

ARÇELİK

Marjlar düşük bazdan toparlanıyor; beklenenden hafif net zarar çekirdek dışı kalemlerden kaynaklandı

Arçelik 4Ç25'te 1,64 milyar TL net zarar açıkladı (geçen yılın 17,62 milyar TL net zararına kıyasla belirgin iyileşme), 128,15 milyar TL ciro (y/y: -%10) ve 6,55 milyar TL FAVÖK (y/y: +%4). Cirodaki daralma, yurt içi pazarda ürün karması ve fiyatlamaya ile uluslararası pazarlarda yoğun rekabet ve zayıf talepten kaynaklandı. FAVÖK artışı ise, zayıf fiyatlamaya koşulları ve ücret enflasyonuna karşın, daha düşük hammadde maliyetleri (özellikle çelik ve plastik), sinerji kazanımları ve maliyet tasarrufları ile daha destekleyici kur paritesinden kaynaklandı.

Tahminlerle karşılaştırma: Net zarar, daha düşük finansman gideri ve yeniden yapılandırılmaya ilişkin bazı karşılık iptalleri sayesinde beklentilerden daha iyi gerçekleşti (Konsensüs: 2,16 milyar TL, AK: 2,43 milyar TL). Ciro beklentilerle genel olarak uyumlu gerçekleşti (Konsensüs: 129,32 milyar TL, AK: 124,38 milyar TL). FAVÖK konsensüsle uyumlu (6,78 milyar TL) olmakla birlikte, daha zayıf FAVÖK marjı nedeniyle tahminimizin %11 altında (7,38 milyar TL) kaldı.

Yurt içi operasyonlar: Türkiye gelirleri, hacim artışının olumsuz fiyatlamaya ve ürün karmasını dengelemesi sayesinde avro bazında yatay (+%0,2 y/y) seyretti. 4Ç25'te Arçelik, kampanya ve promosyonlarla beyaz eşya, klima ve televizyon dahil tüm ana kategorilerde pazarın üzerinde performans sergiledi.

Uluslararası operasyonlar: Uluslararası satışlar avro bazında %14,3 y/y geriledi; bunda parite etkileri, düşük hacimler ve fiyatlamaya/ürün karması etkili oldu. Yurtdışı operasyonlar içinde MENA bölgesi hacim artışıyla görece daha iyi bir performans gösterirken, diğer pazarlarda zayıf talep ve artan rekabet fiyatlamaya üzerinde baskı oluşturmaya devam etti.

FAVÖK marjı, geçen yılın düşük bazından 0,6 puan artarak %5,8'e yükseldi. İyileşme; ücret enflasyonuna karşın destekleyici hammadde fiyatları ve maliyet disiplini ile sağlandı.

Kaldıraç yüksek ama geriliyor. Tahsilat odaklı güçlü işletme sermayesi çözülmesi ve kontrollü yatırım harcamaları, 4Ç25'te 18,52 milyar TL pozitif serbest nakit akımı üretilmesini sağladı; yıl geneli +5,32 milyar TL oldu. NB/FAVÖK, bir önceki çeyrekteki 5,2x seviyesinden 4,6x'e geriledi (parasal kayıp/kazanç etkisi hariç: 3Ç25'te 4,2x'ten 3,7x'e geriledi).

2026 yönetim beklentileri: Türkiye gelirleri reel (TL) bazda yatay; uluslararası gelirler döviz bazında düşük tek haneli büyüme; düzeltilmiş FAVÖK marjı ≈%6,25-6,5; işletme sermayesi/satışlar ≈%22; yatırım harcamaları ≈250 milyon avro. Şirket tanımlı yatırım harcamalarının maddi olmayan duran varlık alımlarını içermediğini not ediyoruz.

Yorum: Zorlayıcı faaliyet ortamı, mevcut sonuçlar üzerinde baskı oluşturmaya ve önümüzdeki yıla ilişkin beklentileri bulandırmaya devam ediyor. Net kar tarafındaki olumlu sürpriz, ana faaliyet dışı kalemlerden kaynaklanıyor.

Değerleme ve Öneri: 12A HF'mizi 160 TL'ye (170 TL'den) indirirken "Endeks Üzerinde Getiri" önerimizi koruyoruz. Değerlememiz TL bazında ~5,7x FD/12A İleri FAVÖK'e işaret ediyor. Hedef fiyatımıza, kapatılan Beylikdüzü ve Çayırova tesislerindeki ~560 bin m² arsayı ~22 milyar TL (≈440 milyon avro) değerlemeyle dahil ettiğimizi; bunun hedef fiyatın ~20 TL'sine karşılık geldiğini not ediyoruz.

