

## ARÇELİK

**Beklenenden yüksek vergi ve finansman giderleri nedeniyle net kar beklentilerin altında kaldı**

Arçelik 1Ç24 finansal sonuçlarını TMS29'a göre düzeltilmiş haliyle açıkladı; dolayısıyla tüm finansal karşılaştırmalar reel bazdadır. Açıklanan finansal sonuçlara göre, şirket yıllık bazda %69 düşüşle 395 milyon TL (Konsensüs: 1,45 milyar TL) net kar açıkladı. Operasyonel sonuçlar beklentilere paralel gerçekleşti. Net satış yıllık bazda %5 artışla 72,26 milyar TL (Konsensüs: 71,40 milyar TL) olarak gerçekleşti. FAVÖK marjı geçen yılki %7,3 seviyesinden %7,9'a (Konsensüs: %8, 2024 Beklentisi: ~%8) yükseldi. (i) Beklenenden daha yüksek finansal giderler ve (ii) beklenenden daha yüksek efektif vergi oranı net kardaki sapmanın ana nedenleri olarak öne çıktı.

**Türkiye'de güçlü iç talep ve uluslararası pazarlarda hafif toparlanma.** (i) Türkiye'de satış adetlerinde güçlü büyüme, (ii) stratejik fiyat ayarlamaları ve (iii) uluslararası satış adetlerinde hafif büyüme, net satışlarda yıllık bazda %5 büyümeyi mümkün kıldı. 1Ç24'te, Türkiye net satışları %18 büyüme ile toplam net satışların %43'ünü (1Ç23: %38) oluştururken, uluslararası net satışlar %3,4 daraldı.

**Faaliyet marjları, düşük hammadde maliyetleri ve yüksek kapasite kullanımı sayesinde iyileşti.** Arçelik'in FAVÖK marjı 1Ç23'teki %7,3 seviyesinden 60 baz puan iyileşerek 1Ç24'te %7,9 seviyesine yükseldi. 1Ç24'te metal fiyatları yıllık bazda önemli ölçüde düşerken, plastik fiyatları yatay seyretti. Son eğilimler, metallerdeki düşüşün yavaşladığına ve plastiklerde hafif bir yükselişe işaret ediyor.

**Net Borç 60,16 milyar TL olarak gerçekleşirken, Net Borç/Yıllıklandırılmış FAVÖK 2,6x seviyesinde yatay seyretti.** Efektif fonlama oranı TL/Avro/ABD\$ borçlar için %47,9/%3,9/%8,5 (2023: %41,0/%4,1/%8,6) seviyesindedir. Toplam borcun ortalama vadesi 2 yıldır (2023: 2 yıl).

**Yönetimin 2024 yılı beklentileri değişmedi:** Arçelik, (i) Türkiye satışlarında reel bazda yatay seyir (TL bazında) ve uluslararası satışlarda %2 büyüme (YP bazında), (ii) Şirket tanımlı FAVÖK marjının ~%8 (2023: %7,8), (iii) Toplam yatırım harcamasının ~300 milyon Avro (2023: 314 milyon Avro) ve (iv) NİS/Satışlar oranının <%25 (2023: %23,4) olmasını beklemektedir. Yatırım harcamaları Mısır, Bangladeş ve Manisa Fabrikası'ndaki yatırımları içermektedir. Şirket 2024 yılı satış adetlerinde önemli bir büyüme öngörmemektedir, bu nedenle fiyatlandırma ve ürün karması etkisi beklenen gelir artışının ana etkenleridir. Yönetimin beklentileri, enflasyon muhasebesi öncesi mevcut tahminlerimizle büyük ölçüde uyumludur.

**Yorum:** Beklenenden zayıf net kara piyasa tepkisinin hafif olumsuz olmasını bekliyoruz. Düzeltilmemiş finansallara dayalı mevcut değerlememizde değişiklik yapmıyoruz. Finansallarımızı enflasyon düzeltmelerine göre güncelleyeceğiz. Avrupa operasyonlarının Whirlpool ile birleşmesi nedeniyle uzun vadeli olumlu görüşümüzü koruyoruz.

