

## ARÇELİK

Zayıf FAVÖK; daha yüksek tek seferlik gelir

## Endekse Paralel Getiri

30 Temmuz 2026

- Beklentimiz olan TL2,6milyar'a (piyasa beklentisi: TL2,5milyar) karşılık TL3,4milyar net kâr açıklandı. Sapmanın büyük kısmı Whirlpool (WHR) işleminden kaynaklanan ve beklenenden ~TL+0,7milyar daha pozitif gelen tek seferlik gelirden gerçekleşti. Operasyonel tarafta beklentimize paralel ancak piyasa beklentisinin %8 altında bir görünüm vardı. Yıl sonu ciro beklentisi, 'yatay' beklentisinden 'tek haneli daralmaya' revize edildi. Hedef fiyatımızı TL136'dan TL119'a indiriyoruz, Endekse Paralel Getiri önerimizi koruyoruz.
- Ciro yıllık bazda %12 geriledi; bu, WHR'nin inorganik etkisinin 1Ç25'te sona ermesinden bu yana üst üste beşinci düşüş. Yurt içi beyaz eşya pazarının çeyrekse bazda daha dirençli seyretmesine rağmen düşüş 1Ç'deki %9'dan daha sert oldu: EURL ile enflasyon arasındaki makas 2Ç'de ihracatçılar aleyhine -10 puan oldu (1Ç'de +3 puanı). Arçelik ayrıca tüm pazarlarda fiyatlama baskısı, kötü ürün karması ve zayıf nihai talebe de değindi.
- Ana FAVÖK marjı %4,1 oldu; yıllık bazda -1,7 puan geriledi (1Ç'de +0,7 puanı). ARCLK'in kendi hesapladığı 'düzeltilmiş FAVÖK' içerisinde WHR işlemiyle ilgili bazı tek seferlik maliyetlerin çıkarılmış olabileceğini düşünüyoruz. Bu maliyetler hariç tutulduğunda düzeltilmiş marj (%5,2) yıl sonu beklentisi olan [%6,25-%6,5] aralığının altında kaldı. Marj düşüşünün büyük kısmı faaliyet giderlerinden (opex) kaynaklandı (+1,6 puan); bazı hammadde ön alımları brüt marjın dirençli kalmasına yardımcı oldu (+0,9 puan). İleriye dönük maliyet göstergelerimiz, 2Y26T'de stok maliyetlerinin gecikmeli yansımaları açısından zorlu bir hammadde görünümüne işaret ediyor.
- Faiz giderleri yine FAVÖK'ün önemli bir kısmını tüketti ve ARCLK'nin faize yüksek duyarlılığını teyit etti. Kur tarafı iyi yönetildi (TL+0,3milyar). Parasal kazanç ve vergi kalemleri oynak kalmaya devam etse de çeyrekse bazda en azından 1Ç'ye göre daha normal seviyelerde gerçekleşti.
- Raporlanan net borç/FAVÖK 5,2x oldu (düzeltilmiş: 4,4x). 1Ç'deki 4,9x'ten artış gösterdi; işletme sermayesinde çeyrekse bazda hafif iyileşme olmasına rağmen rakam mevsimsel olarak yüksek kaldı (muhtemelen WHR kaynaklı çıkışlar da etkili).
- Telekonferans öne çıkanları: 1) Avrupa değer bazında zorlu kalmaya devam ederken Güney Afrika ve Pakistan öne çıkan bölgeler. 2) Yurt içi pazarda pazar payı kazanımları. 3) Yüksek girdi maliyetleri ve bunların satışların maliyetinde genelde gecikmeli yansımaları göz önüne alındığında yıl sonu marj beklentisine yönelik aşağı yönlü risklerle ilgili bazı sorular soruldu. 4) Bu bağlamda ARCLK, özellikle AB'de Ekim-Kasım döneminin mevsimsel olarak kritik aylar olacağını değerlendiriyor. 5) >5x kaldıraç seviyesine rağmen herhangi bir kovenant ihlali şimdilik görünmüyor (bazı kredi veren gözden geçirmeleri yıl sonuna bağlı).
- 2Y26'daki hammadde risklerini göz önünde bulundurarak 26T FAVÖK tahminimizi %11 aşağı revize ediyoruz. Revizyonumuz %3 daha düşük ciro tahmini ile -0,5 puan ana marj revizyonunun bileşimi. 2026T düzeltilmiş FAVÖK marjı tahminimiz %6,1 seviyesinde olup yönlendirme aralığının alt sınırının biraz altında.
- Değerleme: Hisseler, 2026T-27T'ye yönelik aşağı yönlü revizyonlarımızın ardından 12 aylık ileri dönük FD/FAVÖK bazında 6,0x seviyesinde işlem görüyor (Piyasa beklentisi: ~5x).

