

ARÇELİK

Nötr

Tek seferlik gelir vergi öncesi zararı perdeledi; şirket tam yıl hasılat beklentisini düşürdü.

Arçelik 2Ç26'da 141.324 milyon TL gelir (y/y -%11,9), 5.863 milyon TL FAVÖK (y/y -%37,3) ve %4,1 FAVÖK marjı (y/y -1,7 puan) ile 3.438 milyon TL net kâr açıkladı (geçen yılın aynı döneminde 3.086 milyon TL net zarar). Gelirler, zayıf talep, olumsuz fiyat ve ürün kırılımı ile uluslararası pazarlardaki yoğun rekabetin etkisiyle y/y %11,9 geriledi. Brüt marj y/y 0,9 puan artışla %29,3'e yükseldi — son dönemdeki fiyat artışları öncesinde sağlanan tedarik tasarrufları ve erken imzalanan uzun vadeli hammadde anlaşmaları ile EUR/USD paritesindeki olumlu seyir, fiyat baskısını telafi etti. Raporlanan FAVÖK marjı, faaliyet gideri baskısı ve tek seferlik giderlerin 93 milyon TL'den 1.552 milyon TL'ye yükselmesiyle y/y 1,7 puan azalarak %4,1'e indi; düzeltilmiş bazda daralma 0,7 puanla sınırlı kaldı ve marj %5,2 oldu. Whirlpool ile imzalanan sadeleştirme anlaşmaları kapsamında koşullu yükümlülüklerin iptalinden kaynaklanan 6.662 milyon TL tutarındaki katkı, kârı pozitif bölgeye taşıdı. Bu kalemler hariç tutulduğunda, raporlanan 3.348 milyon TL vergi öncesi kârın 3.314 milyon TL vergi öncesi zarara döneceğini hesaplıyoruz.

Tahminlerle karşılaştırma: Gelir ve FAVÖK beklentileri büyük ölçüde uyumlu gerçekleşti. Net kâr ise hem bizim tahminimizin (2.660 milyon TL) hem de piyasa beklentisinin (2.547 milyon TL) üzerinde geldi. Kendi tahminimize kıyasla yaklaşık 778 milyon TL'lik sapma, büyük ölçüde beklentimizin altında kalan vergi giderinden kaynaklandı.

Net işletme sermayesi mevsimselliğiyle yüksek kaldıraç: Mevsimsel işletme sermayesi birikimi, 1Y26'da 18.139 milyon TL negatif serbest nakit akışına yol açtı. Düzeltilmiş Net Borç, 2025 sonundaki 138.069 milyon TL'den 187.468 milyon TL'ye yükseldi. Düzeltilmiş Net Borç/Düzeltilmiş FAVÖK oranı 4,50x'ten 5,22x'e çıktı. Parasal kayıp kazanca göre düzeltilmiş metriğe göre kaldıraç 4,40x seviyesinde gerçekleşti (2025 sonu: 3,74x). Yatırım harcamalarının satışlara oranı 1Y25'teki %3,0 seviyesinden 1Y26'da %2,2'ye geriledi.

Yönetim 2026 hasılat beklentisini aşağı çekti: Türkiye gelirleri için beklenti artık reel TL bazında tek haneli daralma (önceki: yataya yakın; 1Y26: %8,8 daralma), uluslararası gelirler için ise döviz bazında tek haneli daralma (önceki: yataya yakın; 1Y26: %7,9 daralma) yönünde. Kârlılık ve nakit hedefleri değiştirilmedi: düzeltilmiş FAVÖK marjı %6,25-6,50 (1Y26: %5,9), Net İşletme Sermayesi/Satışlar oranı yaklaşık %22 (1Y26: %21,9) ve yatırım harcamaları yaklaşık 250 milyon EUR. Arçelik-Hitachi'deki payların satışı düzenleyicilerden onay bekliyor ve 12 aya kadar sürebileceği belirtiliyor; bu aşamada beklentilere herhangi bir etkisi yansıtılmadı.

