıkılaştırma adımları ve keskin enflasyon son 2 yılda Avrupa tüketici talebini olumsuz etkiledi. Bununla birlikte, Avrupa pazarındaki (özellikle Doğu Avrupa'daki) daralma, görünümünün 1Ç24'te yıllık bazda daha yatay değişimlere dönüşmesiyle yavaşladı.

Küresel merkez bankalarının faiz indirimleri ve siyasi tansiyonun düşmesinin gelişmiş piyasalarda talep ortamını yeniden canlandırabileceğini düşünüyoruz. Bu durum, dünya genelinde daha dengeli arz ve talep ortamı sayesinde Asyalı şirketlerin rekabetçi fiyatlandırma stratejilerinin etkisini de sınırlayacaktır.

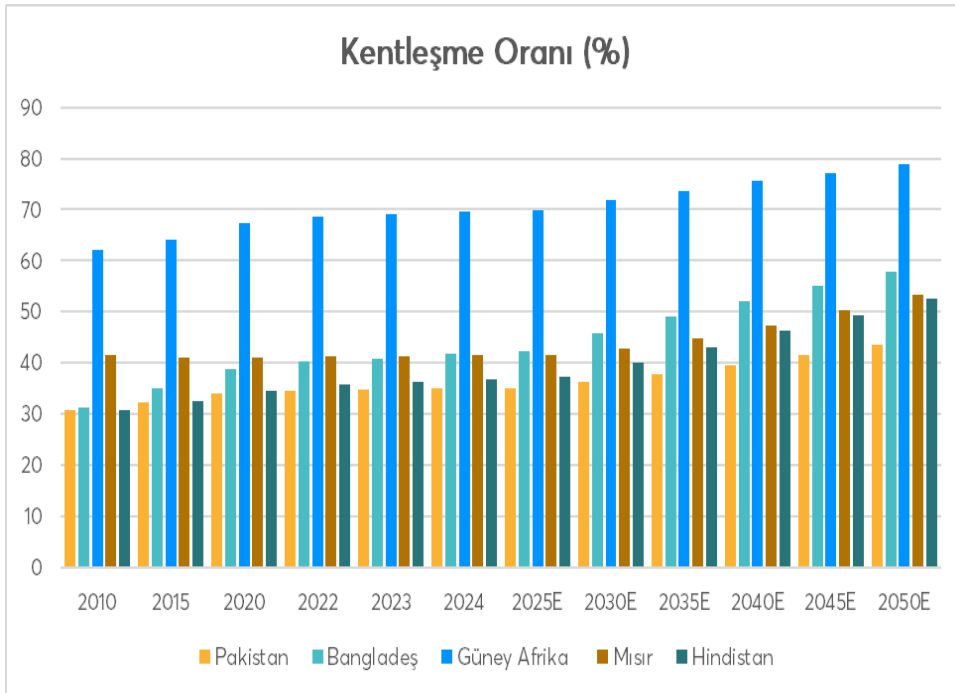
Avrupa pazarına ek olarak, şirketin Afrika ve Orta Doğu (2023 konsolide satış gelirinde %8 pay), Asya Pasifik (2023 konsolide satış gelirinde %14 pay) ve EMEA bölgelerinde de kayda değer bir etkisi bulunmaktadır. Bu bölgeler, düşük penetrasyon seviyeleri sayesinde gelişmiş pazarlara göre daha yüksek büyüme potansiyeline sahiptir.



Pakistan ve Bangladeş, BEKO'nun hizmet verdiği bölgelerden bazılarıdır. 200 milyon ve 220 milyon nüfusa sahip olan bu iki ülkede buzdolabı penetrasyon seviyesi yalnızca %50 civarındadır. BEKO her iki ülkede de pazar lideri konumundadır. Şirketin Mısır'daki son sıfırdan gerçekleşen fabrika yatırımı da ülkenin 111 milyonluk nüfusu ile hızlı büyüme potansiyeline sahiptir. 2024 yılı itibariyle Pakistan'da %35, Bangladeş'te %42, Güney Afrika'da %70, Mısır'da %42, Hindistan'da %37 olan kentsel nüfus oranının 2045 yılına kadar sırasıyla %42, %55, %77, %50, %49'a ulaşması beklenmektedir. Şirketin bu bölgelerde yüksek pazar paylarına sahip olduğu düşünüldüğünde, uzun vadede Avrupa'nın toplam satış gelirleri içindeki payının artmasına rağmen satış gelirlerindeki büyüme dinamik kalacaktır.