**Dönem Özeti**

(milyon TL)	Özet Finansallar		
	TMS29 Sonrası		
	3A24	3A23	y/y
Net Satışlar	72,265	68,969	5%
FAVÖK	5,711	5,036	13%
FAVÖK Marjı	7.9%	7.3%	60bps
Parasal Kazanç / (Kayıp)	3,241	2,810	15%
Net Kar	395	1,291	(69%)

## Endeks Üzerinde Getiri

Analistler: Ezgi Yılmaz  
[ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr](mailto:ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr)  
Ömer Faruk Yüksel  
[omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr](mailto:omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr)

Bloomberg Kodu	ARCLK TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	231.00
Güncel Fiyat, TL	168.20
Getiri Potansiyeli	37%
Halka Açıklık Oranı	15%
Piyasa Değeri, mn TL	113,657
Firma Değeri, mn TL	165,309

Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Ciro, mn TL	206,107	310,348	393,061	469,756
FAVÖK, mn TL	21,540	32,034	41,116	49,451
Net Kâr, mn TL	4,408	6,522	11,199	17,181

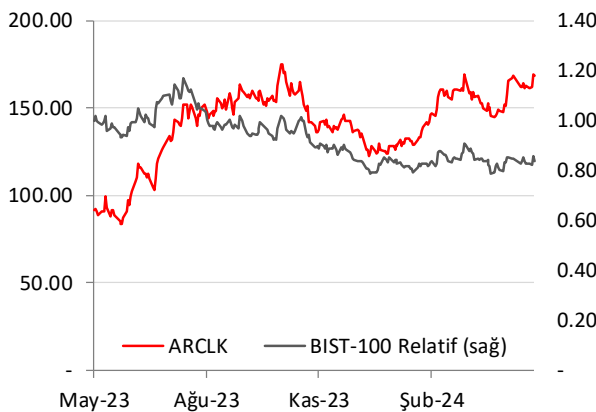
Borçluluk	2023	2024T	2025T	2026T
Net Borç, mn TL	47,023	62,826	67,001	67,575
Net Borç/FAVÖK	2.2	2.0	1.6	1.4

Kârlılık	2023	2024T	2025T	2026T
FAVÖK Marjı	10.5%	10.3%	10.5%	10.5%
Net Marj	2.1%	2.1%	2.8%	3.7%
Temettü Verimi	2.0%	-	2.3%	3.9%

Büyüme	2023	2024T	2025T	2026T
Ciro, y/y	53.9%	50.6%	26.7%	19.5%
FAVÖK, y/y	81.6%	48.7%	28.4%	20.3%
Net Kâr, y/y	1.9%	48.0%	71.7%	53.4%

Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	20.0	17.4	10.1	6.6
FD/FAVÖK	5.9	5.2	4.2	3.5
FD/Ciro	0.6	0.5	0.4	0.4

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	15.8%	20.7%	71.1%	30.9%
BİST-100 Relatif	2.8%	1.6%	-17.5%	-1.4%
AOİH, mn TL	651	649	726	612



	TMS29 Öncesi 3A23	TMS29 Sonrası 3A23	TMS29 Sonrası 3A24
<b>Gelir Tablosu</b>			
<b>Satış Gelirleri</b>	<b>39,891</b>	<b>68,969</b>	<b>72,265</b>
<b>Satışların Maliyeti</b>	27,475	49,127	50,818
<b>Brüt Kar</b>	<b>12,416</b>	<b>19,842</b>	<b>21,447</b>
Operasyonel Giderler	9,741	17,382	18,294
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>2,675</b>	<b>2,460</b>	<b>3,153</b>
Amortisman ve İtfa Payları	997	2,576	2,558
<b>FAVÖK</b>	<b>3,673</b>	<b>5,036</b>	<b>5,711</b>
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	(1,965)	(783)	(1,873)
Diğer Faaliyet Gelir / (Gider)	(474)	(819)	(389)
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	(10)	(206)	(101)
Yatırım Faalaliyetlerinden Gelir / (Gider)	2	(15)	0
Finansal Gelir / (Gider)	(1,483)	(2,553)	(4,624)
Monetary Gain / (Loss)	-	2,810	3,241
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>710</b>	<b>1,677</b>	<b>1,281</b>
Vergi Geliri / (Gideri)	448	(242)	(742)
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	(525)	(905)	(1,082)
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	973	663	340
<b>Vergi Sonrası Net Kar</b>	<b>1,159</b>	<b>1,435</b>	<b>538</b>
Durdurulan Faaliyetler Kar / (Zarar)	-	-	-
Azınlık Payları	84	144	143
<b>Net Kar</b>	<b>1,074</b>	<b>1,291</b>	<b>395</b>
	<b>TMS29 Öncesi 3A23</b>	<b>TMS29 Sonrası 3A23</b>	<b>TMS29 Sonrası 3A24</b>
<b>Büyüme (Yıllık)</b>			
Satış Gelirleri	n.m.	n.m.	4.8%
Operasyonel Giderler	n.m.	n.m.	5.2%
Faaliyet Karı	n.m.	n.m.	28.2%
FAVÖK	n.m.	n.m.	13.4%
Net Kar	n.m.	n.m.	(69.4%)
	<b>TMS29 Öncesi 3A23</b>	<b>TMS29 Sonrası 3A23</b>	<b>TMS29 Sonrası 3A24</b>
<b>Karlılık / Rasyo Analizi</b>			
Brüt Kar Marjı	31.1%	28.8%	29.7%
Operasyonel Gider Marjı	24.4%	25.2%	25.3%
Faaliyet Kar Marjı	6.7%	3.6%	4.4%
FAVÖK Marjı	9.2%	7.3%	7.9%
Efektif Vergi Oranı	n.m.	14.4%	58.0%
Net Kar Marjı	2.7%	1.9%	0.5%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	n.m.	n.m.	n.m.
Serbest Nakit Akımı Marjı	n.m.	n.m.	n.m.
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	n.m.	n.m.	n.m.
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	3.9%	3.6%	4.0%
İşletme Sermayesinde Artış (Azalış) / Satış Gelirleri	19.2%	5.7%	(2.7%)

