

Arçelik

FAVÖK beklentilerin üzerinde; Ancak net zarar derinleşti...

Osman Furkan Özdemir
Analist
oozdemir@sekeryatirim.com

Arçelik, 3Ç26'da TMS 29 etkisi dâhil 6.205 mn TL ana ortaklık net zararı açıkladı. Şirket'in net zararı, 1.043 mn TL net zarar beklentimizin ve 5.463 mn TL net zarar olan piyasa medyanının altında kaldı. Koç Finansman pay satışı ve duran varlık satışlarından toplam 2.018 mn TL yatırım faaliyeti geliri kaydedilmesine karşın, zararın derinleşmesinde şu kalemler belirleyici oldu:

- Faaliyet kârının 3.601 mn TL'den 113 mn TL'ye gerilemesi,
- Net finansman giderinin yıllık %9 artarak 10.298 mn TL'ye yükselmesi,
- Net parasal pozisyon kazancının %20 azalarak 3.840 mn TL'ye inmesi.

Vergi öncesi zarar 918 mn TL'den 4.740 mn TL'ye yükselirken, Şirket vergi öncesi zarara rağmen vergi gideri kaydetti.

Net satışlar 3Ç26'da reel bazda yıllık %13,9 ve çeyreklik %6,9 azalarak 138.973 mn TL'ye geriledi. Net satışlar 146.100 mn TL olan beklentimizin %4,9 altında kalırken, 139.652 mn TL seviyesindeki piyasa medyanı ile paralel gerçekleşti. TL bazında Türkiye satışları %4,5, uluslararası satışlar %18,2 geriledi. EUR bazında toplam satışlar %2,4 daraldı:

- Uluslararası satışlar %7,3 geriledi. Bunda hacim (-90 mn EUR) ve fiyat/ürün karması (-49 mn EUR) belirleyici oldu.
- Türkiye satışları hacim artışıyla (+75 mn EUR) %8,3 büyüdü.

Türkiye'de beyaz eşya satış adetleri Temmuz-Ağustos döneminde %7 büyüyen pazara karşın %16 artarak pazar payı kazanımına işaret etti. Zayıf talep, olumsuz fiyatlandırma ve ürün karması ile yoğun uluslararası rekabet satışları baskıladı.

FAVÖK yıllık %47 ve çeyreklik %5 azalarak 5.874 mn TL'ye geriledi. Şirket'in FAVÖK rakamı, 4.048 mn TL olan beklentimizin %45, 5.619 mn TL'lik piyasa medyan beklentisinin %5 üzerinde gerçekleşti. FAVÖK marjı yıllık 267 baz puan daralarak %4,2 oldu. Tek seferlik giderler hariç düzeltilmiş FAVÖK yıllık %35 düşüşle 7.392 mn TL'ye geriledi. Düzeltilmiş FAVÖK marjı %7,0'dan %5,3'e geriledi (2Ç26: %5,2). Bölgesel çatışmalara rağmen başarılı hammadde maliyet yönetimi ve çeşitlendirilmiş tedarikçi tabanı sayesinde brüt kâr marjı yıllık 10 baz puanlık sınırlı düşüşle %29,0'da korundu. Buna karşın faaliyet giderleri ve ücret enflasyonu kaynaklı baskı FAVÖK marjını daralttı. Düzeltme tutarının 3Ç25'teki 167 mn TL'den 1.519 mn TL'ye yükselmesi tek seferlik giderlerdeki artışa işaret ediyor.

AL
Hedef Fiyat: 111,00 TL
Önceki Hedef Fiyat: 149,50 TL
Kazandırma Potansiyeli: %60

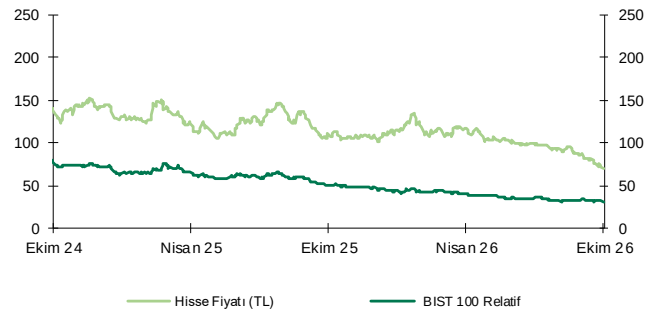
	TL	US\$
Fiyat	69,20	1,39
BİST 100	11.152	225
US\$ (MB Alış):	49,76	
52 Hafta Yüksek:	135,30	3,11
52 Hafta Düşük:	69,20	1,39
Bloomberg/Reuters Kodu:	ARCLK.TI / ARCLK.IS	

