

# Vestel Beyaz Eşya

Sektörel zorluklara rağmen getiri potansiyeli ile dikkat çekiyor

Esra UZUN ÖZBASKIN  
euzun@sekeryatirim.com

**Sektörün en büyük 3 oyuncusundan biri..** Vestel Beyaz, çok çeşitli ürün gamıyla Türk Beyaz Eşya sektörünün en önemli 3 oyuncusundan biri olup, gerçekleştirdiği kapasite artırımı çalışmaları, satış kanallarını çeşitlendirme ve yeni pazarlara açılma stratejileri ile pazar payını artırmayı hedeflemektedir.

**Net ihracatçı..** Vestel Beyaz'ın toplam satışlarının ortalama %70'i ihracat yoluyla gerçekleşmektedir. En önemli pazarı Avrupa olan şirket, Türkiye'nin beyaz eşya ihracatının yaklaşık %40'ını gerçekleştirmektedir ve Avrupa'nın en büyük beş beyaz eşya şirketi arasındadır.

**Kapasite artırımı çalışmaları..** Mevcut ürünlerin üretim kapasitesini genişletmek ve yeni ürünlerin üretimini gerçekleştirmek için kapasite artırımı yatırımları gerçekleştiren Vestel Beyaz, 2022 sonu itibarıyla 15,6 milyon adet olan yıllık üretim kapasitesini 2024'ün ilk çeyreği itibarıyla 16,2 milyon adete yükseltmeyi hedefliyor.

**İskontolu fiyatlandırma..** İNA ve çarpan analizi kullanarak yaptığımız değerlendirme çalışmamıza göre **VESBE için 12 aylık hedef fiyatımız 26,00 TL seviyesindedir. VESBE için hedef pay fiyatımız 20 Aralık 2023 kapanışına göre %73 iskontolu işlem görmekte olduğundan uzun vadeli tavsiyemizi AL olarak başlatıyoruz.** VESBE, öngörülerimize göre 2023T 3,32x ve 2024T 2,29x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

**Riskler..** Satışlarının yaklaşık %70'i ihracattan oluşan ve ağırlıklı olarak Avrupa Bölgesi'ne gerçekleştiren Vestel Beyaz için değerlememizdeki en önemli risk unsurları TL'nin değer kazanması, Avrupa'da resesyonun beklentimizden daha uzun sürmesi ve diğer pazarlarda beklentimizden daha zayıf performans kaydedilmesidir. Diğer taraftan beklentimizden daha yüksek maliyetler de karlılık ve değerlememiz üzerinde aşağı yönlü risk unsuru olarak takip edilmektedir.

	2021/12	2022/12	2022/09	2023/09	2023T	2024T
F/K	15.87	16.92	13.01	6.89	3.93	3.13
PD/DD	4.92	3.81	4.39	2.49	1.78	1.31
FD/FAVÖK	11.61	9.96	8.32	4.83	3.32	2.29
FD/Satışlar	1.79	0.92	1.11	0.65	0.58	0.39
Net Satışlar (TL Mn)	16,178	31,387	21,196	34,580	49,579	74,886
Net Kar (TL Mn)	1,519	1,424	1,439	3,513	6,126	7,693
Hisse Başına Kar (TL)	0.95	0.89	0.90	2.20	3.83	4.81

AL  
Hedef Fiyat: 26,00 TL  
Kazandırma Potansiyeli: %73

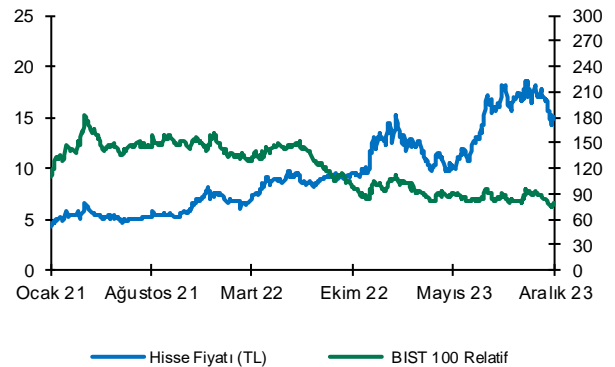
	TL	US\$
Fiyat	15.05	0.52
BİST 100	7,675	264
US\$ (MB Alış):	29.12	
52 Hafta Yüksek:	18.57	0.81
52 Hafta Düşük:	9.68	0.45
Bloomberg/Reuters Kodu:	VESBE.TI / VESBE.IS	

	1,600.0	(TL Mn)	(US\$ Mn)
Hisse Senedi Sayısı (Mn):			
Piyasa Değeri (TL Mn):	24,352		838
Halka Açık PD (TL Mn):	4,627		159

	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	-14.2	18.6	11.9
US\$ Getiri (%):	-15.3	-23.9	-28.0
BİST 100 Göreceli Getiri (%):	-10.0	-16.1	-19.7
Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	178.83		
Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	7.82		

Beta	0.94
Yıllık Volatilite (Hisse)	0.46
Yıllık Volatilite (BİST 100)	0.37

Ortaklık Yapısı	%
Vestel Elektronik	77.33
Halka Açık	22.68
Toplam	100



## Yatırım Tezi

- **Kapasite Artırım Yatırımları:** Vestel Beyaz Eşya, kapasite artırım yatırımlarıyla hem ürün gamını geliştirmekte hem de mevcut ürünlerde üretim kapasitesini artırmaktadır. 2006 yılında 6,2 milyon adet olan üretim kapasitesi, yapılan yatırımlarla 2022 sonunda 15,6 milyon adete ulaşmıştır. 2023 yılında ise yeni bulaşık makinesi fabrikasının bina yatırımı devreye alınmış olup 2024'ün ilk çeyreğinde 16,2 milyon adet üretim kapasitesine ulaşılması hedeflenmektedir.
- **Yeni Pazarlara Açılma:** Vestel Beyaz Eşya, satışlarının yaklaşık %70'lik kısmını yurtdışına gerçekleşen net ihracatçı bir şirkettir. Avrupa ülkelerine gerçekleşen satışların toplam satışlar içerisinde kısmı yaklaşık %50'dir. Vestel Beyaz, Avrupa'ya olan bağımlılığını azaltmak için Amerika, Asya ve Afrika pazarlardaki penetrasyonu ve pazar çeşitliliğini artırma çalışmaları yürütmektedir. Avrupa'ya olan bağımlılığın azalmasının para birimi/ülke riski gibi riskleri azaltacağına ve şirkete değer katacağına inanıyoruz.
- **Temettü:** Vestel Beyaz Eşya halka açıldığı 2006 yılından bu yana 2011 ve 2012 yılları hariç tüm yıllarda temettü ödemiştir. Ortalama temettü verimi ise yaklaşık %7 seviyesindedir.