## Fiyat

|                                         |        |
|-----------------------------------------|--------|
| Son Kapanış (TL)                        | 98.35  |
| Piyasa Değeri (TLmn)                    | 66,458 |
| 12 aylık Hedef Fiyat (TL/hisse)         | 119.00 |
| 12 aylık Hedef Piyasa Değeri (TL/hisse) | 80,412 |
| Yukarı Potansiyel (TL)                  | 21%    |
| Temettü Verimi                          | 0%     |

| Finansal Veriler (TLmn) | 2024    | 2025    | 2026T   | 2027T   |
|-------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Net Satışlar            | 428,548 | 523,933 | 626,055 | 796,488 |
| % büyüme                |         | 22      | 19      | 27      |
| FAVÖK                   | 22,297  | 30,247  | 34,865  | 49,136  |
| % büyüme                |         | 36      | 15      | 41      |
| Net Kar                 | 1,689   | -8,356  | 898     | 5,316   |
| % büyüme                |         | a.d.    | a.d.    | a.d.    |
| Marjlar (%)             | 2024    | 2025    | 2026T   | 2027T   |

|                        |      |       |       |       |
|------------------------|------|-------|-------|-------|
| FAVÖK Marjı            | 5.2  | 5.8   | 5.6   | 6.2   |
| Net Marj               | 0.4  | -1.6  | 0.1   | 0.7   |
| Brüt Temettü Getirisi  | 0%   | 0%    | 0%    | 0%    |
| Çarpan                 | 2024 | 2025  | 2026T | 2027T |
| F/K (TL, x)            | 61.6 | a.d.  | 74.0  | 12.5  |
| FD/FAVÖK (TL, x)       | 8.4  | 7.3   | 7.0   | 5.3   |
| Net Borç/FAVÖK (TL, x) | 3.9  | 4.6   | 5.1   | 3.9   |
| Özsermaye Getirisi (%) | 2.5  | -11.9 | 1.2   | 6.5   |

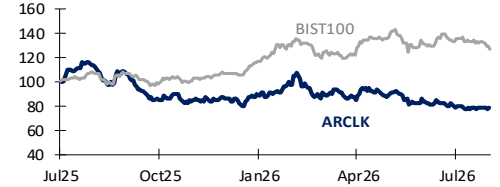
## Hisse Verisi

|                   |           |                   |
|-------------------|-----------|-------------------|
| Bloomberg Kodu    | ARCLK.IS  | ARCLK.TI          |
| Sektör            |           | Dayanıklı Tüketim |
| Hisse Sayısı (mn) |           | 676               |
| 3M Ort. Vol. (mn) |           | US\$4.2           |
| 52-Haftalık       | TL96.50 - | TL145.80          |

## Piyasa Verisi

|          |        |
|----------|--------|
| BIST-100 | 13,502 |
| TL/US\$  | 47.3   |

## Fiyat Eğrisi



| Fiyat Performansı | 1A  | 3A   | YBB  | Yıllık |
|-------------------|-----|------|------|--------|
| TL Nominal Getiri | -3% | -12% | -3%  | -22%   |
| BIST-100 Rölatif  | 2%  | -7%  | -19% | -38%   |

## Hissedar Dağılımı

|             |       |
|-------------|-------|
| Koç Holding | 48.5% |
| Koç Ailesi  | 11.4% |
| Halka Açık  | 40.1% |

Onur Müminoğlu  
[omuminoglu@terayatirim.com](mailto:omuminoglu@terayatirim.com)  
 Tuna Kocaoğlu  
[tkocaoglu@terayatirim.com](mailto:tkocaoglu@terayatirim.com)  
 Tel: +90 212 365 1000

| Derecelendirme         | Tanım                                                                                                         |
|------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Endeks Üstü Getiri     | Analist, hisse senedinin önümüzdeki 12 ayda BIST-100 endeksinin üzerinde getiri sağlayacağını öngörüyor.      |
| Endekse Paralel Getiri | Analist, hisse senedinin önümüzdeki on iki ayda BIST-100 endeksine paralel bir getiri elde etmesini bekliyor. |
| Endeks Altı Getiri     | Analist, hisse senedinin önümüzdeki 12 ayda BIST-100 endeksinin altında bir getiri elde etmesini bekliyor.    |

"Bu raporda yer alan bilgiler halka açık kaynaklardan veya Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir addedilen diğer kaynaklardan derlenmiş olup genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. nin rapor tarihinden sonra, söz konusu bilgi ve görüşlerde meydana gelebilecek değişikliklerden yatırımcıları haberdar etme yükümlülüğü bulunmamaktadır. Bu raporun içeriğinde yer alan herhangi bir bilgi, kesinlik, doğruluk veya eksiksizlik garanti etmediği gibi yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler yorum ve tavsiyede bulunanların genel nitelikte kişisel görüşlerine dayanmakta olup herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Ortaya çıkabilecek sonuçlardan dolayı Tera Yatırım ile bağlı kuruluşları, görüş sahipleri, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz."