

ARÇELİK

Beklenti üstü zarar; FAVÖK Marjı iyileşti, hedefler korundu

Arçelik, 2Ç25'te piyasa beklentisi olan 1,5 milyar TL'nin üzerinde, 2,3 milyar TL net zarar açıkladı. Şirket geçen yıl aynı dönemde 20,3 milyar TL net kâr elde etmişti. Net satışlar, özellikle ana ihracat pazarlarındaki hacim daralması ve olumsuz fiyat ve ürün karması nedeniyle yıllık bazda %12 düşerek 121,4 milyar TL'ye geriledi (Beklenti: 122,2 milyar TL). FAVÖK ise yıllık bazda %12 artışla 7,1 milyar TL'ye ulaştı (Beklenti: 7,0 milyar TL); bu artışta gerileyen hammadde maliyetleri ve Avro/ABD Doları paritesindeki olumlu seyir etkili oldu. Beklentinin %55 altında kalan net kârda, yüksek finansman giderleri temel belirleyici olurken, operasyonel sonuçlar büyük ölçüde piyasa beklentilerine paralel gerçekleşti.

Segment ve bölgesel görünüm: Türkiye'de klima ve TV satışlarıyla yurt içi gelir güçlü kalırken, beyaz eşyada zayıf ürün karması marjları baskıladı. Batı Avrupa'da Arçelik pazar payı kaybetti, ancak Beko ilk üçteki yerini korudu. Doğu Avrupa'da talep canlıydı ancak çeyrek sonunda yavaşladı. MENA bölgesi güçlü çift haneli büyümeye gösterdi. Asya-Pasifik'te Pakistan öne çıkarken, diğer pazarlarda rekabet baskısı etkili oldu. Şirket, üretim kaydırma kaynaklı sinerjiler kapsamında daha düşük maliyetli 2.000 ürünü piyasaya sunmayı planlıyor. Bu kapsamda yeni ürün lansmanları ve marka konumlandırma adımlarıyla pazar payını yeniden kazanmayı hedefliyor.

FAVÖK marjı, yıllık bazda 1,2 puan artarak %5,8'e yükseldi. Bu iyileşmede zayıf satışlara rağmen daha güçlü brüt kârlılık, maliyet disiplini, düşük hammadde maliyetleri, döviz kuru etkisi ve Avrupa ile MENA bölgesindeki yeniden yapılanma adımlarının ilk katkıları etkili oldu. Ancak, satışlardaki düşüşe bağlı negatif operasyonel kaldıraç ve artan personel ile pazarlama giderleri nedeniyle faaliyet giderlerinin satışlara oranı %27,0'ye yükseldi.

Yeniden yapılanma süreci: Planlanan 2.000 kişilik istihdam azaltımının üçte ikisi tamamlanırken, İngiltere ve Polonya'daki fabrikalar kapatıldı ve üretim Türkiye'ye kaydırıldı. İtalya operasyonlarında ise 2026 başına kadar kapasite optimizasyonu hedefleniyor.

Kaldıraç yüksek seyrini sürdürdü; Net Borç/FAVÖK oranı 5,9x seviyesinde gerçekleşerek zayıf kârlılık ve artan işletme sermayesi ihtiyacının baskısını yansıttı. Net işletme sermayesinin satışlara oranı %20,9 ile 2025 yılı hedefinin hafif üzerinde kaldı. Operasyonları desteklemek amacıyla artan borçlanma ile enflasyon muhasebesi kapsamında bilanço genişlemesi, kaldıraçtaki artışta etkili oldu. Faaliyet nakit akışında kısmi toparlanma gözlenirse de, kaldıraçtaki düşüşün sağlanması, 2Y25'te kârlılığın artmasına ve daha sıkı işletme sermayesi yönetimine bağlı olacak.

Şirket 2025 beklentilerini korudu: Yönetim, özellikle gelişmiş pazarlarda talep toparlanmasına ilişkin temkinli duruşunu sürdürdü. Cirodaki daralmaya rağmen, operasyonel verimlilik, maliyet disiplini ve nakit akışı yaratımı öncelik olmaya devam ediyor. Yeniden yapılanma ve sinerji katkılarıyla FAVÖK marjının yılın ikinci yarısında iyileşmesi bekleniyor. Arçelik, 2025 yılı için görünümünü koruyarak, reel bazda yatay yurt içi gelir, Avro bazında %15 uluslararası ciro artışı, yaklaşık %6,5 FAVÖK marjı, satışlara oranla %20'nin altında net işletme sermayesi ve 300 milyon Avro yatırım harcaması hedefliyor.

