

## VESTEL BEYAZ EŞYA

**Beklenenden zayıf faaliyet sonuçları, beklenenden düşük finansal giderlerle dengelendi**

Vestel Beyaz Eşya 3Ç24'te 418 milyon TL net zarar açıklarken (AK: 370 milyon TL net zarar), geçen yılın aynı çeyreğinde 3,1 milyar TL net kar açıklamıştı. Satış gelirleri yıllık bazda %9 reel daralma ile 19,3 milyar TL (AK: 19,5 milyar TL) olarak gerçekleşti. FAVÖK yıllık %69 düşüşle 995 milyon TL'ye (AK: 1,1 milyar TL), FAVÖK marjı 10,1 puan düşüşle %5,2'ye (AK: %5,5) geriledi. Bir miktar zayıflayan operasyonel karlılığa rağmen düşen finansal giderler, net kar tahminimizdeki sapmanın ana nedenleri olarak öne çıktı.

**İç talepteki zayıflık ihracattaki toparlanma ile kısmen dengelendi.** Vestel Beyaz Eşya, 3Ç24'te MDA6 pazarının yıllık bazda %9 daralmasıyla zayıflayan iç taleple karşı karşıya kaldı. İlimli fiyat artışları geçen yılın aynı çeyreğindeki yüksek baz etkisini telafi edemedi. Ancak, Avrupa pazarındaki sevkiyatlarda kademeli iyileşme ve Avrupa dışı pazarlarda görülen daha güçlü toparlanma ile ihracat pazarlarında toparlanma kaydedildi ve bu durum yurt içindeki zayıflığı bir ölçüde dengelemeye yardımcı oldu.

**FAVÖK marjı zorlu fiyatlama ortamı, yüksek hammadde maliyetleri ve TL'deki reel değerlenme nedeniyle önemli ölçüde zayıfladı.** Vestel Beyaz Eşya'nın FAVÖK marjı 3Ç24'te %5,2 olarak gerçekleşti (AK: %5,5). Brüt kar marjı zorlu fiyatlama ortamı ve artan hammadde maliyetleri nedeniyle 12,4 puan düşerek %8,6 olurken, lojistik maliyetlerindeki artış da operasyonel karlılığın zayıflamasının bir diğer nedeni olarak öne çıktı.

**Düzeltilmiş net borç (bloke mevduatlar hariç, finansal kiralama yükümlülükleri dahil) 10,6 milyar TL'ye yükselirken, kaldıraç oranı 1,4x'e çıktı (2Ç24: 0,6x).** Borcun %76'sı banka kredisi, %20'si ise özel sektör tahvilidir. TL cinsinden banka kredileri kredi portföyünün çoğunluğunu oluşturmaktadır ve ağırlıklı ortalama efektif faiz oranı %32 seviyesindedir.

**Yorum:** Hisse senedi halihazırda referans endeksin altında performans gösterdiği için sonuçlara nötr bir piyasa tepkisi bekliyoruz. Modelimizi en son makro varsayımlarımızla güncelledik ve iskonto dönemimizi bir çeyrek ileri taşıdık. Tavsiyemizi "Endeks Üzerinde Getiri" olarak korurken, 12A HF'mizi 33 TL'den 31 TL'ye revize ediyoruz. Hisse şu anda 2024T ve 2024T&2025T zaman ağırlıklandırılmış tahminlerimize kıyasla 6,78x ve 5,27x EUR bazlı FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görürken, EUR bazlı İNA modelimiz adil çarpanların ilgili dönemler için sırasıyla 7,85x ve 6,11x seviyelerinde olduğuna işaret ediyor.

## Endeks Üzerinde Getiri

Analistler: Ömer Faruk Yüksel  
[omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr](mailto:omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr)  
Hakan Aygün  
[hakan.aygun@akyatirim.com.tr](mailto:hakan.aygun@akyatirim.com.tr)

Bloomberg Kodu	VESBE TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	31.00
Güncel Fiyat, TL	17.38
Getiri Potansiyeli	78%
Halka Açıklık Oranı	19%
Piyasa Değeri, mn TL	27,808
Firma Değeri, mn TL	38,364

**Finansal Veriler****Özet UFRS Finansallar**

Ciro, mn TL	61,070	78,809	104,194	123,317
FAVÖK, mn TL	7,896	6,068	10,419	13,565
Net Kâr, mn TL	4,724	101	732	3,820

**Borçluluk**

Net Borç, mn TL	4,166	9,674	15,095	17,706
Net Borç/FAVÖK	0.5	1.6	1.4	1.3

**Kârlılık**

FAVÖK Marjı	12.9%	7.7%	10.0%	11.0%
Net Marj	7.7%	0.1%	0.7%	3.1%
Temettü Verimi	1.6%	8.4%	0.2%	1.3%

