



Arçelik - 3Ç 2006 Sonuçları

Satışlarda İhracatın Payı Artmaya Devam Ediyor

Arçelik'in 3Ç 2006 net satışları 3,139 milyon US\$ olarak gerçekleşmiş ve şirketin cirosu geçen senenin aynı dönemine göre dolar bazında %12 artış kaydetmiştir. Arçelik'in cirosunun yaklaşık %58'ini yurt içi, %42'sini ise yurt dışı satışlar oluşturmaktadır. Şirket yurt içi satışlarını geçen yılın aynı dönemine göre %8, yurt dışı satışlarını ise aynı dönemde dolar bazında %7 olarak gerçekleştirmiş ve bu durum şirketin brüt kar marjı üzerinde olumlu bir etki yapmıştır. Sonuçta Arçelik'in 3Ç 2006 brüt karı bir önceki yılın aynı dönemine göre %21 artışla 859 milyon US\$ seviyesine yükselmiştir.

Pazarlama ve Satış Giderlerini Sektörde Yaşanan Yoğun Rekabet Artırıyor

Şirketin 3Ç 2006'da faaliyet giderlerinin 3Ç 2005'e göre dolar bazında %18 oranında arttığı görülmektedir. Bu artış sektördeki yoğun rekabet ortamı için gerekli olan pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinin önceki yılın aynı dönemine göre YTL bazında %32 oranında yükselmesinden kaynaklanmaktadır.

Faaliyet giderlerinin artmasına rağmen SMM'deki düşük artış şirketin faaliyet karının geçen yılın aynı dönemine göre %29 artışla 293 milyon US\$ seviyesine yükselmesini sağlamıştır.

Düşük Düzeydeki Finansman Giderleri Karlılığı Olumlu Etkiliyor

Arçelik'in 3Ç 2006 dönemindeki finansman giderleri 3 milyon US\$ seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirketin uzun vadeli borçlarının 3Ç 2006'da bir önceki yılın aynı dönemine göre %39 artışla 506 milyon US\$'a ulaşmasına rağmen, diğer uzun vadeli kıymetlerin aynı dönemde %184 oranında artarak 592 milyon US\$ seviyesine yükselmesi şirketin finansman giderlerinin kısıtlı kalmasını sağlamış ve sonuçta şirket bir önceki yılın aynı dönemine göre yaklaşık %41 artışla 254 milyon US\$ kar elde etmiştir.

Arçelik'in 3Ç 2005 döneminde 306 milyon US\$ olan VAFÖK rakamı ise cari dönemde %20 oranında artarak 368 milyon US\$ seviyesine çıkmıştır.

DEĞERLEME	2003	2004	2005	2005/09	2006/09
F/K	20.54	11.25	12.04	9.50	8.23
PD/DD	2.54	1.96	1.89	1.83	1.68
FD/VAFÖK	8.90	6.81	7.58	6.35	6.58
FD/Satışlar	0.95	0.69	0.81	0.68	0.77
Hisse Başına Kar (US\$)	0.27	0.55	0.58	0.60	0.85
Firma Değeri (US\$ Mn)	2,265	2,517	3,100	2,591	3,224
VAFÖK (US\$ Mn)	254	370	409	306	368

AZALT

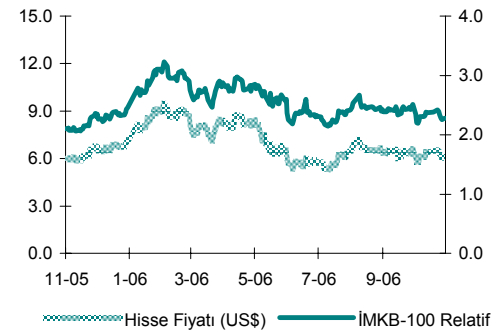
Hedef PD: 2,220 Mn US\$
Cari PD: 2,470 Mn US\$

	YTL	US\$
Fiyat	8.90	6.17
İMKB-100	39,676	27,526
US\$ (MB Alış):	1.441	
52 Hafta Yüksek:	12.52	9.48
52 Hafta Düşük:	7.98	5.27
İMKB Kodu:	ARCLK	

Hisse Senedi Sayısı (Mn):	400.0
Piyasa Değeri (YTL Mn):	3,559.6
Piyasa Değeri (US\$ Mn):	2,469.6
Halka Açıklık Oranı (%):	21
Halka Açık PD (YTL Mn):	747.5
Halka Açık PD (US\$ Mn):	518.6

