

## VESTEL BEYAZ EŞYA

**Güçlenen FAVÖK Marjı, düşük ihracat gelirleri ve yüksek kur farkı & faiz giderlerinin gölgesinde kaldı**

Vestel Beyaz Eşya, TMS29'a göre düzeltilmiş 3M24 finansal sonuçlarını açıkladı. Dolayısıyla tüm finansal karşılaştırmalar reel bazda sunulmuştur. Şirket, artan kur farkı & faiz giderleri nedeniyle 3A24'te 617 milyon TL net kar açıkladı (y/y: -%45). İyi tarafından bakacak olursak, FAVÖK net satışlardaki %17'lik daralmaya rağmen (i) hammadde maliyetlerindeki düşüş, (ii) iç pazardaki yüksek fiyatlandırma, (iii) brüt kar seviyesinde Avro/ABD\$ paritesi riskinden korunma karları ve (iv) azalan lojistik maliyetleri sayesinde 1,8 milyar TL (y/y: +%72) olarak gerçekleşti.

**Yurtdışı pazarlardaki zayıflık, güçlü yurtiçi talebi gölgelemiştir.** Yurtiçi pazar brüt satışları, Türkiye'deki güçlü talep sayesinde hacim artışı ve yüksek fiyatlandırmanın etkisiyle yıllık bazda %14 büyümeye göstermiştir. Diğer taraftan, ihracat pazarı brüt satışları, ana pazarlardaki düşük talep ve 3M23'ün yüksek baz etkisinden kaynaklanan düşük satış hacimleri nedeniyle %29 oranında gerilemiştir. Ayrıca, riskten korunma muhasebesi ihracat gelirlerinde aşağı yönlü bir düzeltmeye yol açarak yıllık karşılaştırmayı etkilemiştir.

**FAVÖK marjı, çeşitli faktörlerin bir araya gelmesiyle kayda değer bir artış göstermiştir.** Düşük hammadde ve lojistik maliyetleri, iç pazardaki daha yüksek fiyatlandırma ve brüt kâr seviyesinde Avro/ABD\$ paritesi riskinden korunma karları, geçen yılın aynı dönemine kıyasla 682 baz puanlık bir artışa katkıda bulunmuştur. Bunun sonucunda 3A24'te FAVÖK marjı %13,1 olarak gerçekleşmiştir (3A23: %6,3).

**Düşük kaldıraç seviyeleri korunmuştur.** Düzeltilmiş Net Borç (bloke mevduatlar hariç, finansal kiralama yükümlülükleri dahil) 3A24'te 5,7 milyar TL (ç/ç: +%18) olarak gerçekleşti. Düzeltilmiş Net Borç/FAVÖK oranı 0,58x'e yükselmiştir (2023: 0,53x). Finansal borcun para birimi cinsinden dağılımı %68 TL, %20 ABD\$ ve %12 Avro şeklindedir.

**Bulaşık makinesi fabrikasında yeni kapasite devreye alındı.** Şirket 3A24'te 904 milyon TL yatırım harcaması gerçekleştirdi (y/y: +%28). Yatırım harcamalarının satışlara oranı %6,5'e yükseldi (3A24: %4,2). Şirket, yeni bulaşık makinesi fabrikasındaki tüm üretim hatlarını Nisan 2024' itibarıyla devreye almış bulunmaktadır. Sonuç olarak, toplam kapasite yıllık 16,1 milyon adet seviyesine yükselmiştir (2023: yıllık 15,6 milyon adet).

**Yorum ve Değerlendirme:** Operasyonel kârlılıkta önemli bir iyileşme kaydedilirken, ihracat pazarlarındaki zayıf talep nedeniyle net satışların daralması ve artan kur farkı & faiz giderlerinin net karlılığı baskılamış olması nedeniyle, açıklanan sonuçların hisse üzerinde nötr bir etkisi olacağını tahmin ediyoruz. Dayanıklı tüketim mallarında yurtiçi talep, devam eden parasal sıkılaşma döngüsü boyunca 2Y24'te zorluklarla karşılaşabilir. Tahminlerimizi TMS29 düzeltmeleri ile güncelleyeceğiz.