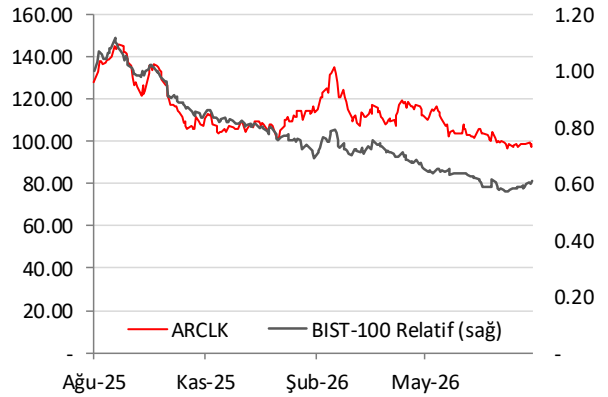
Yorum: Zorlu faaliyet ortamı mevcut sonuçlar üzerinde baskı oluşturmayı sürdürüyor; gelir beklentisindeki aşağı yönlü revizyon da yıl geneline ilişkin öngörülerini sınırlıyor. Net kârdaki beklenti üstü performans, operasyonel performanstan ziyade beklenenden düşük vergi giderini yansıtıyor.

Değerleme ve tavsiye: Modelimizi, risksiz faiz oranı varsayımımızdaki 200 baz puanlık artışı (%25'e), güncel makro tahminlerimizi, revize finansal projeksiyonlarımızı ve bir çeyrek ileri taşımayı yansıtacak şekilde güncelledik. 12 aylık hedef fiyatımızı 156 TL'den 133 TL'ye indiriyor ve tavsiyemizi Endeks Üzerinde Getiri'den Nötr'e çekiyoruz. Hedef fiyatımızın, kapatılan Beylikdüzü ve Tuzla tesislerindeki yaklaşık 699 bin m²'lik alanlar için yaklaşık 13 milyar TL arsa değeri içerdiğini hatırlatırız (önceki: yaklaşık 22 milyar TL; daha düşük geliştirme değeri tahmini nedeniyle). Hacimlerde dönüş ve değişmeyen kârlılık beklentisinin ima ettiği 2Y26 marj patikasının teyit edilmesi halinde Nötr tavsiyemizi yeniden değerlendirebiliriz.

Finansal Özet	TMS-29				AK		Piyasa		
	2Ç26	2Ç25	y/y	1Ç26	ç/ç	Tahmin	Fark	Tahmin	Fark
Net Satışlar	141,324	160,332	-11.9%	139,409	1.4%	141,933	0%	141,835	0%
FAVÖK	5,863	9,347	-37.3%	8,290	-29.3%	5,991	-2%	6,000	-2%
FAVÖK Marjı	4.1%	5.8%	-1.7 ppt	5.9%	-1.8 ppt	4.2%	-0.1 ppt	4.2%	-0.1 ppt
Net Kar	3,438	-3,086	-211.4%	-1,944	-276.8%	2,660	29%	2,547	35%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Bloomberg Kodu	ARCLK TI			
Tavsiye	Nötr (önceki Endeks Üz. Getiri)			
Hedef Fiyat, TL	133.00			
Güncel Fiyat, TL	98.35			
Getiri Potansiyeli	35%			
Halka Açıklık Oranı	18%			
Piyasa Değeri, mn TL	66,458			
Firma Değeri, mn TL	234,172			
Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	523,933	632,165	803,937	1,006,666
FAVÖK, mn TL	30,247	37,958	53,150	72,127
Net Kâr, mn TL	-8,356	-1,675	5,708	11,483
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	138,069	168,733	204,367	237,787
Net Borç/FAVÖK	4.6	4.4	3.8	3.3
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	5.8%	6.0%	6.6%	7.2%
Net Marj	n.m.	n.m.	0.7%	1.1%
Temettü Verimi	-	-	-	-
Büyüme				
Ciro, y/y	22.3%	20.7%	27.2%	25.2%
FAVÖK, y/y	35.7%	25.5%	40.0%	35.7%
Net Kâr, y/y	n.m.	-80.0%	n.m.	101.2%
Değerleme Verisi	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	n.m.	n.m.	11.6	5.8
FD/FAVÖK	7.7	6.5	5.3	4.4
FD/Ciro	0.4	0.4	0.4	0.3
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-3.2%	-12.4%	-19.1%	-2.6%
BİST-100 Relatif	1.7%	-7.2%	-37.2%	-18.8%
AOİH, mn TL	148	199	340	322



Piyasa verileri 29 Temmuz 2026 tarihli dir.