## Riskler

- Faizlerin beklenenden daha uzun süre yüksek kalması, hammadde maliyetlerinin öngörülenden yüksek seyretmesi, enflasyonu fiyatlara yansıtma zorluk, EURUSD paritesinde değer kaybı, TL'de değer kazancı değerlememiz için başlıca risk unsurlarıdır.
- Faiz: Şirketin ana pazarı olan Avrupa'da Haziran 2022'den beri, ikinci en büyük pazar olan Türkiye'de ise Haziran 2023'den beri Merkez Bankaları faiz artırımına giderek para politikasını sıkılaştırmaktadır. Beyaz eşya satışlarında tüketiciler yaygın olarak taksitli alım yöntemini tercih ettiğinden yüksek faiz oranları sektörel görünüm üzerinde risk oluşturmaktadır. Diğer taraftan BDDK, son olarak Ağustos 2023'de beyaz eşya alımlarında taksit sayısını 12'den 9'a indirmiştir. Taksit sayısının düşürülmesi de sektör genelinde satışları olumsuz etkilemektedir.
- Resesyon Teması: Dünya genelinde artan faizler ve yüksek enflasyon sonucu alım gücünde görülen azalma tüketici davranışlarını da sektör açısından olumsuz etkilemiştir. Resesyon beklentileri sonucu tüketici talebi özellikle yurt dışında önemli ölçüde azalmıştır.
- Hem yurt içinde hem küreselde bir yıldan fazladır yüksek seyreden enflasyon dolayısıyla alım gücü giderek azalırken beyaz eşya gibi talep esnekliği yüksek ürünlerin talebi de düşmektedir. Talep düştükçe maliyetlerdeki enflasyonu nihai ürün fiyatlarına yansıtma da zorlaşmaktadır.
- EuroDolar: Şirketin satışlarının yaklaşık %70'ini ihracat oluşturmakta ve toplam satışların ortalama %50'si Avrupa'ya yapılmaktadır. Bu nedenle EuroDolar paritesinde volatilité şirket finansalları açısından önemli olmaktadır. Bu kapsamda şirket hedge mekanizmaları kullanarak parite ve döviz kurlarına ilişkin riski minimize etmeye çalışmaktadır. Diğer taraftan şirket, hammaddenin yaklaşık yarısını yurt içinden, yarısını yurt dışından temin etmektedir. Ancak yurt içinde de çelik gibi bazı hammadde türlerinde fiyatlar Dolar üzerinden belirlendiğinden şirketin maliyetleri ağırlıklı olarak yabancı para birimlerinden oluşmaktadır.
- Hammadde alımlarını ağırlıklı olarak döviz cinsinden gerçekleştiren şirket için Türk Lirası'nda değer kazancı maliyet tarafını olumlu etkilese de satışların yaklaşık %70'lik kısmı yabancı para cinsinden gerçekleştiği için ciro olumsuz etkilenmektedir. Bu nedenle Türk Lirası'nda olası değer kazancı değerlememiz için aşağı yönde risk unsuru oluşturmaktadır.

## Değerleme Özeti

Vestel Beyaz Eşya için İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizi yöntemine %70 ve piyasa çarpanları analizi yöntemine %30 ağırlık vererek 41.651 milyon TL hedef piyasa değeri hesaplıyoruz.

Hedef piyasa değerimize göre VESBE için pay başına 12 aylık hedef fiyatımız 26,00 TL seviyesindedir. VESBE için hesapladığımız hedef pay fiyatımız 20 Aralık 2023 kapanışına göre %73 iskontolu işlem görmekte olduğundan uzun vadeli tavsiyemizi “AL” olarak başlatıyoruz.

VESBE, öngörülerimize göre 2023T 3,32x ve 2024T 2,29x FD/FAVÖK çarpanlarıyla, global ve yurt içi benzer şirketlerin 2023T 7,2x ve 2024T 4,8x medyan FD/FAVÖK çarpanlarına göre iskontolu işlem görmektedir.

Tablo 1: Değerleme Özeti

TRY mn	Hedef PD	Ağırlık	Değer
İndirgenmiş Nakit Akımları	32,879	70%	23,015
Piyasa Çarpanları Yöntemi	62,119	30%	18,636
Hedef Piyasa Değeri			41,651
Piyasa Değeri			24,080
Hedef Pay Fiyatı			26.00
Yükseliş Potansiyeli			73%

Kaynak: Şeker Yatırım Araştırma

## Görünüm

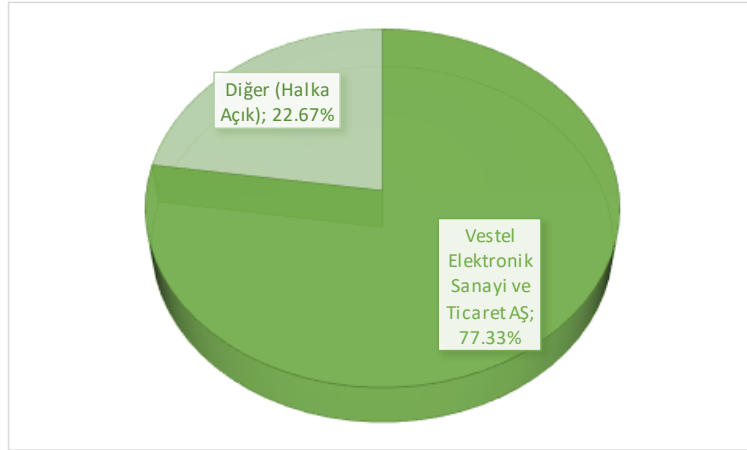
Vestel Beyaz Eşya, 1997 yılında Zorlu Holding çatısı altında kuruldu. İlk olarak 1999 yılında, buzdolabı imalatı ile üretim faaliyetlerine başlayan Vestel Beyaz Eşya, bugün Türkiye'nin ilk 3, Avrupa'nın ise en büyük 5 beyaz eşya üreticisi arasında yer almaktadır. **Vestel Beyaz Eşya, 160'dan fazla ülkeye satış yapmakta ve Türkiye'nin beyaz eşya ihracatının yaklaşık %40'ını gerçekleştirmektedir.** Vestel Beyaz Eşya, Avrupa ülkelerindeki satışlarını ağırlıklı olarak ODM (Original Design Manufacturer/Özgün Tasarım Üreticisi) bazında yürütmekte olup ayrıca Vestel Grubu'nun lisansını aldığı küresel markalar ve sahip olduğu bölgesel markalarla markalı satış da gerçekleştirmektedir.

### Ortaklık Yapısı

Vestel Beyaz Eşya'nın ortaklık yapısında Vestel Elektronik %77,33'lik payıyla ana ortak konumunda bulunmaktadır. 2006 yılında borsaya kote olan VESBE'nin halka açıklık oranı ise %22,67 seviyesindedir.

Ortaklar	Nominal Pay Tutarı (TL)	Sermayedeki Payı (%)
Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret AŞ	1.237.302.236	77,33
Diğer Ortaklar (Halka Açık)	362.697.764	22,67
Toplam	1.600.000.000	100,0

**Tablo 2: Ortaklık Yapısı**

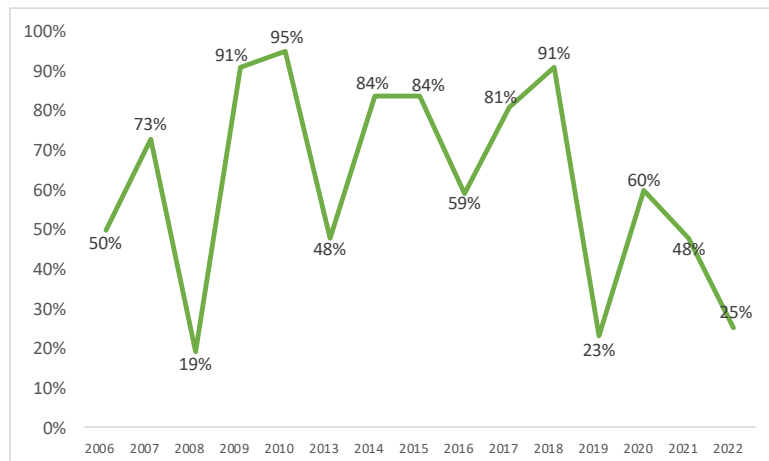


Kaynak: Vestel Beyaz

### Temettü Politikası

Vestel Beyaz Eşya Kâr Dağıtım Politikası olarak, dağıtılabılır kârının en az %25'ini nakit ve/veya bedelsiz pay olarak dağıtmayı benimsemiştir. Ortalama temettü verimi ise yaklaşık %7 seviyesindedir.

