

VESTEL BEYAZ EŞYA

Finansal giderler nedeniyle beklenti üstü net zarar; marjlar çeyreklik bazda hafif iyileşti, ana ortağa sağlanan finansman net borcu artırdı

Vestel Beyaz Eşya, 2025 yılının ikinci çeyreğinde 1,8 milyar TL **net zarar** açıkladı (2Ç24: 1 milyon TL net kâr) ve bu rakam, daha yüksek finansman giderleri ile daha düşük parasal kazançların etkisiyle, tahminimiz olan 872 milyon TL net zararın üzerinde gerçekleşti. **Net satışlar**, hem yurt içi hem de yurt dışı satış adetlerindeki zayıflama, artan rekabet, olumsuz fiyatlama ortamı ve TL'nin reel değer kazanması nedeniyle yıllık %16 düşüşle 19 milyar TL'ye geriledi (tahminimiz: 20 milyar TL). FAVÖK, 2Ç25'te personel sayısında görülen 704 kişilik gerilemeyle (1Ç25 personel sayısının %7,4'ü) sonrası düşen faaliyet giderleri/satış oranının etkisiyle tahminimiz olan 928 milyon TL'nin %2 üzerinde gerçekleşerek 946 milyon TL oldu (yılılık %45 düşüş). FAVÖK marjı çeyreklik bazda 0,6 puan artarak %5,0'a yükselirken, brüt kâr marjındaki 2,1 puanlık düşüş ve gider oranındaki 1,4 puanlık artış nedeniyle yıllık bazda 2,6 puan geriledi.

Net borç/FAVÖK oranı, ana ortak Vestel Elektronik'e verilen 1,2 milyar TL tutarındaki kısa vadeli borcun da etkisiyle 4,4x'e (1Ç25: 3,3x) çıktı. Daha sıkı işletme sermayesi yönetimi sayesinde 1,2 milyar TL operasyonel nakit akışı elde edilse de, ana ortağa sağlanan kısa vadeli borç serbest nakit akışını -544 milyon TL ile negatif seviyeye çekti. Net borç 17,6 milyar TL'ye ulaştı; bu tutar piyasa değerinin %102'sine ve özkaynakların %49'una denk geliyor. Borcun %81'i banka kredilerinden, %89'u TL cinsinden ve %92'si 12 ay içinde vadesi dolacak şekilde yapılandırılmış durumda. Bu kısa vadeli borç yapısı, yönetimin orta vadede daha düşük faiz oranı beklentisine dayalı stratejisini yansıtıyor; ancak 16,3 milyar TL'lik kısa vadeli borç yükü, sıkı işletme sermayesi yönetimine rağmen, mali disiplinin korunmasını gerekli kılacak.

Yorum: 12 aylık hedef fiyatımızı 20 TL'den 17 TL'ye indirirken, "Endeks Üzerinde Getiri" tavsiyemizi koruyoruz. Hisse, 2025T için 7,6x ve 2026T için 5,0x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görüyor.

Finansal Özet	TMS29'a göre			TMS29'a göre		AK	
	2Ç25	2Ç24	y/y	1Ç25	ç/ç	Tahmin	Fark
Net Satışlar	19,056	22,677	-16%	16,846	13%	20,170	-6%
FAVÖK	946	1,708	-45%	743	27%	928	2%
FAVÖK Marjı	5.0%	7.5%	-257 bps	4.4%	55 bps	4.6%	36 bps
Net Kar	-1,794	1	-219117%	-1,075	67%	-872	106%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Endeks Üzerinde Getiri

Ömer Faruk Yüksel

omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	VESBE TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	17.00
Güncel Fiyat, TL	10.74
Getiri Potansiyeli	58%
Halka Açıklık Oranı	19%
Piyasa Değeri, mn TL	17,184

Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	75,327	87,715	105,187	124,474
FAVÖK, mn TL	5,784	4,824	7,363	9,336
Net Kâr, mn TL	266	-5,549	1,044	3,532

