Vestel Beyaz Eşya

Endeksin Üzerinde Getiri

Cari Fiyat: 9,18TL
12-ay Fiyat Hedefi: 14,00TL

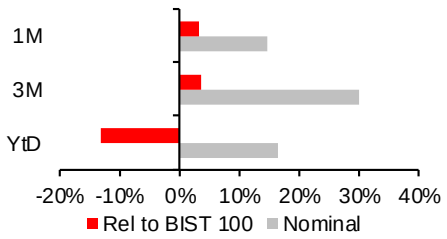
Analist Kayahan Demirak
KayahanAzmi.Demirak@akyatirim.com.tr

1Ç22 Bilanço Değerlendirmesi

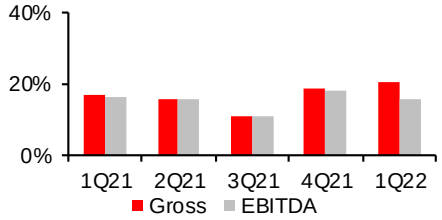
1Ç22 beklenti – gerçekleşme

milyon TL	Gerçek	Anket	Ak Yat.
Net Satışlar	5,418	6,111	6,215
FAVÖK	857	915	901
FAVÖK Marjı	*15.8%*	*15.0%*	*14.5%*
Net Kar	573	518	501

Hisse Performansı



Marjlar



Net kar beklentilerin üzerinde & grup içi ticari olmayan alacaklarda artış var

- **Vestel Beyaz** 1Ç22'de beklentilerin üzerinde 573mn TL net kar (+84% YoY) açıkladı (AK tahmini: 501mn TL ve Piyasa: 518mn TL). Beklentilerimizin altında gerçekleşen kur farkı gelirleri ve 8mn TL'lik net vergi geliri net kar tarafında görülen sapmanın temel sebepleri oldu. Operasyonel sonuçlar ise artan ertelenmiş gelirler sebebiyle beklentimizin hafif altında kaldı. Şirket, pazarlama ve satış faaliyetlerini yürüten Vestel Ticaret A.Ş. ile yılbaşından itibaren geçerli olacak şekilde aracılı ihracat modeline geçti. Buna göre, daha önce Vestel Ticaret'e satış gerçekleştiren şirket, yeni modelde ihracat kaynaklı giderleri üstlenerek son müşteriye ürün teslimi sonrası gelir kaydetmeye başladı. İhracat giderlerindeki artış satış fiyatlarına yansıtıldı. Dolayısıyla şirket FAVÖK tarafında yeni model kaynaklı bir etki beklenmiyor. Vestel Ticaret'e ödenen komisyon oranındaki azalama kaynaklı ise olumlu FAVÖK katkısı bekleniyor (ihracat kaynaklı tüm giderlerin satış fiyatlarına yansıtıldığı durumda).

- 1Ç22 satış gelirleri beklentilerin altında yıllık %82 artışla 5,42 milyar TL oldu (Ak Yatırım: 6,21mlyr TL; Piyasa: 10,48mlyr TL). Yeni model atlında 735mn'lik ihracat geliri, ürünler nihai müşteriye teslim edilmediği için ertelenmiş gelirler altında kaydedildi ve 2Ç22'ye sarktı. Vestel Beyaz'ın Türkiye satış gelirleri (%30 ciro payı) yıllık %138 artış gösterdi. İç pazardaki %9'luk daralmaya karşın, şirketin satış hacmi orta tek haneli artış gösterdi. İhracat gelirleri, çoğunlukla pozitif kur etkisinden kaynaklı 1Ç22'de yıllık %66 artış gösterdi. Ertelenmiş gelirler ihracat tarafındaki görece zayıf performansın ve beklenti altında kalan cironun temel sebebi.

- 1Ç22 FAVÖK beklentilerin hafif altında yıllık bazda %75'lik artışla 857mn TL'ye yükseldi. Öngörülerimizin altında kalan satışlar burada sapmanın temel sebebi. FAVÖK marjı, 1Ç21'in görece yüksek bazından yıllık 0,6 puan azalışla, %15,8 oldu. Artan hammadde fiyatları ve maliyet enflasyonu, fiyat artışları ve Rusya-Ukrayna savaşı öncesi görece uygun şartlarda yapılan hammadde tedarik sözleşmeleriyle dengelendi.

  İşletme sermayesinin satışlara oranı 4Ç21'deki %12,1'den 1Ç22'de %9,4'e geriledi. Daha yüksek hammadde fiyatları ve devam eden küresel tedarik zinciri ve lojistik kısıtlamalar nedeniyle stoklardaki artış, artan ticari borç vadeleriyle dengelenmiş gözüküyor. Vestel Elektronik'ten (VESTL TI) net alacakları ile düzeltilmiş net borç, işletme sermayesindeki iyileşme neticesinde 555mn TL'ye geriledi (2021 net borç: 1208mn TL). Diğer yandan şirketin Vestel'den ticari olmayan net alacakları 2021'deki 14mn TL'den, 1Ç22'de 2186mn TL'ye yükseldi.

Yorum: Sonuçlara piyasa tepkisinin grup içi artan alacak nedeniyle nötr olmasını bekliyoruz**.** Güçlü nakit akışı ve karlılık 1Ç22 sonuçlarında pozitif gördüğümüz noktalar. Vestel Beyaz için 12 aylık hedef fiyatımızı yeni makro tahminlerimiz ve 1Q22 gerçekleşmeleriyle güncelledik. Şirket için hedef fiyatımızı 14,0 TL'ye revize ediyoruz ve tavsiyemizi Endeksin Üzerinde Getiri olarak güncelliyoruz (önceki: Gözden Geçiriliyor). Şirket 2022 tahminlerimize göre 3,7x F/FAVÖK çarpanıyla (temettüye göre düzeltilmiş) uluslararası benzer şirketlere kıyasla %43 iskonto ile işlem görüyor.

Özet Finansallar, milyon TL	1Ç22	1Ç21	y/y	4Ç21	ç/ç	2021	2020	y/y
Net Satışlar	5,418	2,969	82%	4,910	10%	16,178	9,409	72%
Brüt Kar	1,121	495	127%	933	20%	2,565	1,806	42%
Brüt Marj	*20.7%*	*16.7%*	*404 bps*	*19.0%*	*170 bps*	*15.9%*	*19.2%*	
FAVÖK	857	489	75%	884	-3%	2,488	1,829	36%
FAVÖK Marjı	*15.8%*	*16.5%*	*-63 bps*	*18.0%*	*-218 bps*	*15.4%*	*19.4%*	
Net Kar	573	311	84%	413	39%	1,519	1,331	14%

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.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2020