

VESTEL BEYAZ EŞYA VESBE Tİ

AL

Önceki tavsiye: AL

TEB YATIRIM
BNP PARIBAS ORTAKLIĞI

HEDEF FİYAT	22.89 TL
KAPANIŞ	16.66 TL
GETİRİ	+37.4%
ÖNCEKİ HF	22.08 TL
HF DEĞİŞİM	3.70%

Marjlar genişlemeye devam ediyor

■ 2Ç23 net kârı beklentimizin altında kaldı

Vestel Beyaz Eşya 2Ç23'te yıllık bazda %14 düşüş ve çeyreklik bazda %44 artışla TRY597m net kar açıkladı. Açıklanan sonuç piyasa beklentisi TRY625m'ye paralel gerçekleşse de, tahminimizin üzerinde diğer giderler sebebiyle bizim beklentimiz olan TRY807m'nin altında kaldı. 6A23'te net kar yıllık bazda %20 düşüşle TRY1 milyar oldu.

■ Güçlü yurt içi pazar ciro büyümesini destekliyor

Ciro yıllık bazda %51 artışla TRY11,4 milyar oldu ve bizim tahminimiz TRY10,8 milyar ile piyasa beklentisi TRY10,9 milyarın hafif üzerinde gerçekleşti. Güçlü yurt içi pazar Türliye cirosundaki büyümeyi desteklerken, Avrupa'daki zayıflığa rağmen yurt dışı gelirler yıllık bazda %49 oranında büyüdü.

■ Marjlar genişlemesi devam etti

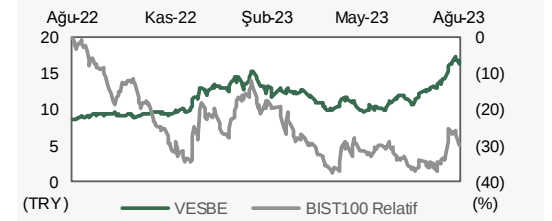
FAVÖK yıllık bazda %70 artışla TRY1,8 milyara ulaştı ve hem bizim tahminimizin (TRY1,5 milyar) hem de piyasa beklentisinin (TRY1,6 milyar) belirgin şekilde üzerinde gerçekleşti. Düşen hammadde fiyatları ve daha iyi EUR/USD paritesi ve daha düşük operasyonel giderler sayesinde marj genişlemesi bu çeyrekte de devam etti. Türkiye'nin toplam satışlar içindeki payının artması da marjları destekledi. Daha yüksek FAVÖK ve operasyonel giderlerin daha düşük olması net borç/FAVÖK rasyosunun 1,9x'a gerilmesine sebep oldu (1Ç23: 2,4x).

■ Hedef fiyatımızı yükseltip, AL tavsiyemizi koruyoruz

VESBE için AL tavsiyemizi korurken, hedef fiyatımızı TRY22,89'a yükseltiyoruz (önceki TRY22,08). VESBE'nin TL'deki değer kaybı ile güçlü yurt içi talepten olumlu etkileneceğine devam edeceğini düşünüyoruz. 6,1x 2024 F/K'si ile VESBE hala en yakın rakibi ARCLK'e göre ciddi iskonto ile işlem görüyor.

Hisse Detayları

Milyon TL	2022	2023T	2024T	2025T
Net satışlar	31,387	48,472	65,791	81,017
VAFÖK	2,900	5,613	8,048	10,584
Net kar	1,424	2,973	4,401	5,506
Kar marjı (%)	4.5	6.1	6.7	6.8
VAFÖK marjı (%)	9.2	11.6	12.2	13.1
Satış büyümesi (%)	94.0	54.4	35.7	23.1
F/K (x)	18.7	9.0	6.1	4.8
FD/VAFÖK (x)	11.1	6.2	4.1	3.0
PD/DD (x)	4.2	3.1	2.3	1.8
Net borç/VAFÖK (x)	1.9	1.4	0.8	0.5
Net borç/Özsermaye (x)	0.9	0.9	0.6	0.4
Özsermaye verimliliği (%)	25.4	39.9	43.7	41.7



Hisse performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay
Mutlak getiri (%)	34.0	68.7	94.9
BIST100 relatif getiri (%)	8.7	2.2	(28.3)
Son kapanış fiyatı	16.66		
12 Aylık yüksek/düşük	17.22/8.51		
Piyasa değeri (Milyon TL)	26,656		
3 Aylık ortalama hacim (Milyon TL)	141.7		
Halka açıklık (%)	19.0		
Hisse sayısı (Milyon)	1,600		
Pazar	Yıldız Pazar		

