

## ARÇELİK

## Olağandışı gelirler beklenti üstü net kar getirdi

Arçelik'in 4Ç24 net karı yıllık bazda %52 düşüşle 7 milyar TL (Kons.: -1,3 milyar TL) olarak gerçekleşti. Net satışlar yıllık bazda %19 artışla 108 milyar TL (Kons.: 110 milyar TL) oldu. FAVÖK yıllık bazda %9 düşüşle 4,8 milyar TL (Kons.: 5,5 milyar TL) olarak gerçekleşti. Daha düşük net satışlar ve daha zayıf operasyonel karlılık FAVÖK'te %13 seviyesinde aşağı yönlü sapmaya neden oldu. 7,1 milyar TL'lik parasal kazanç ve birleşme işlemlerinden elde edilen 17 milyar TL'lik pazarlıklı satın alım kazancı, 10,9 milyar TL'lik yeniden yapılandırma giderlerine karşın net karda piyasa beklentisinin aşılmasını sağladı.

**Önemli pazarlarda değişken hacim değişimleri.** 4Ç24 net satışlar yıllık %19 artışla 108 milyar TL (Kons.: 110 milyar TL) olarak gerçekleşirken, 2024 net satışları yıllık %15 artışla 429 milyar TL oldu. Uluslararası satışlar yıllık bazda %32 artarken, Türkiye'deki satışlar %5 azaldı. Türkiye 4Ç24 net satışlarının %27'sini (4Ç23: %34) oluştururken, 2024 yılı için bu oran %32 (2023: %37) olarak gerçekleşti. Avrupa, 4Ç24 net satışlarının yaklaşık %56'sını oluştururken (4Ç23: %42), 2024 yılı için %49'a ulaştı (2023: %39).

**Zayıf FAVÖK marjı çeşitli faktörlerden kaynaklandı.** 4Ç24 FAVÖK marjı yıllık 142 baz puan düşüşle %4,4 (Kons.: %5) olurken, 2024 FAVÖK marjı yıllık 270 baz puan düşüşle %5,2 oldu. 4Ç24 brüt kar marjı rekabetçi fiyatlandırma ortamı, EUR/USD kuru ve yüksek üretim maliyetleri nedeniyle 119 baz puan düşerek %26,8 olurken, 4Ç24 faaliyet giderleri marjındaki 96 baz puanlık artış daha zayıf bir operasyonel karlılığa yol açtı. Yılın tamamında brüt kar marjı 176 baz puan azalırken, faaliyet giderleri marjı 142 baz puan arttı.

**Net borç 87 milyar TL, kaldıraç oranı ise 3,9x (3Ç24: 4,5x) olarak gerçekleşti.** Şirket tanımlı 4Ç24 kaldıraç oranı olan 3,8x, şirket tanımlı metriklerdeki hafif farklar nedeniyle TFRS rakamlarına dayanan hesaplamamızdan biraz daha düşük raporlandı. Borcun para birimi dağılımı %41 Avro, %24 TL ve %21 ABD Doları şeklindedir.

**2025 için yönetim beklentileri:** Arçelik (i) Türkiye'de reel olarak yatay net satışlar (TL bazında) ve uluslararası satışlarda yaklaşık %15 büyüme (döviz bazında), (ii) ~%6,5 FAVÖK marjı, (iii) ~300 milyon Avro yatırım harcaması ve (iv) %20'nin altında bir İşletme Sermayesi/Satış oranı hedefliyor.

**Yorum:** 2025 görünümüne ilişkin olarak (i) yeniden yapılandırma maliyetlerinin büyük ölçüde 2024 sonu itibarıyla finansallara yansıtıldığını, (ii) ikinci yarıyılın yıllık büyüme açısından daha olumlu olacağını ve (iii) kaldıraç azaltma ve operasyonel iyileştirmelerin odaktaki ana maddeler olacağını düşünüyoruz. Modelimizi en son varsayımlarımızla güncelledik, tahminlerimizi şirket rehberliğine paralel olarak revize ettik ve iskonto dönemimizi bir çeyrek ileri taşıdık. Tavsiyemizi "Endeks Üzerinde Getiri" olarak korurken, 12A HF değerimizi 199 TL'ye (224 TL'den) revize ediyoruz. Hisse şu anda 5,4x'lik 2025T FD/FAVÖK çarpanıyla küresel benzerlerine göre %35 iskontolu işlem görüyor.

