

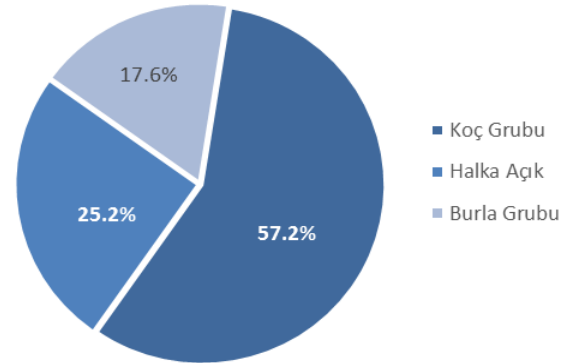
ÖZET BİLGİLER

1955 yılında kurulan Arçelik A.Ş., beyaz eşya, tüketici elektroniği, küçük ev aletleri ve mutfak aksesuarları alanlarında üretim, pazarlama, satış ve satış sonrası müşteri hizmetleri faaliyetlerini yürütmektedir. Şirketin genel merkezi İstanbul'da bulunmaktadır. Türkiye beyaz eşya pazarında yaklaşık %50 Pazar payıyla lider konumunda bulunurken, şirket markalarından Beko, Avrupa'da ikinci beyaz eşya markası konumundadır. 2018 yılı konsolide cirosu 26,9 milyar TL olup, cirosunun yaklaşık %70'i uluslararası pazarlardan edinilmektedir. 7 ülkede 18 üretim tesisi bulunan şirketin 31 ülkede satış - pazarlama ve 140'dan fazla ülkede satış hacmi bulunmaktadır. İşçilik maliyetlerinin düşük olduğu ülkelerde üretim ve Avrupa gibi hedef pazarlara yakın coğrafi konum şirkete önemli derece de avantaj sağlamaktadır. Şirketin kayıtlı sermayesi 1,5 milyar TL olup ödenmiş sermayesi 675 milyon 728 bin TL'dir.

Tablo 1: Şirketin Markaları

Markalar	Ülke
Arçelik	Türkiye
Beko	İngiltere
Grundig	Batı Avrupa
Altus	Türkiye
Blomberg	Almanya
Elektrabregenz	Avusturya
Circtic	Romanya
Flavel	İngiltere ve İrlanda
Leisure	İngiltere
Defy	Güney Afrika

Kaynak: Arçelik

Grafik1: Ortaklık Yapısı


Kaynak: Arçelik

Tablo 2: Ürün Grupları

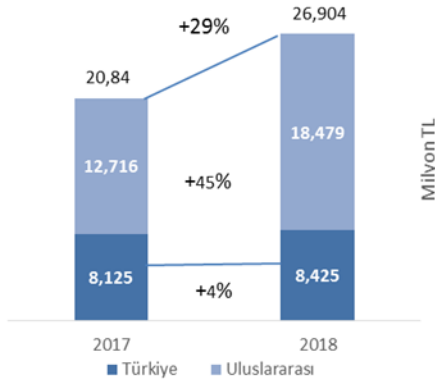
Beyaz Eşya	Tüketici Elektroniği	Isıtma-Havalandırma-İklimlendirme	Küçük Ev Aletleri	Diğer
Buzdolabı	Televizyon	Klima	Elektrikli Süpürge	Hermestik Kompresörler
Derin Dondurucu	Ev Sinema Sistemi	Kombi	Mutfak Aletleri	Endüstriyel Motorlar
Bulaşık Makinesi	Hi-fi Sistemleri	Su Isıtıcısı	Kişisel Bakım	Motor-Pompa Aletleri
Kurutucu	Taşınabilir Ses sistemi	Oda Isıtma Cihazı	Ütü	Hazır Mutfak
Çamaşır Makinesi	Telsiz Telefon		Vantilatör	
Fırın	Cep Telefonu		Buharlı Temizleyiciler	
Setüstü Ocak	Notebook&Masaüstü Bilgisayar		Sıcak Tutma Çekmeceleri	
Davlumbaz	Pos Yazar Kasa		Su Arıtma Sistemi	
Mikrodalga Fırın				

