

Arçelik <ARCLK> — 3Ç26 BİLANÇO ANALİZİ
Zayıf talep ve finansman yükü kârlılığı baskıladı

Arçelik, 2026 yılı üçüncü çeyreğinde 6,21 milyar TL ana ortaklık net zararı açıkladı. Geçen yılın aynı döneminde zarar 2,67 milyar TL seviyesindeydi. Enflasyondan arındırılmış satış gelirleri yıllık %13,9 azalarak 138,97 milyar TL'ye gerilerken, düzeltilmiş FAVÖK %34,5 düşüşle 7,39 milyar TL oldu. Önceki çeyreğe göre cironun %6,9, düzeltilmiş FAVÖK'ün %4,3 gerilemesi, talep ve fiyatlandırma koşullarındaki zayıflığın sürdüğünü gösteriyor. Operasyonel giderler geçen yıla göre sınırlı iyileşme görülse de brüt kardaki düşüş, faaliyet zararı yazılmasında etkili oldu. Düzeltilmiş FAVÖK marjındaki sınırlı çeyreklik iyileşmeye rağmen büyüyen net zarar nedeniyle sonuçları genel olarak zayıf değerlendiriyoruz.

Brüt kâr marjı korundu, faaliyet giderlerinin ağırlığı arttı

Satın alma tasarrufları ve malzeme iyileştirme çalışmaları sayesinde brüt kâr marjı yıllık bazda büyük ölçüde korunarak %29,0 seviyesinde gerçekleşti. Ancak faaliyet giderlerinin satışlardaki daralmaya aynı ölçüde uyum sağlayamaması operasyonel kârlılığı baskıladı. Genel yönetim, pazarlama ve Ar-Ge giderleri toplamı %7,4 azalmasına rağmen bu giderlerin ciroya oranı %26,8'den %28,9'a yükseldi. Düzeltilmiş FAVÖK marjı yıllık %7,0'den %5,3'e gerilerken, önceki çeyrekteki %5,2 seviyesinin hafif üzerinde kaldı. Ayrıca FAVÖK'e yapılan tek seferlik gider düzeltmesinin 167 milyon TL'den 1,52 milyar TL'ye yükselmesi dikkat çekiyor.

Türkiye görece dirençli, uluslararası satışlarda baskı belirgin

Üçüncü çeyrekte Türkiye satışları reel TL bazında %4,5, uluslararası satışlar ise %18,2 geriledi. Türkiye'de beyaz eşya ve televizyondaki pazarın üzerinde performans, klima talebindeki zayıflığı kısmen dengeledi. Avrupa'da devam eden fiyatlandırma baskısı ve yoğun rekabet uluslararası gelirleri sınırlarken, Afrika, Pakistan ve Hindistan'daki büyüme bölgesel çeşitliliğin katkısını gösterdi. Bununla birlikte bazı pazarlarda artan satışlara yüksek navlun, kurulum ve finansman maliyetlerinin eşlik etmesi, hacim büyümesinin kârlılığa dönüşmesini zorlaştırıyor.

Net zararda finansman giderleri ve faaliyet dışı kalemler etkili

Çeyreklik net finansman gideri geçen yılki 8,49 milyar TL'den 9,48 milyar TL'ye yükseldi. Net parasal pozisyon kazancının 4,80 milyar TL'den 3,84 milyar TL'ye gerilemesi de net sonucu baskıladı. Varlık satışlarından sağlanan gelirler zararı sınırlasa da 1,50 milyar TL'lik vergi gideriyle ana ortaklık net zararı 6,21 milyar TL'ye ulaştı. İlk dokuz ayda ise ana ortaklık zararının 8,35 milyar TL'den 4,63 milyar TL'ye daralmasında koşullu satın alma yükümlülüklerinin sonlandırılmasından kaynaklanan 7,03 milyar TL'lik gelirin önemli katkısı bulunuyor. Bu nedenle dokuz aylık iyileşmeyi bütünüyle operasyonel toparlanmaya bağlamıyoruz.