**Tablo 3: Dağıtılan Kar Payının Net Dağıtılabılır Dönem Karına Oranı**

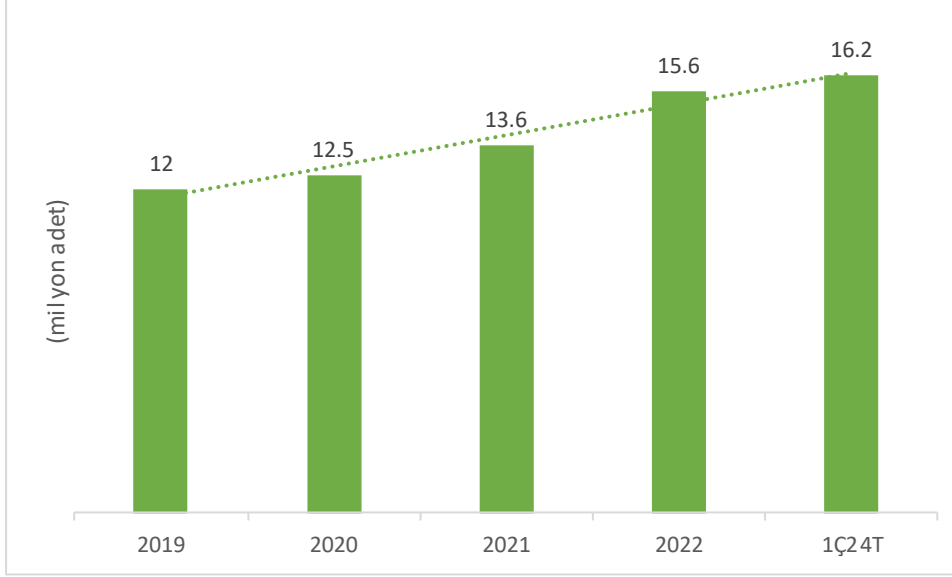


Kaynak: Vestel Beyaz

## Üretim Süreci

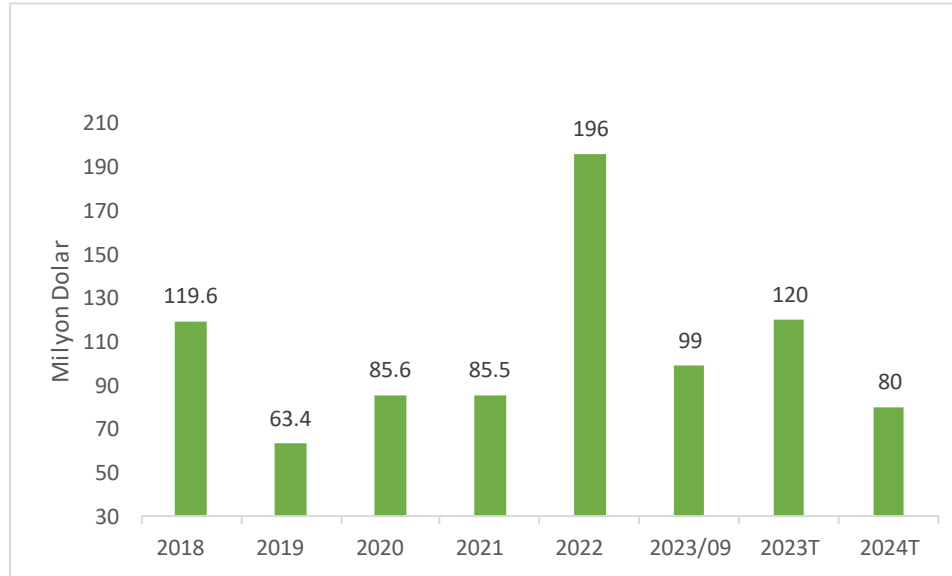
Manisa’da bulunan Vestel City, Avrupa’nın tek alan üzerinde kurulu en büyük (1,3 milyon m<sup>2</sup>) üretim komplekslerinden biridir. Vestel Beyaz, tüm üretim sürecini Vestel City’de gerçekleştirmektedir. 2018’de, 66.000 m<sup>2</sup> kapalı alanda kurulan ve Endüstri 4.0 altyapısı ile inşa edilen çamaşır ve çamaşır kurutma makinesi fabrikası faaliyete geçmiştir. 2022 yılında buzdolabı, pişirici cihazlar, bulaşık makinesi ve çamaşır makinesi fabrikalarında yapılan ek kapasite yatırımlarıyla Vestel Beyaz Eşya’nın yıllık üretim kapasitesi 13,6 milyon adetten 15,6 milyon adede yükseltilmiştir. Toplam 410 bin m<sup>2</sup> kapalı alana sahip yedi fabrikada en son teknolojiler kullanılarak, buzdolabı, derin dondurucu, çamaşır makinesi, çamaşır kurutma makinesi, pişirici cihazlar, bulaşık makinesi, klima ve termosifon üretimi gerçekleştirilmektedir.

**Tablo 4: Yıllar İtibarıyla Üretim Kapasitesi**



Kaynak: Vestel Beyaz

**Tablo 5: Yıllar İtibarıyla Yatırım Harcamaları**



Kaynak: Vestel Beyaz, Şeker Yatırım Araştırma

### Vestel City'nin Avantajları

- Tek çatı altında üretim yapmanın sağladığı verimlilik, etkinlik ve maliyet avantajları,
- Üretim tesislerinin Avrupa pazarına yakınlığı sayesinde Uzak Doğulu rakiplere karşı nakliye maliyeti ve teslimat zamanında avantaj,
- Manisa'daki gelişmiş yan sanayi olanakları ve tedarikçilere yakınlığın yanı sıra, üretim tesislerinin İzmir limanlarına yakın olmasının dağıtım ve lojistik açısından sağladığı maliyet avantajları,
- İzmir limanlarındaki ithalat ve ihracat konteyner hacminde önemli bir paya sahip olunması,
- Farklı ve karma lojistik modellerin en iyi şekilde uygulanarak lojistik maliyetlerinin düşürülmesi,
- Avrupalı üreticilere göre daha düşük birim işçilik maliyeti.

**Tablo 6: Üretim Alanı**

Ünite	Fabrika Kapalı Alanı (m <sup>2</sup> )
Buzdolabı	148.916
Çamaşır Makinesi	42.327
Klima	9.739
Pişirici Cihazlar	42.533
Bulaşık Makinesi	30.513
Çamaşır Makinesi ve Kurutma Makinesi	66.301
Depo	66.608
Konteyner Saha Arsa	2.884
<b>TOPLAM</b>	<b>409.821</b>

30.09.2023 itibarıyla Vestel Beyaz'ın toplam çalışan sayısı 9.301'dir. Şirketin Ar-Ge Bölümü'nde ise 625 kişi çalışmaktadır. Ar-Ge bünyesindeki ekipler; Yeni teknolojilerin geliştirilmesi veya uygulanması, yeni ürün tasarımları, çevre dostu üretim, ürün geliştirme, verimlilik artışı ve maliyet düşürme konularında çalışmalar sürdürmektedir.

## Satış Yapılanması

Şirketin satış ve pazarlama faaliyetlerini Vestel Elektronik'in %100 bağlı ortaklığı Vestel Ticaret AŞ yürütmektedir. Yurt içinde "çok kanallı pazarlama stratejisi" ile bayi kanalının yanı sıra çeyiz mağazaları, hipermarketler, indirim marketleri, elektronik perakende zincirleri ve e-ticaret siteleri vasıtasıyla satış yapılmakta ve böylelikle geniş bir tüketici kitlesine ulaşılmaktadır.

