

Vestel Beyaz Eşya

Endeksin Üzerinde Getiri

Cari Fiyat: 9,38TL

12-ay Fiyat Hedefi: 12,60TL

Analist Kayahan Demirak

KayahanAzmi.Demirak@akyatirim.com.tr

3Ç22 Bilanço Değerlendirmesi

3Ç22 beklenti – gerçekleşme				Hisse Performansı		Marjlar	
milyon TL	Gerçek	Anket	Ak Yat.				
Net Satışlar	8,226	7,925	7,847	1A		2Ç21	Brüt
FAVÖK	675	745	745	3A		3Ç21	FAVÖK
FAVÖK Marjı	8.20%	9.40%	9.49%	YBB		4Ç21	
Net Kar	173	326	338			1Ç22	
						2Ç22	
						3Ç22	

Beklentilerin altında

- **Vestel Beyaz** 3Ç22'de beklentilerin altında 173mn TL net kar (-%35 YoY) açıkladı (AK tahmini: 338mn TL ve Piyasa: 326mn TL). Beklentimizin altında gerçekleşen operasyonel karlılık ve artan kur ve faiz giderleri net kar tarafında görülen sapmanın temel sebepleri oldu.
- 3Ç22 satış gelirleri beklentilerin hafif üzerinde yıllık %110 artışla 8,23 milyar TL oldu (Ak Yatırım: 7,85milyar TL; Piyasa: 7,93milyar TL). Vestel Beyaz'ın Türkiye satış gelirleri (3Ç22 ciro payı:%26; 3Ç21 ciro payı:%23) yıllık %134 artış gösterdi. İç pazardaki fiyat artışları büyümeyi destekledi. Şirketin toptan satışları yıllık bazda sınırlı 1% artış gösterdi. Diğer yandan perakende kanalında satışlar Temmuz-Ağustos döneminde %18 geriledi. Bu durum önümüzdeki dönemde şirketin yaptığı satışlarda muhtemel zayıflığa işaret ediyor. İhracat gelirleri ise düşük çift haneli hacim artışı neticesinde avro bazında %12 artış gösterdi. Şirketin sene başında devreye aldığı yeni ihracat modelinde daha yüksek fiyatlarda ürün sattığı düşünüldüğünde ihracat gelirlerindeki karşılaştırılabilir artışın yaklaşık %6-7 seviyesinde olduğunu tahmin ediyoruz. Avro bazında yatay kalan ürün fiyatları ve özel markaları ürünlerin toplam satışlar içerisinde artan payı ihracat cirosundaki artış sınırlamış gözüküyor (hacim tarafındaki güçlü büyüme değerlendirildiğinde).
- 3Ç22 FAVÖK beklentilerin altında yıllık bazda %57'lik artışla 675mn TL'ye yükseldi ve beklentilerin altında gerçekleşti (Ak Yatırım: 745mn TL; Piyasa: 745mn TL). FAVÖK marjı artan girdi maliyetleri, ücretler, nakliye giderleri neticesinde yıllık 2,7 puan düşüşle %8,2 oldu. Şirket, girdi maliyetlerindeki düşüşün 4Ç22'de karlılığını olumlu etkilemesini bekliyor.
- İşletme sermayesinin satışlara oranı 2Ç22'deki %11,9'dan 3Ç22'de %8,2'ye geriledi. Azalan ticari alacak vadeleri ve hacim artışının getirdiği daha hızlı stok döngüsü işletme sermayesi ihtiyacını olumlu etkilemiş gözüküyor. Net işletme sermayesinde görülen iyileşmeye bağlı olarak şirketin serbest nakit akışı 1711mn TL oldu. Diğer yandan, şirketin Vestel Elektronik'ten (VESTL TI) ticari olmayan net alacakları 2210mn TL seviyesine yükseldi (2Ç22 net alacaklar: -2,4mn TL). Şirketler arasında grup içi fon kullanımı dönemsel olarak gerçekleşebiliyor. Şirketin ticari olmayan alacakları ile düzeltilmiş net borcu, güçlü nakit yaratımı neticesinde 1911mn TL'ye geriledi (2Ç22 net borç: 2457 mn TL).

Yorum: Beklentilerin altında kalan sonuçlara piyasa tepkisinin hafif negatif olmasını bekliyoruz. Mevcut tahminleriimizde herhangi bir değişikliğe gitmedik. Hisse başı 12,6TL hedef fiyatla 'Endeksin Üzerinde Getiri' tavsiyemizi koruyoruz. Şirketin

mevcut değerlemesinin beklentilerin altında kalan sonuçları büyük ölçüde yansıttığını düşünüyoruz. Şirket, 2023 tahminleri mize göre 3,0x FD/FAVÖK çarpıyla global benzerlerine %35 iskonto ile işlem görüyor.