Kaynak: Arçelik

Satış Dağılımı

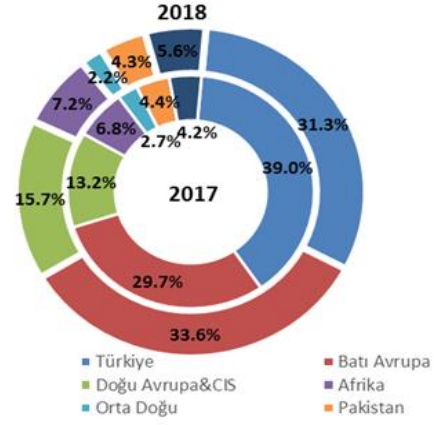
Şirketin 2017 yılına kıyasla 2018 yurtiçi ve yurtdışı satışlarında konsolide net satış cirosu 26.904 milyon TL'ye ulaşarak %29 oranında artış göstermiştir. Konsolide satışların yaklaşık %69'luk kısmı uluslararası satışlardan oluşmuştur. 2018 yılında Türkiye'de satışlar %4 artarken, uluslararası dağılımda Türkiye'nin satışlarında yaklaşık %8 daralma görülmüştür.

Grafik 2: Net Satışlar



Kaynak: Arçelik

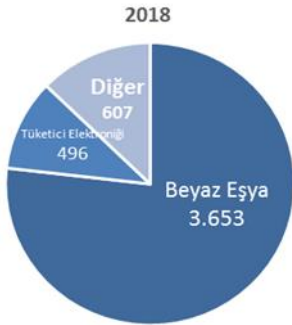
Grafik 3: Net Satışların Bölgesel Dağılımı



Kaynak: Arçelik

Şirket, 2018 yılında net satışların 3,6 milyar Euro'su beyaz eşya sektöründe gerçekleşirken, tüketici elektroniğinde 496 milyon Euro, iklimlendirme ve küçük ev aletlerinin yer aldığı diğer ürün gruplarında 607 milyon Euro satış gerçekleştirmiştir. Toplam satışlarda Avrupa pazarı 2,3 milyar Euro ile öncü olurken, Türkiye 1,4 milyar Euro ile ikinci sırada yer almaktadır.

Grafik 4: Satışların Ürün Grubu Dağılımı (Milyon Euro)



Kaynak: Arçelik

Grafik 5: Satışların Bölgesel Dağılımı (Milyon Euro)