## Dönem Özeti

(milyon TL)	Özet Finansallar					Geçmiş Dönem Üzerindeki TMS29 Etkisi
	TMS29 Sonrası			TMS29 Öncesi		
	3A24	3A23	y/y	3A23	y/y	
Net Satışlar	13,974	16,911	(17%)	9,788	43%	73%
FAVÖK	1,835	1,067	72%	792	132%	35%
FAVÖK Marjı	13.1%	6.3%	682bps	8.1%	504bps	(178bps)
Parasal Kazanç / (Kayıp)	960	1,412	(32%)	-	n.m.	n.m.
Net Kar	617	1,114	(45%)	415	49%	169%

## Endeks Üzerinde Getiri

Analistler: Ezgi Yılmaz  
[ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr](mailto:ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr)  
Ömer Faruk Yüksel  
[omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr](mailto:omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr)

Bloomberg Kodu	VESBE TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	29.50
Güncel Fiyat, TL	20.70
Getiri Potansiyeli	43%
Halka Açıklık Oranı	19%
Piyasa Değeri, mn TL	33,120
Firma Değeri, mn TL	37,316

Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Ciro, mn TL	48,875	71,021	92,628	112,588
FAVÖK, mn TL	8,643	10,377	13,605	16,591
Net Kâr, mn TL	5,475	6,478	8,121	10,080

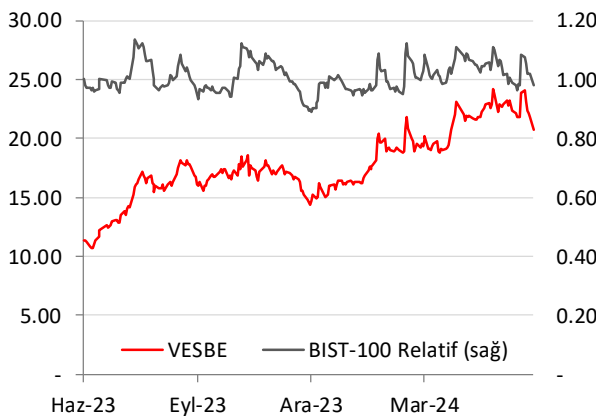
Borçluluk	2023	2024T	2025T	2026T
Net Borç, mn TL	4,175	4,632	5,045	4,212
Net Borç/FAVÖK	0.5	0.4	0.4	0.3

Kârlılık	2023	2024T	2025T	2026T
FAVÖK Marjı	17.7%	14.6%	14.7%	14.7%
Net Marj	11.2%	9.1%	8.8%	9.0%
Temettü Verimi	1.6%	3.9%	9.8%	12.3%

Büyüme	2023	2024T	2025T	2026T
Ciro, y/y	55.7%	45.3%	30.4%	21.5%
FAVÖK, y/y	198.0%	20.1%	31.1%	21.9%
Net Kâr, y/y	284.4%	18.3%	25.4%	24.1%

Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	4.1	5.1	4.1	3.3
FD/FAVÖK	2.9	3.5	2.7	2.2
FD/Ciro	0.5	0.5	0.4	0.3

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-13.0%	6.2%	72.9%	29.4%
BİST-100 Relatif	-11.1%	-2.8%	-2.7%	-3.3%
AOİH, mn TL	176	258	243	317



	TMS29 Öncesi 3A23	TMS29 Sonrası 3A23	TMS29 Sonrası 3A24
<b>Gelir Tablosu</b>			
<b>Satış Gelirleri</b>	<b>9,788</b>	<b>16,911</b>	<b>13,974</b>
<b>Satışların Maliyeti</b>	<b>8,420</b>	<b>15,290</b>	<b>11,836</b>
<b>Brüt Kar</b>	<b>1,367</b>	<b>1,620</b>	<b>2,137</b>
Operasyonel Giderler	741	1,340	991
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>627</b>	<b>280</b>	<b>1,146</b>
Amortisman ve İtfa Payları	165	787	689
<b>FAVÖK</b>	<b>792</b>	<b>1,067</b>	<b>1,835</b>
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	(262)	951	(566)
Diğer Faaliyet Gelir / (Gider)	(84)	(155)	(676)
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	-	-	-
Yatırım Faalaliyetlerinden Gelir / (Gider)	-	-	-
Finansal Gelir / (Gider)	(177)	(306)	(850)
Monetary Gain / (Loss)	-	1,412	960
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>365</b>	<b>1,231</b>	<b>580</b>
Vergi Geliri / (Gideri)	50	(117)	37
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	(97)	(168)	(2)
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	147	51	39
<b>Vergi Sonrası Net Kar</b>	<b>415</b>	<b>1,114</b>	<b>617</b>
Durdurulan Faaliyetler Kar / (Zarar)	-	-	-
Azınlık Payları	-	-	-
<b>Net Kar</b>	<b>415</b>	<b>1,114</b>	<b>617</b>
<b>Büyüme (Yıllık)</b>			
Satış Gelirleri	n.m.	n.m.	(17.4%)
Operasyonel Giderler	n.m.	n.m.	(26.0%)
Faaliyet Karı	n.m.	n.m.	309.3%
FAVÖK	n.m.	n.m.	72.0%
Net Kar	n.m.	n.m.	(44.6%)
<b>Karlılık / Rasyo Analizi</b>			
Brüt Kar Marjı	14.0%	9.6%	15.3%
Operasyonel Gider Marjı	7.6%	7.9%	7.1%
Faaliyet Kar Marjı	6.4%	1.7%	8.2%
FAVÖK Marjı	8.1%	6.3%	13.1%
Efektif Vergi Oranı	n.m.	9.5%	n.m.
Net Kar Marjı	4.2%	6.6%	4.4%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	10.3%	9.1%	8.8%
Serbest Nakit Akımı Marjı	1.3%	1.2%	n.m.
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	127.6%	143.6%	67.2%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	4.6%	4.2%	6.4%
İşletme Sermayesinde Artış (Azalış) / Satış Gelirleri	(0.2%)	(3.1%)	(1.4%)

