

# DAYANIKLI TÜKETİM SEKTÖR RAPORU

22/12/2021

## İhracatın toplam gelirler içerisindeki yüksek payından faydalanılıyor

**Hedef fiyatlarımızda yukarı yönlü revizyona gidiyoruz.** Dayanıklı tüketim sektörü altında takip ettiğimiz hisseler için fiyat hedeflerimizi, güncellenen makro varsayımlarımız nedeniyle yukarı yönlü revize ediyoruz. Sektör kapsamımızda yer alan ARCLK ve VESBE için tavsiyemizi AL olarak, VESTL için ise tavsiyemizi TUT olarak koruyoruz. 2022'de alım gücündeki zayıflama ve artan fiyatlar nedeniyle yurtiçi beyaz eşya pazarında daralma öngörsek de, yapılan fiyat artışları, güçlü ihracat gelirleri ve hammadde fiyatlarında meydana gelmesi beklenen normalleşme sayesinde şirketlerin karlı büyümelerini sürdürmelerini bekliyoruz. Revize hedef fiyatlarımız neticesinde görece daha yüksek getiri potansiyeli sunan Vestel Beyaz Eşya en beğendiğimiz hisse olarak öne çıkıyor. Vestel Beyaz'ın Türkiye'deki rekabetçi üretim kapasitesinin sunduğu ölçek ve lojistik avantajlarının ve sene başında devreye alınan 2024'e kadar yaklaşık %50'lik kapasite artışı hedeflenen yatırımının önümüzdeki dönemde Şirket'in özellikle yurtdışındaki büyümesini desteklemesini bekliyoruz. 9A21 sonu itibari ile toplam gelirlerinin %77'si ihracat olan Şirket'in bu oranı 2022'de %85 seviyesine yükselteceğini tahmin ediyoruz. Benzer şekilde Arçelik'in de yurt dışında büyümesini devam ettirmesini bekliyoruz. Arçelik'in döviz bazlı gelirin toplam içerisindeki payı, yeni satın almalar (Hitachi GLS ve Whirlpool Manisa Fabrikası) ve zayıflayan TL'nin etkisiyle bir önceki yıl %63 seviyesinden 9A21'de %67'ye yükseldi. 2022'de uluslararası/ihracat gelirlerinin payının %80'e ulaşacağını öngörüyoruz.

**Türk beyaz eşya üreticileri ihracat büyümelerini sürdürüyor.** Türkiye beyaz eşya ihracatı 10 aylık dönemde yıllık bazda %24 artış ile 21.5 milyon adet olarak gerçekleşti. Yılın üçüncü çeyreğinde yüksek baz etkisi, aşılmanın yaygınlaşması ile birlikte normal hayata dönüş ve tüketicilerin harcama alışkanlıklarında meydana gelen değişiklikler (eğlence ve seyahat harcamalarına daha çok bütçe ayrılması) nedeniyle ihracat satış büyümesinde hafif bir yavaşlama meydana geldi. Yılın dördüncü çeyreğinde, yüksek baz nedeniyle yıllık bazda düşüşün devam edeceğini tahmin ediyoruz. Bu nedenle pazarın 2021'i yıllık %20 ihracat büyümesi ile bitirmesini bekliyoruz. Diğer yandan, Türkiye, navlun maliyetlerindeki ciddi artış göz önüne alındığında özellikle Çinli üreticiler karşısında Avrupa'ya olan coğrafi yakınlığı ile rekabet avantajını sürdürüyor. 2022'de ise talebin güçlü kalmaya devam etmesi ve oyuncuların yurtdışı pazarlarda artan etkinliği ile ihracat adetlerinde düşük tek haneli artış meydana gelmesini bekliyoruz.