Kaynak: Arçelik

Global Pazar

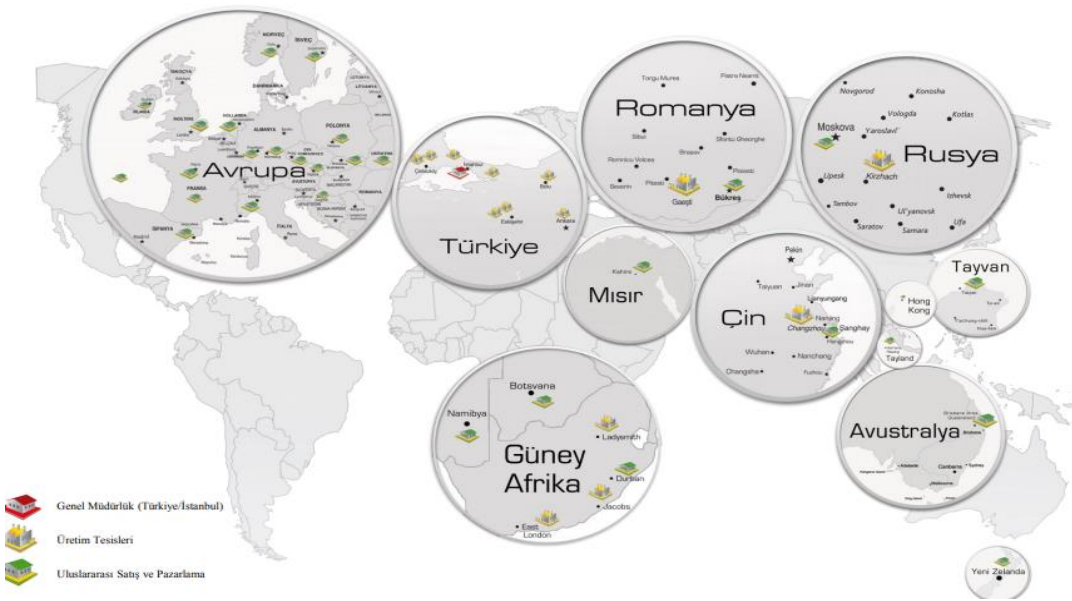
Arçelik, dünya çapında 30.000 çalışanı, Türkiye, Rusya, Çin, Güney Afrika, Tayland, Romanya ve Pakistan'da olmak üzere 7 ülkede 18 üretim tesisi, 31 ülkede satış ve pazarlama ofisi ve 11 markasıyla 140'dan fazla ülkede ürün ve hizmet sunmaktadır. Avrupa'da üçüncü büyük beyaz eşya şirketi iken şirketin global markalarından olan Beko, Avrupa'da ikinci büyük beyaz eşya şirketi konumundadır. Avrupa – Ortadoğu – Afrika bölgesinde, üçüncü büyük beyaz eşya oyuncusu olup, şirketin Defy markası Güney Afrika'da liderliğini sürdürmektedir.

Asya Faaliyetleri...

Güneydoğu Asya ASEAN yatırımlarıyla üretimini global olarak da genişleten şirket, büyüme stratejisi kapsamında 2018 yılında Hindistan'ın önde gelen şirket grubu Tata ile kurduğu ortaklık neticesinde Beko markalı ürünlerini Hindistan pazarında satışa sunmuştur. Hindistan'da 2019 yılında temelleri atılan buzdolabı fabrikasının 2019 yılının ikinci yarısında buzdolabı üretimine başlaması planlanıyor. Hindistan pazarı için ana kategorideki diğer ürünleri Türkiye başta olmak üzere Arçelik'in üretim ağından tedarik edilecek. Hindistan'da 10 yıl içinde 1 milyar doları aşan ciro yüzde 10'un üzerinde pazar payı hedefleniyor.

Uluslararası yatırımlarına devam eden Arçelik, son olarak Bangladeş pazarına girmeye hazırlanıyor. Ülkenin en büyük perakende ağına sahip beyaz eşya üreticisi Singer Bangladesh'in yaklaşık %57'lik hissesine sahip olan Hollanda merkezli Reail Holdings'i 75 milyon dolara satın almak üzere anlaşma imzaladı. Böylelikle şirket Hindistan'dan sonra Bangladeş yatırımıyla da İpek Yolu üzerindeki küresel büyüme stratejilerine yönelik önemli bir adım daha attı.