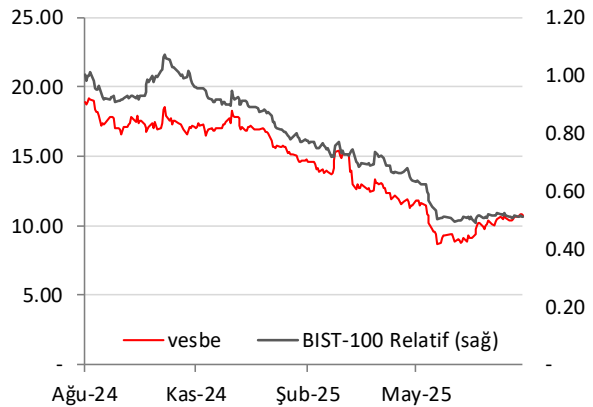
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	10,645	19,439	19,566	17,200
Net Borç/FAVÖK	1.8	4.0	2.7	1.8

Kârlılık				
FAVÖK Marjı	7.7%	5.5%	7.0%	7.5%
Net Marj	0.4%	n.m.	1.0%	2.8%
Temettü Verimi	3.8%	0.4%	0.6%	2.9%

Büyüme				
Ciro, y/y	23.3%	16.4%	19.9%	18.3%
FAVÖK, y/y	-26.8%	-16.6%	52.6%	26.8%
Net Kâr, y/y	-94.4%	n.m.	n.m.	238.2%

Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	115.2	n.m.	16.5	4.9
FD/FAVÖK	7.1	7.6	5.0	3.7
FD/Ciro	0.5	0.4	0.3	0.3

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	10.4%	-6.0%	-46.2%	-36.4%
BİST-100 Relatif	0.6%	-20.5%	-50.5%	-43.0%
AOİH, mn TL	69	67	70	66



Piyasa verileri 8 Ağustos 2025 tarihli.

Income Statement (TRY mn)	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	6A24 S12A	6A25 S12A
Revenues	22,677	23,881	20,872	16,846	19,056	94,157	80,655
Gross Profit	2,285	2,046	1,766	1,323	1,523	15,791	6,658
Operating Expenses	1,362	1,664	1,560	1,440	1,415	5,972	6,078
EBIT	924	383	206	-117	108	9,820	580
EBITDA	1,708	1,154	1,200	743	946	12,945	4,042
Non-Operating Income / (Expense)	-881	-929	-396	-686	-2,044	-1,812	-4,056
Profit Before Tax	43	-547	-190	-803	-1,936	8,007	-3,476
Tax Income / (Expense)	-42	28	115	-272	142	-1,636	14
Net Profit After Tax	1	-518	-75	-1,075	-1,794	6,372	-3,462
Minority Interest	0	0	0	0	0	0	0
Net Profit	1	-518	-75	-1,075	-1,794	6,372	-3,462
Growth (y/y)	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	6A24 S12A	6A25 S12A
Revenue	-16.3%	-9.0%	-15.7%	-17.7%	-16.0%		-14.3%
Opex	-18.7%	6.1%	-2.0%	-0.8%	3.9%		1.8%
EBIT	-61.2%	-90.3%	-93.7%	-107.0%	-88.3%		-94.1%
EBITDA	-46.4%	-75.6%	-68.6%	-72.4%	-44.6%		-68.8%
Net Profit	-99.9%	-113.4%	-104.7%	-219.1%	-219.1%		-154.3%
Profitability & Ratio Analysis	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	6A24 S12A	6A25 S12A
Gross Profit Margin	10.1%	8.6%	8.5%	7.9%	8.0%	16.8%	8.3%
Opex Margin	6.0%	7.0%	7.5%	8.5%	7.4%	6.3%	7.5%
EBIT Margin	4.1%	1.6%	1.0%	-0.7%	0.6%	10.4%	0.7%
EBITDA Margin	7.5%	4.8%	5.7%	4.4%	5.0%	13.75%	5.01%
Effective Tax Rate	98.1%	5.2%	60.5%	-33.8%	7.4%	20.4%	0.4%
Net Profit Margin	0.0%	-2.2%	-0.4%	-6.4%	-9.4%	6.8%	-4.3%
Net Monetary Gain/Loss as of Sales	5.7%	4.2%	3.6%	7.2%	3.8%	7.8%	4.6%
Operating Cash Flow Margin	-2.3%	11.6%	23.9%	3.3%	6.2%	4.1%	11.8%
Free Cash Flow Margin	11.1%	-7.0%	17.6%	-15.7%	-2.9%	4.5%	-1.5%
Operational Cash Flow / EBITDA	-31%	240%	415%	74%	125%	30%	234%
Capex / Revenues	4.5%	5.7%	4.3%	6.6%	3.0%	6.9%	4.9%
Inflow / (Outflow) for WCR / Revenues	-3.7%	-6.1%	28.4%	3.4%	9.2%	1.2%	8.4%