### Yurt İçi Satış Yapılanması

- 1.334 Vestel Mağazası (132 Vestel Ekspres ve 68 Vestel Kurumsal Mağaza dâhil)
- 10 VsOutlet Mağazası
- 722 Regal Satış Noktası
- vestel.com.tr
- vsoutlet.com.tr
- regal-tr.com

### Satış Sonrası Hizmetler

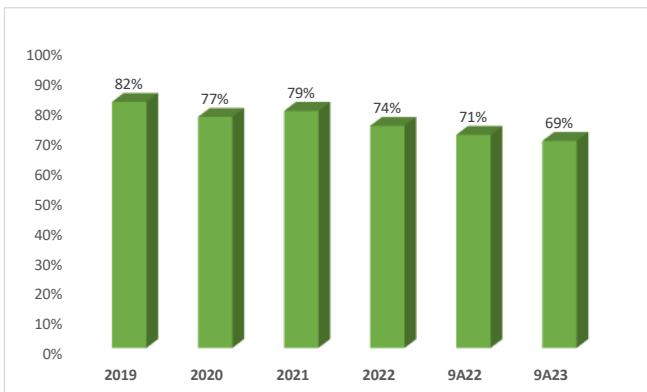
- Çağrı Merkezi
- 355 Yetkili Servis
- 4 Merkez Servis
- 1 KEA Üssü
- 4 Geri Kazanım ve Onarım Merkezi

Yurt dışı satışlar için ise 1 Ocak 2022 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere "aracılı ihracat" modeline geçilmiştir. Aracılı ihracat modelinde, Vestel Beyaz Eşya ana ihracatçı, Vestel Ticaret ise vekil konumundadır. Model değişikliği ile Vestel Beyaz Eşya'nın ihracat operasyonları üzerindeki kontrolünün artırılarak söz konusu operasyonlara ilişkin kredi riski, fiyat riski ve kur riski gibi risklerin daha verimli yönetilmesi hedeflenmiştir.

Vestel Beyaz Eşya 160'dan fazla ülkeye ihracat gerçekleştirmektedir. Vestel Elektronik çatısı altında toplam 11 ülkede faaliyet gösteren dış ticaret ofisi ve yaklaşık 2.500 yurt dışı mağaza ve satış noktası bulunmaktadır. Vestel Beyaz Eşya, Türkiye'nin beyaz eşya ihracatının yaklaşık %40'ını gerçekleştirmektedir. Avrupa ülkelerindeki satışlarını ağırlıklı olarak ODM\* bazında yürüten Vestel Beyaz Eşya, Vestel Grubu'nun lisansını aldığı küresel markalar ve sahip olduğu bölgesel markalarla markalı satış da gerçekleştirmektedir.

*\*ODM: (Original Design Manufacturer) / Özgün Tasarım üreticisi) Orijinal dizayn imalatçısı, bir ürünü başka bir marka adı altında satılması amacıyla, kendisi dizayn ve imal eden imalatçılardır. Bu şirketler marka sahibi olan ve ürünü satan şirketlere fabrika açmadan ve çok sayıda işçi çalıştırmadan üretim yapma imkânı verirler. (Vestel Beyaz Eşya'nın ODM kapsamında Avrupa'da müşterilerin markalarıyla doğrudan rekabete girmeme taahhüdü bulunur.)*

**Tablo 7: İhracat Oranı**



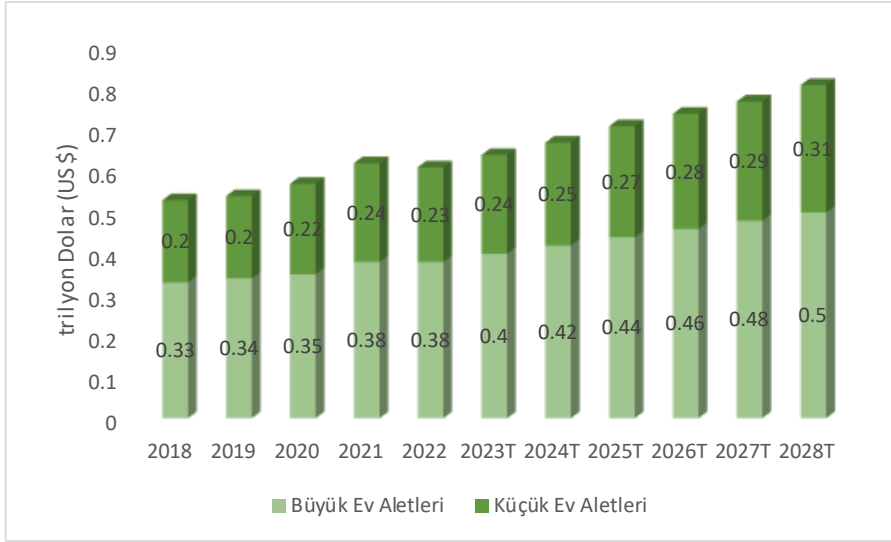
Kaynak: Vestel Beyaz, Şeker Yatırım Araştırma

## Sektörel Görünüm

Global beyaz eşya sektörü, pandemi sonrası stay-home temasıyla beraber 2020-2021 yıllarında yüksek büyüme kaydetmiş, 2022 yılında başlayan faiz artışları ve alım gücünün yükselen enflasyon dolayısıyla zayıflaması sonrası 2022'de %2 daralmış ve 2023 yılında ise zayıf büyüme gerçekleştirmiştir.

Global beyaz eşya pazarının 2023-2028 yılları arasında Dolar bazında yıllık yaklaşık %4,82 oranında büyümesi öngörülmektedir. 2024 yılında pazarın hacim bazında %1,3 büyümesi beklenmektedir.

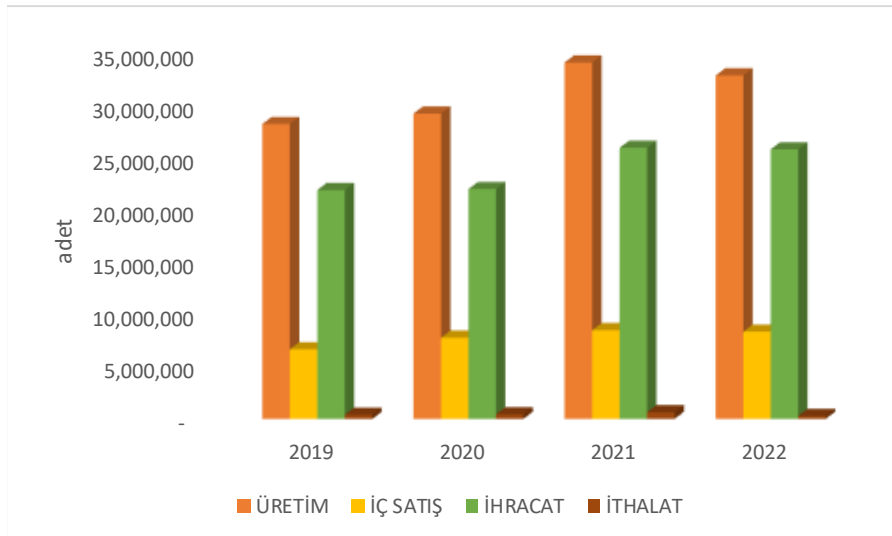
**Tablo 8: Global Ev Aletleri Pazarı Beklentileri**



Kaynak: Statista

Türk beyaz eşya sektörü, üretimini ağırlıklı olarak ihraç etmektedir. TÜRKBEŞD datasına göre yurt içinde gerçekleşen beyaz eşya üretiminin %70'i ihraç edilmektedir. Türkiye beyaz eşya üretiminde Avrupa'da birinci, dünyada ise Çin'den sonra ikinci ülke konumundadır. Dünya beyaz eşya pazarında Çin toplam üretimin %54'ünü gerçekleştirerek pazarın en büyük üreticisi konumundadır. Türkiye ise %7'lik pay ile ikinci sırada yer almaktadır.