Grafik 6: Arçelik'in Faaliyet Gösterdiği Ülkeler

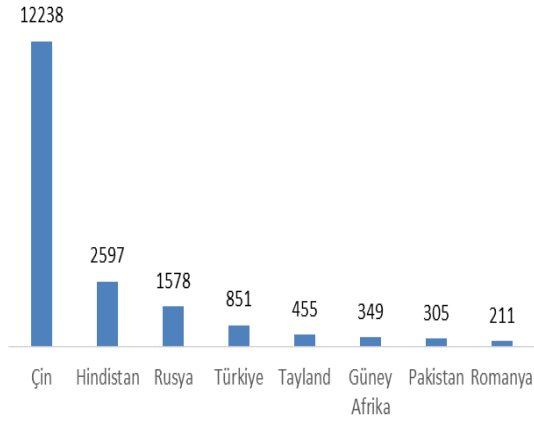


Kaynak: Arçelik

Üretim Yapılan Ülkelerin GSYİH ve Nüfus Dağılımları

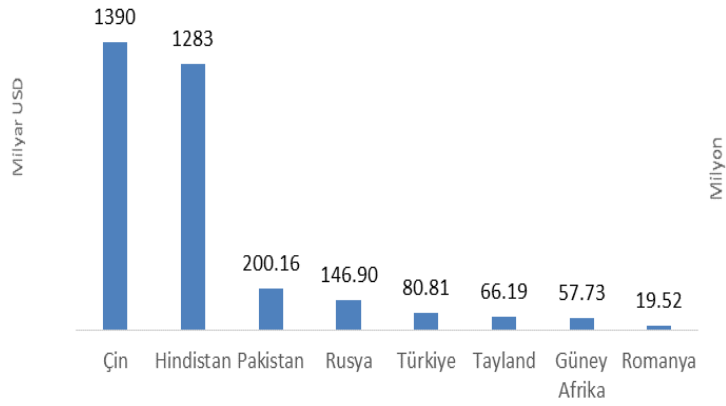
İşçilik maliyetlerin düşük olduğu ülkelerde üretim yaparak maliyet avantajı sağlayan şirketin, Çin ve Hindistan gibi nüfus yoğunluğunun fazla olduğu ülkelerde üretim ve satış-pazarlama ağırları bulunmaktadır.

Grafik 7: Faaliyet Gösterilen Ülkelerin GSYİH'sı



Kaynak: TradingEconomics.com

Grafik 8: Faaliyet Gösterilen Ülkelerin Nüfus Dağılımı



Kaynak: TradingEconomics.com

*Hindistan buzdolabı fabrikası çalışmaları devam etmektedir. Henüz üretime geçilememekle birlikte 2019 ikinci yarısında faaliyete geçilmesi planlanmaktadır.

DEĞERLEME

Fiyat Kazanç Oranına Göre Değerleme

Arçelik, 2018 Aralık dönemi sonunda yıllık bazda milyon 177 milyon US\$ net kar açıklamıştır. Fiyat/Kazanç çarpanından tahmini hisse başı değer hesaplamasını yurtdışı ve yurtdışı benzer faaliyetler gösteren şirketler ile karşılaştırarak yaptık. Şirketin çarpanını global benzer şirketler ortalama çarpanları ile karşılaştırdığımızda iskontolu işlem görmekte olup, tahmini hisse başı değerini 22.47 TL olarak hesaplamaktayız.

Fiyat/Kazanç	Piyasa Değeri (milyon US\$)	2019 Tahmini Net Kar (milyon US\$)	ARCLK	Global Benzer Şirketler Ortalaması	Tahmini Piyasa Değeri (milyon US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
F/K	2,601	249	10.46	11.20	2,786	4.12	22.47

FAVÖK'e göre değerlendirme

Şirket, 2018 yılını 567 milyon US\$ FAVÖK açıklayarak kapatmıştır. Şirketin değeri göz önüne alındığında Firma Değeri/FAVÖK Arçelik rasyosu 6.65x ve global yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketler ortalaması 4.75x olarak hesaplanmıştır. Buna göre şirket yüzde 40% iskontolu olmakla beraber tahmini piyasa değerini 1,496 milyon US\$ ve tahmini hisse değerini ise 12.07 TL olması gerektiği hesaplanmıştır.

