

# STRATEJİ

**ŞİRKET ZİYARETİ**

**16 Eylül 2002**

**ARÇELİK (ARCLK.IS)**

**Şirket** : Tamer Soyupak (Finansman Direktörü)

**Analist**: Onur Özyurt

**Tarih** : 11 Eylül 2002

Arçelik'e yaptığımız şirket ziyaretinde şirket yetkilileriyle yurtiçi pazarın son durumuyla Avrupa'da devam etmekte olan şirket satın almalarını ve Arçelik'in önümüzdeki yıllara ilişkin büyüme hedeflerini değerlendirdik. Gerek yurtiçindeki hakim pazar payı gerekse giderek güçlenmekte olan ihracat performansı Şirket'in güçlü finansal yapısını desteklemeye devam ediyor. Satış ve FVAÖK büyüme projeksiyonlarımız doğrultusunda ve alım için uygun olduğunu düşündüğümüz halihazırdaki fiyatını gözönünde bulundurarak, Arçelik için daha önce "TUT" olan önerimizi "AL" olarak geliştiriyoruz.

- Arçelik'in adet satışları ihracattaki artışın yanısıra iç pazardaki canlanmanın etkisiyle yılın ikinci çeyreğinde geçen yılın ayı dönemine oranla %40 yükseldi. 4 ana ürünü oluşturan buzdolabı, çamaşır makinası, bulaşık makinası ve fırın satışı artışları ise sırasıyla %26, %62, %42 ve %55 olarak gerçekleşti.
- Talepteki güçlü dönemselliğe rağmen 2002 yılı Temmuz ve Ağustos ayları yıl içinde en yüksek satış adedinin yakalandığı Haziran ayının ardından yılın en güçlü satış performansının yakalandığı aylar oldu. Talebin bu denli canlı olmasının ardında 3 sebep var:
  1. Türkiye'nin genç nüfusuna ve şehirleşmenin etkisiyle ailelerin küçülmesine bağlı olarak hane sayısının her yıl ortalama %2.5 oranında artması buna karşın pazarın doygunluk oranının halen gelişmiş ülkelerin gerisinde olması.
  2. Ürün yenileme süresinin 7-9 yıl olduğu ülkemizde en son 96-97 yıllarında etkisi gözlenen yenileme satışlarının tekrar etkili olmaya başlaması.
  3. Mali sektörün yaşadığı krizin beyaz eşya sektöründe kredilerin üretici firmalar tarafından ve uygun maliyetlerle karşılanması dolayısıyla pazar üzerinde baskı oluşturulmaması.
- Olumlu sinyallere karşın muhafazakar kalmayı tercih ederek satış modelimizde Şirket'in yurtiçi satış gelirinin yılsonu itibariyle geçen seneye oranla USD bazında %15 artarak USD785 milyon'a ulaşacağını tahmin ediyoruz.
- 2000 yılına oranla %30 daralan pazarın önümüzdeki iki yada üç yıl içinde bu gerilemeyi geri almanın yanısıra genişlemesi de olası görünüyor. Nitekim 1996 ve 1997 yıllarında pazar sırasıyla %23 ve %30 oranında büyümüştü. 2003 ve 2004 yıllarında ertelenen talebin yanısıra yenileme satışlarının tetiklemesiyle benzer büyüme rakamları yakalanabilir.
- Brüt kar marjında gözlenen 9 puanlık artışın ardındaki temel neden satılan malın maliyetine (SMM) kaydedilen kur farkı zararı ve finansman giderinin bu yılın ilk altı ayında geçen yılın aynı dönemine oranla %94 azalarak USD2.5 milyon'a gerilemesi.