**Yurtiçi talepte daralma öngörüyoruz.** 2020 Haziran ayında ertelenen talebin devreye girmesi ve düşük faiz oranları ile oluşan güçlü talep koşullarının yarattığı yüksek baz etkisi nedeniyle 2021 yılının üçüncü çeyreğinde yurtiçi beyaz eşya talebinde zayıflama gözlenmeye başladı. Daralmanın devam ettiği yurtiçi pazarda Ekim ayında yıllık bazda %13 düşüş gerçekleşirken, 10A21'de kümülatif iç satış hacmi yıllık bazda %9 büyüyerek 7.3 milyon adete ulaştı. 2021 yıl geneli için beyaz eşya iç satışlarında orta tek haneli büyüme tahmin ediyoruz. Yılın son çeyreğinde yüksek baz etkisi ve alım gücündeki düşüşe rağmen fiyatların artacağı beklentisi ile talebin öne çekilmesi kısa vadede yurt içi satışları destekleyecektir. Diğer yandan, 2022 için yurtiçi talebin yüksek fiyatlar ve alım gücünün düşmesi nedeniyle yıllık bazda düşük çift haneli daralma kaydetmesini bekliyoruz.

**Maliyet baskısı hafifliyor. Başta çelik ve plastik olmak üzere hammadde maliyetlerindeki keskin artış, 2021'de marjlar üzerinde baskı yarattı. 3Ç21'de zirve seviyesine ulaştıktan sonra çelik fiyatları rekor seviyelerden geriledi.** Yılın ikinci çeyreğinde tepe noktasına ulaşan ortalama plastik fiyatları, arz fazlası ve fors majör uygulamalarının azalmasını etkisiyle 3Ç21'de düşüş göstermişti. Fiyat artışları, yüksek kapasite kullanımı ve hammadde maliyetlerinde meydana gelen bir miktar normalleşmenin şirketlerin dördüncü çeyrek marjlarını desteklemesini bekliyoruz. Üreticiler 2022'nin ikinci yarısında hammadde fiyatlarında gevşeme öngörüyor. Enflasyonist baskıların kademeli olarak fiyatla yansıtılabileceği varsayımıyla şirketlerin marjlarını sınırlı artırarak operasyonel karlılıklarını koruyacaklarını tahmin ediyoruz. İhracat gelirlerinin artan payı, aynı zamanda şirketlerin alacak vadelerinin kılmasına yol açarak nakit yaratımlarını pozitif etkilemektedir.

Tablo: Hedef Fiyat Revizyonları

Hisse	Tavsiye		Hedef Fiyat		Getiri Potansiyeli	2021			2022			Net Nakit	2022 Büyüme			2022 F/K	2022 FD/FAVÖK
	Yeni	Eski	Yeni	Eski		NS	FAVÖK	NK	NS	FAVÖK	NK		NS	FAVÖK	NK		
ARCLK	AL	AL	73.50	45.21	53%	65,219	7,100	3,569	121,171	13,567	6,653	-13,973	86%	91%	86%	4.9	3.5
VESTL	TUT	TUT	34.40	28.60	37%	31,910	4,263	1,215	60,285	8,463	4,449	-7,393	89%	99%	266%	1.9	2.0
VESBE	AL	AL	12.55	8.26	70%	16,199	2,299	1,013	29,332	4,327	3,684	-1,156	81%	88%	264%	3.2	3.0

Kaynak: İş Yatırım tahminleri

Ezgi Akalan

eakalan@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 86

**Panel fiyatlarındaki sert düşüşün özellikle yılın son çeyreğinden başlayarak TV segmenti marjlarını olumlu etkilemesi bekleniyor.** Türkiye televizyon pazarı i) yüksek baz yılı etkisi, ii) TV panellerinde yaşanan global arz sıkıntısı, iii) artan fiyatlar, i v) Nisan ayında uygulanan 17 günlük kapanma süreci ve v) açılmalar ile birlikte ev eğlence ürünlerine olan talebin azalması nedeniyle yılın ilk sekiz ayında %18 daralma gösterdi. Satış hacimlerindeki düşüş, fiyat artışları ile kısmen telafi edildi. 2022'de yılın ilk yarısında talep koşullarının zayıf seyretmeye devam etmesi, fakat ikinci yarısında World Cup nedeniyle özellikle ihracatta bir canlanma olması bekleniyor. Panel fiyatları Haziran/ Temmuz aylarında 2015 yılından beri en yüksek seviyesine ulaştıktan sonra talepteki daralma ve arz fazlası oluşması nedeniyle sert bir düşüş trendine girdi. Bu durumun özellikle yılın son çeyreğinden itibaren TV segmenti marjlarını olumlu etkilemeye başlaması bekleniyor.