Kaynak: Vestel Beyaz Eşya; TEB Yatırım Hesaplamaları

Tablo 1: VESBE 2Ç23 sonuçları

	2022/2Ç	2023/1Ç	2023/2Ç	-----Değişim-----		TEB/BNPP	Fark	Konsensus	Fark	6A22	6A23	Fark
	TRYm	TRYm	TRYm	Yıllık, %*	Çeyrek, %*	TRYm	%*	TRYm	%*	TRYm	TRYm	TRYm
Net satışlar	7,552	9,788	11,399	51	16	10,766	6	10,944	4	12,970	21,187	63
FAVÖK	1,059	792	1,797	70	127	1,472	22	1,619	11	1,916	2,589	35
FAVÖK marjı (%)	14.0	8.1	15.8	1.7	7.7	13.7	2.1	14.8	1.0	14.8	12.2	(2.6)
Net kar	693	415	597	(14)	44	807	(26)	625	(4)	1,266	1,012	(20)

FAVÖK marjı için yüzde puan

Kaynak Vestel Beyaz Eşya, Resarch Turkey consensus anketi, TEB Yatırım tahminleri

Finansal tablolar

Vestel Beyaz Eşya

Gelir Tablosu (Milyon TL)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	16,178	31,387	48,472	65,791	81,017
Satışların Maliyetleri	(13,613)	(26,476)	(40,231)	(54,606)	(66,596)
Brüt kar (zarar)	2,565	4,911	8,240	11,184	14,421
Diğer operasyonel gelirler	385	511	783	1,329	1,459
Operasyonel giderleri	(461)	(2,522)	(3,411)	(4,465)	(5,296)
VAFÖK	2,488	2,900	5,613	8,048	10,584
Amortisman	(385)	(511)	(783)	(1,329)	(1,459)
Şerefiye amortismanı	-	-	0	0	0
Ana operasyonel gelir (zarar)	2,104	2,389	4,830	6,720	9,126
Net finansman maliyetleri	(630)	(302)	(1,069)	(1,232)	(2,159)
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen kar (zarar)	-	-	-	-	-
Tekrarlanan faaliyet harici gelirler (giderler)	(257)	(985)	(969)	(1,316)	(1,620)
Tek seferlik faaliyet harici gelirler (giderler)	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kar (zarar)	1,217	1,101	2,791	4,172	5,346
Vergi geliri (gideri)	302	323	181	229	160
Vergi sonrası kar (zarar)	1,519	1,424	2,973	4,401	5,506
Azınlık payları	0	0	0	0	0
Rüçhanlı temettü	0	0	0	0	0
Diğer paylar	0	0	0	0	0
Ana ortaklık payları	1,519	1,424	2,973	4,401	5,506
Durdurulan faaliyet gelirleri (giderleri)	0	0	0	0	0
Tekrarlanan ana ortaklık payları	1,519	1,424	2,973	4,401	5,506

Hisse başına (TL)					
Tekrarlanan hisse başına kar	0.95	0.89	1.86	2.75	3.44
Hisse başına kar	0.95	0.89	1.86	2.75	3.44
Hisse başına temettü	0.44	0.44	0.91	1.35	1.69
Hisse sayısı (bin)	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600

Yıllık değişim					
Net satışlar (%)	71.9	94.0	54.4	35.7	23.1
VAFÖK (%)	36.0	16.6	93.5	43.4	31.5
Ana operasyonel gelir (%)	37.6	13.6	102.2	39.1	35.8
Tekrarlanan net kar (%)	(86.5)	(6.2)	108.7	48.0	25.1
Net kar (%)	(86.5)	(6.2)	108.7	48.0	25.1

