

VESTEL BEYAZ EŞYA

1 milyar TL net zarar; FAVÖK %72 düştü, kaldıraç 3,3x'e yükseldi

Vestel Beyaz Eşya, 1Ç25'te 1 milyar TL net zarar açıkladı (1Ç24: 852 milyon TL net kâr). Şirketin net satış hasılatı, reel bazda yıllık %18 daralarak 15,9 milyar TL seviyesinde gerçekleşti. FAVÖK, yıllık %72 düşüşle 701 milyon TL'ye gerilerken, FAVÖK marjı 872 baz puan düşüşle %4,4 seviyesine çekildi.

1Ç25'te zayıf talep ve artış gösteren rekabet, operasyonel performans üzerinde baskı yaratarak zayıf fiyatlamaya ortamı ve yükselen maliyet baskıları eşliğinde marjların keskin şekilde daralmasına neden oldu. Şirketin yurt içi beyaz eşya satışları, pazardaki %15'lik daralmaya paralel şekilde düşüş gösterdi. İhracat hacimleri, AB5 bölgesindeki %1'lik yıllık toparlanmaya rağmen, özellikle Çinli üreticilerin artırdığı rekabet sebebiyle baskı altında kaldı. Fiyatlamaya ortamı tüm pazarlarda zayıf seyrederken, küresel emtia fiyatlarında istikrar olmasına rağmen şirketin artan hammadde ve işçilik maliyetleri ile yükselen genel yönetim giderleri, fiyatlamaya esnekliğinin düşük olduğu bir ortamda marjları daha da eritti.

Net Borç/FAVÖK oranı, artan net borç seviyesi ve düşen FAVÖK nedeniyle çeyreklik bazda geçen çeyrekteki 1,8x seviyesinden 3,3x'e sızdı. %4,4'lük düşük FAVÖK marjına karşın, satışların %6,6'sı seviyesinde gerçekleşen yatırım harcamaları şirketin serbest nakit akışını negatif bölgeye itti. İyileşen işletme sermayesi ihtiyacının olumlu etkisi oldukça sınırlı kalırken, **Vestel Elektronik'e (VESTL; Öneri Yok)** verilen 1,95 milyar TL tutarındaki kısa vadeli borç, likiditeyi zayıflatan bir diğer unsur oldu. Net borç 14,7 milyar TL'ye ulaştı; bu rakam şirketin piyasa değerinin yaklaşık %79'una ve öz kaynaklarının yaklaşık %40'ına denk geliyor. Toplam borcun %87'si TL, %77'si banka kredilerinden oluşmaktadır. Toplam borcun %91'inin vadesi bir yıl içinde dolacak.

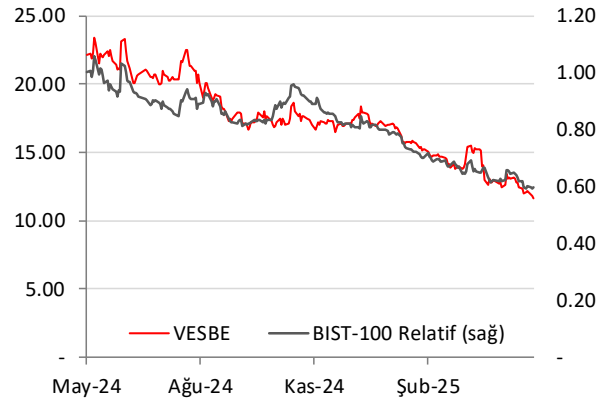
Yorum: Zayıf operasyonel sonuçlara piyasa tepkisinin olumsuz olmasını bekliyoruz. Modelimizi güncel makro varsayımlarımızla güncelledik ve iskonto dönemini bir çeyrek ileri taşıdık. 12 aylık hedef fiyatımızı 26 TL'den 20 TL'ye indiriyoruz; bu revizyon, risksiz faiz oranı varsayımımızdaki 100 baz puanlık artışı, orta vadeye ilişkin fiyatlamaya ortamında zayıflama, rekabetin sertleşmesi ve TL'ye bağlı maliyet kalemlerinden kaynaklanan baskıların sürmesi beklentimize dayanmaktadır. "Endeks Üzerinde Getiri" önerimizi koruyoruz. Hisse, 2025 ve 2026 tahminlerimize göre sırasıyla 6,7x ve 4,7x 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	20.00 (önceki 26.00)			
Güncel Fiyat, TL	11.62			
Getiri Potansiyeli	72%			
Halka Açıklık Oranı	19%			
Piyasa Değeri, mn TL	18,592			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	75,327	98,338	118,053	144,722
FAVÖK, mn TL	5,784	5,900	9,444	14,472
Net Kâr, mn TL	266	-2,129	1,359	5,990
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	10,645	20,823	25,360	28,421
Net Borç/FAVÖK	1.8	3.5	2.7	2.0
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	7.7%	6.0%	8.0%	10.0%
Net Marj	0.4%	n.m.	1.2%	4.1%
Temettü Verimi	7.6%	-	3.7%	16.1%
Büyüme				
Ciro, y/y	23.3%	30.5%	20.0%	22.6%
FAVÖK, y/y	-26.8%	2.0%	60.1%	53.2%
Net Kâr, y/y	-94.4%	n.m.	n.m.	340.9%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	115.2	n.m.	13.7	3.1
FD/FAVÖK	7.1	6.7	4.7	3.2
FD/Ciro	0.5	0.4	0.4	0.3
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-10.5%	-23.7%	-45.9%	-31.4%
BİST-100 Relatif	-4.7%	-15.3%	-40.2%	-25.8%
AOİH, mn TL	55	62	96	66