	TMS29 Öncesi 3A23	TMS29 Sonrası 3A23	TMS29 Sonrası 3A24
<b>Nakit Akım Tablosu</b>			
<b>İşletme Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>1,010</b>	<b>1,532</b>	<b>1,233</b>
Düzeltilme Öncesi Kar	415	1,114	617
Amortisman ve İtfa Payları	165	787	689
İşletme Sermayesindeki Değişim	16	531	198
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	414	(900)	(270)
<b>Yatırım Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>(885)</b>	<b>(1,325)</b>	<b>(1,736)</b>
Sabit Sermaye Yatırımları	(452)	(708)	(897)
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	(433)	(617)	(839)
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>125</b>	<b>208</b>	<b>(503)</b>
<b>Finansman Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>(678)</b>	<b>(1,134)</b>	<b>(127)</b>
Finansal Borçlardaki Değişim	245	436	713
Temettü	-	-	-
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	(923)	(1,570)	(840)
<b>Nakit ve Benzerlerindeki Değişim</b>	<b>(552)</b>	<b>(1,048)</b>	<b>(740)</b>
	TMS29 Öncesi 3A23	TMS29 Sonrası 3A23	TMS29 Sonrası 3A24
<b>Bilanço</b>			
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>18,312</b>	<b>18,312</b>	<b>29,451</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	26	26	100
Finansal Yatırımlar	3	3	11
Ticari Alacaklar	8,932	8,932	13,936
Stoklar	5,217	5,217	9,611
Diğer Dönen Varlıklar	4,134	4,134	5,793
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>9,039</b>	<b>9,039</b>	<b>28,478</b>
Finansal Yatırımlar	-	-	-
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	-	-	-
Maddi Duran Varlıklar	7,671	7,671	24,913
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	462	462	1,749
Diğer Duran Varlıklar	906	906	1,816
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>27,351</b>	<b>27,351</b>	<b>57,929</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>19,409</b>	<b>19,409</b>	<b>27,817</b>
Finansal Borçlar	6,399	6,399	4,098
Ticari Borçlar	12,059	12,059	19,263
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	951	951	4,456
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>1,114</b>	<b>1,114</b>	<b>4,460</b>
Finansal Borçlar	410	410	1,399
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	704	704	3,061
<b>Özkaynaklar</b>	<b>6,828</b>	<b>6,828</b>	<b>25,651</b>
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	6,828	6,828	25,651
Ödenmiş Sermaye	1,600	1,600	1,600
Rezerv ve Diğer Kalemler	2,519	2,519	12,738
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	2,295	2,295	10,697
Dönem Net Karı / (Zararı)	415	415	617
Azınlık Payları	-	-	-
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>27,351</b>	<b>27,351</b>	<b>57,929</b>
Yatırım Sermayesi (IC)	14,312	14,312	34,099
İşletme Sermayesi	2,090	2,090	4,283
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	n.m.	n.m.	n.m.
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükümlülükler D	5,273	5,273	5,621
Toplam Borç	6,809	6,809	5,497
Net Borç / (Nakit)	6,780	6,780	5,387
Net Borç / Son 12A FAVÖK	n.m.	n.m.	n.m.
Net Borç / Özkaynaklar	1.0	1.0	0.2
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	(2,249)	(2,249)	(4,684)

## 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.