**Tablo 9: 6 Ana Ürün Bazında Türk Beyaz Eşya Sektörü Verileri**



Kaynak: TÜRKBEŞD



Sektör, nette ihracatçı konumu dolayısıyla küresel sosyal/ekonomik gelişmeler ve tüketici dinamiklerinden etkilenmektedir. Sektörün en önemli pazarı olan Avrupa'da 2022'nin ikinci yarısından itibaren yüksek enflasyonun alım gücünde yarattığı düşüş ve Avrupa Merkez Bankası'nın faiz artırım süreci sektörel görünüm üzerinde baskı yaratmaktadır.

2023 yılında sektörde yurt içinde güçlü talep sürerken, küresel talep dalgalı bir seyir izliyor. Türk Beyaz Eşya Sanayicileri Derneği verilerine göre 6 ana ürün grubunda (Buzdolabı, Çamaşır Mak., Bulaşık Mak., Fırın, Derin Dondurucu, Kurutucu) yılın ilk 10 ayında üretim %1 gerileyerek 27.295.652 adet olmuştur. Ocak-Ekim 2023 döneminde iç satışlar, seçim öncesi dönemde fiyatların artacağı beklentisiyle öne çekilen talep ve yaz aylarını içeren yüksek sezonun etkisiyle geçen yılın aynı dönemine göre %17 artış göstermiştir. İhracat ise özellikle ana pazar konumundaki Avrupa'daki talep daralmasından olumsuz etkilenerek yıllık %11 gerilemiştir.

**Tablo 10: 4 Ana Ürün (Buzdolabı, Çamaşır Makinası, Bulaşık Makinesi, Fırın)**

(adet)	Ocak-Ekim 2022	Ocak-Ekim 2023	Değişim
<b>ÜRETİM</b>	24,105,427	23,607,894	-2%
<b>İÇ SATIŞ</b>	6,144,188	6,886,664	12%
<b>İHRACAT</b>	18,512,045	16,554,266	-11%
<b>İTHALAT</b>	93,645	230,251	146%

Kaynak: TÜRKBEŞD

**Tablo 11: 6 Ana Ürün (Buzdolabı, Çamaşır Mak., Bulaşık Mak., Fırın, Derin Dondurucu, Kurutucu)**

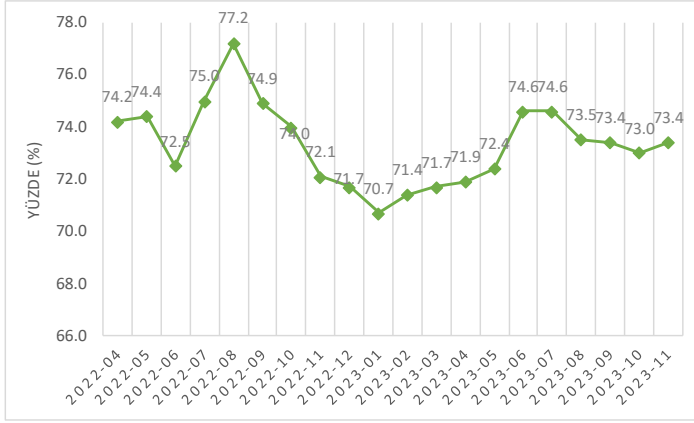
(adet)	Ocak-Ekim 2022	Ocak-Ekim 2023	Değişim
<b>ÜRETİM</b>	27,489,240	27,295,652	-1%
<b>İÇ SATIŞ</b>	7,009,676	8,174,856	17%
<b>İHRACAT</b>	21,490,195	19,146,699	-11%
<b>İTHALAT</b>	247,074	454,440	84%

Kaynak: TÜRKBEŞD

Türkiye'de, özellikle seçim öncesi öne çekilen talep dolayısıyla, önümüzdeki aylarda talebin yavaşlayarak normalleşme kaydetmesini bekliyoruz. 2024 yılında zayıflayan alım gücü, yükselen faizler ve taksit sınırlaması gibi negatif koşulların sektörü olumsuz etkilemesini bekliyoruz.

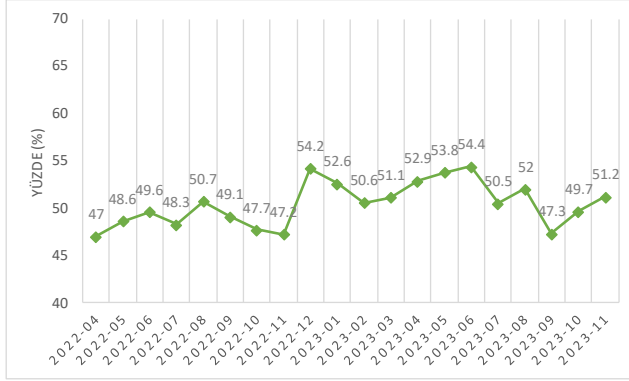
Bununla beraber sektör oyuncularının ihracat ağırlıklı satış yapılanmaları dolayısıyla global piyasalarda toparlanmanın başlaması ve resesyon temasının sona ermesi halinde toparlanma görmeye başlayacağımızı düşünüyoruz.

Tablo 12: Dayanıklı Tüketim Malları Kapasite Kullanım Oranı



Kaynak: TCMB

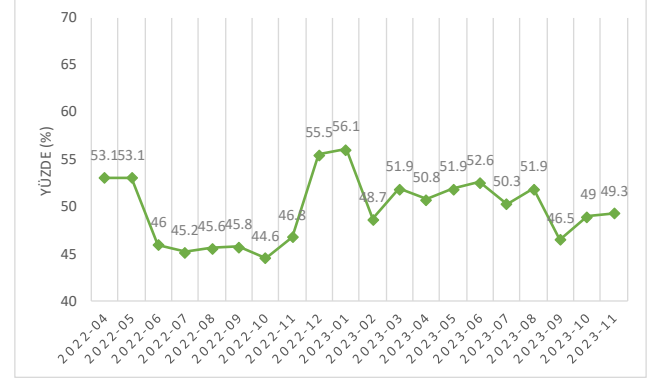
Tablo 13: Makine ve Metal Ürünler İmalat PMI



Kaynak: İSO

ma, &gt;50 = önceki aya göre iyileşme

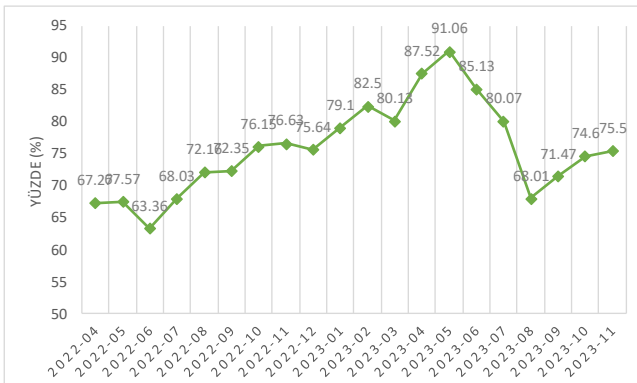
Tablo 14: Elektrikli ve Elektronik Ürünler İmalat PMI