Değerlendirme: Daha yüksek net borç seviyesi ve 2025T FAVÖK marjı tahminimizdeki 0,3 puanlık kesintiyle 12 aylık hedef fiyatımızı 181 TL'ye (önceki: 186 TL) indiriyoruz. Hisse, 2025T ve gelecek 12 aylık FAVÖK tahminimize kıyasla 6,1x ve 4,9x çarpanla işlem görüyor. Hisse için "Endeks Üzerinde Getiri" tavsiyemizi sürdürüyoruz.

Finansal Özet	TMS29'a göre			TMS29'a göre		
	2Ç25	2Ç24	y/y	6A25 S12A	6A24 S12A	y/y
Net Satışlar	121,364	137,188	-12%	494,055	463,600	7%
FAVÖK	7,075	6,307	12%	24,489	30,107	-19%
FAVÖK Marjı	5.8%	4.6%	123 bps	5.0%	6.5%	-154 bps
Net Kar	-2,336	20,304	-112%	-2,098	41,572	-105%

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	181.00 (önceki 186.00)
Güncel Fiyat, TL	126.00
Getiri Potansiyeli	44%
Halka Açıklık Oranı	25%
Piyasa Değeri, mn TL	85,142

Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
------------------	------	-------	-------	-------

Özet UFRS Finansallar

Ciro, mn TL	428,548	618,364	748,361	887,338
FAVÖK, mn TL	22,297	38,339	52,385	66,550
Net Kâr, mn TL	1,689	-9,435	4,382	7,694

Borçluluk

Net Borç, mn TL	87,227	151,483	158,401	163,587
Net Borç/FAVÖK	3.9	4.0	3.0	2.5

Kârlılık

FAVÖK Marjı	5.2%	6.2%	7.0%	7.5%
Net Marj	0.4%	n.m.	0.6%	0.9%
Temettü Verimi	-	-	-	-

Büyüme

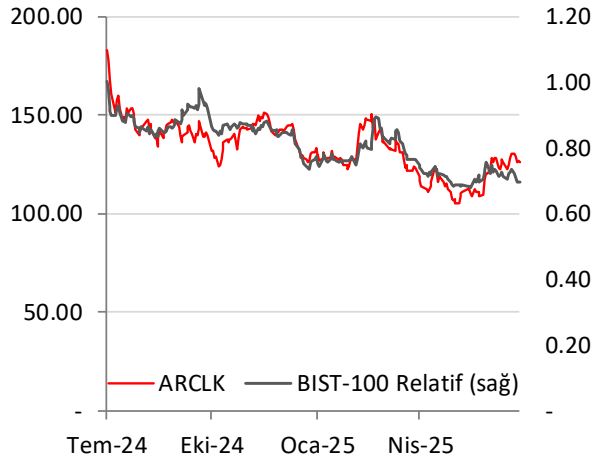
Ciro, y/y	66.7%	44.3%	21.0%	18.6%
FAVÖK, y/y	9.7%	71.9%	36.6%	27.0%
Net Kâr, y/y	-78.0%	n.m.	n.m.	75.6%

Değerleme Verisi

F/K	61.5	n.m.	19.4	11.1
FD/FAVÖK	8.5	6.1	4.6	3.7
FD/Ciro	0.4	0.4	0.3	0.3

Hisse Verileri

Nominal Getiri	7.5%	2.4%	-28.3%	-11.3%
BİST-100 Relatif	-4.9%	-9.3%	-26.8%	-18.0%
AOİH, mn TL	308	268	334	337



Piyasa verileri 25 Temmuz 2025 tarihlidir.