**Büyüme**

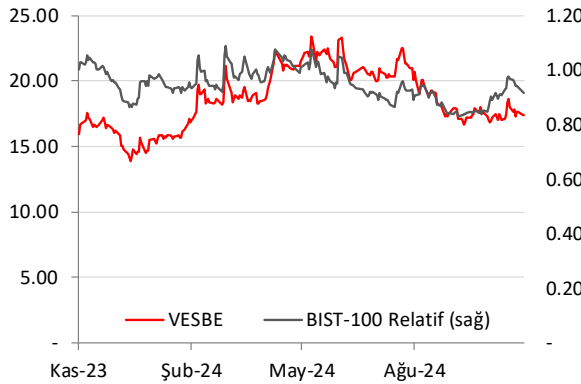
Ciro, y/y	94.6%	29.0%	32.2%	18.4%
FAVÖK, y/y	172.2%	-23.1%	71.7%	30.2%
Net Kâr, y/y	231.7%	-97.9%	622.3%	422.0%

**Değerleme Verisi**

F/K	4.8	274.5	38.0	7.3
FD/FAVÖK	3.4	6.2	4.1	3.4
FD/Ciro	0.4	0.5	0.4	0.4

**Hisse Verileri**

Nominal Getiri	0.3%	-17.2%	3.9%	12.2%
BİST-100 Relatif	7.7%	-1.8%	-11.0%	-6.9%
AOİH, mn TL	57	67	194	210



Piyasa verileri 30 Ekim 2024 tarihlidir.

(milyon TL)	Özet Finansallar (TMS29'a göre)			Tahminlerle Karşılaştırma	
	3Q24	3Q23	y/y	AK Yat.	Fark
Net Satışlar	19,260	21,171	(9%)	19,487	(1%)
FAVÖK	995	3,237	(69%)	1,072	(7%)
FAVÖK Marjı	5.2%	15.3%	(1,012bps)	5.5%	(33bps)
Parasal Kazanç (Kayıp)	804	2,516	(68%)	n.a.	n.m.
Net Kar	(418)	3,131	n.m.	(370)	13%

### Tahminlerde Revizyon

Faaliyet karlılığındaki zayıflama nedeniyle 2024T için FAVÖK tahminimizi %18 aşağı yönlü revize ettik ve artan finansal giderler nedeniyle net kar beklentimizi düşürdük. 2025T ve 2026T için net satış tahminlerimiz revize edilen makro varsayımlarımıza paralel olarak yükselirken, FAVÖK tahminlerimiz marj tahminlerimizdeki aşağı yönlü revizyonu yansıtmaktadır.

Tahminlerde Revizyonlar						
	Yeni			Eski		
	2024T	2025T	2026T	2024T	2025T	2026T
Net Satışlar	78,809	104,194	123,317	78,272	99,658	121,638
<i>% büyüme</i>	29.0%	32.2%	18.4%	28.2%	27.3%	22.1%
FAVÖK	6,068	10,419	13,565	7,436	10,962	14,597
<i>FAVÖK Marjı</i>	7.7%	10.0%	11.0%	9.5%	11.0%	12.0%
Net Kar	101	732	3,820	1,055	2,447	4,074
<i>% büyüme</i>	(97.9%)	622.3%	422.0%	(77.7%)	131.9%	66.5%
<b>Önceki Tahminlere Göre Değişim</b>						
<i>Net Satışlar</i>	0.7%	4.6%	1.4%			
<i>FAVÖK</i>	(18.4%)	(5.0%)	(7.1%)			
<i>Net Kar</i>	(90.4%)	(70.1%)	(6.2%)			
Hedef Fiyat		31.00			33.00	
<i>Hedef Fiyat Değişimi</i>		(6.1%)				
<i>Kaynak: AK Yatırım</i>						