**Riskler:** i) Beklentimizden daha zayıf Türkiye ve Avrupa TV ve beyaz eşya pazarları; ii) yeni varyantların özellikle Avrupa'da sert önlemler ve kapanmalara yol açması; iii) kar marjlarını olumsuz etkileyecek hammadde fiyatlarındaki artış; iv) maliyet artışının fiyatlar üzerine yansıtılmaması. v) Avro'nun ABD Doları karşısında değer kaybetmesi; vi) Çin'li üreticilerin daha rekabetçi hale gelmesi sektör için önde gelen risk unsurlarıdır. Beyaz eşya talebini olumlu etkileyecek kredi kartı taksit sürelerinin uzatılması veya ÖTV indirimi gibi uygulamalar ise değerlememiz üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.

**Tablo 2: Makro tahmin revizyonları**

	2021T		2022T		2023T	
	Eski	Yeni	Eski	Yeni	Eski	Yeni
\$/TL yılsonu	9.50	14.00	10.59	17.08	11.71	18.71
\$/TL ortalama	8.37	8.80	10.05	15.54	11.15	17.89
€/TL yılsonu	11.12	15.68	10.59	19.13	11.71	20.76
€/TL ortalama	9.95	10.40	11.75	17.40	12.99	19.95
CPI yılsonu	18.0%	26.0%	14.5%	24.0%	12.0%	14.0%
CPI ortalama	17.7%	18.7%	16.3%	30.0%	13.3%	16.2%

*Kaynak: İş Yatırım tahminleri*

### Arçelik (ARCLK.IS)

Yüksek coğrafi çeşitliliğe sahip operasyonları ile Arçelik yakın zamanda tamamlanan yeni satın almalarla küresel ayak izini daha da genişletmiştir. Arçelik artk gelirlerinin %70'ini uluslararası operasyonlarından elde etmektedir. Hitachi GLS ve Whirlpool Manisa Fabrikaları satın almalarının tüm yıllık etkisi, ana pazarlardaki dayanıklı talep koşulları ve zayıf TL'nin etkisiyle, uluslararası gelirlerin toplam içindeki payının 2022'de %80'e yükselmesini bekliyoruz. İç talepte beklenen zayıflamaya rağmen, şirketin Türkiye'deki pazar lideri konumunun verdiği fiyatlandırma gücü sayesinde Arçelik'in 2022 yılında da büyümesini sürdürmesini bekliyoruz. 2022'de Şirket'in yıllık bazda %86 ciro büyümesi kaydetmesini ve maliyet baskılarının azalmasına bağlı olarak FAVÖK marjında hafif bir artış meydana gelmesini öngörüyoruz.

**Hitachi GSL ve Whirlpool Manisa Fabrikası satın almalarıyla pazar payı kazanımları.** Hitachi GLS'nin satın alınmasıyla birlikte Şirket, Hitachi'nin güçlü marka bilinirliği ve potansiyel sinerjisinden yararlanarak Asya Pasifik bölgesindeki varlığını artırmayı ve global büyüme stratejisini desteklemeyi hedefliyor. Asya Pasifik (APAC) bölgesi, Hitachi'nin katkısıyla (APAC gelirlerinin %60'ı) Arçelik'in toplam gelirlerinde artık %19'luk bir paya sahip. Satın alınanın Arçelik'in konsolide FAVÖK marjlarını azaltıcı etkisi olsa da yönetim, genişleyen ürün portföyü, know-how, satın alma gücü, artan kapasite kullanım oranı ve lojistik operasyonların optimizasyonu ile sağlanabilecek sinerjiler ile FAVÖK marjını orta vadede şirket düzeyine çıkarmayı hedefliyor. Şirket, mevcut çamaşır makinesi ve soğutucu kapasitesini %20 artıran ve aynı zamanda müşteri tabanını genişletilmesini sağlayan Whirlpool Manisa Fabrikası alımı ile ise Avrupa'daki pazar payını arttırmakta.