- Şirket politikaları paralelinde üretimle ilgili mali yükümlülüklerden kaynaklanan kur farkı gideri gelir tablosuna satılan malın maliyetinin içine kaydedilerek yansıtılıyor. Geçen yıl devalüasyonun ardından ilk altı aylık dönemde USD43.2 milyon tutarında kur farkı SMM'ye eklenirken bu yıl kurun yavaş ilerlemesi sayesinde bu tutar USD2.5 milyon'da kaldı.
- Söz konusu kur farkı ve finansman giderinden arındırılmış amortisman hariç brüt kar marjı yılın ilk üç aylık dönemine oranla ise 2 puan arttı ve %42 olarak gerçekleşti. Şirket'in ürün fiyatlarını enflasyona paralel olarak arttırma politikası kurun yavaş ilerlemesiyle brüt kar marjında söz konusu artışa neden oldu.
- İkinci çeyrekte net satış gelirinin ilk üç aylık döneme oranla %70 yükselmesiyle faaliyet giderlerinin net satış gelirin oranı ilk çeyrekteki %28 seviyesinden altı aylık dönem itibariyle %23'e geriledi. Buna paralel olarak Faiz, Vergi ve Amortisman Öncesi Kar (FVAÖK) Marjı ilk üç aylık dönemde %14 iken, altı aylık dönemde %19'a yükseldi.
- FVAÖK marjında yakalanan gelişmenin yılın kalan döneminde korunacağını ve yılsonu itibariyle %18 olarak gerçekleşeceğini düşünüyoruz.

**Arçelik 2002 yılında yurtdışı pazarlardaki büyüme perspektifini ihracattan öte taşıyarak Avrupa'nın çeşitli ülkelerinde faaliyet gösteren markaları satın alma yoluyla bünyesine kattı.**

- Şirket yılbaşında aldığı kararla yurtdışında faaliyet göstermekte olan ve ağırlıklı olarak pazarlama faaliyetleri yürüten iştiraklerini Hollanda merkezli ve %100 payına sahip olduğu Ardutch BV isimli iştiraki altında toplamaya ve satın almaları bu şirket üzerinden gerçekleştirmeye başladı.
- Yeni şirket satın alma operasyonlarının yanısıra iştiraklerin Arçelik dışındaki hisselerinin satın alınması için duyulan finansman ihtiyacının karşılanması amacıyla Ardutch BV'nin sermayesi 8 milyon Euro'dan 33 milyon Euro'ya çıkarıldı.
- Büyüme stratejisi doğrultusunda ilk olarak Almanya merkezli çamaşır ve kurutma makinası üreticisi Blomberg-Werke Hausgerate GmbH ile bu tür ürünlerin satış ve pazarlamasını gerçekleştiren Brandt Group Hausgerate Blomberg Werke GmbH satın alındı.
- Blomberg-Werke Hausgerate GmbH'nin üretim kapasitesi 175 bin adet/yıl. Arçelik bu kapasiteyi Blomberg markasının yanısıra bir ekstra varlık olarak değerlendiriyor. Asıl amaç Blomberg markasıyla Avrupa'da orta-üst segmentte yer edinebilmek.
- Üretim ve pazarlama şirketlerinin 2001 yılı konsolide cirosu 110 milyon Euro.
- Blomberg'in satın alınmasının ardından Avusturya merkezli pişirici cihaz üreticisi Elektra Bregenz Produktions GMBH ile beyaz eşya satış ve pazarlaması yapan Elektra Bregenz AG satın alındı.
- Elektra Bregenz yıllık 200 bin ocak ve fırın ile 73 bin aspiratör üretim kapasitesine sahip. Çalışan sayısı ise 340. Blomberg satın alınmasında olduğu gibi üretim tesisi orta-üst segmentte tanınan bir marka olan Elektra Bregenz'in yanısıra satın alma işlemiyle elde edilen ekstra bir varlık olarak değerlendiriliyor.
- Elektra Bregenz AG'nin Elektra Bregenz'in yanısıra Tirol bölgesinde bilinen Tirolia adlı bir markası daha bulunuyor. Elektra Bregenz'in Avusturya'da tanınırlık oranı %88.
- Üretim ve pazarlama şirketlerinin 2001 yılı konsolide cirosu 75 milyon Euro.
- Her iki markanın da pazarlama şirketleri kendi üretimlerinin yanısıra diğer üreticilerden ürün satın alarak kendi isimleriyle pazarlamasını gerçekleştiriyorlar.