Finansal Özet	TMS29'a göre			AK		Piyasa (18 Kat.)	
	4Ç25	4Ç24	y/y	Tahmin	Fark	Tahmin	Fark
Net Satışlar	128,146	141,744	-10%	124,377	3%	129,320	-1%
FAVÖK	6,552	6,277	4%	7,377	-11%	6,780	-3%
FAVÖK Marjı	5.1%	4.4%	0.7 ppt	5.9%	-0.8 ppt	5.2%	-0.1 ppt
Net Kar	-1,640	-17,616	-91%	-2,429	-32%	-2,160	-24%

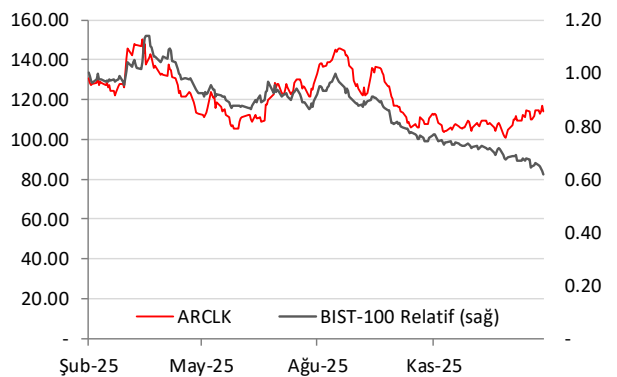
Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Endeks Üzerinde Getiri

Ömer Faruk Yüksel

omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	ARCLK TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	160.00 (önceki 170.00)			
Güncel Fiyat, TL	114.00			
Getiri Potansiyeli	40%			
Halka Açıklık Oranı	18%			
Piyasa Değeri, mn TL	77,033			
Firma Değeri, mn TL	212,914			
Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Ciro, mn TL	523,933	662,255	817,109	982,891
FAVÖK, mn TL	30,247	40,957	55,607	73,419
Net Kâr, mn TL	-8,356	1,051	5,083	10,309
Net Borç, mn TL	135,961	159,355	179,762	192,633
Net Borç/FAVÖK	4.5	3.9	3.2	2.6
FAVÖK Marjı	5.8%	6.2%	6.8%	7.5%
Net Marj	n.m.	0.2%	0.6%	1.0%
Temettü Verimi	-	-	-	-
Ciro, y/y	22.3%	26.4%	23.4%	20.3%
FAVÖK, y/y	35.7%	35.4%	35.8%	32.0%
Net Kâr, y/y	n.m.	n.m.	383.4%	102.8%
Değerleme Verisi	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	n.m.	73.3	15.2	7.5
FD/FAVÖK	7.2	5.7	4.6	3.6
FD/Ciro	0.4	0.4	0.3	0.3
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	12.3%	5.9%	-11.8%	12.9%
BİST-100 Relatif	-8.9%	-17.0%	-35.8%	-8.1%
AOİH, mn TL	530	387	364	525



Piyasa verileri 30 Ocak 2026 tarihlidir.

Tahmin Güncellemeleri							
	2025	2026T	Yeni 2027T	2028T	2026T	Eski 2027T	2028T
Özet Tahminler							
Net satışlar	523,933	662,255	817,109	982,891	665,848	821,169	989,654
y/y	+22.3%	+26.4%	+23.4%	+20.3%	+27.1%	+23.3%	+20.5%
FAVÖK	30,247	40,957	55,607	73,419	43,266	58,152	76,176
FAVÖK marjı	5.8%	6.2%	6.8%	7.5%	6.5%	7.1%	7.7%
Net kar	(8,356)	1,051	5,083	10,309	1,163	4,637	9,535
y/y	n.m.	n.m.	+383.4%	+102.8%	n.m.	+298.6%	+105.6%
Tahminlerde Değişimler							
Net satışlar		-0.5%	-0.5%	-0.7%			
FAVÖK		-5.3%	-4.4%	-3.6%			
FAVÖK marjı		-0.3pp	-0.3pp	-0.2pp			
Net kar		-9.6%	+9.6%	+8.1%			
Hedef Fiyat & Öneri							
12A HF			160			170	
Değişim			-5.9%				
Öneri			Outperform			Outperform	
Değişim			↔				
Kaynak: AK Yatırım							