Piyasa verileri 30 Nisan 2025 tarihli.

Finansal Özet	TMS29'a göre			TMS29'a göre	
	1Ç25	1Ç24	y/y	4Ç24	ç/ç
Net Satışlar	15,891	19,298	-18%	19,690	-19%
FAVÖK	701	2,534	-72%	1,132	-38%
FAVÖK Marjı	4.4%	13.1%	-872 bps	5.7%	-134 bps
Net Kar	-1,014	852	-219%	-71	1331%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Gelir Tablosu (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	3A24 S12A	3A25 S12A
Satış Gelirleri	19,298	21,392	22,528	19,690	15,891	92,988	79,500
Brüt Kar	2,952	2,156	1,930	1,666	1,248	16,565	7,000
Operasyonel Giderler	1,369	1,284	1,569	1,471	1,358	5,929	5,683
Faaliyet Karı	1,583	871	361	194	-110	10,636	1,317
FAVÖK	2,534	1,611	1,088	1,132	701	13,152	4,532
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-782	-831	-877	-374	-647	-2,794	-2,729
Vergi Öncesi Kar	801	40	-516	-179	-758	7,841	-1,412
Vergi Geliri / (Gideri)	51	-40	27	109	-256	-1,021	-161
Vergi Sonrası Net Kar	852	1	-489	-71	-1,014	6,821	-1,573
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0	0
Net Kar	852	1	-489	-71	-1,014	6,821	-1,573
Büyüme (Yıllık)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	3A24 S12A	3A25 S12A
Satış Gelirleri	-17.4%	-16.3%	-9.0%	-15.7%	-17.7%		-14.5%
Operasyonel Giderler	-26.0%	-18.7%	6.1%	-2.0%	-0.8%		-4.1%
Faaliyet Karı	309.3%	-61.2%	-90.3%	-93.7%	-107.0%		-87.6%
FAVÖK	72.0%	-46.4%	-72.8%	-68.6%	-72.4%		-65.5%
Net Kar	-44.6%	-99.9%	-113.4%	-104.7%	-219.1%		-123.1%
Karlılık / Rasyo Analizi	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	3A24 S12A	3A25 S12A
Brüt Kar Marjı	15.3%	10.1%	8.6%	8.5%	7.9%	17.8%	8.8%
Operasyonel Gider Marjı	7.1%	6.0%	7.0%	7.5%	8.5%	6.4%	7.1%
Faaliyet Kar Marjı	8.2%	4.1%	1.6%	1.0%	-0.7%	11.4%	1.7%
FAVÖK Marjı	13.1%	7.5%	4.8%	5.7%	4.4%	14.14%	5.70%
Efektif Vergi Oranı	-6.4%	98.1%	5.2%	60.5%	-33.8%	13.0%	-11.4%
Net Kar Marjı	4.4%	0.0%	-2.2%	-0.4%	-6.4%	7.3%	-2.0%
Parasal Kazanç (Kayıp)	6.9%	5.7%	4.2%	3.6%	7.2%	7.2%	5.0%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	8.8%	-2.3%	11.6%	23.9%	3.3%	6.2%	9.2%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-3.6%	11.1%	-7.0%	17.6%	-15.7%	2.4%	2.2%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	67%	-31%	240%	415%	74%	44%	162%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	6.4%	4.5%	5.7%	4.3%	6.6%	7.2%	5.2%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	4.8%	-16.1%	5.8%	28.4%	3.4%	3.0%	5.0%

