

ARÇELİK

Endekse Paralel Getiri

3Ç25: Marjlar ve kaldıraç iyileşiyor; net zarar daha yüksek vergiden kaynaklanıyor...

27 Ekim 2025

Arçelik, 3Ç'de TL2,1 milyar net zarar açıkladı (Tera: TL-0,5 milyar, piyasa beklentisi: TL-1,0 milyar). Bu, art arda üçüncü zarar (4Ç24'teki TL17 milyarlık tek seferlik gelir hariç tutulduğunda son altı çeyrekteki altıncı zarar) olarak öne çıkıyor. Kârlılıkta bir toparlanma ivmesi gözlenirse de, ciro büyümesi negatif kalmaya devam etti ve bu da FAVÖK'ün tahminlerimize göre %4, konsensusa göre %2 altında gerçekleşmesine yol açtı. Daha yüksek net zarar, büyük ölçüde enflasyon muhasebesinden de kaynaklanan ertelenmiş vergi zararından kaynaklandı. Net Borç/FAVÖK oranı geçen çeyreğe göre iyileşti. Şirket, hem satış hem de kârlılık tarafında yıl sonu beklentilerini aşağı çekti. Genel olarak, hafif olumsuz bir sonuç olarak değerlendiriyoruz. Hedef fiyatımızı üç ay ileri taşımamıza rağmen TL133'ye (önceki: TL162,70) revize ediyor, %19 1Y nominal getiri potansiyeli ile "Endekse Paralel Getiri" tavsiyemizi koruyoruz.

Önemli Başlıklar: **1)** Ciro yıllık bazda %11 geriledi (2Ç: %-12), ağırlıklı olarak uluslararası pazarlardaki zayıf satışlar ve fiyatlamadan kaynaklandı. Yurt içi satışlar iyi seyretti (yıllık bazda yatay, Tem-Ağu döneminde pazarın %5 küçülmesine karşılık), ancak ürün karması daha düşük segmentlere kaydı. **2)** Brüt marj çeyreklik bazda 70bp arttı (EUR/USD, girdi maliyetleri, WHR sinerjileri sayesinde). **3)** Opex tarafında ciro artışının olmaması, personel ve pazarlama giderleri baskı yarattı. **4)** Net faiz giderleri çeyreklik bazda yaklaşık TL1 milyar arttı. **5)** Tek seferlik kalemler: WHR-İtalya karşılıklarının iptalinden +TL822mn, TL-194mn alacak karşılığı, TL-362mn yurtdışı yeniden yapılanma gideri. **6)** TLO,7 milyar vergi öncesi kara karşılık TL1,6 milyar vergi gideri oluştu. **7)** Net Borç/FAVÖK oranı 2Ç'deki 5,9x'ten (düzeltilmiş: 4,5x) 3Ç'de 5,2x'e (düzeltilmiş: 4,2x) geriledi.

3Ç sunumundan öne çıkanlar: **1)** AB ve Asya pazarlarında özellikle Çinli markaların giriş segmentlerinde fiyat rekabeti sürüyor. **2)** Plastik fiyatları çeyreklik bazda geriledi, düşük petrol fiyatları 4Ç için de benzer bir eğilime işaret ediyor. **3)** Yıl geneli için pozitif serbest nakit akışı hedefi korunuyor (9A: TL12 milyar). **4)** Ekim ayında taksitli satış kampanyaları başlatıldı; faiz yükü sınırlı kalırken, tüketici tarafında olumlu karşılandı. **5)** AB pazar payı, 9A'daki kayıpların ardından istikrar kazandı. **6)** Daha yüksek vergi giderleri, IFRS ile yasal kayıtlar arasındaki (enflasyon muhasebesi) farklardan ve yurtdışında oluşan vergi varlıklarının başka ülkelerdeki kârlarla mahsup edilememesinden kaynaklandı. **7)** TL750mn'luk limitin TL620mn'luk kısmı kadar alacak menkul kıymetleştirildi, 4Ç'de (Black Friday vb.) tahsilatların daha olumlu olmasını bekliyoruz. **8)** Mayıs 2026 vadeli EUR350mn Eurobond nedeniyle ortalama borç vadesi kısa görünüyor. Yönetim, bu borcu banka kredileriyle ve kısmi nakit ödemeye yenilemeyi planlıyor. **9)** WHR sinerjileri henüz tam olarak tamamlanmadı. **10)** Marj beklentileri, 4Ç'teki negatif mevsimsellik ve temkinli yaklaşım nedeniyle aşağı revize edildi. **11)** Yönetim, uygun zaman ve fiyat oluştuğunda gayrimenkul veya iştirak satışına açık olduklarını belirtti (Asya operasyonu olabilir).