Temel Finansal Göstergeler	2022/3Q	2021/3Q	Δ YoY	2022/2Q	Δ QoQ	2022/9M	2021/9M	Δ YoY
Temel Finansal Göstergeler	3Ç22	3Ç21	y/y	2Ç22	ç/ç	9A22	9A21	y/y
Temel K/Z Kalemleri								
Net Satışlar (mn TL)	8,226	3,923	110%	7,552	9%	21,196	11,268	88%
Brüt Kar (mn TL)	1,230	438	181%	1,521	-19%	3,872	1,632	137%
FAVÖK (mn TL)	675	428	57%	1,059	-36%	2,591	1,604	61%
FVÖK (mn TL)	541	329	64%	930	-42%	2,202	1,323	66%
Diğer Faaliyet Gelirleri/Giderleri (mn TL)	-384	-33	1075%	-480	-20%	-960	-88	991%
Net Finansal Gelir/Gider (mn TL)	-17	-16	4%	108	n.m.	23	-147	n.m.
Net Vergi Geliri/Gideri (mn TL)	33	-2	n.m.	135	-76%	175	17	910%
Diğer Gelirler/Giderler (mn TL)	-0	-	n.m.	-	n.m.	-	-	n.m.
Net Kar (mn TL)	173	278	-38%	693	-75%	1,439	1,105	30%
Temel Bilanço Kalemleri								
Net Nakit (mn TL)	-4,121	-1,156	256%	-2,457	68%	-4,121	-1,156	256%
Net Nakit (mn ABD\$)	-223	-130	71%	-147	51%	-223	-130	71%
Finansal Borç (mn TL)	4,462	1,275	250%	2,748	62%	4,462	1,275	250%
Finansal Borç (mn ABD\$)	241	144	68%	165	46%	241	144	68%
İşletme Sermayesi (mn TL)	2,373	2,179	9%	3,018	-21%	2,373	2,179	9%
İşletme Sermayesi (mn ABD\$)	128	245	-48%	181	-29%	128	245	-48%
Maddi Duran Varlıklar (mn TL)	4,311	2,329	85%	3,893	11%	4,311	2,329	85%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar (mn TL)	353	253	39%	318	11%	353	253	39%
Ana Ortaklığa Ait Özkaynak (mn TL)	5,490	3,715	48%	5,466	0%	5,490	3,715	48%
Net Döviz Pozisyonu (Hedge dahil) (mn TL)	-400	-1,701	-76%	-624	-36%	-400	-1,701	-76%
Net Döviz Pozisyonu (Hedge dahil) (mn ABD\$)	-22	-192	-89%	-37	-42%	-22	-192	-89%
Operasyonel Nakit Akışı (mn TL)	2,280	131	1640%	-802	n.m.	2,744	726	278%
Serbest Nakit Akışı (mn TL)	1,711	-20	n.m.	-1,344	n.m.	1,281	299	329%
Net Nakit Değişimi (mn TL)	117	92	26%	184	-37%	229	-73	n.m.
Temel Finansal Oranlar								
Brüt Marj	15.0%	11.2%	3.8ppt	20.1%	-5.2ppt	18.3%	14.5%	3.8ppt
FAVÖK Marjı	8.2%	10.9%	-2.7ppt	14.0%	-5.8ppt	12.2%	14.2%	-2.0ppt
FVÖK Marjı	6.6%	8.4%	-1.8ppt	12.3%	-5.7ppt	10.4%	11.7%	-1.4ppt
Net Marj	2.1%	7.1%	-5.0ppt	9.2%	-7.1ppt	6.8%	9.8%	-3.0ppt
Aktif Karlılığı - S12A	10.4%	18.5%	-8.2ppt	12.7%	-2.3ppt	10.4%	18.5%	-8.2ppt
Özkaynak Karlılığı - S12A	37.0%	51.0%	-14.0ppt	42.0%	-5.0ppt	37.0%	51.0%	-14.0ppt
Net İşletme Sermayesi/Satışlar - S12A	9.1%	14.9%	-5.8ppt	13.8%	-4.8ppt	9.1%	14.9%	-5.8ppt

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda 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 dayanarak 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.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2022