Tahmin Güncellemeleri							
	2025	2026T	Yeni 2027T	2028T	2026T	Eski 2027T	2028T
Özet Tahminler							
Net satışlar	523,933	632,165	803,937	1,006,666	646,936	802,932	966,042
y/y	+22.3%	+20.7%	+27.2%	+25.2%	+23.5%	+24.1%	+20.3%
FAVÖK	30,247	37,958	53,150	72,127	39,788	54,986	72,350
FAVÖK marjı	5.8%	6.0%	6.6%	7.2%	6.2%	6.8%	7.5%
Net kar	(8,356)	(1,675)	5,708	11,483	(5,063)	5,257	11,514
y/y	n.m.	-80.0%	n.m.	+101.2%	-39.4%	n.m.	+119.0%
Tahminlerde Değişimler							
Net satışlar		-2.3%	+0.1%	+4.2%			
FAVÖK		-4.6%	-3.3%	-0.3%			
FAVÖK marjı		-0.1pp	-0.2pp	-0.3pp			
Net kar		-66.9%	+8.6%	-0.3%			
Hedef Fiyat & Öneri							
12A HF			133			156	
Değişim			-14.7%				
Öneri			Nötr			Endeks Üzerinde Getiri	
Değişim			↓				
Kaynak: AK Yatırım							

Gelir Tablosu (milyon TL)	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
Satış Gelirleri	160,332	152,928	150,903	139,409	141,324
Brüt Kar	45,541	44,460	43,772	41,545	41,476
Operasyonel Giderler	43,286	41,049	42,605	39,275	40,466
Faaliyet Karı	2,255	3,411	1,167	2,270	1,009
FAVÖK	9,347	10,540	7,716	8,290	5,863
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	(5,260)	(4,281)	(1,535)	(1,948)	2,338
Vergi Öncesi Kar	(3,005)	(870)	(368)	322	3,348
Vergi Geliri / (Gideri)	(898)	(2,004)	(1,662)	(2,692)	(534)
Vergi Sonrası Net Kar	(3,903)	(2,874)	(2,030)	(2,370)	2,813
Azınlık Payları	(817)	(348)	(99)	(425)	(624)
Net Kar	(3,086)	(2,526)	(1,931)	(1,944)	3,438
Büyüme (Yıllık)	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
Satış Gelirleri	-11.5%	-11.4%	-9.6%	-8.8%	-11.9%
Operasyonel Giderler	-11.2%	-8.8%	-3.3%	-7.4%	-6.5%
Faaliyet Karı	56.3%	506.7%	54.5%	61.6%	-55.2%
FAVÖK	12.2%	38.7%	4.4%	3.4%	-37.3%
Net Kar	-111.5%	-63.2%	-90.7%	-15.4%	-211.4%
Karlılık / Rasyo Analizi	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
Brüt Kar Marjı	28.4%	29.1%	29.0%	29.8%	29.3%
Operasyonel Gider Marjı	27.0%	26.8%	28.2%	28.2%	28.6%
Faaliyet Kar Marjı	1.4%	2.2%	0.8%	1.6%	0.7%
FAVÖK Marjı	5.8%	6.9%	5.1%	5.9%	4.1%
Efektif Vergi Oranı	-29.9%	-230.4%	-451.4%	835.5%	16.0%
Net Kar Marjı	-1.9%	-1.7%	-1.3%	-1.4%	2.4%
Parasal Kazanç (Kayıp)	2.8%	3.0%	1.6%	4.7%	3.2%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	-5.4%	13.1%	19.8%	-12.6%	4.0%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-8.3%	10.7%	14.4%	-15.0%	1.7%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	-92.8%	190.7%	387.6%	-212.1%	96.1%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	3.0%	2.4%	5.4%	2.1%	2.3%
İşletme Serm. Değişim / Satış Gelirleri	-12.6%	5.4%	20.2%	-13.9%	0.7%
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	(8,673)	20,102	29,905	(17,581)	5,631
Düzeltilme Öncesi Kar	(3,903)	(2,874)	(2,030)	(2,370)	2,813
Amortisman ve İtfa Payları	7,092	7,129	6,549	6,021	4,854
İşletme Sermayesindeki Değişim	(20,225)	8,324	30,460	(19,347)	1,034
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	8,363	7,522	(5,074)	(1,885)	(3,070)
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	(4,578)	(3,699)	(8,103)	(3,281)	(3,193)
Sabit Sermaye Yatırımları	(4,737)	(3,693)	(8,104)	(2,993)	(3,196)
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	159	(6)	1	(287)	3
Serbest Nakit Akımı	(13,250)	16,402	21,802	(20,861)	2,438
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	30,064	(5,120)	6,142	1,614	(13,053)
Finansal Borçlardaki Değişim	41,019	9,362	9,493	10,517	(1,648)
Temettü	(255)	(251)	(676)	—	(534)
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	(10,700)	(14,232)	(2,674)	(8,903)	(10,871)
Çevrim Farkları	2,539	610	987	(5,227)	(266)
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	19,353	11,891	28,932	(24,474)	(10,881)