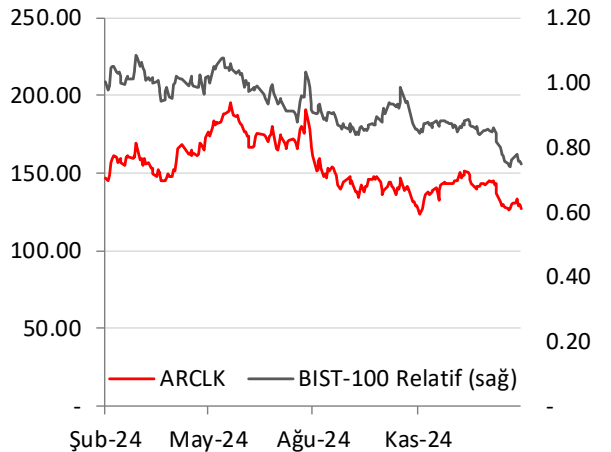
Finansal Özet	TMS29'a göre			TMS29'a göre		
	3Ç24	3Ç23	y/y	9A24	9A23	y/y
Net Satışlar	108,290	90,630	19%	428,548	371,203	15%
FAVÖK	4,796	5,297	-9%	22,297	29,354	-24%
FAVÖK Marjı	4.4%	5.8%	-142 bps	5.2%	7.9%	-270 bps
Net Kar	7,009	14,703	-52%	1,689	19,505	-91%

“ Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

## Endeks Üzerinde Getiri

Analistler: Ömer Faruk Yüksel  
omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	ARCLK TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	199.00			
Güncel Fiyat, TL	127.00			
Getiri Potansiyeli	57%			
Halka Açıklık Oranı	15%			
Piyasa Değeri, mn TL	85,817			
Firma Değeri, mn TL	172,190			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	428,548	587,994	685,499	783,974
FAVÖK, mn TL	22,297	38,220	47,985	58,798
Net Kâr, mn TL	1,689	5,101	9,729	14,571
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	87,227	122,748	127,603	118,838
Net Borç/FAVÖK	3.9	3.2	2.7	2.0
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	5.2%	6.5%	7.0%	7.5%
Net Marj	0.4%	0.9%	1.4%	1.9%
Temettü Verimi	-	-	1.5%	2.8%
Büyüme				
Ciro, y/y	66.7%	37.2%	16.6%	14.4%
FAVÖK, y/y	9.7%	71.4%	25.6%	22.5%
Net Kâr, y/y	-78.0%	202.0%	90.7%	49.8%
Değerleme Verisi				
F/K	61.5	16.8	8.8	5.9
FD/FAVÖK	8.5	5.4	4.4	3.5
FD/Ciro	0.4	0.4	0.3	0.3
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	-10.6%	-1.2%	-10.3%	-10.6%
BİST-100 Relatif	-12.1%	-12.4%	-23.8%	-12.1%
AOİH, mn TL	361	298	485	361



Piyasa verileri 31 Ocak 2025 tarihlidir.