Kaynak: Birleşmiş Milletler, YF Araştırma



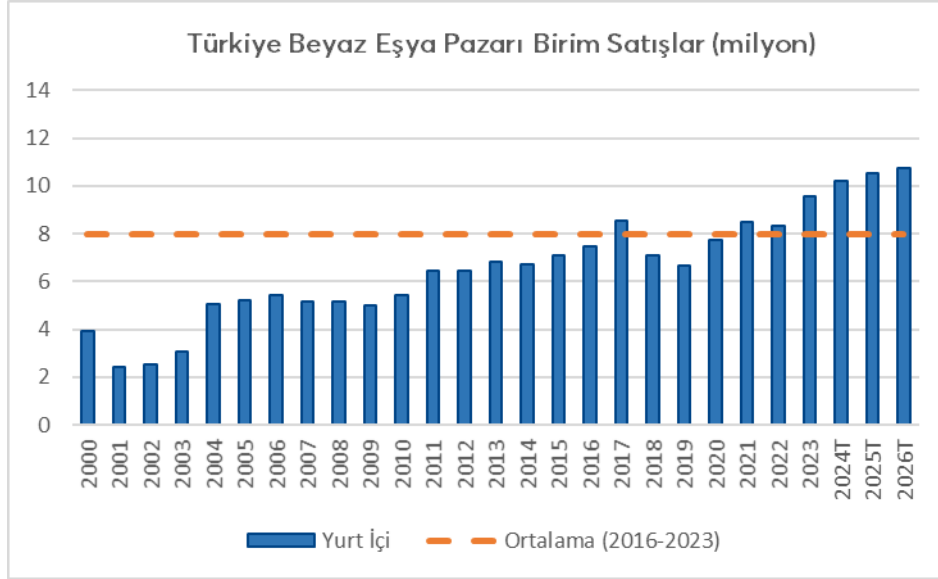
Kaynak: Birleşmiş Milletler, YF Araştırma

## Türkiye Beyaz Eşya Pazarı Görünümü

Türkiye, küresel üretimdeki %7'lik payı ile dünyanın en büyük ikinci beyaz eşya üreticisidir. Sektörde 60 bin doğrudan ve 600 bin dolaylı çalışan bulunmakta ve yıllık 33 milyon adet üretim (yaklaşık 4,0 milyar USD değerinde) gerçekleştirilmektedir. Üretim çoğunlukla yerli şirketlerden gelirken BSH, Franke ve Haier gibi uluslararası şirketlerin de Türkiye'de fabrikaları bulunmaktadır.

Türkiye'deki son yatırımlara göre, Vestel 2018 yılında 750 bin ünite kapasiteli Manisa üretim tesisinde kurutma makinesi yatırımı yapmış, bunu Haier'in Candy Hoover'ın Eskişehir üretim tesisini satın alması (toplam 850mn TL tutarında) ve genişletme yatırımı izlemiştir. Haier ayrıca 2021 yılında Eskişehir'deki çamaşır üretim fabrikasını 40 milyon Avro yatırımıyla satın almış, Arçelik ise aynı yıl Whirlpool Manisa tesisini 78,3 milyon Avro karşılığında bünyesine katmıştır. Oyuncular için en büyük ihracat pazarı Batı Avrupa olup, onu Rusya ve Mısır takip etmektedir.

Adet bazında, Türkiye MDA pazarı 2016 ve 2023 yılları arasında %3,5 YBBO ile artarak 2023 yılında 9,5 milyon adede ulaşmıştır. Pazar 1Ç24'te yıllık bazda +%28 artışla güçlü performansını sürdürürken, Nisan ve Mayıs 2024'te yıllık büyüme oranı sırasıyla +%3 ve %4 olmuştur. 2Y24'te yurtiçi satış adetlerinde yıllık %2 daralma öngörmemize rağmen, 1Ç24'teki güçlü performans sayesinde 2024 yılında büyüme oranı %7 olacaktır. Arçelik'in pazar payının projeksiyon dönemi boyunca mevcut seviyesini koruyacağını düşünüyoruz. Şirketin iyi çeşitlendirilmiş marka portföyüne ek olarak, güçlü satış sonrası performansı da Arçelik'i rakiplerinden farklılaştırmaktadır ve bu da bize göre orta vadede yatay pazar payı varsayımımıza yukarı yönlü risk oluşturabilir.