Kaynak: İSO

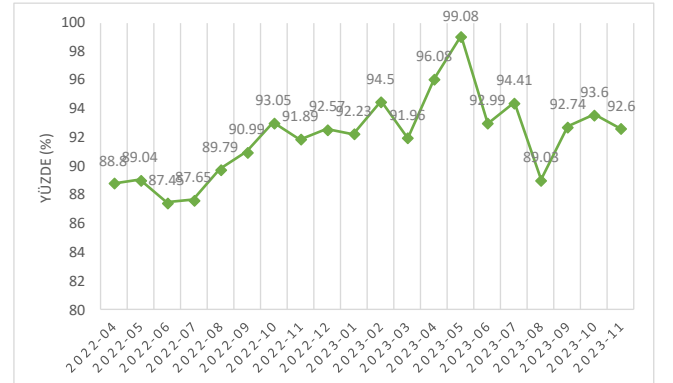
ma, &gt;50 = önceki aya göre iyileşme

Tablo 15: Tüketici Güveni



Kaynak: TÜİK

Tablo 16: Dayanıklı Tüketim Mallarına Yatırım Yapma Düşüncesi



Kaynak: TÜİK

## Mali Analiz ve Tahminler

### 3Ç23'de operasyonel marjlar toparlanmaya devam etti

Vestel Beyaz, 3Ç23'de yıllık %63 artışla 13.393m TL (3Ç22: 8.226m TL) satış geliri elde etti. Yurt içinde güçlü talep ve fiyat artışları yurt içi satışları desteklerken zayıf global talebe rağmen TL'nin değer kaybı da yurt dışı gelirleri destekledi. Hammadde maliyetlerinde düşüş trendi operasyonel marjları üst üste üçüncü çeyrekte desteklemeye devam etti. Brüt kar marjı %27 oldu (3Ç22: %15, 2Ç23: %20). FAVÖK yıllık %358 artışla 3.088m TL (3Ç22: 675m TL) olurken FAVÖK marjı %23 seviyesinde gerçekleşti. Operasyonel giderlerin ve finansal giderlerin kontrolü net kar desteklerken yıllık %1342 artışla 2.501m TL rekor net kar elde edildi. Net kar marjı %19 seviyesinde gerçekleşti.

Tablo 17: Özet Gelir Tablosu

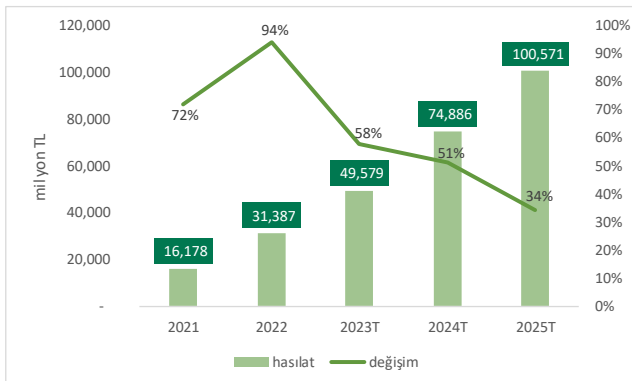
Milyon TL	9A22	9A23	Yıllık	3Ç22	3Ç23	Yıllık	2Ç23	Çeyreklik
<b>Satış Gelirleri</b>	<b>21,196</b>	<b>34,580</b>	<b>63.1%</b>	<b>8,226</b>	<b>13,393</b>	<b>62.8%</b>	<b>11,399</b>	<b>203.4%</b>
<b>Brüt Kar</b>	<b>3,872</b>	<b>7,349</b>	<b>89.8%</b>	<b>1,230</b>	<b>3,667</b>	<b>198.1%</b>	<b>2,315</b>	<b>217.5%</b>
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>18.3%</i>	<i>21.3%</i>		<i>15.0%</i>	<i>27.4%</i>		<i>20.3%</i>	
<b>Operasyonel Kar</b>	<b>2,202</b>	<b>5,193</b>	<b>135.9%</b>	<b>541</b>	<b>2,926</b>	<b>440.6%</b>	<b>1,640</b>	<b>216.7%</b>
<i>Operasyonel Kar Marjı</i>	<i>10.4%</i>	<i>15.0%</i>		<i>6.6%</i>	<i>21.8%</i>		<i>14.4%</i>	
<b>FAVÖK</b>	<b>2,591</b>	<b>5,677</b>	<b>119.1%</b>	<b>675</b>	<b>3,088</b>	<b>357.7%</b>	<b>1,797</b>	<b>215.9%</b>
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>12.2%</i>	<i>16.4%</i>		<i>8.2%</i>	<i>23.1%</i>		<i>15.8%</i>	
<b>Net Kar</b>	<b>1,439</b>	<b>3,513</b>	<b>144.1%</b>	<b>173</b>	<b>2,501</b>	<b>1341.6%</b>	<b>597</b>	<b>488.6%</b>
<i>Net Kar Marjı</i>	<i>6.8%</i>	<i>10.2%</i>		<i>2.1%</i>	<i>18.7%</i>		<i>5.2%</i>	

Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

### Global beyaz eşya talebinde 2024'ün ikinci yarısında toparlanma bekliyoruz

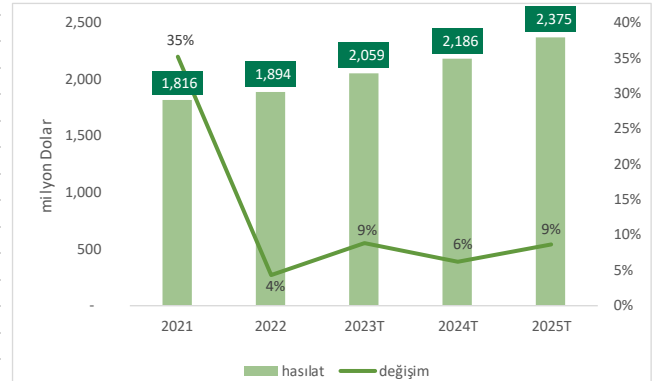
Beyaz eşya pazarı hem küresel çapta hem Türkiye'de, pandemi koşullarında görülen tüketici davranışları nedeniyle 2020 ve 2021 yıllarında güçlü büyüme kaydetti. Vestel Beyaz Eşya da pazar dinamiklerine paralel söz konusu yıllarda sırasıyla %35 ve %72 hasılat büyümesi elde etti. 2022 yılının ortasından beri küresel beyaz eşya talebi zayıf seyrediyor. Yurt içinde ise enflasyon beklentilerinin öne çektiği talep ve ucuz finansmana erişim sayesinde hem adet hem ciro bazında pazar büyümesi 2023'ün ikinci yarısına dek devam etti. Öne çekilen talep ve ucuz finansman erişim imkanının sona ermesi dolayısıyla, yurt içinde önümüzdeki dönemde talebin zayıf gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Azalan alım gücünün sonucu olarak fiyatlara eskisi gibi kolaylıkla zam yapılamayacağını düşünüyoruz. Global tarafta ise 2024'ün ilk yarısında da beyaz eşya talebinin zayıf geçeceğini öngörüyoruz. Ancak küresel faiz artırım sürecinin ve resesyon beklentilerinin sona ermesiyle beraber küresel beyaz eşya pazarının tekrar canlanmasını bekliyoruz. Bu beklentiler ışığında Vestel Beyaz Eşya'nın 2024 yılında yıllık %51 ve 2025 yılında ise yıllık %34 ciro büyümesi elde edeceğini düşünüyoruz. Ek olarak Vestel Beyaz'ın yeni pazarlara açılma stratejisini Avrupa'ya olan bağımlılığın azalması açısından önemli buluyoruz.

