

ARÇELİK

Nötr

Düşürülen beklentiler ve yüksek finansman giderleri görünümü zayıflatıyor.

Ömer Faruk Yüksel

omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr

Arçelik (ARCLK; Nötr; 12A HF: 90 TL), 3Ç26'da 138.973 milyon TL ciro (y/y: -%14), 5.874 milyon TL FAVÖK (y/y: -%47), %4,2 FAVÖK marjı (y/y: -2,7 yp) ve 6.205 milyon TL net zarar (geçen yılın aynı döneminde 2.667 milyon TL net zarar) açıkladı. Türkiye ciro su reel olarak yıllık %4,5, uluslararası ciro ise EUR bazında yıllık %7 geriledi. Brüt kâr marjı yıllık bazda yatay seyrederek %29,0 olurken, tek seferlik giderler hariç faaliyet giderlerinin satışlara oranı yıllık 1,0 yp artarak %27,8'e, tek seferlik giderler ise 1.519 milyon TL'ye ulaştı. Koç Finansman pay satışından elde edilen 847 milyon TL ve Taşdelen gayrimenkul satışından elde edilen 1.171 milyon TL tutarındaki kazançlar net sonucu desteklerken, net finansman giderleri 9.475 milyon TL'ye ulaştı. Bu kazançlar hariç tutulduğunda, 4.740 milyon TL olan vergi öncesi zararın 6.758 milyon TL'ye yükseleceğini hesaplıyoruz.

Tahminlerle karşılaştırma: Ciro hem tahminimizle hem de piyasa beklentisiyle uyumlu gerçekleşti. FAVÖK hem tahminimizin hem de piyasa beklentisinin hafif üzerinde kaldı. Net zarar, tahminimizden hafif düşük, piyasa beklentisinden ise yüksek gerçekleşti.

Borçluluk artış kaydetti: İşletme sermayesindeki nakit çıkışları, hesaplamalarımıza göre 9A26'da 34.025 milyon TL negatif serbest nakit akışına yol açarken (şirket tanımına göre: 5.744 milyon TL negatif), net ödenen faiz 17.240 milyon TL'ye ulaştı. Net borç (NB), her iki tutar da Eylül 2026 satın alma gücüyle ifade edilmek üzere, 2025 sonundaki 171.644 milyon TL'den 218.144 milyon TL'ye yükseldi. Finansal tabloları kullanarak yaptığımız hesaplamalara göre NB/son 12 aylık FAVÖK oranı, 2025 sonundaki 4,56x'ten 7,53x'e çıktı. Şirket, son 12 aylık net parasal kazançların tamamını düzeltilmiş FAVÖK'e (TFRS 18 bazında) ekleyen ve yıl sonunda kredi sözleşmelerindeki finansal taahhütlerin ölçümünde kullanılacak, parasal kazançların tamamına göre düzeltilmiş yeni bir borçluluk oranı kullanmaya başladı. Şirket tanımlarına göre bu oran 3Ç26'da 4,09x olurken, daha önce raporlanan stok kaynaklı parasal kazançlara göre düzeltilmiş oran 5,18x, düzeltilmemiş oran ise 6,32x seviyesindeydi.

Yönetim 2026 öngörülerini düşürdü: Düzeltilmiş FAVÖK marjı öngörüsü %5,75-6,00 (önceki: %6,25-6,50; 9A26: %5,7), uluslararası ciro öngörüsü ise döviz bazında düşük çift haneli daralma olarak güncellendi (önceki: tek haneli daralma; 9A26: yaklaşık -%8). Yatırım harcaması öngörüsü 200-225 milyon EUR'ya indirildi (önceki: yaklaşık 250 milyon EUR). Türkiye ciro su (TL bazında reel olarak tek haneli daralma) ve net işletme sermayesi/satışlar (yaklaşık %22) öngörülerini değiştirilmedi. Arçelik Hitachi pay satışı henüz tamamlanmadığından, öngörüler bu işlemin etkisini içermiyor.

Yorum: Operasyonel sonuçlar genel olarak beklentilerle uyumlu gerçekleşse de bu yıl öngörülerin ikinci kez düşürülmesi, 4Ç26'da uluslararası ciroda sert bir daralmaya işaret ediyor. Borçluluk ve TL finansman maliyetleri kârlılığı baskılayan başlıca unsurlar olmaya devam ediyor. Şirketin 2028T öncesinde yeniden net kâra geçmesini beklemiyoruz.

