

ARÇELİK

Endekse Paralel Getiri

1Ç25: Marjlar Yıllık Hedefin Gerisinde; İlerleme Potansiyeli Var...

28 Nisan 2025

TL5.7milyarlık 1Ç FAVÖK tahminlerimiz ve piyasa beklentileriyle uyumlu oldu. Daha yüksek vergi gideri ve azınlık payı düzeltmeleri net karın TL-1.6 milyara gerilemesine neden oldu (Tera: TL-1.2mlr, konsensüs: TL-0.7mlr). Borçluluktaki artışın bir kısmı tekrarlamayan kalemlere bağlı olarak gerçekleşti. Yönetim daha düşük bir başlangıca rağmen 2025 yılı için marj öngörüsünü korudu. Sonuçları nötr olarak değerlendiriyoruz ve hedef fiyatımızı TL171.80'den TL171.40'a hafifçe revize ediyoruz (%39 yükselme potansiyeli). Endekse Paralel Getiri önerimizi sürdürüyoruz.

Önemli Başlıklar: Gelirler, enflasyona göre düzeltilmiş yıllık %9 büyüme ile tahminlerimize paralel geldi, EUR-EUR cinsinden %35'lik artışın %31'i WHR satın alımından kaynaklandı. Yurt içi gelirler yüksek baz etkisiyle beklentilere paralel negative seyretti. Avrupa pazarları hacim açısından hafif bir büyüme gösterdi, değer açısından ise daha az arttı. APAC ve MEA gelirleri nisbeten daha iyi gerçekleşti (Pakistan, Bangladeş, Afrika çift haneli artışlar). Yıllık %2,7 EBITDA marjı daralmasının %1,0'ı brüt marjdan kaynaklandı (düşük kapasite kullanım oranı, piyasa rekabeti). İlave bir WHR karşılık ayrılması yapılmadı. Net döviz/faiz kalemleri, tahminimizden daha iyi gerçekleşti. Yüksek vergi gideri, yurt dışı iştiraklerin vergiye tabi gelirlerini artırmasından ve yerli ana şirketin düşük kârlılık nedeniyle teşvikleri tam olarak kullanamamasından kaynaklandı. Net Borç/FAVÖK, 4Ç'deki 3,8x'ten 5,0x'e yükseldi (=şirketin düzeltilmiş rakamlarıyla 4,1x).

Telekonferanstaki ana odak noktası borçluluktur: 1) ARCLK, bu çeyrekte 'erken tahsilatlar' yapmadığını ve sezon öncesi stok artışları olduğunu açıkladı; ayrıca zayıf makroekonomik ortamda yurtiçi alacaklarını uzattı. 2) 2Ç'de yüksek sezonun başlaması ve enflasyon muhasebesinin negatif FAVÖK etkisinin muhtemelen azalmasıyla daha iyi bir borç oranı yakalanabilir. 3) Artak EUR:USD kuru 1Ç'de sınırlı bir pozitif etki yaptı (muhtemelen 2Ç'de daha fazla etkisi olacak). 4) Yönetim, enflasyondaki potansiyel düşüş, sürdürülen WHR sinerjileri ve hammadde maliyetlerinin gecikmeli etkisinin, 1Ç'deki %5,2 FAVÖK marjını, %6,5 olan 2025 hedefine yaklaştırabileceğini düşünüyor (ayrıca, 2. yarıda yurtiçi satışların artmasıyla daha iyi bir yıllık satış miksi bekliyoruz). 5) Nisan ayında yurt içi bayilerin beklenen fiyat artışları öncesinde ön alımlar yaptığı görüldü.

Şirketin 2025 öngörülleri ve EUR:TL artışı gelirlerde potansiyel bir artışa işaret ediyor. ARCLK'nin bölgesel büyüme hedeflerinin 2025 için >TL600mlr ciroya işaret ettiğini hesaplıyoruz. %6,5 marj hedefiyle, bu yaklaşık TL39bn düzeltilmiş FAVÖK'e denk geliyor. Ciro ve marjlar üzerinde daha temkinli bir bakış açısı benimseyerek yeni FAVÖK'25 tahminimizi TL35bn (6,2% marj) olarak belirliyoruz, bu da önceki tahminimiz olan TL38bn (6,3%)'in biraz altındadır.

Kurdan arındırılmış hammadde endeksimiz sene başına göre yatay kalıyor. Plastik ve alüminyumdaki son düşüş, çelik fiyatlarındaki artışla dengeleniyor. Daha güçlü EUR:USD, küçük bir pozitif katkı sağlıyor.

Arçelik 2025T marj tahminimiz olan %6,2 ile hesapladığımızda FD/FAVÖK'lük bir değerlemeyle işlem görüyor.

Fiyat

Son Kapanış (TL)	123.10
Mevcut Piyasa Değeri (TLmn)	83,182
12 Aylık Hedef Fiyat (TL/Hisse)	171.40
12 Aylık Hedef Piyasa Değeri (TLmn)	115,820
12 Aylık Getiri Potansiyeli (TL)	39%
Temettü Verimi	0%

Finansal Veriler (TLmn)	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar	257,104	428,548	572,949	662,046
% değişim		67	34	16
FAVÖK	20,331	22,297	35,414	54,295
% değişim		10	59	53
Net Kâr	7,667	1,689	2,098	6,123
% değişim		-78	24	192

Marjlar (%)	2023	2024	2025T	2026T
FAVÖK Marjı	7.9	5.2	6.2	8.2
Net Marj	3.0	0.4	0.4	0.9
Brüt Temettü Verimi	2%	0%	0%	0.5%
Çarpanlar	2023	2024	2025T	2026T
F/K (TL, x)	11.5	61.6	39.7	13.6
FD/FAVÖK (TL, x)	6.9	8.5	6.0	3.5
Net Borç/Favök (x)	2.6	3.9	3.7	2.0
Özsermaye Karlılığı (%)	14.4	2.5	2.8	7.6

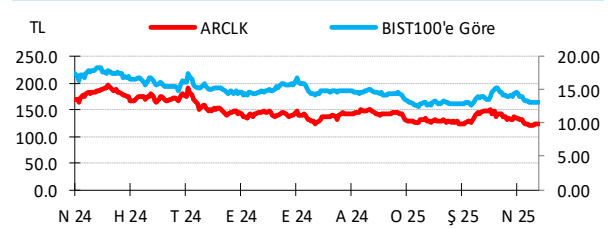
Hisse Verisi

Hisse Kodu	ARCLK.IS	ARCLK TI
Sektör		Dayanıklı Ev Aletleri
Hisse Sayısı (mn)		676
3A Ort. İşlem Hacmi (mn)		US\$10.8
52 Haftalık Aralık	TL121.40 -	TL195.00

Piyasa Verisi

BIST-100	9,433
TL/US\$	38.2455

Fiyat Grafiği



Performans	1AY	3AY	YBB	Yıllık %
TL Nominal Getirisi	-14%	-6%	-13%	-27%
BIST-100'e Göre	-11%	1%	-10%	-25%

Ortaklık Yapısı

Koç Holding	41.4%
Koç Ailesi	11.4%
Halka Açık Paylar ve Diğerleri	47.2%

Onur Müminoğlu
omuminoglu@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.”