	TMS29 Öncesi	TMS29 Sonrası	TMS29 Sonrası
<b>Gelir Tablosu (milyon TL)</b>	<b>9A23</b>	<b>9A23</b>	<b>9A24</b>
<b>Satış Gelirleri</b>	<b>34,580</b>	<b>62,990</b>	<b>54,049</b>
Satışların Maliyeti	27,231	53,361	48,032
<b>Brüt Kar</b>	<b>7,349</b>	<b>9,629</b>	<b>6,017</b>
Operasyonel Giderler	2,156	4,198	3,610
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>5,193</b>	<b>5,430</b>	<b>2,407</b>
Amortisman ve İtfa Payları	485	2,213	2,068
<b>FAVÖK</b>	<b>5,677</b>	<b>7,644</b>	<b>4,474</b>
Diğer Gelirler (Giderler)	(1,891)	(3,651)	(5,109)
<i>Diğer Faaliyet Gelir (Gider)</i>	<i>(1,188)</i>	<i>(2,171)</i>	<i>(1,113)</i>
<i>Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
<i>Yatırım Faaliliyetlerinden Gelir (Gider)</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
<i>Finansal Gelir (Gider)</i>	<i>(703)</i>	<i>(1,480)</i>	<i>(3,996)</i>
Parasal Kazanç (Kayıp)	-	4,990	2,981
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>3,302</b>	<b>6,769</b>	<b>278</b>
Vergi Geliri (Gideri)	211	(1,630)	33
Dönem Vergi Geliri (Gideri)	(116)	(229)	(6)
Ertelenmiş Vergi Geliri (Gideri)	327	(1,400)	38
<b>Vergi Sonrası Net Kar</b>	<b>3,513</b>	<b>5,139</b>	<b>311</b>
Azınlık Payları	-	-	-
<b>Net Kar</b>	<b>3,513</b>	<b>5,139</b>	<b>311</b>
			<b>-7,144</b>
	TMS29 Öncesi	TMS29 Sonrası	TMS29 Sonrası
<b>Büyüme (Yıllık)</b>	<b>9A23</b>	<b>9A23</b>	<b>9A24</b>
Satış Gelirleri	n.m.	n.m.	(14.2%)
Operasyonel Giderler	n.m.	n.m.	(14.0%)
Faaliyet Karı	n.m.	n.m.	(55.7%)
FAVÖK	n.m.	n.m.	(41.5%)
Net Kar	n.m.	n.m.	(94.0%)
			3.8%
	TMS29 Öncesi	TMS29 Sonrası	TMS29 Sonrası
<b>Karlılık / Rasyo Analizi</b>	<b>9A23</b>	<b>9A23</b>	<b>9A24</b>
Brüt Kar Marjı	21.3%	15.3%	11.1%
Operasyonel Gider Marjı	6.2%	6.7%	6.7%
Faaliyet Kar Marjı	15.0%	8.6%	4.5%
FAVÖK Marjı	16.4%	12.1%	8.3%
Efektif Vergi Oranı	n.m.	24.1%	n.m.
Net Kar Marjı	10.2%	8.2%	0.6%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	15.2%	14.7%	6.8%
Serbest Nakit Akımı Marjı	6.9%	9.9%	0.9%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	92.8%	121.4%	82.3%
Yatırım Harcaması / Satışlar	6.2%	5.9%	5.5%
İşletme Sermayesindeki Değişim / Satışlar	(3.4%)	(2.7%)	1.9%

	TMS29 Öncesi	TMS29 Sonrası	TMS29 Sonrası
	9A23	9A23	9A24
<b>Nakit Akım Tablosu (milyon TL)</b>			
<b>İşletme Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>5,271</b>	<b>9,279</b>	<b>3,683</b>
Düzeltilme Öncesi Kar	3,513	5,139	311
Amortisman ve İtfa Payları	485	2,213	2,068
İşletme Sermayesindeki Değişim	1,166	1,701	(1,045)
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	107	227	2,350
<b>Yatırım Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>(2,901)</b>	<b>(3,028)</b>	<b>(3,174)</b>
Sabit Sermaye Yatırımları	(2,148)	(3,694)	(2,975)
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	(753)	666	(200)
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>2,370</b>	<b>6,251</b>	<b>508</b>
<b>Finansman Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>(2,650)</b>	<b>(4,637)</b>	<b>(618)</b>
Finansal Borçlardaki Değişim	(1,746)	(2,670)	6,240
Temettü	(353)	(685)	(1,286)
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	(551)	(1,282)	(5,572)
<b>Nakit ve Benzerlerindeki Değişim</b>	<b>(280)</b>	<b>(850)</b>	<b>(785)</b>
		<b>TMS29 Sonrası</b>	<b>TMS29 Sonrası</b>
		<b>6M24</b>	<b>9M24</b>
<b>Bilanço (milyon TL)</b>			
<b>Dönen Varlıklar</b>		<b>30,362</b>	<b>32,313</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri		128	207
Finansal Yatırımlar		12	15
Ticari Alacaklar		15,499	16,317
Stoklar		11,399	10,467
Diğer Dönen Varlıklar		3,324	5,307
<b>Duran Varlıklar</b>		<b>31,248</b>	<b>34,148</b>
Finansal Yatırımlar		–	–
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar		–	–
Maddi Duran Varlıklar		27,034	29,693
Maddi Olmayan Duran Varlıklar		2,052	2,479
Diğer Duran Varlıklar		2,163	1,975
<b>Toplam Varlıklar</b>		<b>61,610</b>	<b>66,461</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>		<b>30,152</b>	<b>33,243</b>
Finansal Borçlar		4,512	9,165
Ticari Borçlar		20,791	22,031
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler		4,849	2,047
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>		<b>4,677</b>	<b>4,718</b>
Finansal Borçlar		1,357	1,289
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler		3,320	3,430
<b>Özkaynaklar</b>		<b>26,781</b>	<b>28,499</b>
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar		26,781	28,499
Azınlık Payları		–	–
<b>Toplam Kaynaklar</b>		<b>61,610</b>	<b>66,461</b>
Parasal Pozisyon		11,021	15,946
Parasal Olmayan Pozisyon		(11,021)	(15,946)
Yatırım Sermayesi		35,829	42,161
İşletme Sermayesi		6,107	4,753
İşletme Sermayesi (Diğer Dön Varl. & Yük. Dahil)		4,581	8,013
Toplam Borç		5,869	10,454
Net Borç (Nakit)		5,729	10,232
Net Borç / Özkaynaklar		21.4%	35.9%
Döviz Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)		(6,905)	(9,332)



## AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların İnternet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.