Devam eden hisse geri alım programı hisse performansına destek olacaktır. Hatırlatmak gerekirse Şirket yönetimi pay fiyatının Şirket faaliyetlerinin gerçek performansını yansıtmaması gerekçesi ile 1 Temmuz 2021 tarihinde hisse geri alımı açıklamıştı. Hisse geri alım programı ile 67.6 milyon payın azami 2.4 milyar TL bedelle alınması planlanmakta. Yeni hisse geri alım programı kapsamında toplam hisse alımı 35.1 milyon hisseye ulaştı (ödenmiş sermayenin %5.19'una denk gelmektedir).

ARCLK için 12 aylık hisse başı hedef fiyatımızı 45.21TL'den 73.51TL'ye çıkarıyoruz ve AL tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2022T 3.5x Firma Değ./FAVÖK ve 4.9x F/K çarpanlarıyla yurtdışı benzerlerinin, sırasıyla 9.8x ve 14.4x medyan çarpanlarına göre iskontolu işlem görüyor. %40 kar dağıtım oranı tahminimizle, Arçelik'in 2021 karından 2022'de 1.47 milyar TL temettü dağıtacağını öngörüyoruz. Temettü tahminimiz %4.4 temettü verimine işaret ediyor.

### Vestel Beyaz Eşya (VESBE.TI)

Vestel Beyaz Eşya'nın i) karlı büyüme sağlayan ihracata dayalı iş modeli, ii) Türkiye'deki rekabetçi üretim kapasitesinin sunduğu ölçek ve lojistik avantajları, ve iii) yüksek temettü getirisi sunan düzenli temettü ödemeleri sayesinde cazip bir yatırım teması sunduğuna inanıyoruz. Şirket'in sene başında devreye alınan 2024'e kadar yaklaşık %50'lik kapasite artışı hedeflenen yatırımının önümüzdeki dönemde Şirket'in özellikle yurtdışındaki büyümesini desteklemesini bekliyoruz.

Yönetim, yılın son çeyreğinde devam eden yüksek baz etkisi nedeniyle yıllık yurt içi satış büyümesinin sınırlı kalmasını bekliyor. Öte yandan, Şirket, mevsimsel faktörlerin (Kara Cuma, Noel gibi) etkisiyle ihracat hacimlerinde üçüncü çeyreğe kıyasla artış meydana gelmesini öngörüyor. Ek olarak, üçüncü çeyrekte yapılan fiyat ayarlamalarının ihracat satışları üzerindeki tam etkisini yılın son çeyreğinde görmeyi bekliyorlar. Son olarak, marjların 3Ç21'e kıyasla düşüş göstermesi beklenen plastik maliyetleri ve yeni maliyet düşürme projeleri ile desteklenmesi bekleniyor.

2021'de Vestel Beyaz Eşya'nın yıllık %63 ciro artışı ve %13 FAVÖK artışı kaydedeceğini tahmin ediyoruz. 2022'de ise Şirket'in hem mevcut müşterilerinin talep artışı hem de beklenen yeni müşteri kazanımları ile ihracat büyümesinin desteklenmeye devam etmesini bekliyoruz. A markalı müşterilerin üretim ihtiyaçlarını dış kaynaklardan temin etme eğilimlerindeki artış ve markaların tedarik zincirinde yaşanan sıkıntılar nedeniyle beyaz eşya üreticilerinde çeşitlendirmeye gitmek istemesi Vestel Beyaz Eşya'nın yurtdışındaki pazar payını arttırması için fırsat sunuyor. Bu nedenle, 2022'de Şirket'in Avrupa ve Avrupa dışındaki bölgelerde (Ortadoğu, Rusya, G.Afrika ve Mısır) büyüyerek, ihracat hacimlerini düşük çift haneli oranda arttırabileceğini düşünüyoruz. 2022 tahminlerimiz %81 ciro ve %88 FAVÖK büyümesine işaret ediyor.