Tablo 18: Satış Gelirleri (TL)



Kaynak: Vestel Beyaz, Şeker Yatırım Araştırma

Tablo 19: Satış Gelirleri (USD)

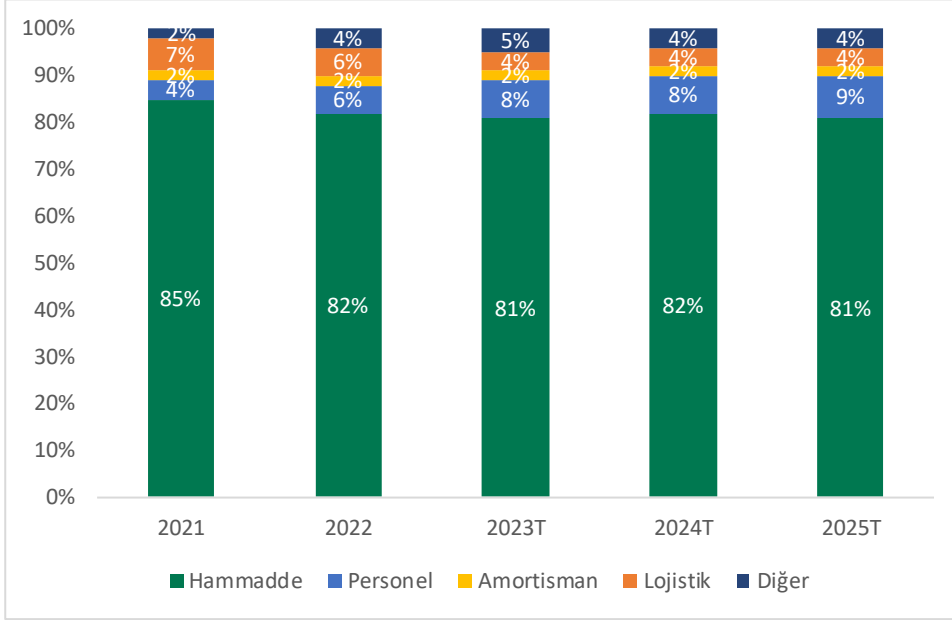


Kaynak: Vestel Beyaz, Şeker Yatırım Araştırma

### Maliyetlerdeki iyileşme patikasının süreceğini öngörüyoruz

Maliyetlerde son üç çeyrekte gerçekleşen normalleşmenin operasyonel katılığı desteklemeyi sürdüreceğini düşünüyoruz. Vestel Beyaz Eşya'nın satış maliyetleri arasında en yüksek payı ortalama %82 ile hammadde maliyetleri alıyor. Yassı çelik, plastik, alüminyum gibi yüksek oranda kullanılan hammadde maliyetleri Rusya-Ukrayna savaşının ana gündem olduğu 2022'nin ilk yarısında gördüğü seviyelerden önemli ölçüde iyileşti. Maliyetlerde normalleşmenin önümüzdeki süreçte devam etmesini bekliyoruz.

**Tablo 20: Maliyetlerin Kırılımı**

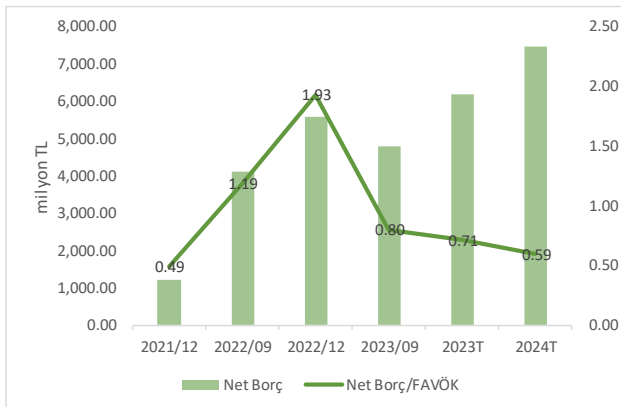


Kaynak: Vestel Beyaz, Şeker Yatırım Araştırma

### Borç ödeme gücünde bir sorun bulunmuyor

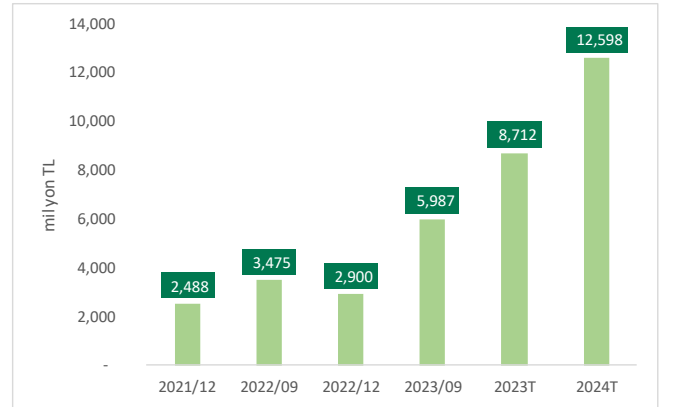
2023/09 dönemi itibariyle şirketin net borcu 4.800mn TL seviyesinde bulunurken Net borç/FAVÖK rasyosu 0,8x gibi oldukça makul bir seviyede bulunarak şirketin kısa vadeli borçlarını ödeme gücü bulunduğuna işaret ediyor. Bununla beraber borç/özsermaye (kaldıraç) rasyosu %53 seviyesinde bulunmaktadır. Şirketin borçları ağırlıklı olarak Türk Lirası cinsinden olup, Dolar ve Euro cinsinden borçlar toplam borçların %35'lik kısmını oluşturmaktadır. Şirketin ağırlıklı ihracatçı yapısı nedeniyle kur riskine karşı doğal bir hedge mekanizması bulunmaktadır. 2023 sonunda Net Borç/FAVÖK rasyosunun 0,71x'e gerilemesini bekliyoruz.

**Tablo 21: Net Borç ve Net Borç/FAVÖK Rasyosu**



Kaynak: Vestel Beyaz, Şeker Yatırım Araştırma

**Tablo 22: FAVÖK (yıllıklandırılmış)**



Kaynak: Vestel Beyaz, Şeker Yatırım Araştırma

## Değerleme

Vestel Beyaz Eşya'nın özsermaye değerinin hesaplanmasında İndirgenmiş Nakit Akımları - İNA analizi yöntemine %70 oranında ve Piyasa Çarpan analizi yöntemine %30 ağırlık verilmiştir.

### İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)

İNA değerlememiz 2023-2032 yıllarını kapsamaktadır. Değerlememizde, risksiz faiz oranı %20 seviyesinde, piyasa risk primi %5,5 seviyesinde alınmıştır. Terminal büyüme oranı %3 kabul edilmiştir.

2023-2032 dönemi için nakit akımlarının bugünkü değerini 24.931milyon TL seviyesinde, sonsuz değer bugünkü değerini ise 11.572 milyon TL olarak hesaplıyoruz. Net finansal borç ve vergi kalkanı sonrası şirketin İNA'ya göre hedef piyasa değerini 32.879 milyon TL olarak hesaplıyoruz.