2025 FAVÖK marjı tahminimizi 0,3 puan düşürerek %6,2'ye çektik. Bu, yılın ikinci yarısında %6,7'lik bir marja işaret ediyor ve ilk yarıya göre 1,1 puanlık bir artış anlamına geliyor. 2Y25 marjındaki artışın Avro/ABD Doları paritesindeki olumlu seyir, sürdürülen maliyet disiplini ve sinerji katkılarından sağlanmasını bekliyoruz. Yine de tahminimiz, şirket beklentisinin 0,3 puan altında kalıyor. Bu fark, yeniden yapılanma ve sinerji etkilerinin zamanlaması ve büyüklüğüne ilişkin temkinli duruşumuzu yansıtıyor.

Tahminlerde Revizyonlar						
	Yeni			Eski		
	2025T	2026T	2027T	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar	618,364	748,361	887,338	618,916	755,530	890,529
% büyüme	44.3%	21.0%	18.6%	44.4%	22.1%	17.9%
FAVÖK	38,339	52,385	66,550	40,230	52,887	66,790
FAVÖK Marjı	6.2%	7.0%	7.5%	6.5%	7.0%	7.5%
Net Kar	(9,435)	4,382	7,694	6,962	8,365	11,218
% büyüme	n.m.	n.m.	75.6%	312.2%	20.2%	34.1%
Önceki Tahminlere Göre Değişim						
Net Satışlar	(0.1%)	(0.9%)	(0.4%)			
FAVÖK	(4.7%)	(0.9%)	(0.4%)			
Net Kar	n.m.	(47.6%)	(31.4%)			
Hedef Fiyat		181.00			186.00	
Hedef Fiyat Değişimi		(2.7%)				
Kaynak: AK Yatırım						

Gelir Tablosu (milyon TL)	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	6A24 S12A	6A25 S12A
Satış Gelirleri	137,188	130,673	126,347	115,672	121,364	463,600	494,055
Brüt Kar	37,972	34,502	33,922	33,154	34,472	132,663	136,050
Operasyonel Giderler	36,880	34,076	33,351	32,090	32,766	118,633	132,283
Faaliyet Karı	1,092	426	572	1,063	1,707	14,030	3,767
FAVÖK	6,307	5,751	5,595	6,067	7,075	30,107	24,489
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	17,701	-8,665	6,009	-2,074	-3,982	24,989	-8,712
Vergi Öncesi Kar	18,793	-8,240	6,580	-1,010	-2,275	39,018	-4,944
Vergi Geliri / (Gideri)	1,007	1,287	-1,903	-1,059	-679	2,824	-2,355
Vergi Sonrası Net Kar	19,800	-6,953	4,677	-2,069	-2,954	41,842	-7,299
Azınlık Payları	-504	-752	-3,500	-330	-618	270	-5,201
Net Kar	20,304	-6,201	8,178	-1,739	-2,336	41,572	-2,098
Büyüme (Yıllık)	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	6A24 S12A	6A25 S12A
Satış Gelirleri	23.0%	13.8%	19.5%	9.3%	-11.5%		6.6%
Operasyonel Giderler	36.6%	21.4%	24.0%	19.8%	-11.2%		11.5%
Faaliyet Karı	-85.7%	-92.4%	-79.2%	-77.0%	56.3%		-73.1%
FAVÖK	-44.8%	-37.9%	-9.5%	-27.4%	12.2%		-18.7%
Net Kar	835.4%	-501.8%	-52.3%	-167.6%	-111.5%		-105.0%
Karlılık / Rasyo Analizi	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	6A24 S12A	6A25 S12A
Brüt Kar Marjı	27.7%	26.4%	26.8%	28.7%	28.4%	28.6%	27.5%
Operasyonel Gider Marjı	26.9%	26.1%	26.4%	27.7%	27.0%	25.6%	26.8%
Faaliyet Kar Marjı	0.8%	0.3%	0.5%	0.9%	1.4%	3.0%	0.8%
FAVÖK Marjı	4.6%	4.4%	4.4%	5.2%	5.8%	6.49%	4.96%
Efektif Vergi Oranı	-5.4%	15.6%	28.9%	-104.8%	-29.9%	-7.2%	-47.6%
Net Kar Marjı	14.8%	-4.7%	6.5%	-1.5%	-1.9%	9.0%	-0.4%
Parasal Kazanç (Kayıp)	2.5%	2.3%	6.5%	4.0%	2.8%	6.6%	3.9%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	-7.2%	-9.8%	24.3%	-8.9%	-5.4%	2.1%	0.2%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-4.5%	-14.8%	16.7%	-12.2%	-8.3%	-0.9%	-4.5%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	-157%	-222%	549%	-169%	-93%	32%	5%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	4.9%	4.8%	7.7%	3.0%	3.0%	5.2%	4.7%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	-8.1%	-8.0%	22.6%	-12.5%	-13.2%	0.1%	-2.5%

