

## Arçelik

### 4Ç sonuçları: Zayıf marjlar, güçlü tek seferlik işlemler

4,8 milyar TL'lik çeyreklik FAVÖK, konsensüsün %15 altında gerçekleşti. Çoğunlukla Whirlpool-AB varlıklarının entegrasyonundan kaynaklanan bir dizi tek seferlik kalemler 4Ç'nin net karını TL+7,0 milyara çıkardı (azınlık-payları öncesi: TL+4 milyar TL). Bu tek seferlik kalemlerden arındırıldığında, konsensüse göre TL-0,9 milyar ve Tera'ya göre TL-2,6 milyar olan 4Ç beklentilerine karşı şirketin düzeltilmiş karını TL-1,6 milyar olarak hesaplıyoruz. Şirketin öncü 2025 beklentileri WHR'den gelecek olan güçlü verimlilik kazanımlarını dikkate alıyor. Genel olarak, 4Ç sonuçlarını/beklentilerini dengeli olarak görüyoruz.

**4. çeyrekteki önemli vurgular:** Gelirler, tahminlerimize kıyasla daha zayıf olan yurt içi geliri telafi eden ihracat geliriyle beklentilerle uyumlu seviyedeydi. Brüt marjda çeyreklik bazda +0,4 puanlık artış, +1,0 puanlık daha yüksek işletme giderleri/satışlar (amortisman hariç) ile dengelendi. Ortaya çıkan %4,4'lük EBITDA marjı, şirketin son %5,8-%6,0 beklentisinin altında kalarak FY24'te ~%5,2'ye geriledi (düzeltilmiş: %5,3). WHR varlıklarının devam eden yeniden yapılandırılmasından TL-11 milyarlık bir karşılık vardı; ancak TL+17 milyarlık şerefiyenin ortadan kaldırılması ve önceki çeyreğe kıyasla TL+5 milyarlık ek parasal kazanç yoluyla daha önemli bir pozitif katkı sağlandı. Güçlü bir işletme sermayesi, Net Borç/FAVÖK'te 3. çeyrekteki 4,3x'ten 3,8x'e düşürmeye yardımcı oldu.

**4Ç yatırımcı sunumu genel hatlarıyla olumlu**du: 1) WHR entegrasyonu için provizyonların çoğu yapıldı; dolayısıyla 2025T'ye temiz bir sayfa ile başlanıyor. 2) WHR varlıklarının hızlı entegrasyonu 2025'te yıllık bazda +1,2ppt EBITDA marjı artışına katkıda bulunacak. 3) Batı Avrupa talebi 9A'daki +%1'den 11M24'te yıllık bazda +%1,6'ya (birim) iyileşti (hala değer olarak-%0,8). 4) SNA'25T'nin hem marj genişlemesi hem de WHR'den elde edilen daha yapıcı işletme sermayesi koşulları tarafından desteklenmesi gerekiyor (örneğin kısa dönem alacaklar). 5) Disiplinli bir sermaye harcaması beklentisi, daha fazla kaldıraç azaltmaya yardımcı olacaktır.

Ortalama şirket beklentileri, enflasyon ve döviz varsayımlarımıza göre ~TL39 milyar 2025T EBITDA anlamına geliyor. Bu, bizim %9, mevcut konsensüsün %18 üzerinde bir rakam. Konsensus özellikle ciro tarafında temkinli görünüyor. Şirket, yatay yurt içi gelirler (enflasyon hariç), yurtdışı gelirlerde %15 büyümeye (1Ç'de inorganik WHR etkisi dahil) ve FY24'teki %5,3'ten %6,5'e artan bir düzeltilmiş EBITDA marjı bekliyor.

**Arçelik için kurla düzeltilmiş ham madde endeksimiz 1YY25'te yatay bir katkı anlamına geliyor.** Çelik/plastikteki son gevşeme, ARCLK'nin kur karışımına karşı daha güçlü US\$ ile dengelendi. 2024'ün daha düşük marj bazında 2025 FAVÖK'ümüzü %6 oranında düşürüyoruz. 2025'teki muhtemel marj genişlemesinin 2YY'a doğru eğimli olmasını bekliyoruz, zira satışların dağılımı baz karşılaştırmaları açısından 1YY'da olumsuz olacak.

Arçelik için 2025T'te, 5,2x FD/FAVÖK ve 6,3% net marj varsayımında bulunuyoruz. (Şirket beklentisi 6.5%). Bu nedenle, **Arçelik için hedef fiyatımızı %35 getiri potansiyeliyle 171.80TL'ye aşağı yönlü revize ederken (179.80TL'den) Endekse Paralel Getiri önerimizi koruyoruz.**

## Endekse Paralel Getiri

3 Şubat 2025

### Fiyat

Son Kapanış (TL)	127.00
Mevcut Piyasa Değeri (TLmn)	85,817
12 Aylık Hedef Fiyat (TL/Hisse)	171.80
12 Aylık Hedef Piyasa Değeri (TLmn)	116,090
12 Aylık Getiri Potansiyeli (TL)	35%
Temettü Verimi	0%

Finansal Veriler (TL mn)	2023	2024	2025E	2026E
Net Satışlar	257,104	428,548	567,008	651,619
% değişim		67	32	15
FAVÖK	20,331	22,297	35,712	48,860
% değişim		10	60	37
Net Kâr	7,667	1,689	1,934	5,960
% değişim		-78	15	208
Marjlar (%)	2023	2024	2025E	2026E
FAVÖK Marjı	7.9	5.2	6.3	7.5
Net Marj	3.0	0.4	0.3	0.9
Brüt Temettü Verimi	2%	0%	0%	0%
Çarpanlar	2023	2024	2025E	2026E
F/K (TL, x)	11.5	61.6	44.4	14.4
FD/FAVÖK (TL, x)	6.9	8.6	5.2	3.8
Net Borç/Favök (x)	2.6	3.9	2.8	2.0
Özsermaye Karlılığı (%)	14.4	2.5	2.8	8.0

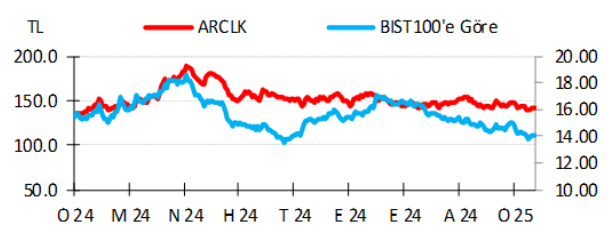
### Hisse Verisi

Hisse Kodu	ARCLK.IS	ARCLK TI
Sektör	Dayanıklı Tüketim Malları	
Hisse Sayısı (mn)	676	
3A Ort. İşlem Hacmi (mn)	US\$8.5	
52 Haftalık Aralık	TL123.70 -	TL195.00

### Piyasa Verisi

BIST-100	10,004
TL/US\$	35.7630

### Fiyat Grafiği



Performans	1AY	3AY	YBB	Yıllık %
TL Nominal Getirisi	-11%	-1%	-1%	-13%
BIST-100'e Göre	-12%	-12%	-26%	-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.”

---