Gelir Tablosu (milyon TL)	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Satış Gelirleri	141,744	129,768	136,153	129,866	128,146
Brüt Kar	38,056	37,194	38,673	37,755	37,171
Operasyonel Giderler	37,415	36,001	36,758	34,859	36,180
Faaliyet Karı	641	1,193	1,915	2,897	991
FAVÖK	6,277	6,806	7,937	8,951	6,552
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-20,049	-2,326	-4,467	-3,635	-1,304
Vergi Öncesi Kar	-19,408	-1,133	-2,552	-739	-313
Vergi Geliri / (Gideri)	-2,135	-1,188	-762	-1,702	-1,411
Vergi Sonrası Net Kar	-21,543	-2,321	-3,314	-2,440	-1,724
Azınlık Payları	-3,927	-370	-694	-295	-84
Net Kar	-17,616	-1,950	-2,621	-2,145	-1,640
Büyüme (Yıllık)	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Satış Gelirleri	19.5%	9.3%	-11.5%	-11.4%	-9.6%
Operasyonel Giderler	24.0%	19.8%	-11.2%	-8.8%	-3.3%
Faaliyet Karı	-79.2%	-77.0%	56.3%	506.7%	54.5%
FAVÖK	-9.5%	-27.4%	12.2%	38.7%	4.4%
Net Kar	-191.5%	-167.6%	-111.5%	-63.2%	-90.7%
Karlılık / Rasyo Analizi	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Brüt Kar Marjı	26.8%	28.7%	28.4%	29.1%	29.0%
Operasyonel Gider Marjı	26.4%	27.7%	27.0%	26.8%	28.2%
Faaliyet Kar Marjı	0.5%	0.9%	1.4%	2.2%	0.8%
FAVÖK Marjı	4.4%	5.2%	5.8%	6.9%	5.1%
Efektif Vergi Oranı	-11.0%	-104.8%	-29.9%	-230.4%	-451.4%
Net Kar Marjı	-12.4%	-1.5%	-1.9%	-1.7%	-1.3%
Parasal Kazanç (Kayıp)	3.4%	4.0%	2.8%	3.0%	1.6%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	26.3%	-8.9%	-5.4%	13.1%	19.8%
Serbest Nakit Akımı Marjı	18.4%	-12.2%	-8.3%	10.7%	14.4%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	594%	-169%	-93%	191%	388%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	7.7%	3.0%	3.0%	2.4%	5.4%
İşletme Serm. Değişim / Satış Gelirleri	23.5%	-12.5%	-13.2%	7.3%	20.2%
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	37,263	-11,486	-7,365	17,070	25,395
Düzeltilme Öncesi Kar	-21,543	-2,321	-3,314	-2,440	-1,724
Amortisman ve İtfa Payları	5,636	5,614	6,022	6,054	5,561
İşletme Sermayesindeki Değişim	33,319	-16,248	-18,023	9,431	25,866
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	19,852	1,470	7,950	4,025	-4,309
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-11,169	-4,386	-3,887	-3,142	-6,881
Sabit Sermaye Yatırımları	-10,968	-3,866	-4,023	-3,136	-6,882
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-200	-520	135	-5	1
Serbest Nakit Akımı	26,094	-15,872	-11,252	13,929	18,515
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-1,236	2,893	25,530	-4,348	5,216
Finansal Borçlardaki Değişim	9,413	11,143	34,833	7,950	8,061
Temettü	-281	-16	-217	-213	-574
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-10,368	-8,234	-9,086	-12,086	-2,271
Çevrim Farkları	-5,378	1,054	2,156	518	838
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	19,481	-11,924	16,434	10,098	24,569