	S1A	S1Y	YB
YTL Getiri (%):	-9.2	-0.9	13.6
US\$ Getiri (%):	-7.4	-8.9	4.5
İMKB-100 Relatif Getiri (%):	-1.1	3.5	0.7
Ort. İşlem Hacmi (YTL Mn):	5.99		
Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	4.27		

Beta	0.85
Yıllık Volatilite (Hisse)	0.47
Yıllık Volatilite (İMKB-100)	0.39



Arçelik Beko'daki Payını %72.6'ya Yükseltti

Arçelik, 6 Ekim 2006 tarihinde Beko Elektronik'te, Koç grubuna ait %50.1'lik tutarındaki hisseyi 190 milyon YTL peşin bedel ile satın alarak sahip olduğu payı %72.46'ya yükseltmiştir. Arçelik yönetimi tarafından yapılan açıklamalarda Beko'nun ayrı bir tüzel kişilik olarak faaliyet göstereceği ve şirketin yapısal nedenlerden kaynaklanan zararlarının orta dönemde yeniden yapılanma yoluyla giderileceği belirtilmiştir. Satın alma öncesinde Beko'yu bilançosunda özsermaye yöntemine göre muhasebeleştirilen Arçelik yönetimi satınalma sonrasında şirketin tam konsolidasyon yöntemiyle muhasebeleştirileceğini açıklamıştır. Satın alma işleminin 3Ç 2006 bilançolarının kapanmasından sonra gerçekleşmesi nedeniyle birleşmenin etkileri Arçelik'in yıl sonu bilançolarında gözlemlenecektir. Beko birleşmesi öncesinde 2006 yılı için 3.5 milyar euro'luk bir ciro ile yurtiçinde % 6, yurtdışında ise %19 oranında bir büyüme hedefleyen Arçelik yönetimi birleşme sonrasında 2010 yılı için 6 milyar euro konsolide ciro hedeflediklerini açıklamıştır. Uzun vadeli büyüme stratejisi çerçevesinde Haziran 2005'te Rusya'da temeli atılan ve toplam 90 milyon Euro'ya mal olan iki tesisi faaliyete geçiren Arçelik bu tesislerde ilk etapta 900 bin adet kapasiteyle çamaşır makinesi ve buzdolabı ile 750 bin adet kapasiteyle televizyon üretmeyi hedeflemektedir.

Beklentiler

Beko'nun faaliyet marjlarının Arçelik'e göre düşük olması ve şirketin yüksek finansman giderlerinin etkisiyle birleşmenin ilk etapta Arçelik'in karlılığı üzerinde olumsuz etkide bulunacağını düşünüyoruz. Bu verilerin ışığında Arçelik için yıl sonu kar tahminimizi 262 milyon US\$, yıl sonu ciro tahminimizi ise 5.5 milyar US\$ olarak revize ediyoruz.

Değerleme

Arçelik'in hedef piyasa değerini belirlerken İNA modelimizin verdiği değere %75, piyasa çarpanları yönteminin verdiği değere ise %25 ağırlık verdik.

	F/K	PD/DD	FD/VAFÖK
ARCLK	8.2	1.6	6.9
BEKO	-	1.8	32.5
IHEVA	-	1.2	9.6
KLMSN	6.6	1.3	5.2
BSHEV	10.7	3.0	6.7
VESBE	-	0.9	-
VESTL	-	0.6	1.7
ORTALAMA	14.4	1.4	5.6
İSKONTO/PRİM	-43%	13%	24%

Sağlam finansal verileri ve artan karlılığı ile beyaz eşya sektöründe güvenli bir yatırım fırsatı sunan Arçelik için 1Y 2006 için hesapladığımız 2,750 milyon US\$'lık hedef piyasa değerini Beko birleşmesinin ilk etapta şirketin karlılığında yaratacağını düşündüğümüz daraltıcı etki nedeniyle 3Ç 2006'da 2,220 milyon US\$ olarak revize ediyoruz. Son piyasa verilerine göre hedef değerimize oranla %11 oranında primli işlem gören Arçelik için Beko'nun marjlarında düzelme görülene kadar AZALT tavsiyesinde bulunuyoruz.