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	6A24 S12A	6A25 S12A
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-9,921	-12,785	30,731	-10,238	-6,565	9,634	1,143
Düzeltilme Öncesi Kar	19,800	-29,833	4,677	-2,069	-2,954	41,842	-30,179
Amortisman ve İtfa Payları	5,215	5,326	5,024	5,004	5,368	16,078	20,721
İşletme Sermayesindeki Değişim	-11,152	-10,420	28,571	-14,483	-16,065	670	-12,398
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-23,785	22,143	-7,541	1,310	7,087	-48,956	22,999
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	3,760	-6,529	-9,645	-3,910	-3,465	-13,985	-23,548
Sabit Sermaye Yatırımları	-6,752	-6,217	-9,777	-3,446	-3,586	-24,237	-23,025
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	10,512	-312	132	-463	121	10,252	-523
Serbest Nakit Akımı	-6,161	-19,313	21,086	-14,148	-10,030	-4,351	-22,405
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	6,638	312	-140	2,579	22,757	41,380	25,508
Finansal Borçlardaki Değişim	12,928	8,994	9,350	9,933	31,050	56,589	59,326
Temettü	-800	-266	-250	-14	-193	-5,308	-723
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-5,490	-8,416	-9,240	-7,340	-8,099	-9,901	-33,095
Çevrim Farkları	-5,197	2,180	-3,581	940	1,922	-22,454	1,461
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-4,720	-16,821	17,365	-10,629	14,649	14,575	4,564

Bilanço (milyon TL)	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25
Dönen Varlıklar	326,541	296,488	267,727	275,922	303,121
Nakit ve Nakit Benzerleri	61,119	42,540	59,289	46,502	60,075
Ticari Alacaklar	140,828	132,835	108,422	119,631	131,044
Stoklar	102,941	101,115	83,683	93,778	92,582
Diğer Dönen Varlıklar	21,652	19,998	16,334	16,012	19,420
Duran Varlıklar	203,863	205,758	196,315	198,688	199,691
Finansal Yatırımlar	221	226	274	263	256
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	2,903	2,917	2,914	3,197	3,154
Maddi Duran Varlıklar	108,141	108,103	105,958	106,093	105,491
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	56,128	55,848	52,340	52,685	53,490
Diğer Duran Varlıklar	36,469	38,663	34,829	36,449	37,299
Toplam Varlıklar	530,403	502,245	464,043	474,611	502,812
Kısa Vadeli Yükümlülükler	294,681	263,258	258,126	274,390	315,729
Finansal Borçlar	88,577	71,802	72,649	83,994	130,025
Ticari Borçlar	146,798	130,492	119,462	126,350	123,013
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	59,306	60,964	66,015	64,045	62,692
Uzun Vadeli Yükümlülükler	109,514	124,600	118,337	115,749	111,871
Finansal Borçlar	75,176	89,284	88,411	84,094	75,110
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	34,337	35,317	29,925	31,655	36,762
Özkaynaklar	126,209	114,386	87,580	84,473	75,211
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	104,045	93,341	78,371	75,513	68,982
Azınlık Payları	22,163	21,045	9,209	8,959	6,229
Toplam Kaynaklar	530,403	502,245	464,043	474,611	502,812
Yatırım Sermayesi (IC)	263,180	268,249	219,276	237,714	257,032
İşletme Sermayesi	96,972	103,458	72,642	87,059	100,613
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	21%	22%	15%	17%	20%
Toplam Borç	163,753	161,086	161,060	168,088	205,134
Net Borç / (Nakit)	102,634	118,546	101,771	121,586	145,059
Net Borç / G12A FAVÖK	3.4	4.5	3.9	5.1	5.9
Net Borç / Özkaynaklar	0.8	1.0	1.2	1.4	1.9
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	-36,511	-12,128	-13,548	-20,314	-49,464

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.