Cash Flow Statement (TRY mn)	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	6A24 S12A	6A25 S12A
Net Operating Cash Flow	-522	2,771	4,978	550	1,178	3,822	9,477
Earnings Before Adjustments	1	-518	-75	-1,075	-1,794	6,372	-3,462
Depreciation & Amortisation	784	771	994	860	838	3,125	3,462
Change in Working Capital	-832	-1,454	5,933	580	1,753	1,117	6,811
Other Operating Cash Flow	-475	3,972	-1,874	186	381	-6,792	2,666
Net Investment Cash Flow	3,050	-4,444	-1,309	-3,189	-1,721	459	-10,663
Capital Expenditures	-1,016	-1,358	-901	-1,107	-580	-6,472	-3,946
Other Investment Cash Flow	4,066	-3,086	-408	-2,081	-1,142	6,931	-6,717
Free Cash Flow	2,528	-1,674	3,670	-2,638	-544	4,281	-1,186
Cash from Financial Operations	-2,419	1,838	-2,598	2,103	73	-4,134	1,416
Change in Financial Debt	929	5,763	25	3,404	2,042	-2,029	11,235
Dividends Paid	0	-1,594	0	0	0	-915	-1,594
Other Financial Cash Flow	-3,348	-2,331	-2,623	-1,301	-1,969	-1,190	-8,225
Translation Differences	-83	-81	-53	-117	-66	-548	-316
Net Increase / (Decrease) in Cash	26	84	1,018	-652	-537	-401	-86

Balance Sheet (TRY mn)	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25
Current Assets	41,003	40,065	36,651	35,895	37,680
Cash and Cash Equivalents	172	256	1,274	623	86
Short-Term Trade Receivables	20,931	20,231	16,976	13,416	15,539
Inventories	15,394	12,978	11,498	12,425	11,927
Other Current Assets	4,505	6,599	6,903	9,432	10,129
Long Term Assets	42,200	42,339	46,855	47,330	46,798
Long-Term Financial Assets	0	0	0	0	0
Investments with Equity Method	0	0	0	0	0
Tangible Fixed Assets	36,509	36,817	42,189	42,337	42,081
Intangible Fixed Assets	2,771	3,074	2,818	2,958	2,996
Other Long-Term Assets	2,921	2,449	1,848	2,035	1,721
Total Assets	83,203	82,404	83,505	83,225	84,479
Short Term Liabilities	40,720	41,218	37,453	38,263	42,598
Short-Term Financial Loans	6,093	11,364	11,979	14,744	16,314
Short-Term Trade Payables	28,078	27,316	24,446	22,036	23,582
Other Short-Term Liabilities	6,549	2,538	1,028	1,483	2,702
Long Term Liabilities	6,316	5,850	6,565	6,789	6,308
Long-Term Financial Loans	1,833	1,598	1,430	1,529	1,384
Other Long-Term Liabilities	4,483	4,252	5,135	5,260	4,925
Equity	36,167	35,336	39,488	38,173	35,572
Parent Share	36,167	35,336	39,488	38,173	35,572
Minority	0	0	0	0	0
Total Liabilities and Shareholders Capital	83,203	82,404	83,505	83,225	84,479
Invested Capital	48,403	52,294	56,757	59,083	58,109
WCR	8,247	5,894	4,028	3,805	3,884
WCR / TTM Net Sales	9%	6%	5%	4.5%	4.8%
Total Debt	7,926	12,962	13,409	16,273	17,698
Net Debt / (Cash)	7,737	12,687	12,106	15,624	17,584
Net Debt / TTM EBITDA	0.6	1.4	1.8	3.3	4.4
Net Debt / Equity	0.2	0.4	0.3	0.4	0.5
FX Position (Including Hedge)	-9,325	-11,571	-7,093	-11,776	-11,720

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 Internet 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.