- Blomberg ve Elektra Bregenz satın almalarının Arçelik'in konsolide satış gelirin e katkısının 200 milyon Euro civarında olacağı tahmin ediliyor. 2003 yılından itibaren satış gelirin e artış ve pozitif FVAÖK bekleniyor.
- İki satın almanın toplam maliyeti ise yaklaşık 15 milyon Euro. Yapılan sermaye arttırımı Ardutch BV'ye satın alma için gereken finansman kaynağını sağladı.
- Kıta Avrupası'ndaki iki operasyonun ardından Arçelik İngiltere'de orta-üst gelir grubuna hitap eden pişirici cihaz markaları olan Lesiure ve Flavel'i Beko UK üzerinden satın aldı. Satın almanın yaklaşık bedeli 6 milyon £.
- Pazarın tamamında %11 paya sahip olan Leisure 2001 yılında 85 bin adet fırın satışı gerçekleştirerek 85 milyon Pound ciro elde etti.
- Beko UK'in %30 payına sahip olan Arçelik bu payını Ardutch BV'ye devredecek; Arçelik dışı payları ise yılsonuna kadar Ardutch BV tarafından satın alınacak.
- Arctic buzdolabı üreticisi Arçelik'in kapasitesinin sonuna gelmesi nedeniyle diğer satın almalarından farklı olarak üretim tesislerinin kullanılması açısından da önemli. Söz konusu tesiste 2003 yılında yatırıma başlanacak; dört yıl sürecek yatırım sonunda kapasite 750 bin adede çıkarılacak. Toplam yatırım bedelinin USD15-16 milyon civarında olacağı tahmin ediliyor.
- Buzdolabı üretiminin yaklaşık %50'sini ihracata yönlendiren Arçelik kapasite arttırmak amacıyla Avrupa ülkelerinde bir yatırım ya da satın alma planları doğrultusunda Romanya'nın tek buzdolabı üreticisi olan Arctic SA'nın çoğunluk payını satın aldı.
- %50.97'si EBRD ve Societe General'den satın alınan Arctic SA'nın kalan hisseleri kısmı için çağrı yapılacak. Şirket'in %100'ü için verilen teklif USD20 milyon ancak gerçek satın alma maliyeti çağrı işleminin tamamlanmasından sonra kesinleşecek.
- 400 bin adet/yıl büyüklüğünde olan Romanya pazarının %45'sine hakim olan Arctic SA yabancı markaların getirdiği rekabet nedeniyle alt segmente hitap eder durumda. Şirket'in 2001 yılı cirosu 42 milyon Euro.
- Fabrika her ne kadar Arçelik tesisinin kalite seviyesinde üretim yapmaktan uzak olsa da Doğu Avrupa pazar için lojistik avantajının yanısıra işçilik maliyetleri açısından da avantaja sahip.
- Arctic satın alması da Ardutch BV üzerinde gerçekleştirildi. Ancak satın almanın finansmanı sermaye arttırımıyla sağlanan kaynaktan değil, henüz kesinleştirilmeyen farklı bir yolla yapılacak: Arçelik'in teminatıyla Arctic BV borçlanabilir ya da Arçelik'in sağlayacağı bir kaynak Ardutch'a aktarılabilir.
- Toplam bedelin USD20 milyon civarında olduğu gözönüne alındığında ikinci seçeneğin kullanılmasının Arçelik'in finansal yapısına olumsuz bir etkisi olacağını düşünmüyoruz.
- Yılsonu itibariyle Arçelik'in yurtdışı iştiraklerindeki payları Ardutch BV'ye devredilmiş ve Arçelik dışındaki hisseleri Ardutch tarafından satın alınmış olacak.
- İştiraklerin Ardutch'ın altına toplanmasıyla Şirket'in yurtdışı operasyonları daha şeffaf bir yapıda izlenebilecek, finansal performansa yansımaları ise güçlenecek. Konsolide rakamlar üzerindeki farkını 2003 yılından itibaren belirginleşeceğini düşünüyoruz.