Kaynak: TURKBESD

2024'teki güçlü talep ortamı nedeniyle 2025'te birim satış büyümesinin %2,5 ile GSYH büyümesinin altında kalacağını tahmin ediyoruz. Muhafazakâr tahminimize rağmen, Türkiye Beyaz Eşya pazarı, nispeten güçlü TL sayesinde döviz bazında büyüme metrikleri açısından cazip olmaya devam edecektir. Öte yandan, toplam içindeki yüksek uluslararası gelir payı, 2Y24'te iç talepteki keskin yavaşlama riskinin konsolide sonuçlar üzerindeki olumsuz etkisini sınırlayacaktır.



## Değerleme

Değerleme yöntemi olarak, %13,0 sermaye maliyeti (%8 risksiz getiri oranı), 0,9 beta, %5 hisse risk primi) ve %1,0 nihai büyüme oranı varsayımıyla TMS29 öncesi finansallar üzerinden Avro bazlı İNA kullandık. Şirketin net borcu, kira ile ilgili yükümlülükleri hariç tutarak ve 31.03.2024 tarihinde geri alınan hisselerin değerini (68,9mn hisse, 10,2 milyar TL) dahil ederek düzelttik.

Arcelik İNA Analizi -Milyon Avro	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	Terminal
Hasılat	10,587	11,885	12,239	12,469	12,716	12,926	13,183	13,448	13,583
Büyüme		12%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	1.0%
FAVÖK	812	890	981	1,120	1,205	1,225	1,249	1,274	1,287
FAVÖK marjı	7.7%	7.5%	8.0%	9.0%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
Vergi	141	155	176	209	228	231	235	240	242
İ.S. Değişimi	620	312	85	55	59	50	62	64	64
Yat. Harcamaları	350	520	520	225	225	225	225	225	225
Serbest Nakit Akımı	(299)	(96)	200	631	693	718	727	746	756
İndirgeme Faktörü	1.00	0.95	0.87	0.79	0.72	0.66	0.60	0.55	0.55
İndirgenmiş Nakit Akımı	-299	-92	174	500	501	473	436	408	413
İNA bugünkü değeri	2,100								
Uç değer @ %1 sonsuz büyüme	4,718								
Hedef Firma Değeri	7,668								
Düzeltilmiş net borç*	1,300								
- Azınlık Payları	547								
+ Diğer Şirketlerdeki paylar	65								
Hedef Piyasa Değ. (Milyon Avro)	5,886								
12 ay ileri EUR/TL	43								
Hedef Piyasa Değeri (Milyon TL)	253,084								
Mevcut Piyasa Değeri (Milyon TL)	112,171								
Hedef Fiyat (TL)	376.0								
Mevcut Fiyat (TL)	166.00								
Yükseliş / (düşüş) potansiyeli	126%								
Risksiz getiri oranı	8%								
Beta	0.90								
Hisse Risk Primi	5%								
Sermaye maliyeti	13%								
Borç maliyeti	10%								
Vergi oranı	25%								
Borcun payı	55%								
AOSM	10%								
Sonsuz Büyüme Oranı	1.0%								

\* Net Borç kiralamalara ilişkin yükümlülükler çıkartılarak, geri alınan payların 31.03.2024 tarihindeki değerine göre düzeltilmiştir.

\* Yat. Harcamaları entegrasyon kapsamında gelecek 2 yılda 590 milyon Avro tutarında olmasını beklediğimiz tek seferlik etkileri içermektedir.