Operasyonel performans					
Brüt kar marjı (%)	15.9	15.6	17.0	17.0	17.8
VAFÖK marjı (%)	15.4	9.2	11.6	12.2	13.1
Ana operasyonel gelir marjı (%)	13.0	7.6	10.0	10.2	11.3
Kar marjı (%)	9.4	4.5	6.1	6.7	6.8
Efektif vergi oranı (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Temettü oranı (%)	46.0	49.0	49.0	49.0	49.0
Faiz karşılama (x)	2.9	4.6	3.6	4.4	3.5
Stok gün sayısı	48.3	48.7	51.0	53.8	56.7
Ticari borç gün sayısı	95.2	80.2	78.1	79.2	82.6
Ticari alacak gün sayısı	116.9	113.5	124.9	133.1	140.2
Operasyonel kullanılan sermaye getirisi (%)	-	-	63.4	63.8	75.1
Kullanılan sermaye getirisi (%)	-	-	43.8	45.1	54.3
Özsermaye getirisi (%)	36.8	25.4	39.9	43.7	41.7
Varlık getirisi (%)	19.2	8.7	12.4	12.4	13.7

Kaynak: Vestel Beyaz Eşya; TEB Yatırım Hesaplamaları

Finansal tablolar

Vestel Beyaz Eşya

Nakit akım tablosu (Milyon TL)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Net Kar	1,519	1,424	2,973	4,401	5,506
Amortisman	385	511	783	1,329	1,459
Azınlık payları	-	-	-	-	-
Diğer nakit dışı düzeltmeler	-	-	-	-	-
İşletme sermayesindeki değişim	(597)	(464)	387	(728)	(640)
Operasyonel nakit akışı	1,306	1,472	4,143	5,002	6,325
Duran varlık harcamaları - bakım	-	-	-	-	-
Duran varlık harcamaları - yeni	(728)	(3,202)	(6,237)	(2,632)	(3,241)
Yatırım gelirleri	-	-	-	-	-
Diğer yatırımlar	-	-	-	-	-
Yatırım faaliyetlerinden nakit akışı	(728)	(3,202)	(6,237)	(2,632)	(3,241)
Temettü ödemeleri	(800)	(698)	(698)	(1,457)	(2,157)
Özkaynak finansmanı	0	0	0	0	0
Borç finansmanı	(106)	4,883	5,000	2,000	1,000
Diğer finansman gelirleri (giderleri)	-	-	-	-	-
Finansman faaliyetlerinden nakit akışı	(906)	4,184	4,302	543	(1,157)
Durdurulan faaliyet nakit akışı	-	-	-	-	-
Diğer düzeltmeler	224	(1,949)	394	399	351
Net diğer düzeltmeler	224	(1,949)	394	399	351
Toplam nakit akışı	(103)	506	2,602	3,312	2,278
Serbest nakit akışı (Firma)	579	(1,730)	(2,094)	2,370	3,084
Serbest nakit akışı (Özkaynak)	1,024	(1,250)	1,092	1,856	2,508

Hisse başına (TL)					
Hisse başına serbest nakit akımı (Firma)	0.36	(1.08)	(1.31)	1.48	1.93
Hisse başına serbest nakit akışı	0.64	(0.78)	0.68	1.16	1.57
Hisse başına nakit akışı	1.19	1.21	2.35	3.58	4.35

Bilanço (Milyon TL)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Maddi duran varlıklar (Brüt)	3,275	7,423	12,680	13,709	15,276
Eksi: birikmiş amortisman	-	-	-	-	-
Maddi duran varlıklar (Net)	3,275	7,423	12,680	13,709	15,276
Maddi olmayan duran varlıklar (Net)	272	409	606	880	1,095
Uzun vadeli finansal yatırımlar	133	280	280	280	280
İştirak yatırımları	-	-	-	-	-
Nakit ve nakit benzeri	113	619	3,221	6,533	8,810
Ticari alacaklar	7,013	11,789	15,266	19,592	23,395
Stoklar	2,649	4,420	6,827	9,266	11,410
Diğer kısa vadeli varlıklar	345	181	279	378	466
Toplam dönen varlıklar	10,121	17,009	25,592	35,769	44,082
Diğer uzun vadeli varlıklar	389	410	410	410	410
Toplam Varlıklar	14,189	25,530	39,566	51,047	61,142
Ana ortağa ait özkaynak	4,893	6,319	8,594	11,537	14,886
Kontrol gücü olmayan paylar	0	0	0	0	0
Toplam Özkaynak	4,893	6,319	8,594	11,537	14,886
Uzun vadeli finansal borçlar	399	77	5,077	7,077	8,077
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	335	705	705	705	705
Toplam uzun vadeli yükümlülükler	735	783	5,783	7,783	8,783
Ticari borçlar	5,843	10,628	16,897	22,935	28,243
Kısa vadeli finansal borçlar	935	6,141	6,141	6,141	6,141
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	1,785	1,660	2,152	2,651	3,090
Toplam kısa vadeli yükümlülükler	8,563	18,428	25,190	31,727	37,473
Toplam Kaynaklar	14,190	25,530	39,566	51,047	61,142
Net işletme sermayesi	1,445	(2,038)	(2,819)	(2,490)	(2,201)
Yatırılmış sermaye	5,514	6,483	11,156	12,787	14,858

