

VESTEL BEYAZ EŞYA

Zayıf Operasyonel Sonuçlara Karşın Pozitif Serbest Nakit Akışı

Vestel Beyaz Eşya, geçen yılın aynı döneminde 1,4 milyar TL net kârına karşılık 4Ç24'te 64 milyon TL net zarar açıkladı. Net Satışlar yıllık bazda reel olarak %16 daralarak 17,9 milyar TL'ye geriledi. FAVÖK %69 düşüşle 1,0 milyar TL'ye inerken, FAVÖK marjı 9,7 puan azalarak %5,7 seviyesine düştü.

Zayıf sonuçlar, çeşitli zorluklardan kaynaklandı. Zayıf fiyatlama ortamı ve düşen satış adetleri, hem yurt içi hem de ihracat pazarlarında hasılatı azaltan faktörler olarak öne çıktı. Ayrıca, güçlü TL döviz bazlı gelirlerin ciro katkısını törpüledi. Maliyet tarafında ise yüksek girdi maliyetleri, iş gücü maliyetlerindeki enflasyonist etkiler ve döviz kurunun seyri gibi etkenler operasyonel marjlar üzerinde baskı yarattı.

Daha düşük işletme sermayesi ihtiyacı ve yatırım harcamaları, serbest nakit akışını destekledi. Operasyonel zorluklara rağmen Vestel Beyaz Eşya, 4Ç24'te 3,1 milyar TL pozitif serbest nakit akışı sağladı. Bu, daha düşük işletme sermayesi ihtiyacı (cironun %4,6'sı, 4Ç23: %6,7) ve daha düşük yatırım harcamaları (cironun %4,3'ü, 4Ç23: %9,0) sayesinde gerçekleşti. Şirket, 2024 yılının tamamında 3,2 milyar TL pozitif serbest nakit akışı sağladı (2023: 2,9 milyar TL).

Net borç 10,4 milyar TL'ye (3Ç24: 10,9 milyar TL) hafif düşerken, daha zayıf operasyonel sonuçlar nedeniyle kaldıraç oranı 1,8x'e (3Ç24: 1,4x) yükseldi. Borcun %76'sı banka kredilerinden, %20'si ise şirket tahvillerinden oluşuyor. Brüt finansal borcun %86'sı TL cinsinden banka kredilerinden meydana geliyor.

Yorum: Zayıf operasyonel sonuçlara hafif olumsuz bir piyasa tepki bekleriz. Tavsiyemizi "Endeks Üzerinde Getiri" olarak koruyor, 12 aylık hedef fiyatımızı 26 TL'da tutuyoruz. Hisse, 2025T ve 2026T için sırasıyla 4,3x ve 3,6x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görüyor.

Endeks Üzerinde Getiri

Ömer Faruk Yüksel

omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	VESBE TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	26.00			
Güncel Fiyat, TL	13.77			
Getiri Potansiyeli	89%			
Halka Açıklık Oranı	19%			
Piyasa Değeri, mn TL	22,032			

Finansal Veriler

Özet UFRS Finansallar

	2023	2024	2025T	2026T
Ciro, mn TL	61,070	75,327	98,507	114,637
FAVÖK, mn TL	7,896	5,784	8,373	10,891
Net Kâr, mn TL	4,724	266	875	2,608

Borçluluk

Net Borç, mn TL	4,166	10,645	13,876	16,835
Net Borç/FAVÖK	0.5	1.8	1.7	1.5

Kârlılık

FAVÖK Marjı	12.9%	7.7%	8.5%	9.5%
Net Marj	7.7%	0.4%	0.9%	2.3%
Temettü Verimi	1.6%	7.6%	0.7%	2.0%

