

ARÇELİK

Tahminlerin üstünde net zarar; tam yıl hedefleri korundu

Arçelik, 1Ç25'te 1.640 milyon TL net zarar açıklayarak (Kons.: 885 milyon TL zarar), geçen yıl aynı dönemdeki 2.425 milyon TL net kâra kıyasla zayıf bir performans sergilemiş oldu. Net satışlar yıllık %9,3 artışla 109,1 milyar TL'ye ulaştı (Kons.: 111 milyar TL), büyümede Avrupa ve MENA bölgesindeki satın almalar etkili oldu. FAVÖK %27 düşüşle 5,72 milyar TL seviyesinde gerçekleşirken, marj %5,2'ye geriledi. Operasyonel sonuçlar beklentilere paralel seyretti, net kâr tarafındaki sapmada ise düşen parasal kazanç belirleyici oldu.

Bölgesel performanslarda karışık görünüm. Türkiye'de beyaz eşya satışları (%-14,5) ve TV satışları (%-7,5) gerilerken, klima satışlarında %35'lik güçlü bir artış kaydedildi. **Avrupa**'da 2A25 itibarıyla Batı ve Doğu Avrupa pazarlarında sırasıyla %1,8 ve %3,4 hacim artışı görülürken, Almanya ve Fransa satışları zayıf seyretti. Çinli üreticilerden gelen rekabetin artmasına karşın Arçelik Avrupa'daki pazar liderliğini korudu. Avrupa'nın toplam satışlar içindeki payı %34'ten %47'ye yükseldi. **Orta Doğu & Afrika** satışları 1Ç25'te EUR bazında %20'nin üzerinde büyüdü; özellikle Afrika'da hacimde ~%5, ciroda EUR bazında ~%11 artış kaydedildi. Mısır'da ise ekonomik istikrarsızlık nedeniyle satış hacmi ~%26, USD bazında ciro ~%60 geriledi. **Asya-Pasifik bölgesi** ise Pakistan, Bangladeş ve Hindistan'ın katkısıyla EUR bazında %4 civarında büyüme gösterdi; Çin'de ise zayıf görünüm devam etti.

Hammadde maliyetlerindeki düşüşe rağmen, fiyatlandırma ve rekabet baskısı nedeniyle FAVÖK marjı %5,2'ye geriledi. 1Ç25'te hammadde maliyetlerinde (metal ve plastik) bir önceki yıla göre hafif gerileme kaydedildi. FAVÖK marjı, kapasite kullanımındaki düşüş, fiyat baskısı, özellikle Çinli üreticilerin rekabetinin yoğunlaşması ve EMEA bölgesi satın alımlarının ardından artan operasyonel giderlerin etkisiyle %5,2'ye geriledi. Şirket, 2025 yılında metal fiyatlarının kademeli olarak artacağını ancak 2024 ortalamalarının altında kalacağını, plastik fiyatlarının ise sabit veya hafif düşüş eğiliminde olacağını öngörüyor. Son dönemdeki EUR/USD kurundaki değer kazanmasının kârlılığı desteklemesi bekleniyor.

1Ç25'te kaldıraç oranı keskin bir artış gösterdi; gelecek çeyreklerde iyileşme bekleniyor. Arçelik'in finansal kaldıraç oranı 1Ç25'te önemli ölçüde artarak Net Borç/FAVÖK oranı 5,1x'e (2024 sonu: 3,9x) yükseldi. Bu artış, zayıf FAVÖK ve döviz kurlarının seyrinden kaynaklandı. FAVÖK tutarı stoklar üzerindeki parasal kazanç ve kayıpların etkisine göre düzeltilindiğinde, şirket tanımlı kaldıraç oranı (5,01x) 4,06x'a geriliyor, bu da bizim Net Borç/FAVÖK hesaplamamızın ~4,13x seviyesine düşebileceğini işaret ediyor. EUR cinsinden borçlar toplam borçların %44'ünü oluşturuyor. Arçelik, FAVÖK performansındaki iyileşme ve borç vadelerinin uzatılmasına yönelik yeni düzenlemelerin desteğiyle, kaldıraç oranlarının önümüzdeki çeyreklerde iyileşmesini bekliyor.

2025 hedefleri korundu: Arçelik, 2025 hedeflerini koruyarak, yurt içi satışlarda sabit bir seyir, EUR cinsinden %15 uluslararası hasılat büyümesi, ~%6,5 FAVÖK marjı, %20'nin altında Net İşletme Sermayesi/Satışlar oranı ve 300 milyon EUR tutarında yatırım harcaması hedeflerini sürdürdü.

Değerlendirme: Modeli güncel makro varsayımlarımızla güncelledik ve iskonto dönemini bir çeyrek ileri taşıdık. Önceki çeyreğe kıyasla net borcun büyümesi ve Risksiz Faiz Oranı varsayımımızdaki 100 baz puanı artış nedeniyle 12 aylık hedef fiyatımızı 199 TL'den 186 TL'ye indirirken, "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyemizi koruduk. Hisse senedi şu anda 5,2x'lik 2025T FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görüyor.

