

VESTEL BEYAZ EŞYA

Beklenenden iyi operasyonel performans

Vestel Beyaz Eşya, 12A23 itibarıyla finansal tablolarını TMS29 standartlarına uygun olarak enflasyon düzeltilmesine tabi tutarak hazırlamaya başlamıştır. Ancak şirket, 4Ç23 tahminlerinin piyasa beklentisi ile karşılaştırılmasını kolaylaştırmak amacıyla sunumunda düzeltilmemiş finansallardan seçilmiş finansal kalemlere yer vermiştir. Vestel Beyaz Eşya 4Ç23'te piyasa medyan beklentisinin (1.452 milyon TL) ve bizim beklentimizin (1.452 milyon TL) üzerinde 1.962 milyon TL (y/y: 2022'de net zarar, ç/ç: -%22) düzeltilmemiş net kar açıklamıştır. Düzeltilmemiş FAVÖK 4Ç23'te 2.966 milyon TL (yıllık +%859, çeyreklik -%4) ile piyasa beklentisinin (2.451milyon TL) ve bizim tahminimizin (2.451 milyon TL) üzerinde gerçekleşmiştir. Beklenenden güçlü FAVÖK ve daha yüksek finansal gelir, net kardaki sapmanın arkasındaki temel nedenler olabilir.

Güçlü iç talep, 2023 yılında ihracat pazarlarındaki zayıf talebi telafi etti. Vestel Beyaz Eşya, ihracat pazarlarındaki zayıf talebe karşın Yurt içi satış adetlerinde çift haneli artış kaydetmiştir. İç pazardaki maliyet kaynaklı fiyat ayarlamaları ile birlikte, TMS29 öncesi rakamlara göre yıllık %56'lık ciro artışı yaratmıştır.

Faaliyet marjlarında güçlü seyir. Hammadde ve lojistik maliyetlerindeki düşüş, iç pazardaki fiyat ayarlamaları ve ihracat marjları için bir önceki yıla kıyasla destekleyici döviz kurları, 2023 yılında FAVÖK marjında TMS29 öncesi rakamlara göre 844 baz puanlık bir artış sağladı.

Düzeltilmiş Net Borç (bloke mevduatlar hariç, finansal kiralama yükümlülükleri dahil) 2023 sonunda 4.175mn TL olarak gerçekleşmiştir. TMS29 öncesi finansallara göre Net Borç/FAVÖK oranı, hem borçların azaltılması hem de güçlü FAVÖK büyümesi sayesinde 0,48x'e (2022: 1,9x) gerilemiştir.

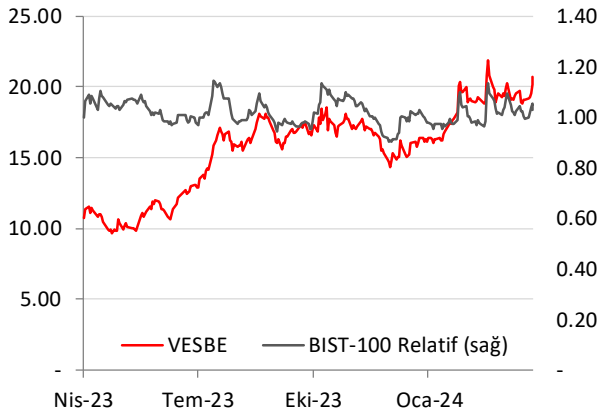
Yorum ve Değerlendirme: Açıklanan finansal sonuçların hisse üzerinde hafif olumlu bir etkisi olmasını bekliyoruz. Tahminlerimizi TMS29 düzeltmeleri ile güncelleyeceğiz.

(milyon TL)	Özet Finansallar					Tahminlerle Karşılaştırma			
	4Ç23	4Ç22	y/y	3Ç23	ç/ç	Piyasa		AK Yatırım	
						Tahmin	Fark	Tahmin	Fark
Net Satışlar	14,295	10,191	40%	13,393	7%	14,004	2%	14,004	2%
FAVÖK	2,966	309	859%	3,088	(4%)	2,451	21%	2,451	21%
FAVÖK Marjı	20.7%	3.0%	1,771bps	23.1%	(231bps)	17.5%	324bps	0	324bps
Net Kar	1,962	(15)	n.m.	2,501	(22%)	1,452	35%	1,452	35%

Endeks Üzerinde Getiri

Analistler: Ezgi Yılmaz
ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr
Ömer Faruk Yüksel
omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr

Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
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				
Net Borç, mn TL	4,175	4,632	5,045	4,212
Net Borç/FAVÖK	0.5	0.4	0.4	0.3
Kârlılık				
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%	12.2%
Büyüme				
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	4.9%	26.3%	108.3%	29.5%
BİST-100 Relatif	-3.4%	0.2%	6.5%	0.6%
AOİH, mn TL	285	380	219	363



TMS29 finansallarına göre 2023 sonuçlarına ilişkin detaylar:

Net satışlar, (i) önemli ihracat pazarlarındaki zayıf talep ve (ii) önceki yılın yüksek bazına bağlı olarak uluslararası satış adetlerindeki daralmaya rağmen (i) yurtiçi satış adetlerindeki çift haneli artış ve (ii) yurtiçi pazarda maliyet kaynaklı fiyat ayarlamaları sayesinde yıllık bazda %2 artmıştır. FAVÖK, (i) iç pazardaki fiyat artışları, (ii) daha düşük hammadde maliyetleri, (iii) ihracat marjları için daha destekleyici döviz kuru ve (iv) lojistik maliyetlerindeki gerileme sayesinde daha düşük faaliyet giderleri nedeniyle 2023'te yıllık bazda %174 artmıştır. FAVÖK marjı %12,9 olarak gerçekleşmiştir (2022: %4,8). Net kar 2023'te yıllık %2131 artışla 4.724 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Ana etkenler, daha düşük maliyetler & faaliyet giderleri ve 2023'teki önemli miktarda parasal kazanç olmuştur (y/y: +%89). Düzeltilmiş Net İşletme Sermayesi (kısa vadeli peşin ödenmiş giderler dahil, hurda satışları için alınan avanslar hariç) / Net Satışlar oranı, azalan hammadde maliyetlerinin artan işçilik maliyetlerini telafi etmesiyle %7'de kalmıştır (2022: %7,2).

Dönem Özeti								
(milyon TL)	Özet Finansallar						TMS29 Etkisi	
	TMS29 Sonrası			TMS29 Öncesi				
	12A23	12A22	y/y	12A23	12A22	y/y	12A23	12A22
Net Satışlar	61,070	59,583	2%	48,875	31,387	56%	25%	90%
FAVÖK	7,896	2,879	174%	8,643	2,900	198%	(9%)	(1%)
FAVÖK Marjı	12.9%	4.8%	810bps	17.7%	9.2%	844bps	(475bps)	(441bps)
Parasal Kazanç /	4,594	2,431	89%	-	-	n.m.	n.m.	n.m.
Net Kar	4,724	212	2131%	5,475	1,424	284%	(14%)	(85%)

	TMS29 Öncesi 12A22	TMS29 Sonrası 12A22	TMS29 Sonrası 12A23
Gelir Tablosu			
Satış Gelirleri	31,387.0	59,583.1	61,069.9
Satışların Maliyeti	26,475.6	53,782.1	51,095.0
Brüt Kar	4,911.4	5,801.0	9,974.9
Operasyonel Giderler	2,522.4	4,906.5	4,034.5
Faaliyet Karı	2,389.0	894.5	5,940.4
Amortisman ve İtfa Payları	511.3	1,984.9	1,955.5
FAVÖK	2,900.3	2,879.4	7,895.9
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	(1,288.0)	(428.4)	(439.7)
Diğer Faaliyet Gelir / (Gider)	(985.5)	(2,346.4)	(3,248.6)
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	-	-	-
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	-	-	-
Finansal Gelir / (Gider)	(302.5)	(513.2)	(1,784.8)
Monetary Gain / (Loss)	-	2,431.1	4,593.7
Vergi Öncesi Kar	1,101.1	(1,965.0)	907.0
Vergi Geliri / (Gideri)	323.4	(254.3)	(776.2)
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	(2.9)	(6.3)	(182.3)
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	326.3	(248.1)	(593.9)
Vergi Sonrası Net Kar	1,424.5	(2,219.4)	130.8
Durdurulan Faaliyetler Kar / (Zarar)	-	-	-
Azınlık Payları	-	-	-
Net Kar	1,424.5	(2,219.4)	130.8
	TMS29 Öncesi 12A22	TMS29 Sonrası 12A22	TMS29 Sonrası 12A23
Büyüme (Yıllık)			
Satış Gelirleri	n.m.	n.m.	2.5%
Operasyonel Giderler	n.m.	n.m.	(17.8%)
Faaliyet Karı	n.m.	n.m.	564.1%
FAVÖK	n.m.	n.m.	174.2%
Net Kar	n.m.	n.m.	n.m.
	TMS29 Öncesi 12A22	TMS29 Sonrası 12A22	TMS29 Sonrası 12A23
Karlılık / Rasyo Analizi			
Brüt Kar Marjı	15.6%	9.7%	16.3%
Operasyonel Gider Marjı	8.0%	8.2%	6.6%
Faaliyet Kar Marjı	7.6%	1.5%	9.7%
FAVÖK Marjı	9.2%	4.8%	12.9%
Efektif Vergi Oranı	n.m.	n.m.	85.6%
Net Kar Marjı	4.5%	n.m.	0.2%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	6.5%	5.0%	6.4%
Serbest Nakit Akımı Marjı	n.m.	n.m.	3.3%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	70.3%	102.5%	49.5%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	10.2%	10.5%	6.6%
İşletme Sermayesinde Artış (Azalış) / Satış Gelirleri	1.4%	(3.0%)	(0.3%)