Azınlık payları birleşme işlemine göre düzeltilmiştir

Birleşme sonrası, enflasyon muhasebesi öncesi

Projeksiyon döneminde (2024-2031), ARCLK'in İS/Satışlar oranını %24'te sabit tutarken, uzun vadede daha fazla sinerji ile daha fazla iyileşme olasılığının altını çiziyoruz. Öte yandan, şirketin yıllık 150 milyon Avro olan mevcut bakım yatırım harcaması seviyesine 75 milyon Avro yıllık yatırım harcaması ekledik. Şirketin net borcunu kira yükümlülükleri hariç tutarak düzeltirken, 31.03.2024 tarihindeki geri alım hisselerinin değerini (68,9mn) ekledik. Şirketin geri alım programına göre, Arçelik 2021 ve 2022 yılları arasında toplam 3,1 milyar TL (265,4mn USD) tutarında 68,9mn nominal hissesini satın almıştır. Hisse geri alımlarının yapıldığı dönemdeki döviz kurları dikkate alındığında, şirket hisse başına yaklaşık 44,95 TL (3,86 USD) harcamıştır.

Benzer Şirket Adı	F/K			FD/FAVÖK		
	2024T	2025T	2026T	2024T	2025T	2026T
De' Longhi Spa	16.8	15.5	14.4	9.1	8.3	7.7
Electrolux Ab	n.a.	8.4	6.5	6.6	4.5	4.1
Midea Group Co Ltd	11.9	10.8	9.8	9.7	8.9	8.3
Whirlpool Corp	8.9	8.0	7.1	9.3	8.4	7.8
Haier Smart Home Co Ltd	12.3	10.9	9.8	8.7	7.8	7.2
Daikin Industries Ltd	25.6	24.3	21.7	11.5	11.0	10.0
<b>Ortalama</b>	<b>15.1</b>	<b>13.0</b>	<b>11.5</b>	<b>9.1</b>	<b>8.1</b>	<b>7.5</b>
<b>Arcelik</b>	<b>20.0</b>	<b>9.3</b>	<b>6.0</b>	<b>5.7</b>	<b>4.2</b>	<b>3.2</b>
<b>Prim (İskonto)</b>	<b>32%</b>	<b>-28%</b>	<b>-48%</b>	<b>-38%</b>	<b>-49%</b>	<b>-57%</b>

Kaynak: Bloomberg, YF Araştırma

## Hasılat ve FAVÖK Projeksiyonu

Milyon Avro	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
TMS29 ve Birleşme öncesi Konsolide Hasılat	7,696	8,003	8,337	8,765	9,026	9,192	9,372	9,515	9,705	9,900
Birleşmenin etkisi			2250	3120.0	3213.6	3277.9	3343.4	3410.3	3478.5	3548.1
Birleşme sonrası, TMS29 öncesi Konsolide Hasılat		8,003	10,587	11,885	12,239	12,469	12,716	12,926	13,183	13,448
<b>Satış Gelirlerinin büyüme oranı</b>										
Birleşme öncesi		4%	4%	5%	3%	2%	2%	2%	2%	2%
Birleşme sonrası			32%	12%	3%	2%	2%	2%	2%	2%
<b>Hasılatın kırılımı (Birleşme Sonrası)</b>										
Toplam Hasılat içerisinde Yurt İçi payı	30%	37%	30%	28%	27%	26%	25%	25%	24%	24%
Toplam Hasılat içerisinde Uluslararası payı	70%	63%	70%	72%	73%	74%	75%	75%	76%	76%

Kaynak: YF Araştırma

Birleşme etkisi hariç tutulduğunda, iç pazarın güçlü performansı sayesinde 2024 yılı için %4 (Avro bazında) ciro büyümesi öngörüyoruz. Birleşmenin 2025'teki tam yıl etkisi sayesinde konsolide gelir büyüme oranı çift haneli olacaktır. İşlem sonrasında toplam gelirdeki uluslararası payın 2024 yılında %63'ten %70'e, 2027 yılında ise %74'e ulaşmasını bekliyoruz.

Milyon Avro	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Birleşme ve TMS29 öncesi FAVÖK	693	781	800	859	885	956	1,022	1,037	1,058	1,079
Birleşmenin etkisi			11	31	96	164	184	188	191	195
Birleşme sonrası FAVÖK		781	812	890	981	1,120	1,205	1,225	1,249	1,274
Birleşme ve TMS29 öncesi FAVÖK marjı	9%	9.8%	9.6%	9.8%	9.8%	10.4%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%
Birleşme sonrası, TMS29 öncesi FAVÖK marjı			7.7%	7.5%	8.0%	9.0%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%

Kaynak: YF Araştırma

Birleşmenin yaklaşık 2,0 puanlık seyreltme etkisi ile FAVÖK marjı varsayımımız 2024 ve 2025 yıllarında sırasıyla %7,7 ve %7,5'tir. Birleşme öncesi operasyonlar için +0,2 puanlık FAVÖK marjı artışı varsayarken, -0,2 puanlık daralma beklentimiz temel olarak birleşmenin tüm yıl katkısından kaynaklanmaktadır.