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	3A24 S12A	3A25 S12A
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	1,703	-492	2,614	4,696	519	5,796	7,337
Düzeltilme Öncesi Kar	852	1	-489	-71	-1,014	6,821	-1,573
Amortisman ve İtfa Payları	951	740	727	938	811	2,972	3,216
İşletme Sermayesindeki Değişim	934	-3,452	1,296	5,597	547	2,759	3,987
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-1,034	2,219	1,080	-1,768	176	-6,756	1,707
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-2,397	2,877	-4,193	-1,234	-3,008	-3,576	-5,558
Sabit Sermaye Yatırımları	-1,239	-959	-1,281	-850	-1,045	-6,675	-4,134
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-1,158	3,836	-2,911	-384	-1,963	3,099	-1,423
Serbest Nakit Akımı	-694	2,385	-1,579	3,462	-2,489	2,220	1,779
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-175	-2,281	1,734	-2,451	1,984	-1,630	-1,015
Finansal Borçlardaki Değişim	985	877	5,437	24	3,212	-3,379	9,549
Temettü	0	0	-1,504	0	0	-864	-1,504
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-1,160	-3,158	-2,199	-2,475	-1,227	2,612	-9,059
Çevrim Farkları	-152	-78	-76	-50	-110	-520	-314
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-1,022	25	79	960	-615	70	450

Bilanço (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25
Dönen Varlıklar	40,673	38,680	37,794	34,574	33,861
Nakit ve Nakit Benzerleri	138	163	242	1,202	587
Ticari Alacaklar	19,246	19,745	19,085	16,014	12,656
Stoklar	13,273	14,522	12,243	10,846	11,721
Diğer Dönen Varlıklar	8,016	4,250	6,225	6,512	8,897
Duran Varlıklar	39,329	39,809	39,940	44,200	44,648
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	34,405	34,440	34,731	39,798	39,938
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2,416	2,614	2,900	2,659	2,790
Diğer Duran Varlıklar	2,508	2,755	2,310	1,743	1,920
Toplam Varlıklar	80,002	78,489	77,735	78,774	78,510
Kısa Vadeli Yükümlülükler	38,417	38,413	38,882	35,331	36,095
Finansal Borçlar	5,660	5,747	10,720	11,300	13,908
Ticari Borçlar	26,604	26,487	25,768	23,061	20,788
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	6,154	6,178	2,394	970	1,399
Uzun Vadeli Yükümlülükler	6,160	5,958	5,519	6,193	6,404
Finansal Borçlar	1,932	1,729	1,507	1,349	1,442
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	4,228	4,229	4,011	4,844	4,962
Özkaynaklar	35,426	34,118	33,334	37,250	36,010
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	35,426	34,118	33,334	37,250	36,010
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Toplam Kaynaklar	80,002	78,489	77,735	78,774	78,510
Yatırım Sermayesi (İC)	47,108	45,661	49,331	53,541	55,735
İşletme Sermayesi	5,915	7,780	5,560	3,799	3,589
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	6%	9%	6%	4.6%	4.5%
Toplam Borç	7,592	7,477	12,228	12,649	15,351
Net Borç / (Nakit)	7,439	7,298	11,968	11,420	14,739
Net Borç / G12A FAVÖK	0.6	0.6	1.4	1.8	3.3
Net Borç / Özkaynaklar	0.2	0.2	0.4	0.3	0.4
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	-6,469	-8,797	-10,915	-6,691	-11,109

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.