Büyüme

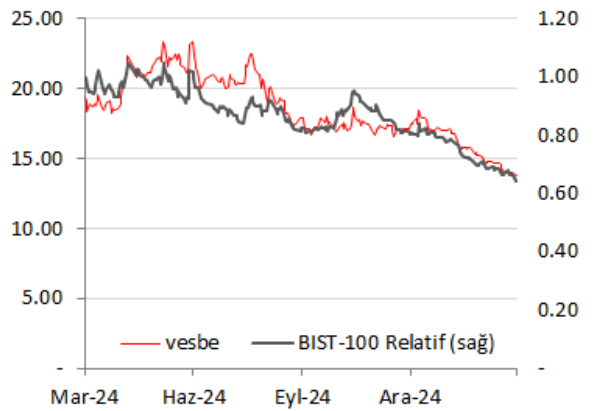
Ciro, y/y	94.6%	23.3%	30.8%	16.4%
FAVÖK, y/y	172.2%	-26.8%	44.8%	30.1%
Net Kâr, y/y	231.7%	-94.4%	229.1%	198.1%

Değerleme Verisi

	2023	2024	2025T	2026T
F/K	4.8	115.2	25.2	8.4
FD/FAVÖK	3.4	7.1	4.3	3.6
FD/Ciro	0.4	0.5	0.4	0.3

Hisse Verileri

	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-8.6%	-19.5%	-31.6%	-18.8%
BİST-100 Relatif	-9.9%	-20.2%	-37.2%	-19.4%
AOİH, mn TL	50	81	129	62



Piyasa verileri 3 Mart 2025 tarihlidir.

Finansal Özet	TMS29'a göre			TMS29'a göre		
	4Ç24	4Ç23	y/y	12A24	12A23	y/y
Net Satışlar	17,889	21,233	-16%	75,327	88,172	-15%
FAVÖK	1,029	3,277	-69%	5,784	11,400	-49%
FAVÖK Marjı	5.7%	15.4%	-968 bps	7.7%	12.9%	-525 bps
Net Kar	-64	1,360	-105%	266	6,821	-96%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Gelir Tablosu (milyon TL)	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	12A23	12A24
Satış Gelirleri	21,233	17,534	19,436	20,468	17,889	88,172	75,327
Brüt Kar	4,169	2,682	1,959	1,754	1,514	14,402	7,908
Operasyonel Giderler	1,364	1,244	1,167	1,426	1,337	5,825	5,173
Faaliyet Karı	2,806	1,438	792	328	177	8,577	2,735
FAVÖK	3,277	2,302	1,464	989	1,029	11,400	5,784
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-2,057	-711	-755	-797	-340	-635	-2,602
Vergi Öncesi Kar	748	728	37	-469	-163	7,942	133
Vergi Geliri / (Gideri)	611	46	-36	24	99	-1,121	133
Vergi Sonrası Net Kar	1,360	774	1	-444	-64	6,821	266
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0	0
Net Kar	1,360	774	1	-444	-64	6,821	266
Büyüme (Yıllık)	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	12A23	12A24
Satış Gelirleri		-17.4%	-16.3%	-3.3%	-15.7%		-14.6%
Operasyonel Giderler		-26.0%	-18.7%	12.7%	-2.0%		-11.2%
Faaliyet Karı		309.3%	-61.2%	-89.7%	-93.7%		-68.1%
FAVÖK		72.0%	-46.4%	-71.2%	-68.6%		-49.3%
Net Kar		-44.6%	-99.9%	-114.2%	-104.7%		-96.1%
Karlılık / Rasyo Analizi	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	12A23	12A24
Brüt Kar Marjı	19.6%	15.3%	10.1%	8.6%	8.5%	16.3%	10.5%
Operasyonel Gider Marjı	6.4%	7.1%	6.0%	7.0%	7.5%	6.6%	6.9%
Faaliyet Kar Marjı	13.2%	8.2%	4.1%	1.6%	1.0%	9.7%	3.6%
FAVÖK Marjı	15.43%	13.1%	7.5%	4.8%	5.7%	12.93%	7.68%
Efektif Vergi Oranı	-81.7%	-6.4%	98.1%	5.2%	60.5%	14.1%	-100.5%
Net Kar Marjı	6.4%	4.4%	0.0%	-2.2%	-0.4%	7.7%	0.4%
Parasal Kazanç (Kayıp)	6.3%	6.9%	5.7%	4.2%	3.6%	7.5%	5.1%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	-9.7%	8.8%	-2.3%	11.6%	23.9%	6.4%	10.3%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-7.4%	-3.6%	11.1%	-7.0%	17.6%	3.3%	4.3%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	-63%	67%	-31%	240%	415%	49%	134%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	9.0%	6.4%	4.5%	5.7%	4.3%	6.6%	5.2%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	2.4%	1.4%	-13.0%	5.8%	28.4%	2.6%	5.3%