Değerleme	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	14.6x	20.0x	9.3x	6.0x
FD/FAVÖK	8.1x	5.7x	4.2x	3.2x
F/DD	1.8x	1.7x	1.4x	1.2x
Serbest nakit akışı verimi	-7.7%	-7.3%	-9.9%	-7.0%
Temettü verimi	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Gelir Tablosu (milyon TL)	2023	2024T	2025T	2026T
<b>Satışlar</b>	<b>257,104</b>	<b>376,693</b>	<b>507,263</b>	<b>646,462</b>
Brüt kar	75,378	111,170	151,074	194,022
Brüt kar marjı	29.3%	29.5%	29.8%	30.0%
Faaliyet giderleri	-63,762	-95,303	-128,337	-163,555
Faaliyet giderleri/Satışlar	-24.8%	-25.3%	-25.3%	-25.3%
Esas faaliyet karı	11,616	15,867	22,736	30,467
Esas faaliyet karı marjı	4.5%	4.2%	4.5%	4.7%
<b>FAVÖK</b>	<b>20,331</b>	<b>29,125</b>	<b>39,751</b>	<b>51,162</b>
FAVÖK marjı	7.9%	7.7%	7.8%	7.9%
Diğer ve Finansal gelir/giderler (net)	-4,457	-7,196	-4,156	-1,665
Vergi Öncesi Kar	7,158	8,671	18,580	28,802
<b>Net Kar</b>	<b>7,667</b>	<b>5,621</b>	<b>12,045</b>	<b>18,672</b>
Net Kar Marjı	3.0%	1.5%	2.4%	2.9%

Büyüme Oranları	2023	2024T	2025T	2026T
Net satışlar	0%	47%	35%	27%
FAVÖK	25%	43%	36%	29%
Net kar	22%	-27%	114%	55%

Nakit akımı	2023	2024T	2025T	2026T
FAVÖK	20,331	29,125	39,751	51,162
Ödenen vergiler	-2,904	-3,967	-5,684	-7,617
Yatırım harcamaları	-13,145	-11,069	-14,691	-17,971
NCW (cash flow)	-12,906	-22,256	-30,517	-33,438
<b>Free cash flow</b>	<b>-8,624</b>	<b>-8,166</b>	<b>-11,142</b>	<b>-7,864</b>
Ödenen temettüler	0	0	0	0
Temettü dağıtım oranı	0%	0%	0%	0%

Kaynak: Şirket verisi, YF Araştırma Tahminleri

Birleşme öncesi, enflasyon muhasebesi uygulanmıştır.

Bilanço (milyon TL)	2023	2024T	2025T	2026T
<b>Dönen varlıklar</b>	<b>197,129</b>	<b>243,998</b>	<b>310,017</b>	<b>398,120</b>
Nakit	56,142	48,260	48,467	66,307
Ticari alacaklar	76,541	106,300	142,034	181,009
Stoklar	54,596	74,201	99,538	126,435
Diğer dönen varlıklar	9,851	15,238	19,979	24,368
<b>Duran varlıklar</b>	<b>99,894</b>	<b>152,225</b>	<b>197,196</b>	<b>237,751</b>
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>297,023</b>	<b>396,224</b>	<b>507,213</b>	<b>635,871</b>