	TMS29 Öncesi 3A23	TMS29 Sonrası 3A23	TMS29 Sonrası 3A24
<b>Nakit Akım Tablosu</b>			
<b>İşletme Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>(1,677)</b>	<b>(4,554)</b>	<b>(4,969)</b>
Düzeltilme Öncesi Kar	1,159	1,435	538
Amortisman ve İtfa Payları	997	2,576	2,558
İşletme Sermayesindeki Değişim	(7,653)	(3,918)	1,930
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	3,820	(4,647)	(9,996)
<b>Yatırım Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>(2,365)</b>	<b>(3,944)</b>	<b>(3,251)</b>
Sabit Sermaye Yatırımları	(1,551)	(2,496)	(2,890)
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	(813)	(1,448)	(361)
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>(4,041)</b>	<b>(8,498)</b>	<b>(8,220)</b>
<b>Finansman Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>8,279</b>	<b>14,173</b>	<b>1,266</b>
Finansal Borçlardaki Değişim	9,399	16,361	4,031
Temettü	-	-	-
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	(1,120)	(2,187)	(2,765)
<b>Nakit ve Benzerlerindeki Değişim</b>	<b>4,868</b>	<b>3,038</b>	<b>(9,528)</b>
	TMS29 Öncesi 3A23	TMS29 Sonrası 3A23	TMS29 Sonrası 3A24
<b>Bilanço</b>			
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>103,629</b>	<b>103,629</b>	<b>180,875</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	29,347	29,347	46,601
Finansal Yatırımlar	-	-	-
Ticari Alacaklar	39,624	39,624	73,078
Stoklar	30,797	30,797	51,824
Diğer Dönen Varlıklar	3,860	3,860	9,372
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>42,999</b>	<b>42,999</b>	<b>98,669</b>
Finansal Yatırımlar	32	32	146
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	1,137	1,137	2,097
Maddi Duran Varlıklar	21,485	21,485	50,352
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	14,086	14,086	30,682
Diğer Duran Varlıklar	6,259	6,259	15,392
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>146,628</b>	<b>146,628</b>	<b>279,544</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>93,446</b>	<b>93,446</b>	<b>146,150</b>
Finansal Borçlar	44,130	44,130	57,544
Ticari Borçlar	33,359	33,359	61,909
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	15,957	15,957	26,697
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>27,055</b>	<b>27,055</b>	<b>66,743</b>
Finansal Borçlar	17,747	17,747	49,221
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	9,308	9,308	17,522
<b>Özkaynaklar</b>	<b>26,127</b>	<b>26,127</b>	<b>66,652</b>
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	23,818	23,818	58,996
Ödenmiş Sermaye	676	676	676
Rezerv ve Diğer Kalemler	13,971	13,971	35,922
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	8,097	8,097	22,004
Dönem Net Karı / (Zararı)	1,074	1,074	395
Azınlık Payları	2,309	2,309	7,655
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>146,628</b>	<b>146,628</b>	<b>279,544</b>
Yatırım Sermayesi (IC)	67,964	67,964	144,337
İşletme Sermayesi	37,062	37,062	62,994
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	n.m.	n.m.	n.m.
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükümlülükler D	24,965	24,965	45,669
Toplam Borç	61,877	61,877	106,765
Net Borç / (Nakit)	32,529	32,529	60,164
Net Borç / Son 12A FAVÖK	n.m.	n.m.	n.m.
Net Borç / Özkaynaklar	1.2	1.2	0.9
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	(3,387)	(3,387)	(7,143)

## 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.