Bilanço (milyon TL)	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
Dönen Varlıklar	400,450	381,991	389,482	362,453	374,623
Nakit ve Nakit Benzerleri	79,365	87,791	115,202	85,035	64,288
Finansal Yatırımlar	–	–	–	–	–
Ticari Alacaklar	173,121	154,013	137,322	143,731	143,508
Stoklar	122,309	113,822	105,959	105,275	104,593
Diğer Dönen Varlıklar	25,655	26,365	30,999	28,412	62,235
Duran Varlıklar	263,810	254,787	250,572	238,755	220,621
Finansal Yatırımlar	339	378	320	302	289
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	4,167	4,026	3,866	4,386	2,218
Maddi Duran Varlıklar	139,363	134,234	132,069	125,444	120,036
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	70,665	69,607	71,916	69,202	58,779
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	–	–	–	–	–
Diğer Duran Varlıklar	49,276	46,541	42,402	39,421	39,300
Toplam Varlıklar	664,260	636,778	640,055	601,208	595,244
Kısa Vadeli Yükümlülükler	417,107	400,984	401,151	379,349	376,417
Finansal Borçlar	171,774	174,975	174,222	170,984	150,519
Ticari Borçlar	162,511	145,947	153,514	144,997	154,551
Ertelenmiş Gelirler	–	–	–	–	–
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	82,822	80,062	73,415	63,369	71,348
Uzun Vadeli Yükümlülükler	147,792	144,770	149,519	138,006	137,278
Finansal Borçlar	99,227	97,433	103,568	95,741	107,423
Ertelenmiş Gelirler	–	–	–	–	–
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	7,812	7,738	7,587	7,346	5,304
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	40,753	39,599	38,364	34,920	24,551
Özkaynaklar	99,361	91,024	89,385	83,853	81,549
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	91,132	83,711	82,891	78,457	77,744
Azınlık Payları	8,229	7,313	6,494	5,396	3,804
Toplam Kaynaklar	664,260	636,778	640,055	601,208	595,244
Yatırım Sermayesi	339,562	322,978	297,924	307,808	305,058
Toplam Borç	271,001	272,408	277,790	266,725	257,942
Net İşletme Sermayesi (NİS)	132,919	121,888	89,767	104,010	93,550
NİS / S12A Satışlar	20.4%	19.3%	14.5%	17.2%	16.0%
Net Borç (NB)	191,636	184,617	162,588	181,690	193,654
NB / S12A FAVÖK	5.9	5.2	4.6	5.1	6.0
NB / Özkaynaklar	1.9	2.0	1.8	2.2	2.4
Kısa Vadeli Net Borç (KV NB)	92,409	87,184	59,020	85,949	86,231
KV ND / S12A FAVÖK	2.9	2.5	1.7	2.4	2.7
YPP (Türev Korunma Dahil)	(60,228)	(24,214)	(15,723)	(19,477)	(17,494)

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.