<b>Kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>66,102</b>	<b>81,713</b>	<b>93,741</b>	<b>106,136</b>
Kısa vadeli borçlanmalar	62,370	89,477	120,031	152,466
Ticari borçlar	30,087	45,362	59,299	72,204
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	69,928	104,838	145,816	195,822
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>51,159</b>	<b>75,803</b>	<b>107,748</b>	<b>149,391</b>
Uzun vadeli borçlanmalar	18,770	29,035	38,067	46,431
Diğer uzun vadeli yüküm.	7,357	8,032	9,481	11,726
<b>Özkaynaklar</b>	<b>61,179</b>	<b>66,800</b>	<b>78,846</b>	<b>97,518</b>
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>297,023</b>	<b>396,224</b>	<b>507,213</b>	<b>635,871</b>
<b>Net Borç</b>	<b>60,956</b>	<b>88,869</b>	<b>132,635</b>	<b>168,833</b>
<b>Operasyonel işletme sermayes</b>	<b>68,767</b>	<b>91,023</b>	<b>121,540</b>	<b>154,979</b>

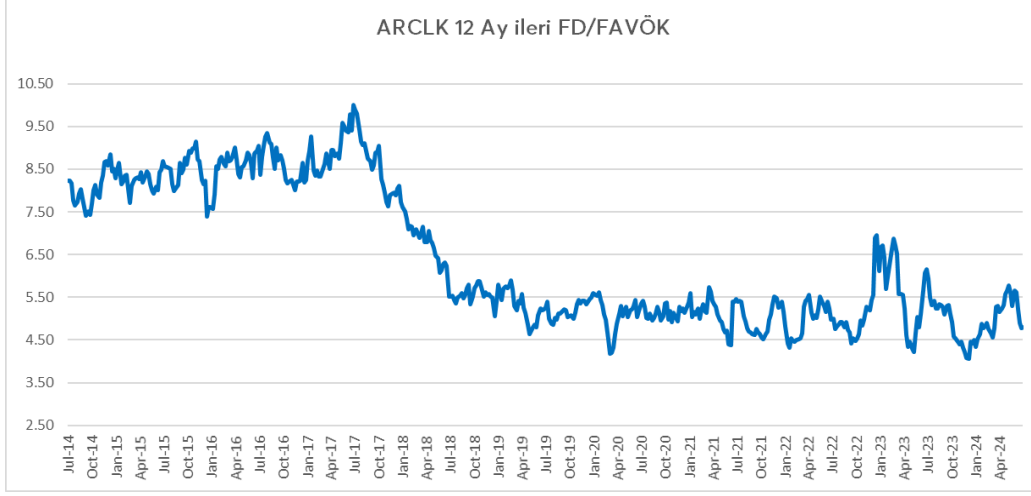
Oranlar	2023	2024T	2025T	2026T
Net borç / FAVÖK	3.0x	3.1x	3.3x	3.3x
Net borç / Özsermaye	1.0x	1.3x	1.7x	1.7x
Yatırım harcaması / Satışlar	-5%	-3%	-3%	-3%
Özsermaye karlılığı	13%	9%	17%	21%
Yatırılan sermaye karlılığı	11%	11%	12%	13%

Hisse Başına Göstergeler	2023	2024T	2025T	2026T
Hisse Başı Net Kar	11.35	8.32	17.83	27.63
Hisse Başı Temettü	0.00	0.00	0.00	0.00
Hisse Başı Defter değeri	90.5	98.9	116.7	144.3