Öneri: Modelimizi 3Ç26 sonuçları, güncellenen şirket öngörülerini, son makroekonomik tahminlerimiz ve değerlememizin 2026 sonuna taşınmasını yansıttak şekilde güncelledik. 12 aylık hedef fiyatımızı 133 TL'den 90 TL'ye indiririz Nötr önerimizi koruyoruz. Uluslararası pazarlarda satış hacimlerinin toparlanması, Arçelik Hitachi pay satışından elde edilecek gelirin de katkısıyla borçluluğun azalması ve güncellenen marj öngörüsünün karşılanması durumunda önerimizi yeniden değerlendirebiliriz.

Çeyreklik Özet

milyon TL	Özet Finansallar					Beklentilerle Karşılaştırma			
	3Ç26	3Ç25	y/y	2Ç26	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark	AK Fark
Net Satışlar	138,973	161,445	-14%	149,195	-7%	139,652	140,139	-0.5%	-0.8%
FAVÖK	5,874	11,127	-47%	6,190	-5%	5,619	5,702	+4.5%	+3.0%
FAVÖK Marjı	4.2%	6.9%	-2.7y.p.	4.1%	+0.1y.p.	4.0%	4.1%	+0.2y.p.	+0.2y.p.
Net Kar	(6,205)	(2,667)	+133%	3,629	a.d.	(5,463)	(6,660)	+13.6%	-6.8%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Bloomberg Kodu	ARCLK TI
Tavsiye	Nötr
Hedef Fiyat, TL	90.00 (önceki 133.00)
Güncel Fiyat, TL	69.20
Getiri Potansiyeli	30%
Piyasa Değeri, mn TL	46,760
Firma Değeri, mn TL	263,369

Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
------------------	------	-------	-------	-------

Özet UFRS Finansallar

Ciro, mn TL	523,933	585,758	732,442	934,460
FAVÖK, mn TL	30,247	28,359	47,311	64,767
Net Kâr, mn TL	-8,356	-12,549	-2,281	3,145

Borçluluk

Net Borç, mn TL	138,069	200,791	238,870	275,247
Net Borç/FAVÖK	4.6	7.1	5.0	4.2

Kârlılık

FAVÖK Marjı	5.8%	4.8%	6.5%	6.9%
Net Marj	n.m.	n.m.	n.m.	0.3%
Temettü Verimi	-	-	-	-

Büyüme

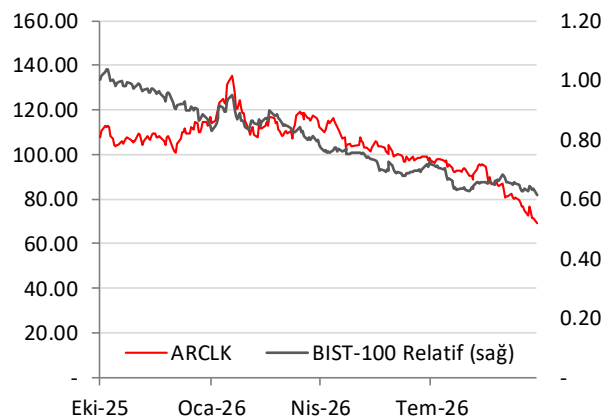
Ciro, y/y	22.3%	11.8%	25.0%	27.6%
FAVÖK, y/y	n.m.	-6.2%	66.8%	36.9%
Net Kâr, y/y	n.m.	50.2%	-81.8%	n.m.

Değerleme Verisi

	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	n.m.	n.m.	n.m.	14.9
FD/FAVÖK	7.8	9.3	6.4	5.2
FD/Ciro	0.5	0.4	0.4	0.4

Hisse Verileri

	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-19.3%	-30.1%	-37.9%	-31.5%
BİST-100 Relatif	-6.9%	-12.9%	-40.1%	-31.8%
AOIH, mn TL	111	136	277	264



Piyasa verileri 26 Ekim 2026 tarihli dir.