Firma Değeri/FAVÖK	Firma Değeri (milyon US\$)	2019 FAVÖK Tahmini (milyon US\$)	ARCLK	Global Benzer Şirketler Ortalaması	Tahmini Piyasa Değeri (milyon US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
Firma Değeri/FAVÖK	3,864	581	6.65	4.75	1,496	2.21	12.07

Satışlara Göre Değerleme

2018 sonu itibarıyla 5,6 milyar US\$ ciro yapmış olan şirket geçen yıla kıyasla cirosunu yaklaşık %-2 azaltmıştır. Şirketin Firma Değeri/Satışlar rasyosunu 0.69x hesaplamaktayız ve global benzer şirketler ortalaması ile karşılaştırdığımızda şirketin yaklaşık %23 primli ve tahmini hisse değerini ise 15.16 TL olarak bulmaktayız.

Firma Değeri/Satışlar	Firma Değeri (milyon US\$)	2019 Satışlar Tahmini (milyon US\$)	ARCLK	Global Benzer Şirketler Ortalaması	Tahmini Piyasa Değeri (milyon US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
Firma Değeri/Satışlar	3,864	5,624	0.69	0.56	1,880	2.78	15.16

Defter Değerine Göre Değerleme

Şirketin defter değeri yaklaşık 1,6 milyar US\$ olarak açıklanmış olup, şirketin çarpanını global yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketler ortalama çarpanı ile karşılaştırdığımızda %29 iskontolu işlem görmekte olup, tahmini hisse başı değerini 29.59 TL olarak hesaplamaktayız.

Piyasa/Defter Değeri	Piyasa Değeri (milyon US\$)	Defter Değeri	ARCLK	Global Benzer Şirketler Ortalaması	Tahmini Piyasa Değeri(milyon US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
Piyasa/Defter Değeri	2,601	1,605	1,62	2,29	3,669	5,43	29,59

Global Benzer Şirket Ortalamaları

Global Benzer Şirketler	Piyasa Değeri milyon USD	Fiyat/Kazanç	FD/FAVÖK	FD/Ciro	PD/DD	Ülke
Vestel Beyaz Eşya	673	5.89	4.89	0.75	2.03	Türkiye
Vestel	772	11.35	4.12	0.52	1.30	Türkiye
Klīmasan	48	4.37	2.89	0.39	1.25	Türkiye
Silverline	11	-	3.31	0.26	1.10	Türkiye
De Longhi Spa	3,718	19.28	-	-	3.42	İtalya
Whirlpool	8,480	7.90	7.30	0.66	3.70	ABD
Electrolux	7,547	18.41	7.21	0.55	3.20	İsveç
Lg Electronics	11,426	-	5.71	0.44	-	Güney Kore
Samsung	257,396	-	2.57	0.90	-	Güney Kore
Arçelik	2,363	10.46	6.65	0.69	1.62	Türkiye
Ortalama		11.20	4.75	0.56	2.29	

Değerleme Yöntemleri	Hisse Çarpan	Sektör Çarpan	Tahmini Piyasa Değeri (milyonUS\$)	Tahmini Hisse Başına Fiyat (US\$)	Tahmini Hisse Başına Fiyat (TL)
Fiyat Kazanç Oranına Göre Değerleme	10.46	11.20	2,786	4.12	22.47
Satışlara Göre Değerleme	6.65	4.75	1,496	2.21	12.07
FAVÖK'e göre değerlendirme	0.69	0.56	1,880	2.78	15.16
Defter Değerine Göre Değerleme	1.62	2.29	3,669	5.43	29.59
Ortalama					19.82
Hisse Kapanış Fiyatı					18.92
Potansiyel (Yön-%)			Yükseliş		5%

Varsayımlar

*Bilanço hesaplanması ve tahmini USD baz alınarak yapılmıştır.

*Kapanış Fiyatı 25/03/2019 tarihinin kapanış fiyatı olan 18.92 üzerinden alınmıştır.