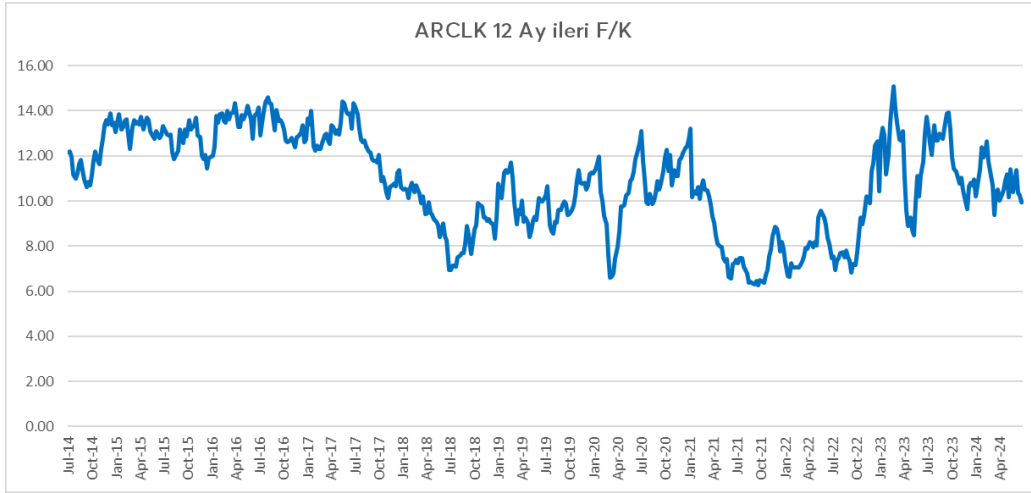
## 2Ç24 Sonuçları Öngörünüm

Şirketin 2Ç24'te bir önceki çeyreğe kıyasla daha düşük net parasal kazanç nedeniyle 55mn TL net zarar açıklamasını bekliyoruz. Şirketin satış geliri ve FAVÖK tahminlerimiz sırasıyla 99,04 milyar TL (2,8 milyar Avro) ve 5,45 milyar TL (456mn Avro) FAVÖK'tür. Birleşme sonrası ve TMS29 etkilerini de içeren tahminlerimiz bu çeyrekte %5,5'lik bir FAVÖK marjına işaret etmektedir. FAVÖK marjı 1Ç24 sonuçlarında %8 seviyesindeyken, bu çeyrekte yaklaşık 2,5 puanlık seyreltme etkisi bekliyoruz. Öte yandan, 2Ç24'teki zayıf sonuç beklentisinin fiyatlandığını düşünüyoruz. Şirketin 2Ç24 finansallarını 30 Temmuz 2024 tarihinde açıklaması bekleniyor.

## Ek Bilgiler



Kaynak: Bloomberg



Kaynak: Bloomberg

**Yatırım Finansman Menkul Değerler**

Meclis-i Mebusan Cad. 81 Fındıklı 34427 Beyoğlu/İstanbul

Tel: +90 (212) 317 69 00 Faks: +90 (212) 282 15 50 - 51

**UYARI NOTU:**

Bu e-posta mesajı ve ekleri gönderildiği kişi ya da kuruma özeldir ve gizlidir. Hiçbir şekilde üçüncü kişilere açıklanamaz ya da yayınlanamaz. Yetkili alıcılardan biri değilseniz, bu mesajın herhangi bir şekilde ifşa edilmesi, kullanılması, kopyalanması, yayılması veya mesajda yer alan hususlarla ilgili olarak herhangi bir işlem yapılmasının kesinlikle yasak olduğunu bildiririz. Eğer mesajın alıcısı veya alıcısına iletmekten sorumlu kişi değilseniz lütfen mesajı sisteminizden siliniz ve göndereni uyarınız. Gönderen ve Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş., bu mesajın içerdiği bilgilerin doğruluğu, güncelliği ve eksiksiz olduğu konusunda bir garanti vermemektedir, içerik Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından her zaman değiştirilebilir. Bu e-posta yer alan bilgiler "Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş." tarafından genel bilgilendirme amacı ile her türlü veri, yorum ve değerlendirmeler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklara dayanılarak hazırlanmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan içerik, yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. 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. Bu e-posta içeriğinde yer alan çeşitli bilgi ve görüşlere dayanılarak yapılacak ileriye dönük yatırımlar ve ticari işlemlerin sonuçlarından ya da ortaya çıkabilecek zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Mesajın içeriğinden, iletilmesinden, alınmasından, saklanmasından, gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve sisteminizde yaratabileceği zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Yatırım Finansman bu mesajın içeriği ve ekleri ile ilgili olarak hukuki açıdan herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Teşekkür ederiz.

Levent Durusoy	Genel Müdür Yardımcısı	levent.durusoy@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 33
Serhat Kaya	Araştırma Müdürü	serhat.kaya@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 36
Erol Gürcan	Başekonomist	erol.gurcan@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 37

**Hizmet Noktalarımız**

Genel Müdürlük	+90 (212) 317 69 00	Merkez	+90 (212) 334 98 00
Antalya	+90 (242) 243 02 01	Ankara	+90 (312) 417 30 46
Caddebostan	+90 (216) 302 88 00	İzmir	+90 (232) 441 80 72
Samsun	+90 (362) 431 46 71	Ulus	+90 (212) 263 00 24
Bursa	+90 (224) 224 47 47	Bodrum	+90 (252) 999 14 04
Denizli	+90 (258) 999 19 75		