Tahmin revizyonları: 2026T, 2027T ve 2028T ciro tahminlerimizi sırasıyla %7, %9 ve %7, FAVÖK tahminlerimizi ise %25, %11 ve %10 düşürdük. 2026T tahminlerimiz, Türkiye cirosunda TL bazında reel %6, uluslararası ciroda ise EUR bazında %12 daralma varsayıyor. 2026T FAVÖK tahminimizdeki düşüşün yaklaşık 14 yp'lık kısmı, TFRS bazlı FAVÖK hesabımıza dahil ettiğimiz 5,2 milyar TL tutarındaki tek seferlik giderlerden kaynaklanıyor. Şirketin düzeltilmiş FAVÖK tanımına göre 2026T marj tahminimiz olan %5,7, yönetimin öngörü aralığının alt sınırında bulunuyor. Artan faiz giderleri, kur farkı zararları ve tekrarlayan diğer giderlerin etkisiyle 2026T'de 12,5 milyar TL, 2027T'de 2,3 milyar TL net zarar, ardından 2028T'de 3,1 milyar TL net kâr bekliyoruz.

Tahmin Güncellemeleri							
	2025	Yeni			Eski		
		2026T	2027T	2028T	2026T	2027T	2028T
Özet Tahminler							
Net satışlar	523,933	585,758	732,442	934,460	632,165	803,937	1,006,666
y/y	+22.3%	+11.8%	+25.0%	+27.6%	+20.7%	+27.2%	+25.2%
FAVÖK	30,247	28,359	47,311	64,767	37,958	53,150	72,127
FAVÖK marjı	5.8%	4.8%	6.5%	6.9%	6.0%	6.6%	7.2%
Net kar	(8,356)	(12,549)	(2,281)	3,145	(1,675)	5,708	11,483
y/y	n.m.	+50.2%	-81.8%	n.m.	-80.0%	n.m.	+101.2%
Tahminlerde Değişimler							
Net satışlar		-7.3%	-8.9%	-7.2%			
FAVÖK		-25.3%	-11.0%	-10.2%			
FAVÖK marjı		-1.2pp	-0.2pp	-0.2pp			
Net kar		+649.2%	-140.0%	-72.6%			
Hedef Fiyat & Öneri							
12A HF		90				133	
Değişim		-32.3%					
Öneri		Nötr				Nötr	
Değişim		↔					
Kaynak: AK Yatırım							

Gelir Tablosu (milyon TL)	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26
Satış Gelirleri	161,445	159,307	147,174	149,195	138,973
Brüt Kar	46,937	46,209	43,859	43,786	40,263
Operasyonel Giderler	43,336	44,977	41,463	42,720	40,150
Faaliyet Karı	3,601	1,232	2,396	1,066	113
FAVÖK	11,127	8,146	8,752	6,190	5,874
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	(4,519)	(1,621)	(2,056)	2,469	(4,853)
Vergi Öncesi Kar	(918)	(389)	340	3,534	(4,740)
Vergi Geliri / (Gideri)	(2,116)	(1,754)	(2,842)	(564)	(1,502)
Vergi Sonrası Net Kar	(3,034)	(2,143)	(2,502)	2,970	(6,242)
Azınlık Payları	(367)	(105)	(449)	(659)	(37)
Net Kar	(2,667)	(2,038)	(2,052)	3,629	(6,205)

Büyüme (Yıllık)	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26
Satış Gelirleri	-11.4%	-9.6%	-8.8%	-11.9%	-13.9%
Operasyonel Giderler	-8.8%	-3.3%	-7.4%	-6.5%	-7.4%
Faaliyet Karı	506.7%	54.5%	61.6%	-55.2%	-96.9%
FAVÖK	38.7%	4.4%	3.4%	-37.3%	-47.2%
Net Kar	-63.2%	-90.7%	-15.4%	-211.4%	132.7%

Karlılık / Rasyo Analizi	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26
Brüt Kar Marjı	29.1%	29.0%	29.8%	29.3%	29.0%
Operasyonel Gider Marjı	26.8%	28.2%	28.2%	28.6%	28.9%
Faaliyet Kar Marjı	2.2%	0.8%	1.6%	0.7%	0.1%
FAVÖK Marjı	6.9%	5.1%	5.9%	4.1%	4.2%
Efektif Vergi Oranı	-230.4%	-451.4%	835.5%	16.0%	-31.7%
Net Kar Marjı	-1.7%	-1.3%	-1.4%	2.4%	-4.5%
Parasal Kazanç (Kayıp)	3.0%	1.6%	4.7%	3.2%	2.8%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	13.1%	19.9%	-12.6%	4.0%	-11.3%
Serbest Nakit Akımı Marjı	10.7%	14.5%	-15.0%	1.7%	-10.5%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	190.1%	388.4%	-212.1%	96.1%	-267.5%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	2.4%	5.4%	2.1%	2.3%	1.3%
İşletme Serm. Değişim / Satış Gelirleri	8.1%	17.5%	-13.9%	0.7%	-8.3%

