

## ARÇELİK

## Endekse Paralel Getiri

1Ç FAVÖK beklentiye paralel; 2Y'de fiyatlama gücü belirleyici olacak

24 Nisan 2026

- 1Ç26 operasyonel sonuçlar genel olarak beklentilerle uyumlu gerçekleşti. Net zarar (TL-1.8bn), konsensüs (TL-396mn, Tera: TL+309mn) beklentilerinin altında kalırken, sapma ağırlıklı olarak finansal giderler, vergi ve mevsimsel nakit dinamiklerinden kaynaklandı. Genel değerlendirmemiz nötr-hafif negatif. Hedef fiyatımızı TL136'ya (önceki: TL138) hafif aşağı revize ediyor, Endekse Paralel Getiri önerimizi koruyoruz.**
- Gelirler reel bazda yıllık %9 daraldı; 4Ç'teki %10 ve 3Ç'teki %11 daralmaya kıyasla sınırlı iyileşme var.** Zayıflık coğrafyalar genelinde geniş tabanlı: Türkiye gelirleri rekor pazar payına rağmen ~%12 düştü (olumsuz fiyat/mix etkisi). Avrupa'da hacim artarken değer bazında daralma görüldü. MEA gelirleri (EUR bazında) ~%10, Asya-Pasifik ~%15 geriledi; Mısır (+%50) ve Pakistan (+%20) kısmi fayda oldu.
- Düzeltilmeler öncesi FAVÖK yıllık ~%3 artarak ~%5,9 marj ile hem bizim hem de konsensüsün (~%6,0) hafif altında kaldı.** Brüt marj çeyreklik bazda, önden yapılan satın alımlar ve olumlu EUR/USD etkisiyle genişledi; ancak ana pazarlardaki fiyat baskısı bu kazanımları kısmen dengeledi. Faaliyet giderlerinin satışlara oranı (özellikle ücret enflasyonu nedeniyle) yıllık bazda arttı; sinerji etkileri bunu sınırlı ölçüde absorbe etti.
- Faiz giderleri beklentimizin bir miktar üzerinde gerçekleşerek yüksek faiz hassasiyetini teyit etti.** Kur farkı kalemi yıllık bazda daha iyi. Yeniden yapılandırma giderleri TL-125mn ile (4Ç: TL-555mn) daha düşük olsa da nakit çıkışı TL-1.4bn oldu. Etkif vergi oranı, ertelenmiş vergi kalemlerinin yüksekliği nedeniyle baskılı kalmaya devam ediyor (ara dönem vergi hesaplarında sabit kıymetlerde TÜFE endekslenmesi yapılamaması). Bu nedenle net zarar beklenti ve konsensüsün altında kaldı.
- Net borç/FAVÖK 4.9x (raporlanan), yönetim tanımına göre 4.2x seviyesinde; yıl ortası ve yıl sonu için 3.8x kovenant eşliğinin üzerinde.** Çeyreklik bozulma, sezon öncesi işletme sermayesi artışından (alacaklar ve stoklar) kaynaklanıyor. Kısa vadeli borç payının, yaklaşan yeşil tahvil geri ödemesiyle azalması bekleniyor.
- Telekonferans öne çıkanları (dengeli ton): (i) Türkiye'de pazar payı kazanımı (1Ç'te -%3 hacim daralmasına karşı pazar -%14), (ii) 2Ç için maliyet görünümü yönetilebilir; ileri göstergeler 3Ç-4Ç için daha temkinli, (iii) güçlü olduğu pazarlarda (ör. Türkiye) fiyat geçişkenliği sağlandı; 2Y için güçlü fiyatlama planlanıyor, (iv) Çinli rakipler İran kaynaklı girdi maliyetleri ve lojistikteki kısıtlamalara daha açık olabilir (nisbi avantaj), (v) uzun vadeli faydalar için 2026'da yeniden yapılandırma tek seferliklerinin sürebileceği, (vi) EUR350mn tutarlı %3 kuponlu yeşil tahvilin nakitle geri ödenmesi ve ortalama vadenin uzatılması planı.**
- 2026 beklentilerinde değişiklik yok:** Reel bazda yatay gelirler ve %6,25-6.5 "düzeltilmiş FAVÖK marjı" öngörülüyor (1Ç düzeltilmiş marj %6,4; raporlanan %5,9). Kur ve enflasyon varsayımlarımız altında (ek tek seferlik sapma yok varsayımıyla) 2026T FAVÖK'ün ~TL41bn seviyesinde oluşacağını tahmin ediyoruz. EUR/USD paritesindeki her +0,1 artışın brüt kâra ~TL+0.6bn katkı yapması bekleniyor. 2Y görünümü açısından girdi maliyetleri ve EUR/USD kritik olacak.

## Fiyat

Son Kapanış (TL, 24-Nisan-24)				115.20
Piyasa Değeri (TLmn)				77,844
12 aylık Hedef Fiyat (TL/hisse)				136.00
12 aylık Hedef Piyasa Değeri (TL/hisse)				91,899
Yukarı Potansiyel (TL)				18%
Temettü Verimi				0.0%
<b>Finansal Veriler (US\$ mn)</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026T</b>	<b>2027T</b>
Net Satışlar	428,548	523,933	645,533	814,863
% büyüme		22	23	26
FAVÖK	22,297	30,247	38,987	50,844
% büyüme		36	29	30
Net Kar	1,689	-8,356	1,399	7,699
% büyüme		-595	-117	450
<b>Marjlar (%)</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026T</b>	<b>2027T</b>
FAVÖK Marjı	5.2	5.8	6.0	6.2
Net Marj	0.4	-1.6	0.2	0.9
Brüt Temettü Getirisi	0%	0%	0%	0%
<b>Çarpan</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026T</b>	<b>2027T</b>
F/K (TL, x)	61.6	a.d.	55.6	10.1
FD/FAVÖK (TL, x)	8.4	7.3	5.8	4.6
Net Borç/FAVÖK (TL, x)	3.9	4.6	3.8	3.1
Özsermaye Getirisi (%)	2.5	-11.9	1.8	9.2

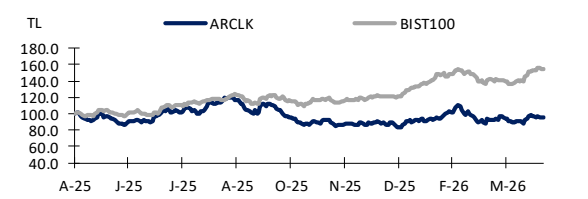
## Hisse Verisi

Bloomberg Kodu	ARCLK.IS	ARCLK TI
Sektör		Dayanıklı Tüketim
Hisse Sayısı (mn)		676
3M Ort. Vol. (mn)		US\$9.0
52-Haftalık	TL101.00 -	TL145.80

## Piyasa Verisi

BIST-100	14,335
TL/US\$	44.9

## Fiyat Eğrisi



<b>Fiyat Performansı</b>	<b>1A</b>	<b>3A</b>	<b>YBB</b>	<b>Yıllık</b>
TL Nominal Getiri	-1%	5%	14%	-5%
BIST-100 Rölatif	-9%	-7%	-10%	-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.”

---