

Arçelik

NÖTR

Kapanış (TL)	123,10	Hedef fiyat(TL)	165,00		
Piyasa değeri (TL / US\$ mn)	83.182 / 2.175	12 aylık getiri / görece getiri (%)	-27 / -25		
Endeks	BIST-50	Pazar	Yıldız		
(TL mn)	1Ç24	1Ç25	y/y Δ	Konsensüs	Gerçek / Kons.
Net satışlar	99.801	109.118	%9	111.411	%-2
FAVÖK	7.888	5.723	%-27	5.749	%0
FAVÖK marjı	%7,9	%5,2	-270 bp	%5,2	0 bp
Net Kar	2.425	-1.640	A.D.	-885	A.D.

1Ç25 Bilanço Değerlendirmesi

Yüksek net zarar - Arçelik, 1Ç25'te 1,64 milyar TL net zarar açıkladı. Bu, geçen yılın aynı döneminde kaydedilen 2,43 milyar TL'lik net kara kıyasla keskin bir düşüşe işaret ediyor. Gelir artışı ve FAVÖK marjı genel olarak beklentileri karşılarsa da, net kâr beklentilerin oldukça altında kaldı.

Organik olmayan gelir büyümesi - Arçelik, 1Ç25'te 119 milyar TL ciro elde etti ve bu, yıllık bazda %9 artışa işaret ediyor; ancak beklentilerin biraz altında kaldı. Bu büyüme neredeyse tamamen Whirlpool satın alımından kaynaklandı; Whirlpool, çeyrek gelirlerinin %23'ünü oluşturdu. Türkiye'de ve çoğu uluslararası pazarda talep zayıf seyretti; sadece Afrika, Bangladeş ve Pakistan istisna oluşturdu. Türkiye'nin toplam gelirler içindeki payı geçen yılki %43'ten %34'e geriledi ve yurtiçi gelirler yıllık bazda %12 düştü. Uluslararası gelirler ise, esas olarak Whirlpool katkısıyla, 1Ç24'e göre %25 arttı. Beyaz eşya segmenti, 1Ç25 gelirlerinin %75'ini oluştururken, yıllık bazda %8 büyüme kaydetti. Yönetim, yıl için gelir büyüme beklentisini Türkiye'de TL bazında yatay, uluslararası pazarlarda ise döviz bazında %15 büyüme şeklinde korudu.

Zayıflayan karlılık - Brüt marj, yıllık bazda 100 baz puan düşüşle %28,7'ye geriledi. Düşük hammadde fiyatlarının olumlu etkisi, düşük kapasite kullanımı ve zayıf talebe bağlı olarak zorlu fiyatlandırma koşulları nedeniyle dengelendi. Beyaz eşya segmentinin brüt marjı yıllık bazda 350 baz puan düşerek %28,0'e indi. Satışlara oranla faaliyet giderleri yıllık bazda 240 baz puan artarak %27,7'ye çıktı; bunun 110 baz puanı pazarlama giderlerinden ve 100 baz puanı genel yönetim giderlerinden kaynaklandı. Bu artışın başlıca nedeni personel giderlerindeki artış (enflasyon ve Whirlpool satın alımı) oldu. Sonuç olarak, FAVÖK marjı yıllık bazda 270 baz puan düşüşle %5,2'ye geriledi ve bu seviye genel piyasa beklentileriyle uyumluydu. Yönetim, yıllık FAVÖK marjı hedefini %6,5 olarak korudu (2024: %5,2).

Genel görüşümüz - Whirlpool satın alımının 2Ç24 başında tamamlanması, gelirleri son bir kez olumlu etkiledi ancak FAVÖK marjı üzerindeki baskı devam etti. Şirket yönetimi, yıl sonu itibarıyla FAVÖK marjının hem mevcut seviyeden hem de geçen yıldan daha iyi olmasını beklemeye devam ediyor. Zayıf talep koşulları ve olumsuz fiyatlandırma ortamı, yüksek net zarara katkıda bulunan temel faktörler arasında yer aldı. Net borç da önceki çeyreğe göre 3,8x FAVÖK seviyesinden 5,0x FAVÖK seviyesine keskin bir artış gösterdi. Tahminlerimizde bazı revizyonlar yaptık. Buna bağlı olarak, 12 aylık hedef fiyatımızı 160 TL'den 165 TL'ye yükseltiyor ve NÖTR tavsiyemizi koruyoruz.

Değerleme - Hisse son bir yılda %27 düştü ve BIST-100 endeksinde görece %25 daha zayıf bir performans gösterdi. 2025 tahminlerimize göre 20,7 F/K ve 6,6 FD/FAVÖK çarpanlarından işlem gören Arçelik hissesi için NÖTR görüşümüzü koruyoruz.

Araştırma

yatirimarastirma@icbcyatirim.com.tr
+90-212-276-2727