6 aylık ileriye dönük emtia endeksimiz neredeyse sabit kaldı; plastiğin gevşemesi, Ekim'de metallerdeki artışla dengelendi.

Revize edilen yıl sonu beklentisinin 2025 yılı için yaklaşık TL35.8 milyar FAVÖK'e (önceki: TL39 milyar) işaret ettiğini tahmin ediyoruz. Bizim tahminimiz TL32.4 milyar (önceki: TL35,1 milyar, Visible Alpha konsensusu ~TL39 milyar).

Hisse, bizim %6.0 marj beklentimize göre 2025T 6.8x FD/FAVÖK çarpanımızda işlem görüyor. Zayıf satış/kârlılık trendi ve Çinli markalarla rekabet konusundaki yatırımcı temkinliliği nedeniyle "Endekse Paralel Getiri" tavsiyemizi koruyoruz.

Fiyat

Son Kapanış (TL)	111.40
Mevcut Piyasa Değeri (TLmn)	75,276
12 Aylık Hedef Fiyat (TL/Hisse)	133.00
12 Aylık Hedef Piyasa Değeri (TLmn)	89,872
12 Aylık Getiri Potansiyeli (TL)	19%
Temettü Verimi	0%

Finansal Veriler (TL mn)	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar	257,104	428,548	540,630	665,909
% değişim		67	26	23
FAVÖK	20,331	22,297	32,388	42,164
% değişim		10	45	30
Net Kâr	7,667	1,689	(5,201)	5,374
% değişim		-78	-408	203

Marjlar (%)	2023	2024	2025T	2026T
FAVÖK Marjı	7.9	5.2	6.0	6.3
Net Marj	3.0	0.4	-1.0	0.8
Brüt Temettü Verimi	2%	0%	0%	0%

Çarpanlar	2023	2024	2025T	2026T
F/K (TL, x)	11.5	61.6	a.d.	14.0
FD/FAVÖK (TL, x)	6.8	8.4	6.8	5.0
Net Borç/Favök (x)	2.6	3.9	4.6	3.3
Özsermaye Karlılığı (%)	14.4	2.5	-7.5	7.2

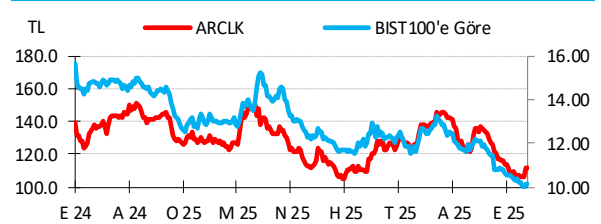
Hisse Verisi

Hisse Kodu	ARCLK.IS	ARCLK TI
Sektör		Dayanıklı Ev Aletleri
Hisse Sayısı (mn)		676
3A Ort. İşlem Hacmi (mn)		US\$9.6
52 Haftalık Aralık	TL105.40 -	TL151.50

Piyasa Verisi

BIST-100	10,942
TL/US\$	41.8

Fiyat Grafiği



Performans	1AY	3AY	YBB	Yıllık %
TL Nominal Getirisi	-17%	-12%	-22%	-21%
BIST-100'e Göre	-13%	-14%	-30%	-36%

Ortaklık Yapısı

Koç Holding	41%
Koç Ailesi	11%
Halka Açık Paylar ve Diğerleri	47%

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.”