Hisse başına (TL)					
Hisse başına defter değeri	3.06	3.95	5.37	7.21	9.30
Hisse başına maddi defter değeri	2.89	3.69	4.99	6.66	8.62
Finansal sağlık					
Net borç/Özkaynak(%)	25.0	88.6	93.1	57.9	36.3
Net borç/Toplam kaynaklar (%)	8.6	21.9	20.2	13.1	8.8
Cari oran (x)	1.2	0.9	1.0	1.1	1.2
Nakit akışı faiz karşılama (x)	3.8	7.5	7.9	4.6	3.7

Kaynak: Vestel Beyaz Eşya; TEB Yatırım Hesaplamaları

Uyarı Notu

Burada yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("TEB Yatırım") tarafından işbu rapor tarihi itibarıyla hazırlanmış olup, önceden bildirimde bulunmaksızın değiştirilebilir. TEB Yatırım, bu dokümanda yer alan bilgileri mümkün olduğunca güncel kaynaklardan derlemiş olmakla birlikte, söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemekte ve güvenilir olduğunu iddia etmemektedir. TEB Yatırım, dokümandaki bilgiler hazırlanırken yararlanılan ve kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve dokümanın içeriğindeki bilgilerin kullanılması sonucunda üçüncü kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kar yoksunluğundan, manevi zararlardan sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde 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. Dolayısıyla burada bahsedilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin herhangi bir yatırım kararını, kendi özel yatırım amaçlarınız ve mali durumunuzu göz önünde bulundurarak, kendi araştırmalarınızı ve bağımsız danışmanlarınızdan aldığınız tavsiyeleri temel alarak vermeniz önerilmektedir. Ayrıca Yatırım Danışmanlığı Hizmeti almak isteyen yatırımcıların, TEB Yatırım ile Yatırım Danışmanlığı Sözleşmesi imzalamış ve Yerindelik Testi yapmış olmaları gerekmektedir.

Burada yer alan hiçbir bilgi TEB Yatırım veya başka bir şirket tarafından veya onlar adına her hangi bir kimseye, her hangi bir sermaye piyasası aracının alınması veya satılması yönünde her hangi bir icap veya davet teşkil etmez.

Burada bahsedilen yatırım araçlarının fiyat ve değerleri doğrudan veya dolaylı olarak (döviz kurlarındaki değişiklikler, piyasa eğilimleri, getirinin istikrarsız olması...vs sebeplerle) yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak artabilir veya azalabilir ve bu durum yatırımcıların yatırdıkları anaparada kayba yol açabilir. Raporda belirtilen geçmiş performans, gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bunlarla birlikte, muhtelif zamanlarda, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarının, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Ayrıca yine, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlenemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Bu hallerde, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder.

TEB Yatırım Araştırma analistleri zaman zaman raporun konusu inceleme kapsamına giren şirket ziyaretleri gerçekleştirmektedir. Bu ziyaretler bağlı olarak analistlerin masraflarının şirket tarafından üstlenmesi ya da ziyaretin analistlere ödenmek üzere maddi bir karşılığa istinaden gerçekleştirilmesi anılan Çıkar Çatışması Politikası tarafından yasaklanmaktadır.

İşbu dokümanın bütün hakları TEB Yatırım'ın münhasır mülkiyetinde olup, hiçbir bölümü TEB Yatırım'ın yazılı izni olmaksızın kısmen veya tamamen kopyalanamaz, çoğaltılamaz, değiştirilemez veya üçüncü kişilere dağıtılamaz. Aksi halde, TEB Yatırım uğramış olduğu bütün zarar ve ziyarı talep etme hakkını saklı tutar. Bu doküman ABD dahil dağıtımının hukuka ve ilgili mevzuata aykırı olduğu hiçbir ülkede yayımlanamaz veya dağıtılamaz.