Hisse Senedi Sayısı (Mn):	675,7	(TL Mn)	(US\$ Mn)
Piyasa Değeri (TL Mn):	46.760	941	
Halka Açık PD (TL Mn):	8.417	169	

	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	-19,3	-37,9	-31,5
US\$ Getiri (%):	-20,6	-47,5	-40,8
BİST 100 Göreceli Getiri (%):	-6,7	-39,1	-30,8
Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	273,76		
Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	6,18		

Beta	0,93
Yıllık Volatilite (Hisse)	0,31
Yıllık Volatilite (BİST 100)	0,24

Ortaklık Yapısı	%
Koç Holding A.Ş.	48,53
Teknosan Büro Makine ve Levazımı Tic. ve San. A.Ş.	12,05
Burla Ticaret ve Yatırım A.Ş.	5,56
Diğer	33,86
Toplam	100,00



Operasyonel Gelişmeler ve Sektörel Görünüm... Batı Avrupa'da beyaz eşya talebi 8A26'da adet bazında %1,6 artarken, fiyatlama baskısıyla pazar değeri EUR bazında %0,7 geriledi; Grup'un bölgedeki pazar payı geçen yılın altında kaldı. Bölgesel performans ayrıştı:

- Büyüyen pazarlar (EUR bazında ciro): Defy %9,8, Dawlance %34,4, Hindistan %23 büyüdü. Beko Mısır'ın USD bazlı satışları %119,8 arttı.
- Gerileyen pazarlar: Arçelik-Hitachi satışları %13, Orta Doğu satışları %8 geriledi.

Metal ve plastik fiyatları çeyreklik bazda gerilese de geçen yılın üzerinde seyrediyor. Hammadde maliyet baskısının çeyrek sonu ve Ekim'de yeniden artması 4Ç26 marjları için risk oluşturuyor. Portföy sadeleştirme kapsamında Koç Finansman satışından 61,4 mn USD, Taşdelen gayrimenkul satışından 1,41 milyar TL nakit girişi sağlandı. Arçelik-Hitachi satışı ise düzenleyici onayları bekliyor.

Bilanço, Nakit Akışı ve Kaldıraç... Düzeltilmiş net borç, mevsimsel işletme sermayesi ihtiyacının da etkisiyle 2025 yıl sonundaki 171.644 mn TL'den 211.779 mn TL'ye yükseldi. Net borç/düzeltilmiş FAVÖK oranı 4,50x'ten 6,32x'e yükseldi (2Ç26: 5,22x). Bu oran, stok kaynaklı parasal kazanç/kayıp ile düzeltildiğinde 5,18x, tüm parasal kazanç/kayıp kalemleriyle düzeltildiğinde 4,09x seviyesinde. Kısa vadeli borçların payının %63'ten %67'ye yükselmesi ve ortalama borç vadesinin 0,9 yılda kalması refinansman riskini artırıyor. Olumlu tarafta:

- 9A26 serbest nakit akışı -10.983 mn TL'den -5.744 mn TL'ye iyileşti.
- Yatırım harcamaları/satışlar oranı %2,9'dan %2,4'e geriledi.
- Net işletme sermayesi/satışlar oranı %21,9 ile hedefle uyumlu kaldı.

Şirket 2026 Beklentileri... Şirket, beklenenden zayıf talep, devam eden fiyatlama baskısı, bölgesel çatışmalardan kaynaklanan maliyet baskıları ve yüksek faaliyet giderleri nedeniyle 2026 beklentilerini aşağı yönlü revize etti:

- Uluslararası satışlarda yabancı para bazında beklenti tek haneli düşüşten düşük çift haneli düşüşe indirildi.
- Türkiye satışlarında TL bazında tek haneli düşüş öngörülüyor.
- Düzeltilmiş FAVÖK marjı beklentisi %6,25-%6,50'den %5,75-%6,00'ya düşürüldü.
- Yatırım harcaması beklentisi yaklaşık 250 mn EUR'dan 200-225 mn EUR'ya indirildi.
- Yaklaşık %22'lik net işletme sermayesi/satışlar beklentisi korundu.

9A26 düzeltilmiş FAVÖK marjının %5,7'de kalması, revize hedefe ulaşmak için dahi 4Ç26'da belirgin marj iyileşmesi gerektiğine işaret ediyor.

Genel Değerlendirme... 3Ç26 sonuçlarını operasyonel açıdan beklentimizin üzerinde, ancak genel görünüm açısından zayıf değerlendiriyoruz. FAVÖK'teki pozitif sapma, korunan brüt marj ve Türkiye'deki pazar payı kazanımına karşın sonuçların kalitesini şu unsurlar sınırılıyor:

- Varlık satışlarına rağmen derinleşen net zarar,
- Aşağı yönlü revize edilen yıl sonu beklentileri,
- 6,32x'e yükselen kaldıraç.