Arçelik

İNA (US\$ Mn)	2006T	2007T	2008T	2009T	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	Terminal
VAFÖK	534	630	670	714	761	813	869	929	993	1,062	
Vergi	66	62	71	80	90	99	109	119	129	139	
Sabit Sermaye Yatırımları	335	228	256	287	321	358	397	439	485	533	
Net Çalışma Sermayesi Değişimi	181	83	91	98	106	114	122	130	138	146	
Serbest Nakit Akımları	(47)	256	252	248	245	242	241	241	242	244	244
İskonto Faktörü	1.13	1.28	1.44	1.63	1.85	2.09	2.36	2.67	3.01	3.41	0.26
İNA	(42)	200	174	152	133	116	102	90	80	72	937

Net Finansal Borçlar	298
Özsermaye	1,496
Borç %	0.17
Özsermaye %	0.83

Rf	0.09
Beta	0.85
Hisse Senedi Risk Primi	0.05
Ke	0.13
Vergi Oranı	0.20
Kd*(1-Vergi Oranı)	0.12

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	0.13
Uzun Vadeli Büyüme Oranı	0.05

İNA (2006-2015)	1,078
Terminal İNA değeri	937

Toplam	2,015
---------------	--------------

BİLANÇO (US\$ Mn)	2003	2004	2005	2005/09	2006/09	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	393	471	513	483	542	12
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	19	50	71	43	65	52
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	157	212	505	208	592	184
Ticari Alacaklar	680	975	1,191	1,139	1,487	31
Hazır Değerler	217	193	199	256	121	(53)
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	379	700	591	617	703	14
Toplam Aktifler	1,845	2,601	3,070	2,745	3,510	28
Uzun Vadeli Borçlar	187	156	405	363	506	39
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	72	89	90	72	102	43
Kısa Vadeli Borçlar	501	782	817	779	1,050	35
Ticari Yükümlülükler	194	302	262	251	330	31
Toplam Yükümlülükler	954	1,329	1,574	1,465	1,988	36
Toplam Özsermaye	891	1,272	1,496	1,280	1,522	19
Toplam Pasifler	1,845	2,601	3,070	2,745	3,510	28

GELİR TABLOSU (US\$ Mn)	2003	2004	2005	2005/09	2006/09	%Değ
Net Satışlar	2,394	3,656	3,806	2,842	3,139	10
SMM	1,770	2,742	2,845	2,135	2,280	7
Faaliyet Giderleri	429	623	657	480	566	18
Ana Faaliyet Karı (Zararı)	194	291	304	228	293	29
Finansman Gelirleri (Giderleri)	(7)	51	7	10	3	(69)
Diğer Gelirler (Giderler)	(33)	(30)	(7)	(4)	9	307
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	154	312	304	233	305	31
Vergi Giderleri	44	90	71	53	51	(4)
Azınlık Payı	1	4	-	-	-	A.D.
Net Kar(Zarar)	109	218	233	180	254	41

FİNANSAL ORANLAR	2003	2004	2005	2005/09	2006/09
Özsermaye Karlılığı	17.1%	20.2%	16.8%	17.3%	22.5%
Aktif Karlılığı	7.9%	9.8%	8.2%	8.2%	10.3%
Brüt Kar Marjı	26.0%	25.0%	25.3%	24.9%	27.4%
Net Kar Marjı	4.5%	6.0%	6.1%	6.3%	8.1%
VAFÖK Marjı	10.6%	10.1%	10.7%	10.8%	11.7%
U.V. Borçlar/Özsermaye	21.0%	12.3%	27.1%	28.4%	33.3%
Satışlar/Toplam Aktifler	129.7%	140.6%	124.0%	138.1%	119.3%

Alan Yatırım Araştırma

Alan Yatırım Menkul Değerler A.Ş.: Nispetiye Cad. Akmerkez E-3 Blok Kat:12 34337 Etiler-İstanbul

Santral: 0 212 350 08 00

E-mail: arce@alanyatirim.com.tr

Bu çalışmada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan Seri:V, No:55 sayılı "Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine İlişkin ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" çerçevesinde aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada ulaşılan sonuçlar tercih edilen hesaplama yöntemi ve/veya yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup, mali durumunuz ile risk getiri tercihlerinize uygun olmayabileceğinden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi sağlıklı sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan her türlü haber, veri, bilgi, rapor, araştırma bulgusu, görüş ve öneriler, Alan Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, piyasa koşulları içerisinde ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan yararlanılarak, herhangi bir maddi manevi menfaat karşılığı olmaksızın, genel anlamda bilgi sunmak amacıyla hazırlanmıştır. Yer alan bilgilerin zamanlaması, tamlığı ve doğruluğu tarafımızca garanti edilmemekte olup bu bilgiler, belli bir kazancın sağlanmasına yönelik olarak sunulmamaktadır. Bu nedenle, burada yer alan haber, veri, bilgi ve bulgulara dayanılarak yapılan işlemlerden doğacak her türlü maddi manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü kayıptan, Alan Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.