*USD/TRY kuru 5.45 olarak alınıp hesaplama bunun üzerinden yapılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Tablosu

İndirgenmiş Nakit Akım Tablosu (mnUS\$)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Toplam Satış Gelirleri	5,712	5,594	5,624	5,655	5,686	5,716	5,747	5,778	5,810	5,841	5,873	5,905	5,937
Operasyonel Kar	376	424	436	411	430	444	475	506	509	512	514	517	520
FAVÖK	526	567	581	556	576	590	622	654	658	662	665	669	672
Vergi			96	90	95	98	104	111	112	113	113	114	114
Çalışma Sermayesindeki Değişim			0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sermaye Harcamaları (Capex-USD)			354	357	361	364	368	372	375	379	383	387	390
İleri Vadeli Serbest Nakit Akım			323	289	310	324	359	394	395	395	396	396	396
İskonto Faktörü			1.1	1.2	1.4	1.5	1.7	1.9	2.1	2.3	2.6	2.8	3.1
İndirgenmiş Nakit Akım			291	235	227	213	213	211	190	172	155	140	126
Nihai Büyüme													2.5%
Nihai Büyümenin Bugünkü Değeri													1,650
Serbest Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri													2,173
Şirket Değeri													3,822
Net Borç (-)													-1,256
Özsermaye Değeri													2,567
Piyasa Değeri													2,313
Yükseliş/Düşüş Potansiyeli													11.0%
İşlem Fiyatı (TL) (25/03/2019)													18.92
Hedef Fiyat (TL)													21.00

Varsayımlar

*Şirketin olası risklerini göz önünde bulundurduğumuzda risk primi %5.5 alınmıştır.

*Kapanış Fiyatı 25/03/2019 tarihinin kapanış fiyatı olan 18.92 üzerinden hesaplanmıştır.

Sonuç

Arçelik için iki ayrı değerlendirme yöntemi kullanılmıştır. Bunlar indirgenmiş nakit akımları yöntemi ve benzer rakip şirketlere göre piyasa çarpanı karşılaştırma yöntemidir. Mevcut benzer rakip şirketler yurtiçi ve yurtdışı olmak üzere seçilmiş olup, benzer faaliyet ya da ürün segmentleri bazında benzerlik göstermektedir. Gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren şirketleri değerlemeye dahil ederken rasyolara iskonto uygulanmamıştır. Geçmiş yıllarda olduğu gibi şirket üretiminin %50'den fazlasını yurtdışına ihraç ediyor. Geçen yıl devam eden kredi kartlarında taksit sınırı ve tüketici kredilerinde vade uzatımı 30 Haziran 2019 tarihine kadar uzatılmış olup tüketimi olumlu anlamda etkileyebilir. Bu indirimler geçen yıl talep tarafında hareketlenme yaratsa da yılın ikinci yarısında ekonomide yaşanan dalgalanma tüketiciyi daha az tüketime yöneltmişti. Devam eden indirimler ile yaşanan dalgalanma sonrası tüketici tarafında ertelenen talebin bu yıl içinde tekrardan artmasını beklemekteyiz. Ayrıca TCMB'nin 2019 yılının ikinci yarısında faizi düşürmeye başlayacağını beklentisi ve piyasa faizinin geçen yılın ikinci yarısına göre daha düşük olması ihtiyaç kredi kullanımı daha cazip konuma getirmiştir. Bunun dışında küresel makro etken olarak Fed'in faiz artırmaması, gelişmekte olan ülkeler için pozitif olup, bu piyasaların riskini azaltmaktadır. Avrupa ekonomisi zorlu bir süreçten geçiyor olsa da Arçelik'in fiyatlarının yurtdışı şirketlerine göre daha rekabetçi olması, Avrupalı tüketicinin fiyat avantajı olan markaları seçmeye yönelmesini sağlayabilir. Ayrıca şirketin beklentileri yüksek olan Hindistan pazarına girmesi ve bu piyasada fiyat alanında rekabetçi olması, Asya pazarında başarılı olması için önemli bir etkidir. Hammadde tarafında çelik fiyatlarının düşmesi ağırlıklı olarak Arçelik'in kar marjlarını arttırıcı bir etken olabilir. Diğer taraftan yılbaşından beri yaşanan ARCLK hissesindeki %25'lik ralli ile çoğu beklentinin fiyatlanmış olması, çelik fiyatlarında olası bir yükseliş, öncelikli **riskler** olarak dikkate alınabilir. Diğer riskler olarak inşaat sektöründeki gerileme ve nüfus artış hızındaki yavaşlama gibi sosyoekonomik göstergelerde geç düzelmeye görülmesi olarak gösterebiliriz. Şirket 25.03.2019 kapanışına göre 18.92 TL den işlem görmektedir. Şirketin 0,8 beta oranı ve %8 yükseliş potansiyeli ile yatay hareket etmesini beklemekteyiz.