Nakit akışı ve borçluluk temel takip noktaları

Şirketin Arçelik-Hitachi bakiyelerini de içeren düzeltilmiş net borcu, yıl sonundaki 171,64 milyar TL'den 211,78 milyar TL'ye yükseldi. Düzeltilmiş net borç/FAVÖK oranı 4,50 seviyesinden 6,32'ye çıkarken, tüm net parasal pozisyon etkilerini içeren alternatif kaldıraç oranı 4,09 olarak açıklandı. Yönetim metodolojisiyle hesaplanan dokuz aylık serbest nakit açığı 10,98 milyar TL'den 5,74 milyar TL'ye daraldı. Buna karşılık işletme faaliyetlerinden 28,32 milyar TL nakit çıkışı bulunuyor. Bu göstergeleri birlikte değerlendirdiğimizde, yatırım disiplinine ve varlık satışlarına rağmen nakit yaratımında kalıcı iyileşme ihtiyacının sürdüğünü düşünüyoruz.

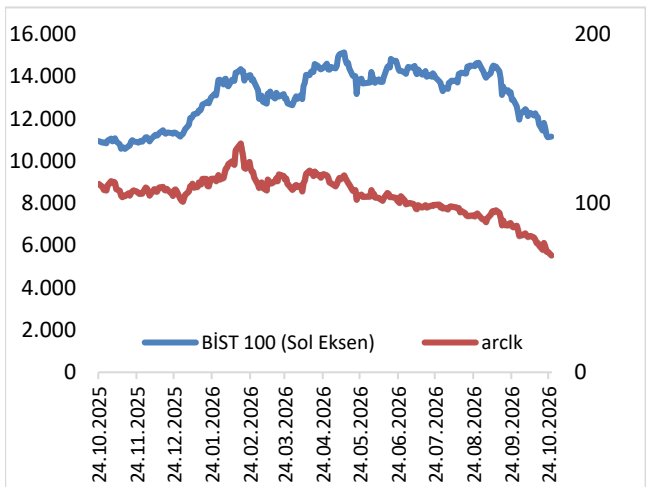
SINIRLI NEGATİF

Kapanış, TL (26.10.2026)	69,20 TL
Bugünkü Sermaye (bin TL)	675.725
Halka Açık Sermaye (bin TL)	121.631
Halka Açıklık Oranı	17,46

Piyasa Çarpanları

F/K	0,00
PD/DD	0,64
FD/FAVÖK	9,15

Özet Gelir Tablosu (bin TL)	3Ç26	3Ç25	Değ.(%)
Net Satışlar	138.973.229	161.445.367	-13,9
Brüt satış karı	40.262.659	46.936.618	-14,2
Faaliyet Giderleri	40.150.093	43.335.758	-7,4
Finansal Gelir/Gider	-9.475.164	-8.493.405	a.d.
Esas Faaliyet Karı	112.566	3.600.860	-96,9
FAVÖK	5.873.660	11.127.403	-47,2
Ana Ortaklık Net Kar	-6.205.335	-2.666.526	a.d.
Oranlar	3Ç26	3Ç25	Fark
Brüt Kar Marjı (%)	28,97	29,07	-0,1
Esas Faa.Kar Marjı (%)	0,08	2,23	-2,1
FAVÖK Marjı (%)	4,23	6,89	-2,7
Net Kar Marjı (%)	-4,47	-1,65	a.d.



2026 beklentilerinde aşağı yönlü revizyon

Gelir beklentilerindeki değişiklik, talepteki zayıflığın özellikle uluslararası operasyonlarda derinleştiğini gösteriyor. Türkiye için tek haneli reel TL daralma beklentisi korunurken, uluslararası gelirlerde döviz bazında tek haneli düşüşten düşük çift haneli düşüşe geçildi. Bu revizyonu, zayıf hacim kadar rekabetin fiyatlama gücünü sınırlamasıyla da ilişkilendiriyoruz. Türkiye beklentisinin korunması, konsolide görünümdeki bozulmanın bütün pazarlara aynı ölçüde yayılmadığına işaret ediyor.