Bilanço (milyon TL)	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Dönen Varlıklar	300,354	309,548	340,061	324,385	330,747
Nakit ve Nakit Benzerleri	66,514	52,169	67,396	74,552	97,829
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0
Ticari Alacaklar	121,634	134,210	147,014	130,787	116,613
Stoklar	93,880	105,206	103,865	96,657	89,980
Diğer Dönen Varlıklar	18,325	17,963	21,786	22,389	26,325
Duran Varlıklar	220,239	222,902	224,026	216,364	212,785
Finansal Yatırımlar	308	295	288	321	272
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	3,269	3,587	3,539	3,419	3,283
Maddi Duran Varlıklar	118,871	119,022	118,346	113,991	112,152
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	58,719	59,106	60,009	59,110	61,071
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	0	0	0	0	0
Diğer Duran Varlıklar	39,073	40,891	41,845	39,522	36,007
Toplam Varlıklar	520,593	532,449	564,087	540,749	543,532
Kısa Vadeli Yükümlülükler	289,583	307,828	354,206	340,514	340,656
Finansal Borçlar	81,502	94,230	145,870	148,588	147,949
Ticari Borçlar	134,020	141,748	138,004	123,938	130,363
Ertelenmiş Gelirler	0	0	0	0	0
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	74,060	71,850	70,332	67,988	62,344
Uzun Vadeli Yükümlülükler	132,758	129,854	125,504	122,938	126,971
Finansal Borçlar	99,185	94,342	84,263	82,739	87,950
Ertelenmiş Gelirler	0	0	0	0	0
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	6,130	6,441	6,634	6,571	6,443
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	27,442	29,072	34,608	33,627	32,579
Özkaynaklar	98,252	94,767	84,377	77,297	75,905
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	87,921	84,716	77,389	71,087	70,391
Azınlık Payları	10,331	10,051	6,988	6,211	5,515
Toplam Kaynaklar	520,593	532,449	564,087	540,749	543,532
Yatırım Sermayesi	245,998	266,683	288,355	274,271	252,996
Toplam Borç	180,688	188,572	230,133	231,327	235,898
Net İşletme Sermayesi (NİS)	81,495	97,668	112,875	103,506	76,230
NİS / S12A Satışlar	14.5%	17.1%	20.4%	19.3%	14.5%
Net Borç (NB)	114,174	136,403	162,737	156,776	138,069
NB / S12A FAVÖK	3.9	5.1	5.9	5.2	4.6
NB / Özkaynaklar	1.2	1.4	1.9	2.0	1.8
Kısa Vadeli Net Borç (KV NB)	14,988	42,061	78,474	74,036	50,120
KV ND / S12A FAVÖK	0.5	1.6	2.9	2.5	1.7
YPP (Türev Korunma Dahil)	-15,199	-29,003	-51,145	-20,562	-13,352

Nakit Akım Köprüsü (milyon TL)	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Net Satışlar	141,744	129,768	136,153	129,866	128,146
SMM	-103,687	-92,575	-97,480	-92,110	-90,975
Brüt Kâr	38,056	37,194	38,673	37,755	37,171
marj	26.8%	28.7%	28.4%	29.1%	29.0%
Operasyonel Giderler	-37,415	-36,001	-36,758	-34,859	-36,180
marj	26.4%	27.7%	27.0%	26.8%	28.2%
Diğer düzeltmeler	-	-	0	-0	-
FVÖK	641	1,193	1,915	2,897	991
marj	0.5%	0.9%	1.4%	2.2%	0.8%
Amortisman	5,636	5,614	6,022	6,054	5,561
FAVÖK	6,277	6,806	7,937	8,951	6,552
marj	4.4%	5.2%	5.8%	6.9%	5.1%
Ödenen vergi	-392	-114	-380	-1,242	609
Δ NİS	33,319	-16,248	-18,023	9,431	25,866
... Nakit dönüşüm gün sayısı	55	52	61	67	54
... Δ Alacaklar	27,395	-12,969	-12,752	16,077	14,143
... Tahsil gün sayısı	87	90	94	98	88
... Δ Stoklar	19,345	-11,400	1,223	7,298	6,469
... Devir gün sayısı	91	98	98	99	94
.. Δ Borçlar	-12,422	8,176	-4,792	-13,800	6,369
... Ödeme gün sayısı	123	136	131	130	128
... Δ Diğer İS	-1,000	-55	-1,703	-144	-1,115
Diğer OpNA	-1,940	-1,930	3,101	-70	-7,632
ONA	37,263	-11,486	-7,365	17,070	25,395
marj	26.3%	-8.9%	-5.4%	13.1%	19.8%
Yatırım Harcaması	-10,968	-3,866	-4,023	-3,136	-6,882
marj	7.7%	3.0%	3.0%	2.4%	5.4%
Diğer YatNA	-200	-520	135	-5	1
SNA	26,094	-15,872	-11,252	13,929	18,515
marj	18.4%	-12.2%	-8.3%	10.7%	14.4%
Ödenen temettü	-281	-16	-217	-213	-574
Geri alınan payların satışı	-	-	164	0	5,180
Diğer Çeşitli	-6,995	-6,342	-15,029	-7,755	-4,414
Δ Net Nakit	18,818	-22,229	-26,334	5,961	18,706

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.