Gelir Tablosu (milyon TL)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2022	2023	2024
<b>Satış Gelirleri</b>	<b>90,630</b>	<b>90,677</b>	<b>117,583</b>	<b>111,999</b>	<b>108,290</b>	<b>371,302</b>	<b>371,203</b>	<b>428,548</b>
<b>Satışların Maliyeti</b>	65,220	63,765	85,038	82,427	79,216	272,156	262,373	310,446
<b>Brüt Kar</b>	<b>25,410</b>	<b>26,911</b>	<b>32,545</b>	<b>29,571</b>	<b>29,075</b>	<b>99,146</b>	<b>108,830</b>	<b>118,102</b>
Operasyonel Giderler	23,057	22,954	31,609	29,207	28,585	87,368	92,059	112,355
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>2,353</b>	<b>3,957</b>	<b>936</b>	<b>365</b>	<b>490</b>	<b>11,778</b>	<b>16,771</b>	<b>5,747</b>
Amortisman ve İtfa Payları	2,944	3,210	4,470	4,565	4,306	11,641	12,583	16,550
<b>FAVÖK</b>	<b>5,297</b>	<b>7,166</b>	<b>5,406</b>	<b>4,929</b>	<b>4,796</b>	<b>23,419</b>	<b>29,354</b>	<b>22,297</b>
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	6,811	-2,350	-2,731	-7,427	5,150	-1,326	2,000	-7,358
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>9,163</b>	<b>1,607</b>	<b>-1,795</b>	<b>-7,062</b>	<b>5,640</b>	<b>10,452</b>	<b>18,771</b>	<b>-1,610</b>
Vergi Geliri / (Gideri)	5,780	-931	863	1,103	-1,631	-333	1,786	-597
<b>Vergi Sonrası Net Kar</b>	<b>14,943</b>	<b>676</b>	<b>-932</b>	<b>-5,960</b>	<b>4,009</b>	<b>10,118</b>	<b>20,557</b>	<b>-2,207</b>
Azınlık Payları	240	180	-432	-644	-3,000	1,043	1,051	-3,896
<b>Net Kar</b>	<b>14,703</b>	<b>496</b>	<b>-500</b>	<b>-5,315</b>	<b>7,009</b>	<b>9,075</b>	<b>19,505</b>	<b>1,689</b>
<b>Büyüme (Yıllık)</b>	<b>4Q23</b>	<b>1Q24</b>	<b>2Q24</b>	<b>3Q24</b>	<b>4Q24</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
Satış Gelirleri		4.8%	23.0%	20.9%	19.5%		0.0%	15.4%
Operasyonel Giderler		5.2%	36.6%	29.0%	24.0%		5.4%	22.0%
Faaliyet Karı		28.2%	-85.7%	-91.9%	-79.2%		42.4%	-65.7%
FAVÖK		13.4%	-44.8%	-5.3%	-9.5%		25.3%	-24.0%
Net Kar		-69.4%	-126.9%	-527.0%	-52.3%		114.9%	-91.3%
				1.9%	1.3%			
<b>Karlılık / Rasyo Analizi</b>	<b>4Q23</b>	<b>1Q24</b>	<b>2Q24</b>	<b>3Q24</b>	<b>4Q24</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
Brüt Kar Marjı	28.0%	29.7%	27.7%	26.4%	26.8%	26.7%	29.3%	27.6%
Operasyonel Gider Marjı	25.4%	25.3%	26.9%	26.1%	26.4%	23.5%	24.8%	26.2%
Faaliyet Kar Marjı	2.6%	4.4%	0.8%	0.3%	0.5%	3.2%	4.5%	1.3%
FAVÖK Marjı	5.84%	7.9%	4.6%	4.4%	4.4%	6.31%	7.91%	5.20%
Efektif Vergi Oranı	-63.1%	58.0%	48.1%	15.6%	28.9%	3.2%	-9.5%	-37.1%
Net Kar Marjı	16.2%	0.5%	-0.4%	-4.7%	6.5%	2.4%	5.3%	0.4%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	-12.3%	-6.9%	-3.6%	-1.4%	24.3%	-1.1%	-0.1%	3.4%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-19.7%	-11.4%	-1.1%	-6.1%	16.7%	-4.2%	-5.4%	-0.1%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	-210%	-87%	-77%	-31%	549%	-18%	-2%	65%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	7.7%	4.0%	4.9%	4.8%	7.7%	3.8%	4.7%	5.4%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	-2.2%	2.7%	-7.9%	-8.1%	22.6%	1.1%	-2.9%	2.0%