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	12A23	12A24
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-2,060	1,547	-447	2,375	4,267	5,641	7,741
Düzeltilme Öncesi Kar	1,360	774	1	-444	-64	6,821	266
Amortisman ve İtfa Payları	471	864	672	661	852	2,823	3,049
İşletme Sermayesindeki Değişim	517	248	-2,535	1,177	5,085	2,324	3,975
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-4,408	-339	1,415	981	-1,606	-6,327	452
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	485	-2,178	2,614	-3,809	-1,122	-2,733	-4,495
Sabit Sermaye Yatırımları	-1,901	-1,126	-871	-1,164	-772	-5,827	-3,933
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	2,386	-1,052	3,485	-2,645	-349	3,094	-562
Serbest Nakit Akımı	-1,575	-631	2,167	-1,434	3,145	2,908	3,246
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	2,184	-159	-2,073	1,575	-2,227	-2,744	-2,884
Finansal Borçlardaki Değişim	-580	895	797	4,940	21	-3,417	6,653
Temettü	-56	0	0	-1,366	0	-785	-1,366
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	2,820	-1,054	-2,869	-1,998	-2,248	1,458	-8,170
Çevrim Farkları	-30	-138	-71	-69	-46	-488	-324
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	580	-928	23	72	873	-324	39

Bilanço (milyon TL)	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24
Dönen Varlıklar	38,254	36,954	35,143	34,339	31,413
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,053	125	148	220	1,092
Finansal Yatırımlar	13	14	14	16	24
Ticari Alacaklar	20,057	17,487	17,940	17,340	14,550
Stoklar	10,446	12,059	13,194	11,123	9,855
Diğer Dönen Varlıklar	6,697	7,283	3,861	5,656	5,916
Duran Varlıklar	35,255	35,734	36,169	36,289	40,159
Maddi Duran Varlıklar	31,158	31,260	31,291	31,555	36,159
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1,992	2,195	2,375	2,635	2,416
Diğer Duran Varlıklar	2,105	2,279	2,503	2,099	1,584
Toplam Varlıklar	73,509	72,688	71,313	70,628	71,572
Kısa Vadeli Yükümlülükler	36,400	34,905	34,901	35,327	32,100
Finansal Borçlar	4,684	5,142	5,222	9,740	10,267
Ticari Borçlar	24,723	24,171	24,066	23,412	20,952
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	6,993	5,591	5,613	2,175	881
Uzun Vadeli Yükümlülükler	5,938	5,597	5,414	5,014	5,627
Finansal Borçlar	1,942	1,756	1,571	1,370	1,226
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,996	3,841	3,842	3,645	4,401
Özkaynaklar	31,171	32,187	30,998	30,286	33,845
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	31,171	32,187	30,998	30,286	33,845
Toplam Kaynaklar	73,509	72,688	71,313	70,628	71,572
Yatırım Sermayesi (İC)	40,740	42,801	41,486	44,821	48,646
İşletme Sermayesi	5,781	5,375	7,069	5,051	3,452
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	6.7%	6.5%	8.9%	6.4%	4.6%
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükür	5,484	7,067	5,317	8,532	8,487
Toplam Borç	6,626	6,898	6,793	11,110	11,492
Net Borç / (Nakit)	5,559	6,759	6,631	10,874	10,376
Net Borç / G12A FAVÖK	0.5	0.6	0.6	1.4	1.8
Net Borç / Özkaynaklar	0.2	0.2	0.2	0.4	0.3
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	-4,046	-5,878	-7,992	-9,917	-6,079

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 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 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.