Finansal Özet	TMS29'a göre			TMS29'a göre		
	1Ç25	1Ç24	y/y	3A25 S12A	3A24 S12A	y/y
Net Satışlar	109,118	99,801	9%	480,989	413,109	16%
FAVÖK	5,723	7,888	-27%	22,377	30,542	-27%
FAVÖK Marjı	5.2%	7.9%	-266 bps	4.7%	7.4%	-274 bps
Net Kar	-1,640	2,425	-168%	-327	22,111	-101%

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	186.00 (önceki 199.00)
Güncel Fiyat, TL	123.10
Getiri Potansiyeli	51%
Halka Açıklık Oranı	15%
Piyasa Değeri, mn TL	83,182

Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	428,548	618,916	755,530	890,529
FAVÖK, mn TL	22,297	40,230	52,887	66,790
Net Kâr, mn TL	1,689	6,962	8,365	11,218

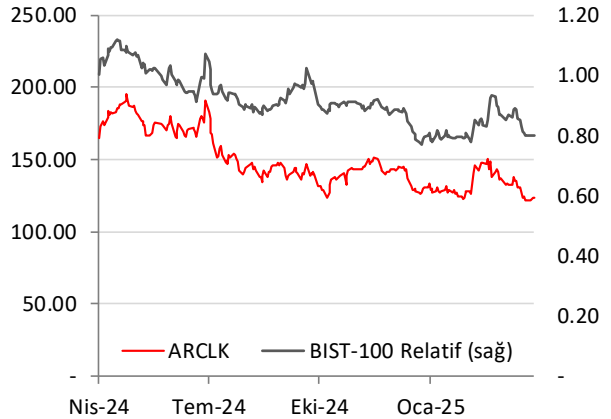
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	87,227	127,346	133,525	132,652
Net Borç/FAVÖK	3.9	3.2	2.5	2.0

Kârlılık				
FAVÖK Marjı	5.2%	6.5%	7.0%	7.5%
Net Marj	0.4%	1.1%	1.1%	1.3%
Temettü Verimi	-	-	2.1%	2.5%

Büyüme				
Ciro, y/y	66.7%	44.4%	22.1%	17.9%
FAVÖK, y/y	9.7%	80.4%	31.5%	26.3%
Net Kâr, y/y	-78.0%	312.2%	20.2%	34.1%

Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	61.5	11.9	9.9	7.4
FD/FAVÖK	8.6	5.2	4.1	3.2
FD/Ciro	0.4	0.3	0.3	0.2

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-13.7%	-6.0%	-27.1%	-13.3%
BİST-100 Relatif	-11.1%	0.7%	-24.9%	-9.7%
AOİH, mn TL	358	399	432	389



Piyasa verileri 25 Nisan 2025 tarihli.

Gelir Tablosu (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	3A24 S12A	3A25 S12A
Satış Gelirleri	99,801	129,415	123,269	119,187	109,118	413,109	480,989
Brüt Kar	29,619	35,820	32,547	32,000	31,275	121,998	131,642
Operasyonel Giderler	25,264	34,790	32,146	31,461	30,272	102,582	128,668
Faaliyet Karı	4,355	1,030	401	539	1,003	19,415	2,974
FAVÖK	7,888	5,950	5,425	5,278	5,723	30,542	22,377
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-707	-3,006	-8,174	5,668	-1,956	2,576	-7,468
Vergi Öncesi Kar	3,648	-1,976	-7,773	6,208	-953	21,991	-4,494
Vergi Geliri / (Gideri)	-1,025	950	1,214	-1,795	-999	1,275	-631
Vergi Sonrası Net Kar	2,623	-1,026	-6,559	4,412	-1,952	23,267	-5,125
Azınlık Payları	198	-475	-709	-3,302	-312	1,156	-4,798
Net Kar	2,425	-551	-5,850	7,714	-1,640	22,111	-327
Büyüme (Yıllık)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	3A24 S12A	3A25 S12A
Satış Gelirleri	4.8%	23.0%	13.8%	19.5%	9.3%		16.4%
Operasyonel Giderler	5.2%	36.6%	21.4%	24.0%	19.8%		25.4%
Faaliyet Karı	28.2%	-85.7%	-92.4%	-79.2%	-77.0%		-84.7%
FAVÖK	13.4%	-44.8%	-10.1%	-9.5%	-27.4%		-26.7%
Net Kar	36.1%	-126.9%	-501.8%	-52.3%	-167.6%		-101.5%
Karlılık / Rasyo Analizi	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	3A24 S12A	3A25 S12A
Brüt Kar Marjı	29.7%	27.7%	26.4%	26.8%	28.7%	29.5%	27.4%
Operasyonel Gider Marjı	25.3%	26.9%	26.1%	26.4%	27.7%	24.8%	26.8%
Faaliyet Kar Marjı	4.4%	0.8%	0.3%	0.5%	0.9%	4.7%	0.6%
FAVÖK Marjı	7.9%	4.6%	4.4%	4.4%	5.2%	7.39%	4.65%
Efektif Vergi Oranı	28.1%	48.1%	15.6%	28.9%	-104.8%	-5.8%	-14.0%
Net Kar Marjı	2.4%	-0.4%	-4.7%	6.5%	-1.5%	5.4%	-0.1%
Parasal Kazanç (Kayıp)	6.4%	1.8%	2.3%	6.5%	4.0%	6.7%	3.6%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	8.3%	-15.2%	-1.4%	24.3%	-8.9%	3.4%	-0.4%
Serbest Nakit Akımı Marjı	3.8%	-12.8%	-6.1%	16.7%	-12.2%	-1.6%	-3.6%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	105%	-332%	-31%	549%	-169%	46%	-9%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	4.0%	4.9%	4.8%	7.7%	3.0%	4.8%	5.1%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	2.7%	-8.0%	-8.1%	22.6%	-12.5%	-0.9%	-1.5%