Yatırım harcaması beklentisinin yaklaşık 250 milyon avrodan 200–225 milyon avroya indirilmesi, önceki plana göre 25–50 milyon avro, yani %10–%20 daha düşük harcama öngörüyor. Bu karar nakit çıkışını sınırlayabilir. Ancak harcamaların azaltılması ile faaliyetlerden kalıcı nakit üretimi farklı unsurlardır; ertelenen yatırımların verimlilik ve kapasite planlarına etkisini de izlemek gerekiyor. Net işletme sermayesi/satışlar hedefinin yaklaşık %22’de korunması, Eylüldeki %21,9 seviyesine göre belirgin bir oran iyileşmesinin hedefe eklenmediğini gösteriyor.

Arçelik–Hitachi ortak girişimindeki payların planlanan satışı, düzenleyici onaylara tabi olduğu ve tamamlanması sözleşme tarihini izleyen 12 ay içinde beklendiği için şirketin güncel beklentilerine yansıtılmamış durumda. Bu nedenle olası satış gelirini gerçekleşmiş nakit girişi olarak değerlendirmiyoruz. İşlemin kapanış tarihi, net nakit etkisi ve konsolidasyon kapsamındaki değişiklik, sonraki dönem borçluluk ve kârlılık karşılaştırmaları açısından önem taşıyacak.

Gösterge	Önceki beklenti	Güncel beklenti
Türkiye gelirleri TL	Tek haneli düşüş	Tek haneli düşüş
Uluslararası gelirler döviz bazında	Tek haneli düşüş	Düşük çift haneli düşüş
Düzeltilmiş FAVÖK marjı	%6,25–%6,50	%5,75–%6,00
Net işletme sermayesi/satışlar	Yaklaşık %22	Yaklaşık %22
Yatırım harcamaları	Yaklaşık 250 milyon avro	200–225 milyon avro

Değerlendirme

Arçelik’in 3Ç26 sonuçlarını operasyonel açıdan zayıf değerlendiriyoruz. Brüt kâr marjı %29 seviyesinde korunmasına rağmen satış daralması ve faaliyet giderlerinin baskısıyla düzeltilmiş FAVÖK marjı yıllık 1,7 puan gerileyerek %5,3’e indi. Dokuz aylık net zarardaki azalmada tek seferlik gelirlerin etkili olması, operasyonel toparlanmanın henüz sınırlı kaldığını gösteriyor. Düzeltilmiş net borcun yıl sonuna göre %23,4 artarak 211,78 milyar TL’ye yükselmesi ve beklentilerin aşağı yönlü revize edilmesi nedeniyle temkinli görüşümüzü koruyoruz. Önümüzdeki dönemde gider disiplininin kârlılığa katkısı, nakit üretimi ve borçluluğun seyri temel takip noktalarımız olacak.

Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:V, No:55 Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'i Uyarınca Yayımlanan Uyarı 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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Çekince: Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır.

Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez. Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

İntegral Yatırım Araştırma

Sevgül YIRTAR

Araştırma Müdürü

✉ sevgulyirtar@integralyatirim.com.tr

☎ +90 212 329 3289

SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER

Bankacılık, Holding, Savunma

Harun Raşit DEMİRCAN

Araştırma Uzmanı

✉ harundemircan@integralyatirim.com.tr

☎ +90 212 329 3288

SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER

*Enerji-Üretim, Perakende, GYO,
İnşaat, Sigorta*

Sena ÇOBAN

Araştırma Uzman Yardımcısı

✉ senacoban@integralyatirim.com.tr

☎ 0212 329 3286

SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER

*Enerji - Dağıtım, İlaç - Sağlık,
Teknoloji, Gıda*

Ertuğrul AKSOY

Araştırma Uzman Yardımcısı

✉ ertugrulaksoy@integralyatirim.com.tr

☎ +90 212 329 3285

DESTEK VERDİĞİ SEKTÖRLER

Demir-Çelik, Çimento

Ahmet Server DEDE

Araştırma Uzman Yardımcısı

✉ ahmetserverdede@integralyatirim.com.tr

☎ +90 212 329 3287

DESTEK VERDİĞİ SEKTÖRLER

Otomotiv, Petrokimya, Telekom, Havacılık

www.integralyatirim.com.tr