- Arçelik'in 2002 yılsonunda USD390 milyon'u ihracattan elde edilmek üzere USD1,180 milyon net satış geliri elde edeceğini tahmin ediyoruz. Tahminimiz geçen yılın net satış gelirine oranla %21'lik artışa işaret ediyor. Projeksiyonumuza göre FVAÖK ise %64 yükselerek USD212 milyon'a ulaşacak.
- 2003 yılında ise USD500 milyon'u ihracat ve USD900 milyon'u yurtiçi satış geliri olmak üzere USD1,400 milyon net satış geliri elde edeceğini ve USD224 milyon FVAÖK'a ulaşacağını öngörüyoruz.
- Yurtiçindeki hakim pazar payının yanısıra yurtdışında genişlemesini marka satın alma yoluyla devam ettiren Arçelik uluslararası ölçekte bir üretici ve marka olma yolunda önemli adımlar attı. Bu gelişimin önümüzdeki dönemde Batı Avrupa'da devam edebileceğini düşünüyoruz.
- Arçelik'in gerek iç pazarın büyüme potansiyelinden gerek Doğu Avrupa ve Rusya'da gelişimden en olumlu faydalanacak şirketlerin başında geliyor. Tüm ana ürünlerde artan talebi karşılamaya yönelik kapasiteye sahip Şirket önemli yatırım harcaması yapmaksızın vardiya sayısını yükseltmek suretiyle üretimini arttırabilir.
- Satış ve FVAÖK büyüme projeksiyonlarımız doğrultusunda ve alım için uygun olduğunu düşündüğümüz halihazırdaki fiyatını gözönünde bulundurarak, Arçelik için daha önce "TUT" olan önerimizi "AL" olarak geliştiriyoruz.

**Tablo 1: Arçelik Piyasa Çarpanları**

	2001	2002 T	2003 T
F/S	0.98	0.74	0.62
FD/FVAÖK	7.73	4.36	4.13

*Kaynak: Strateji MD Araştırma*

FD: Firma Değeri = Piyasa Değeri + Net Borç

FVAÖK: Faiz, Vergi ve Amortisman Öncesi Kar = Esas Faaliyet Karı + Amortisman + Kıdem Tazminatı

Bu raporda yer alan tüm bilgi ve veriler güvenilir olduğuna inanılan, halka açık kaynaklardan alınmıştır. Raporda yer alan bilgilerin doğru ve eksiksiz olması amacıyla gereken tüm dikkat ve özen gösterilmiştir. Bu bilgilerin kullanılması sonucu doğabilecek sonuçlardan, bilgilerdeki eksiklik ya da yanlışlıktan Strateji Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Strateji Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur.

Bu bilgi ve verilerin amacı, profesyonel yatırımcılara enformasyon vermek olup, kişilerin yatırım kararlarını söz konusu bilgilere bağlı kalmadan verdikleri varsayılar. Bu nedenle, yayınlanan hiçbir görüş ya da düşünce bir yatırım önerisinde bulunma hedefi ya da adı geçen hisselerin alınıp satılması tavsiyesi niteliğinde değildir. Strateji Menkul Değerler A.Ş.'nin bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri, ortakları, hakkında rapor yazılan şirket ile danışmanlık niteliğinde zaman zaman doğrudan ya da dolaylı olarak birebir ilişkiye girmiş olabilir ya da herhangi bir hisse senedi işlemi gerçekleştirmiş olabilirler.

2002 Strateji Menkul Değerler A.Ş.

Tüm hakları saklıdır. Strateji Menkul Değerler'in izni alınmadan, elektronik, mekanik, fotokopi, kayıt cihazı veya başka bir yöntemle, bu yayınların bir kısmı ya da tamamının kopyası çıkarılamaz, bilgisayar sistemlerine aktarılamaz.