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	3A24 S12A	3A25 S12A
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	8,268	-19,728	-1,691	28,989	-9,658	14,027	-2,088
Düzeltilme Öncesi Kar	2,623	-2,905	-6,559	4,412	-1,952	23,267	-7,004
Amortisman ve İtfa Payları	3,533	4,920	5,024	4,739	4,720	13,824	19,403
İşletme Sermayesindeki Değişim	2,713	-10,309	-10,041	26,952	-13,662	-3,580	-7,060
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-601	-11,433	9,885	-7,114	1,236	-19,483	-7,427
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-4,489	3,182	-5,794	-9,099	-3,688	-20,431	-15,398
Sabit Sermaye Yatırımları	-3,991	-6,370	-5,864	-9,223	-3,251	-19,915	-24,708
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-498	9,552	70	124	-437	-516	9,310
Serbest Nakit Akımı	3,778	-16,545	-7,486	19,891	-13,346	-6,404	-17,486
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-5,260	3,185	3,371	-132	2,433	22,036	8,857
Finansal Borçlardaki Değişim	-1,441	9,120	11,559	8,820	9,370	34,544	38,870
Temettü	0	-755	-251	-236	-13	-5,131	-1,255
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-3,818	-5,180	-7,937	-8,716	-6,924	-7,377	-28,758
Çevrim Farkları	-6,069	8,907	-11,754	-3,378	887	3,330	-5,338
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-7,551	-4,453	-15,868	16,381	-10,027	18,962	-13,967

Bilanço (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25
Dönen Varlıklar	249,796	308,038	279,688	252,557	260,288
Nakit ve Nakit Benzerleri	64,357	57,656	40,130	55,929	43,867
Ticari Alacaklar	100,924	132,848	125,308	102,278	112,852
Stoklar	71,571	97,108	95,385	78,941	88,464
Diğer Dönen Varlıklar	12,943	20,425	18,864	15,409	15,105
Duran Varlıklar	136,266	192,311	194,099	185,191	187,430
Finansal Yatırımlar	202	209	213	259	248
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	2,896	2,739	2,751	2,749	3,016
Maddi Duran Varlıklar	69,538	102,014	101,978	99,954	100,082
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	42,373	52,948	52,684	49,375	49,700
Diğer Duran Varlıklar	21,257	34,402	36,472	32,855	34,384
Toplam Varlıklar	386,061	500,349	473,786	437,748	447,718
Kısa Vadeli Yükümlülükler	201,839	277,983	248,341	243,500	258,842
Finansal Borçlar	79,470	83,558	67,733	68,533	79,235
Ticari Borçlar	85,499	138,480	123,098	112,693	119,191
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	36,870	55,946	57,510	62,275	60,416
Uzun Vadeli Yükümlülükler	92,174	103,308	117,540	111,631	109,190
Finansal Borçlar	67,976	70,916	84,225	83,401	79,329
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	24,199	32,392	33,315	28,230	29,861
Özkaynaklar	92,048	119,057	107,905	82,617	79,686
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	81,476	98,150	88,052	73,930	71,235
Azınlık Payları	10,572	20,907	19,853	8,687	8,452
Toplam Kaynaklar	386,061	500,349	473,786	437,748	447,718
Yatırım Sermayesi (IC)	199,336	248,268	253,049	206,852	224,244
İşletme Sermayesi	86,996	91,477	97,596	68,526	82,126
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	21%	21%	22%	15%	17%
Toplam Borç	147,446	154,475	151,958	151,934	158,563
Net Borç / (Nakit)	83,088	96,819	111,828	96,005	114,697
Net Borç / G12A FAVÖK	2.7	3.8	4.5	3.9	5.1
Net Borç / Özkaynaklar	0.9	0.8	1.0	1.2	1.4
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	-9,864	-34,442	-11,441	-12,780	-19,163

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.