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	21,156	31,635	(18,560)	5,945	(15,710)
Düzeltilme Öncesi Kar	(3,034)	(2,143)	(2,502)	2,970	(6,242)
Amortisman ve İtfa Payları	7,526	6,914	6,356	5,124	5,761
İşletme Sermayesindeki Değişim	13,035	27,909	(20,425)	1,091	(11,576)
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	3,629	(1,044)	(1,990)	(3,240)	(3,652)
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	(3,906)	(8,554)	(3,463)	(3,371)	1,134
Sabit Sermaye Yatırımları	(3,899)	(8,555)	(3,160)	(3,374)	(1,827)
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	(6)	1	(303)	4	2,962
Serbest Nakit Akımı	17,251	23,081	(22,023)	2,574	(14,576)
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	(5,341)	6,420	1,704	(13,780)	17,295
Finansal Borçlardaki Değişim	9,948	9,957	11,103	(1,740)	28,336
Temettü	(265)	(714)	—	(564)	(365)
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	(15,024)	(2,823)	(9,399)	(11,477)	(10,676)
Çevrim Farkları	644	1,042	(5,518)	(281)	644
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	12,554	30,544	(25,837)	(11,487)	3,363

Bilanço (milyon TL)	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26
Dönen Varlıklar	403,267	411,176	382,641	395,489	388,453
Nakit ve Nakit Benzerleri	92,681	121,619	89,771	67,869	70,080
Finansal Yatırımlar	—	—	—	—	—
Ticari Alacaklar	162,591	144,970	151,736	151,501	148,636
Stoklar	120,161	111,861	111,139	110,418	108,596
Diğer Dönen Varlıklar	27,834	32,726	29,994	65,701	61,142
Duran Varlıklar	268,977	264,529	252,053	232,909	228,772
Finansal Yatırımlar	400	338	319	305	287
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	4,250	4,081	4,631	2,341	2,008
Maddi Duran Varlıklar	141,711	139,425	132,431	126,721	121,142
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	60,187	62,655	60,672	56,508	57,036
Şerefiye	13,297	13,267	12,384	5,545	5,527
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	—	—	—	—	1,864
Diğer Duran Varlıklar	49,133	44,764	41,616	41,488	40,909
Toplam Varlıklar	672,244	675,704	634,694	628,397	617,225
Kısa Vadeli Yükümlülükler	423,318	423,494	400,478	397,382	414,534
Finansal Borçlar	184,721	183,926	180,507	158,902	192,403
Ticari Borçlar	154,076	162,064	153,073	163,159	145,164
Ertelenmiş Gelirler	—	—	—	—	—
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	84,521	77,504	66,898	75,321	76,968
Uzun Vadeli Yükümlülükler	152,833	157,847	145,693	144,924	126,708
Finansal Borçlar	102,859	109,337	101,074	113,406	95,820
Ertelenmiş Gelirler	—	—	—	—	—
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	8,169	8,009	7,755	5,600	5,737
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	41,804	40,501	36,864	25,918	25,151
Özkaynaklar	96,094	94,363	88,523	86,090	75,983
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	88,373	87,508	82,827	82,074	72,556
Azınlık Payları	7,721	6,855	5,697	4,016	3,427
Toplam Kaynaklar	672,244	675,704	634,694	628,397	617,225
Yatırım Sermayesi	340,967	314,517	324,952	322,049	325,014
Toplam Borç	287,580	293,263	281,581	272,309	288,223
Net İşletme Sermayesi (NİS)	128,676	94,767	109,803	98,760	112,068
NİS / S12A Satışlar	19.3%	14.5%	17.2%	16.0%	18.8%
Net Borç (NB)	194,899	171,644	191,809	204,440	218,144
NB / S12A FAVÖK	5.2	4.6	5.1	6.0	7.5
NB / Özkaynaklar	2.0	1.8	2.2	2.4	2.9
Kısa Vadeli Net Borç (KV NB)	92,040	62,307	90,736	91,034	122,323
KV ND / S12A FAVÖK	2.5	1.7	2.4	2.7	4.2
YPP (Türev Korunma Dahil)	(25,562)	(16,599)	(20,561)	(18,469)	(21,657)

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.