Avrupa'da fiyatlama ve pazar payı, 4Ç26 marj toparlanması, hammadde maliyetleri, Arçelik-Hitachi işlemi ve borç azaltım süreci temel izleme başlıklarıdır.

3Ç26 finansalları ve revize edilen Şirket beklentileri sonrası, Arçelik için 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 149,50 TL'den 111,00 TL'ye indiriyoruz. Hedef fiyatımız son kapanış fiyatına göre %60 getiri potansiyeli sunarken, Şirket payları için "AL" tavsiyemizi sürdürüyoruz.

Tablo 1: Finansallar (TMS 29 Etkisi Dahil)

Milyon TL	9A25	9A26	Yıllık	3Ç25	3Ç26	Yıllık
Satış Gelirleri	492.032	435.342	-11,5%	161.445	138.973	-13,9%
Brüt Kar	141.253	127.907	-9,4%	46.937	40.263	-14,2%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>28,7%</i>	<i>29,4%</i>		<i>29,1%</i>	<i>29,0%</i>	
Operasyonel Kar	7.464	3.574	-52,1%	3.601	113	-96,9%
<i>Operasyonel Kar Marjı</i>	<i>1,5%</i>	<i>0,8%</i>		<i>2,2%</i>	<i>0,1%</i>	
FAVÖK	29.456	20.815	-29,3%	11.127	5.874	-47,2%
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>6,0%</i>	<i>4,8%</i>		<i>6,9%</i>	<i>4,2%</i>	
Düzeltilmiş FAVÖK*	30.456	24.738	-18,8%	11.294	7.392	-34,5%
<i>Düzeltilmiş FAVÖK Marjı</i>	<i>6,2%</i>	<i>5,7%</i>		<i>7,0%</i>	<i>5,3%</i>	
Net Kar	-8.349	-4.629	A.D.	-2.667	-6.205	A.D.
<i>Net Kar Marjı</i>	<i>-1,7%</i>	<i>-1,1%</i>		<i>-1,7%</i>	<i>-4,5%</i>	

Kaynak: Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

*Düzeltilmiş FAVÖK: Brüt Kar – Faaliyet Giderleri (tek seferlik giderler hariç) + Amortisman ve İtfa Payları.

*Düzeltilmeler ağırlıklı olarak tek seferlik giderleri içermektedir.

Tablo 2: Temel Finansallar (TMS 29 Etkisi Dahil)

BİLANÇO (TL Mn)	2025/12K	2026/09K	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	139.425	121.142	(13)
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	75.922	62.563	(18)
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	49.182	45.067	(8)
Ticari Alacaklar	144.970	148.636	3
Hazır Değerler	121.619	70.080	(42)
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	144.587	169.738	17
Toplam Aktifler	675.704	617.225	(9)
Uzun Vadeli Borçlar	109.337	95.820	(12)
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	48.510	30.887	(36)
Kısa Vadeli Borçlar	183.926	192.403	5
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	162.064	145.164	(10)
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	77.504	76.968	(1)
Toplam Yükümlülükler	581.341	541.242	(7)
Toplam Özsermaye	94.363	75.983	(19)
Toplam Pasifler	675.704	617.225	(9)

Kaynak: Finnet, Şeker Yatırım

GELİR TABLOSU (TL Mn)	2025/09K	2026/09K	%Değ
Net Satışlar	492.032	435.342	(12)
SMM	350.780	307.434	(12)
Brüt Kâr	141.253	127.907	(9)
Faaliyet Giderleri	133.788	124.333	(7)
Net Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	10.280	5.658	(45)
Esas Faal. Diğer Gel./Gid.	2.815	2.084	(26)
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/(Gider)	53	1.842	3.403
Finansman Gelir/(Gider)	(31.649)	(23.774)	A.D.
Parasal Kazanç/Kayıp	16.012	15.624	(2)
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar/(Zarar) Paylar	(195)	(217)	A.D.
Vergi Öncesi Kâr	(5.500)	(866)	A.D.
Vergi	4.539	4.908	8
Net Kâr/(Zarar)	(10.039)	(5.774)	A.D.
Azınlık Payları	(1.690)	(1.145)	A.D.
Ana Ortaklık Payları	(8.349)	(4.629)	A.D.

Kaynak: Finnet, Şeker Yatırım

ARCLK

**UYARI NOTU:**

Burada yer alan 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 ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5 34330 Şişli / İSTANBUL
Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, arastirma@sekeryatirim.com