	TMS29 Öncesi 12A22	TMS29 Sonrası 12A22	TMS29 Sonrası 12A23
Nakit Akım Tablosu			
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	2,040.3	2,950.4	3,907.3
Düzeltilme Öncesi Kar	1,424.5	211.8	4,724.5
Amortisman ve İtfa Payları	511.3	1,984.9	1,955.5
İşletme Sermayesindeki Değişim	(453.6)	1,797.5	197.5
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	558.1	(1,043.8)	(2,970.3)
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	(4,122.9)	(5,160.7)	(1,892.8)
Sabit Sermaye Yatırımları	(3,201.6)	(6,226.4)	(4,035.8)
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	(921.3)	1,065.8	2,143.0
Serbest Nakit Akımı	(2,082.6)	(2,210.3)	2,014.5
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	2,548.6	2,210.3	(1,900.7)
Finansal Borçlardaki Değişim	4,546.2	8,860.2	(2,367.0)
Temettü	(698.3)	(1,406.3)	(543.4)
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	(1,299.4)	(5,243.7)	1,009.7
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	465.9	648.3	(224.1)
Bilanço			
Dönen Varlıklar	17,009.2	28,346.8	26,495.4
Nakit ve Nakit Benzerleri	578.8	953.7	729.5
Finansal Yatırımlar	40.1	66.1	9.0
Ticari Alacaklar	8,631.7	14,222.8	13,891.9
Stoklar	4,420.4	7,603.8	7,235.4
Diğer Dönen Varlıklar	3,338.2	5,500.5	4,629.6
Duran Varlıklar	8,521.2	17,443.7	24,418.7
Finansal Yatırımlar	-	-	-
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	-	-	-
Maddi Duran Varlıklar	7,422.9	15,190.9	21,580.8
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	408.9	1,045.5	1,379.7
Diğer Duran Varlıklar	689.4	1,207.3	1,458.1
Toplam Varlıklar	25,530.4	45,790.5	50,914.0
Kısa Vadeli Yükümlülükler	18,428.4	30,365.1	25,211.5
Finansal Borçlar	6,140.5	10,117.9	3,244.3
Ticari Borçlar	10,627.8	17,511.7	17,123.5
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,660.1	2,735.5	4,843.7
Uzun Vadeli Yükümlülükler	782.5	1,870.9	4,112.7
Finansal Borçlar	77.0	126.9	1,344.8
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	705.5	1,744.0	2,767.9
Özkaynaklar	6,319.4	13,554.4	21,589.8
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	6,319.4	13,554.4	21,589.8
Azınlık Payları	-	-	-
Toplam Kaynaklar	25,530.4	45,790.5	50,914.0
Yatırım Sermayesi (IC)	12,623.6	24,523.5	28,208.3
İşletme Sermayesi	2,424.3	4,314.9	4,003.8
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	n.m.	n.m.	n.m.
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükümlülükler Da	4,102.4	7,079.9	3,789.6
Toplam Borç	6,217.5	10,244.8	4,589.1
Net Borç / (Nakit)	5,598.6	9,225.0	3,850.6
Net Borç / Son 12A FAVÖK	n.m.	n.m.	n.m.
Net Borç / Özkaynaklar	0.9	0.7	0.2
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	(750.4)	(1,236.4)	(2,802.3)

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.