

ARÇELİK

2Ç25: Zayıf Çeyrek; Daha iyi bir ikinci yarıyla beklenti korundu...

28 Temmuz 2025

Şirket, TL-2,3 milyar çeyreklik zarar açıkladı; bu, hem bizim tahminimiz olan TL-1,6 milyarın hem de piyasa beklentisi olan TL-1,5 milyarın altında kaldı. Gelirlerin zayıf olmasına rağmen FAVÖK, bizim tahminimizin %2 altında, konsensüsün ise %1 üzerinde gerçekleşti. FAVÖK marjı çeyreklik bazda bir miktar iyileşme gösterdi; ancak daha yüksek faiz giderleri ve negatif vergi kalemi net kârı aşağı çekti. Önceki beklentilerin aksine, düzeltilmiş net borç/FAVÖK rasyosu 4,5x ile hafif artış gösterdi ve kredi sözleşmelerindeki sınır olan 3,8x'in üzerinde kaldı. Satış ve marj beklentileri korunurken, bu hedefler yılın ikinci yarısında daha güçlü bir performans gerektiriyor. Hedef fiyatımızı TL171.40'tan TL162.70'e revize ediyoruz (%29 yükselme potansiyeli). Endekse Paralel Getiri önerimizi sürdürüyoruz.

Önemli Başlıklar: 1) Gerçek bazda yıllık %12 düşen gelirler, bizim temkinli tahminimiz olan %9'un da altında kaldı. Geçtiğimiz hafta sonuçlarını açıklayan Electrolux gibi, Arçelik de Avrupa ve Asya'daki zorlu pazar koşullarına ve fiyat baskılarına dikkat çekti. Türkiye'de beyaz eşya pazarındaki karşılaştırmalı baz etkisi iyileşse de yurtdışı gelirler zayıf fiyat/mix, klima ve TV tarafındaki stok erimesi nedeniyle %5 geriledi. 2) FAVÖK marjı yıllık 1,2 puan artış gösterdi; bu, bu yıl daha iyi seyreden girdi maliyetlerinden kaynaklı ancak EURUSD paritesinin etkisi sınırlı kaldı (esas katkı 3Ç'de bekleniyor). 3) Faaliyet giderlerinin satışlara oranı çeyreklik bazda iyileşme gösterdi ancak personel ve pazarlama giderleri (özellikle Whirlpool kaynaklı) ile zayıf ciro nedeniyle %27'nin altına inemedi. 4) net borç/FAVÖK rasyosu 5,9x'e (düzeltilmiş 4,5x) yükseldi – bu oran 1Ç'de 5,0x seviyesindeydi. Artışta işletme sermayesi çıkışları ve yapılan yeniden yapılandırma ödemeleri etkili oldu.

Yönetici telekonferansında odak, yeni ürün stratejisi ve muhtemel işletme sermayesi toparlanması üzerinedir. Arçelik, yıl sonu için belirlenen %6,5 FAVÖK marjı hedefinin ulaşılabilir olduğunu düşünüyor; bu beklenti EURUSD paritesindeki avantaj, emtia maliyetlerindeki iyileşme, sinerjiler ve enflasyon muhasebesi etkisinin azalmasıyla destekleniyor. Haziran sonuçlarının Nisan-Mayıs'a göre daha iyi gelmesi ve Temmuz'da – özellikle yüksek marjlı yurtdışında– güçlü talebe dair ilk sinyaller de bu görünümü destekliyor. Öte yandan, Avrupa ve Asya'da Çinli markalarla rekabetin zorlaştığı vurgulanıyor. Yeni pazarlama planı kapsamında Whirlpool üretiminin daha düşük maliyetli yurtdışına kaydırılması (büyük oranda tamamlanmış) rekabet gücünü ve marjları destekleyecek. İşletme sermayesi yatırımları kısmen mevsimseldi; iklimlerde görülen güçlü perakende satışlar da bu yükü hafifletiyor. 2Y25'te Türkiye ve Avrupa'daki faiz indirimlerinin etkisiyle borçlanma maliyetlerinin düşmesi finansallara olumlu yansıyor. Bu aşamada, çekirdek olmayan varlık satışları gündemde değil.