Değerleme Yöntemi	Hedeflenen Fiyat TL	Potansiyel %
Global Benzer Şirketler Karşılaştırması	19.82	5%
İndirgenmiş Nakit Akımlar	21.00	11%
Ortalama Hedef Fiyat %50-50	20.41	8%
Varsayımlar	*Kapanış Fiyatı 25/03/2018 tarihinin kapanış fiyatı olan 18.92 üzerinden alınmıştır.	

GELİR TABLOSU TAHMİNİ – ÖZET

Milyon US\$	2016	2017	2018	2019*
Toplam Brüt Satışlar	5991	5712	5594	5624
Yurtiçi Satışlar	2283	2227	1752	1761
Yurtdışı Satışlar	3708	3259	3638	3658
Toplam Gelirleri	5327	5712	5594	5624
Satışların Maliyeti	3560	3929	3817	3881
Toplam Giderler	-4931	-5336	-5171	-5188
Operasyonel Kar	396	376	424	436
FAVÖK	542	526	567	581
Faliyet Dışı Diğer Gelirler	249	104	129	82
Net Finansal Gelirler	-247	-255	-355	-187
Vergi Öncesi Net Kar	398	225	197	320
Vergi	-34	-7	19	71
Net Kar/Zarar (Azınlık Payları Hariç)	430	231	177	249
Marjlar				
Brüt Kar Marjı	33%	31%	32%	31%
FAVÖK Marjı	10%	9%	10%	10%
Net Kar Marjı	8%	4%	3%	4%
Bilanço Büyüklükleri				
Yabancı Para Net Döviz Pozisyonu	-41	8	-19	-19
Net Borç	-911	-1258	-1256	-1263
Özsermaye	1693	1806	1556	1605
Ödenmiş Sermaye	191	177	128	141

Kaynak : Arçelik, Alan Yatırım



Genel Müdürlük

Levent Mah. Levent Cad. No: 45 P.K. 34330 Beşiktaş / İSTANBUL
+90 212 370 22 22
www.alanyatirim.com.tr

Ankara İrtibat Bürosu

Anafartalar C. Papatya S. No: 2/6-8 Ulus / ANKARA
+90 312 312 69 80

İzmir İrtibat Bürosu

Akdeniz M. Cumhuriyet Bulvarı Çırpıcı İş Merkezi No: 77/402 Konak / İZMİR
+90 232 445 64 66

arastirma@alanyatirim.com.tr

Yasal Uyarı : Bu dokümanda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme ve yorum güvenilir olduğu düşünülen Alan Yatırım A.Ş. Araştırma Departmanı tarafından burada sunulan bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda makul özen gösterilmiş olmakla beraber, olabilecek hatalar ve eksikliklerden sorumlu değildir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez, içerik haber verilmeksizin değiştirilebilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım – satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu belgede yer alan yatırımla ilgili bilgiler, yorumlar ve tavsiyeler 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. Burada yer alan görüşler, yatırımcının mali durumuna veya risk ve getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerlendirmelerin kullanımı sonucunda ortaya çıkacak doğrudan ve /veya dolaylı zararlardan Alan Yatırım A.Ş. sorumlu olmayacaktır. Tüm hakları saklıdır.