**Tablo 23: İndirgenmiş Nakit Akımları**

İNA (mn TL)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Satışlar	49,579	74,886	100,571	126,885	150,826	173,304	196,806	222,984	246,034	266,585
Değişim	58%	51%	34%	26%	19%	15%	14%	13%	10%	8%
FAVÖK	8,712	12,598	17,097	20,295	25,623	29,406	25,684	29,513	35,308	36,330
FAVÖK Marjı	18%	17%	17%	16%	17%	17%	13%	13%	14%	14%
Vergi	281	- 1,672	- 2,387	- 2,840	- 3,650	- 4,178	- 3,441	- 4,023	- 4,984	- 5,106
Yatırım Harcamaları	2,890	2,740	3,388	3,914	4,662	4,813	5,154	5,416	5,583	5,643
İşletme Sermayesinde Değişim	6,440	4,721	7,669	5,823	5,238	4,727	3,635	8,925	5,449	4,119
Serbest Nakit Akışı	- 3,379	34,643	36,522	77,173	120,724	156,874	134,543	111,492	192,918	214,615
İndirgenmiş Serbest Nakit Akışı	- 262	2,152	1,841	3,151	3,981	4,173	2,886	1,927	2,683	2,400

Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri (2023-2032)	24,931
Sürekli Büyüme Oranı	3%
Sonsuz Değer	103,489
Sonsuz Değerin Bugünkü Değeri	11,572
Net Borç	4,836
Vergi Kalkanı	906
Hedef Piyasa Değeri	32,879

Kaynak: Şeker Yatırım Araştırma

### Çarpan Analizi

Vestel Beyaz Eşya'yı Global ve yurt içi benzer şirketlerin FD/Satışlar, FD/FAVÖK ve F/K çarpanları üzerinden karşılaştırma gerçekleştirdik. Böylelikle Vestel Beyaz için 62.119 milyon TL hedef değer hesapladık. Vestel Beyaz 2023T için 3,3x FD/FAVÖK (Benzer Şirketler: 7,2x), 0,6x FD/Satışlar (Benzer Şirketler: 0,8x) ve 3,9x F/K (Benzer Şirketler: 19x) çarpanlarıyla işlem görmektedir.

**Tablo 24: Piyasa Çarpanları**

Şirket	Ülke	Firma Değeri/Satışlar		Firma Değeri/FAVÖK		Fiyat/Kazanç	
		2023T	2024T	2023T	2024T	2023T	2024T
De'longhi	İtalya	0.5	0.5	6.4	4.9	21.1	9.4
Electrolux	İsveç	0.6	0.5	4.4	3.2	6.9	4.8
Haier Electronic	Çin	0.9	0.8	11.3	8.7	24.3	16.9
Panasonic Holding	Japonya	0.5	0.5	5.9	4.8	15.0	8.0
LG	Güney Kore	0.9	0.9	11.7	4.3	-1.5	-8.0
Samsung Electronic	Güney Kore	1.4	1.2	7.9	4.7	41.0	14.8
Siemens	Almanya	2.2	2.1	12.3	11.5	16.8	16.0
Arçelik (Şeker Yatırım)	Türkiye	0.6	0.6	6.3	5.7	23.6	10.9
<b>Medyan</b>		<b>0.8</b>	<b>0.7</b>	<b>7.2</b>	<b>4.8</b>	<b>19.0</b>	<b>10.9</b>
Vestel Beyaz (Şeker Yatırım)	Türkiye	0.6	0.4	3.3	2.3	3.9	3.1

Kaynak: Bloomberg, Şeker Yatırım Araştırma

**Sonuç**

Değerlememizde, İNA ve çarpan karşılaştırması yöntemleri kullandık. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemine %70 ve piyasa çarpan analizi yöntemine %30 ağırlık vererek VESBE için 41.651 milyon TL hedef piyasa değeri hesaplıyoruz.

Hedef piyasa değerimize göre VESBE için pay başına 12 aylık hedef fiyatımız 26,00 TL seviyesindedir. VESBE için hesapladığımız hedef pay fiyatımız 20 Aralık 2023 kapanış fiyatı olan 15,05 TL'ye göre %73 iskontolu işlem görmekte olduğundan uzun vadeli tavsiyemizi "AL" olarak başlatıyoruz.

**Tablo 25: Değerleme**

TRY mn	Hedef PD	Ağırlık	Değer
İndirgenmiş Nakit Akımları	32,879	70%	23,015
Piyasa Çarpanları Yöntemi	62,119	30%	18,636
Hedef Piyasa Değeri			41,651
Piyasa Değeri			24,080
Hedef Pay Fiyatı			26.00
Yükseliş Potansiyeli			73%

Kaynak: Şeker Yatırım Araştırma

Tablo 26: Temel Finansallar

BİLANÇO (TL Mn)	2021/12	2022/12	2022/09	2023/09	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	3,275	7,423	4,311	8,929	107
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	272	409	353	626	77
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	522	689	943	1,142	21
Ticari Alacaklar	5,154	8,632	7,816	12,830	64
Hazır Değerler	113	579	341	298	(13)
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	4,854	7,799	9,412	11,726	25
<b>Toplam Aktifler</b>	<b>14,189</b>	<b>25,530</b>	<b>23,176</b>	<b>35,550</b>	<b>53</b>
Uzun Vadeli Borçlar	399	77	157	922	488
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	335	705	405	914	126
Kısa Vadeli Borçlar	623	5,460	4,028	3,057	(24)
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	5,843	10,628	10,531	16,358	55
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,096	2,341	2,567	4,620	80
Toplam Yükümlülükler	9,297	19,211	17,687	25,871	46
Toplam Özsermaye	4,893	6,319	5,490	9,679	76
<b>Toplam Pasifler</b>	<b>14,189</b>	<b>25,530</b>	<b>23,176</b>	<b>35,550</b>	<b>53</b>
<b>GELİR TABLOSU (TL Mn)</b>	<b>2021/12</b>	<b>2022/12</b>	<b>2022/09</b>	<b>2023/09</b>	<b>%Değ</b>
Net Satışlar	16,178	31,387	21,196	34,580	63
SMM	13,613	26,476	17,324	27,231	57
Brüt Kâr	2,565	4,911	3,872	7,349	90
Faaliyet Giderleri	461	2,522	1,671	2,156	29
Net Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	2,104	2,389	2,202	5,193	136
Net Diğer Gelir/(Gider)	(257)	(985)	(960)	(1,188)	A.D.
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/(Gider)	-	-	-	-	A.D.
Finansman Gelir/(Gider)	(630)	(302)	23	(703)	A.D.
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	-	-	-	-	A.D.
<b>Vergi Öncesi Kâr</b>	<b>1,217</b>	<b>1,101</b>	<b>1,264</b>	<b>3,302</b>	<b>161</b>
Vergi	(302)	(323)	(175)	(211)	A.D.
<b>Net Kâr/(Zarar)</b>	<b>1,519</b>	<b>1,424</b>	<b>1,439</b>	<b>3,513</b>	<b>144</b>
Azınlık Payları	-	-	-	-	A.D.
Ana Ortaklık Payları	1,519	1,424	1,439	3,513	144.1

VESBE

Kaynak: Şeker Yatırım

Tablo 27: Temel Finansal Rasyolar

FİNANSAL ORANLAR	2021/12	2022/12	2022/09	2023/09
Özsermaye Kârlılığı	%36.8	%25.4	%31.4	%46.1
Aktif Kârlılığı	%13.5	%7.2	%7.6	%11.9
Brüt Kâr Marjı	%15.9	%15.6	%18.3	%21.3
Net Kâr Marjı	%9.4	%4.5	%6.8	%10.2
FAVÖK Marjı	%15.4	%9.2	%12.2	%16.4
U.V. Borç/Özsermaye	%8.2	%1.2	%2.9	%9.5

VESBE

Kaynak: Şeker Yatırım

## Şeker Yatırım

### 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](mailto:arastirma@sekeryatirim.com)