<b>Nakit Akım Tablosu (milyon TL)</b>	<b>4Q23</b>	<b>1Q24</b>	<b>2Q24</b>	<b>3Q24</b>	<b>4Q24</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
<b>İşletme Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>-11,135</b>	<b>-6,235</b>	<b>-4,177</b>	<b>-1,537</b>	<b>26,339</b>	<b>-4,183</b>	<b>-481</b>	<b>14,390</b>
Düzeltilme Öncesi Kar	14,943	676	-932	-5,960	4,009	10,118	20,557	-2,207
Amortisman ve İtfa Payları	2,944	3,210	4,470	4,565	4,306	11,641	12,583	16,550
İşletme Sermayesindeki Değişim	-2,033	2,422	-9,323	-9,123	24,488	3,950	-10,634	8,463
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-26,989	-12,543	1,609	8,981	-6,463	-29,892	-22,986	-8,416
<b>Yatırım Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>-6,676</b>	<b>-4,079</b>	<b>2,891</b>	<b>-5,264</b>	<b>-8,267</b>	<b>-11,254</b>	<b>-19,433</b>	<b>-14,719</b>
Sabit Sermaye Yatırımları	-6,945	-3,626	-5,787	-5,328	-8,380	-14,220	-17,600	-23,121
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	269	-453	8,679	64	113	2,966	-1,833	8,403
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>-17,810</b>	<b>-10,314</b>	<b>-1,285</b>	<b>-6,801</b>	<b>18,072</b>	<b>-15,437</b>	<b>-19,914</b>	<b>-329</b>
<b>Finansman Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>24,390</b>	<b>1,589</b>	<b>-3,474</b>	<b>3,063</b>	<b>-120</b>	<b>10,965</b>	<b>42,584</b>	<b>1,058</b>
Finansal Borçlardaki Değişim	25,407	5,058	1,919	10,502	8,014	34,417	53,224	25,493
Temettü	-270	0	-686	-228	-215	-5,280	-4,662	-1,128
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-747	-3,469	-4,707	-7,212	-7,919	-18,173	-5,978	-23,307
Çevrim Farkları	4,019	-3,231	5,809	-10,679	-3,069	136	5,230	-11,170
<b>Nakit ve Benzerlerindeki Değişim</b>	<b>10,599</b>	<b>-11,956</b>	<b>1,050</b>	<b>-14,417</b>	<b>14,883</b>	<b>-4,336</b>	<b>27,901</b>	<b>-10,440</b>

<b>Bilanço (milyon TL)</b>	<b>4Q23</b>	<b>1Q24</b>	<b>2Q24</b>	<b>3Q24</b>	<b>4Q24</b>
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>247,353</b>	<b>226,958</b>	<b>279,875</b>	<b>254,116</b>	<b>229,466</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	70,445	58,473	52,384	36,461	50,816
Ticari Alacaklar	96,041	91,697	120,702	113,852	92,927
Stoklar	68,506	65,028	88,230	86,664	71,723
Diğer Dönen Varlıklar	12,360	11,760	18,558	17,140	14,000
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>125,344</b>	<b>123,807</b>	<b>174,729</b>	<b>176,353</b>	<b>168,260</b>
Finansal Yatırımlar	205	183	190	194	235
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	2,102	2,631	2,488	2,500	2,497
Maddi Duran Varlıklar	64,380	63,180	92,687	92,654	90,816
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	39,226	38,499	48,107	47,867	44,860
Diğer Duran Varlıklar	19,431	19,313	31,257	33,137	29,851
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>372,696</b>	<b>350,765</b>	<b>454,603</b>	<b>430,469</b>	<b>397,726</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>198,956</b>	<b>183,385</b>	<b>252,568</b>	<b>225,636</b>	<b>221,237</b>
Finansal Borçlar	82,943	72,205	75,919	61,541	62,267
Ticari Borçlar	78,260	77,682	125,819	111,843	102,390
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	37,752	33,499	50,831	52,252	56,581
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>87,744</b>	<b>83,747</b>	<b>93,863</b>	<b>106,794</b>	<b>101,425</b>
Finansal Borçlar	64,192	61,761	64,433	76,524	75,776
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	23,552	21,986	29,430	30,269	25,649
<b>Özkaynaklar</b>	<b>85,997</b>	<b>83,633</b>	<b>108,172</b>	<b>98,039</b>	<b>75,064</b>
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	81,233	74,027	89,176	80,002	67,171
Azınlık Payları	4,763	9,606	18,996	18,038	7,893
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>372,696</b>	<b>350,765</b>	<b>454,603</b>	<b>430,469</b>	<b>397,726</b>
Yatırım Sermayesi (IC)	186,239	181,111	225,569	229,913	187,940
İşletme Sermayesi	86,287	79,043	83,114	88,673	62,261
Toplam Borç	147,136	133,965	140,351	138,065	138,043
Net Borç / (Nakit)	76,691	75,492	87,967	101,604	87,227
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	-10,915	-8,962	-31,293	-10,395	-11,612

## AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda 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 İnternet 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.