Emtia endikatörlerimiz son birkaç aydır hem ABD doları hem de ağırlıklı ortalama para birimi bazında neredeyse yatay seyrediyor..Arçelik yönetimi, 3Ç'de spot fiyatlarda bir miktar gevşeme bekliyor – ancak bizce olası gecikmeli etkiler daha çok 1Ç–2Ç26 döneminde hissedilebilir.

Yıl sonu beklentisinin, %6,5 marj hedefi ve bizim hesabımıza göre şirketin işaret ettiği ~TL600 milyarlık ciro hedefi ile birlikte, ~TL39 milyar FAVÖK anlamına geldiğini hesaplıyoruz. Ancak ilk yarıdaki daha zayıf ciro ve marj gerçekleştirmeleri nedeniyle, biz daha temkinliyiz ve önceki TL35,4 milyar tahminimizi TL35,1 milyara revize ettik (piyasa beklentisi ~TL40 milyar seviyesinde).

Hisse, bizim %6,2 marj tahminimize göre 2025T için 6,2x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görüyor. Satış ve marjların yıl sonu hedeflerinin gerisinde kalması ve Çinli markalarla rekabet konusunda yatırımcı temkinliliği nedeniyle Endekse Paralel Getiri görüşümüzü koruyoruz. Öte yandan, Arçelik döngüsel yapısı ve yüksek borçluluğu nedeniyle Türkiye/Avrupa'da faiz indirimleri veya kredi notu ile ilgili olumlu haber akışında iyi performans gösterebilecek bir isim olarak öne çıkıyor.

Fiyat

Son Kapanış (TL)	126.00
Mevcut Piyasa Değeri (TLmn)	85,142
12 Aylık Hedef Fiyat (TL/Hisse)	162.70
12 Aylık Hedef Piyasa Değeri (TLmn)	109,941
12 Aylık Getiri Potansiyeli (TL)	29%
Temettü Verimi	0%

Finansal Verileri (TL mn)	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar	257,104	428,548	565,137	665,715
% değişim		67	32	18
FAVÖK	20,331	22,297	35,066	54,248
% değişim		10	57	55
Net Kâr	7,667	1,689	1,114	6,187
% değişim		-78	-34	455

Marjlar (%)	2023	2024	2025T	2026T
FAVÖK Marjı	7.9	5.2	6.2	8.1
Net Marj	3.0	0.4	0.2	0.9
Brüt Temettü Verimi	2%	0%	0%	0.1%
Çarpanlar	2023	2024	2025T	2026T
F/K (TL, x)	11.5	61.6	76.4	13.8
FD/FAVÖK (TL, x)	6.8	8.4	6.2	3.8
Net Borç/Favök (x)	2.6	3.9	3.9	2.3
Özsermaye Karlılığı (%)	14.4	2.5	1.5	7.7

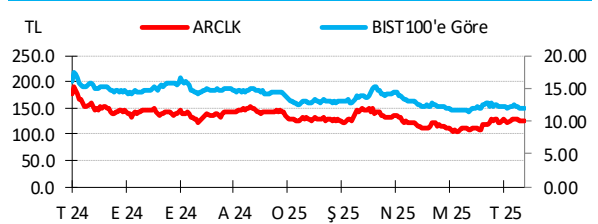
Hisse Verisi

Hisse Kodu	ARCLK.IS	ARCLK TI
Sektör		Dayanıklı ev aletleri
Hisse Sayısı (mn)		676
3A Ort. İşlem Hacmi (mn)		US\$6.8
52 Haftalık Aralık	TL105.40 -	TL190.80

Piyasa Verisi

BIST-100	10,643
TL/US\$	40.3990

Fiyat Grafiği



Performans	1AY	3AY	YBB	Yıllık %
TL Nominal Getirisi	8%	2%	-2%	-28%
BIST-100'e Göre	-5%	-9%	-31%	-27%

Ortaklık Yapısı

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

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.”