VESBE için bir önceki 12 aylık hisse başı 8.26TL hedef fiyatımızı 12.55TL'ye yükseltiyoruz. Hisse için AL tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2022T 3.0x Firma Değ./FAVÖK ve 3.2x F/K çarpanları ile yurtdışı benzerlerinin, sırasıyla 9.8x ve 14.4x olan medyan çarpanlarına göre oldukça iskontolu işlem görüyor. %70 kar dağıtım oranı tahminimizle, Vestel Beyaz Eşya'nın 2021 karından 2022'de 709 mn TL temettü dağıtacağını öngörüyoruz. Temettü tahminimiz %6.0 temettü verimine işaret ediyor.

**Vestel Elektronik (VESTL.TI)**

Vestel Elektronik'in 2022'de yıllık %89ciro artışı ve %99 FAVÖK artışı kaydedeceğini tahmin ediyoruz. Panel fiyatlarındaki sert düşüşün 4. çeyrekte TV segmenti marjları üzerinde olumlu etki yaratmasını bekliyoruz. VESTL için hedef fiyatımızı hisse başı 31.0TL'den 34.4TL'ye yükseltiyoruz. Hisse için; i) beyaz eşyaya kıyasla düşük marjlı TV segmentinin daha zayıf büyüme görünümü sunması, ii) yüksek borçlu ana şirketle doğrudan ilişkisi ve yüksek şirketler arası işlem büyüklüğü ve iii) sınırlı artış potansiyeli nedeniyle TUT tavsiyemizi koruyoruz. Şirketin net borcu, Grup şirketlerinden toplam alacaklar, Grup şirketlerine verilen nakit avanslar ve kur artışının da etkisi ile 2020 sonundaki 6.2 milyar TL'den 3Ç21 sonu itibariyle 7.7 milyar TL'ye ulaştı. VESTL 2022T 2.0x Firma Değ./FAVÖK ve 1.9x F/K çarpanları ile işlem görüyor. Şirket'in 2022 yılında temettü dağıtmayacağını öngörüyoruz.

## Arçelik

Faaliyet Konusu	Ortaklık Yapısı (%)
Dayanıklı tüketim ve tüketici elektroniği sektörlerinde üretim, pazarlama ve satış sonrası destek hizmetleri.	Koç Holding Anonim Şirketi 40.6 Diğer 36.7 Teknosan Büro Makine Ve Levazimi Ticaret Ve Sanayi A.Ş. 12.1

Gelir Tablosu (m n ₺)	2019G	2020G	2021T	2022T	2023T
<b>Net Satış Gelirleri</b>	<b>31,942</b>	<b>40,872</b>	<b>65,219</b>	<b>121,171</b>	<b>137,342</b>
<b>Brüt Kar (Zarar)</b>	<b>10,215</b>	<b>13,806</b>	<b>20,184</b>	<b>36,465</b>	<b>43,454</b>
Operasyonel Giderler	7,976	9,963	14,779	26,291	31,348
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>2,283</b>	<b>3,843</b>	<b>5,405</b>	<b>10,174</b>	<b>12,106</b>
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	369	1,186	1,008	778	202
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. K (Z)	21	41	30	106	140
Net Yatırım Gelirleri (Giderleri)	0	0	0	0	0
Net Finansman Gelir (Gideri)	-1,559	-1,572	-1,972	-2,595	-1,327
<b>Vergi Öncesi Kar (Zarar)</b>	<b>1,114</b>	<b>3,498</b>	<b>4,399</b>	<b>8,462</b>	<b>11,121</b>
Vergi Giderleri (Gelirleri)	161	619	660	1,523	2,224
Azınlık Payları	28	31	170	285	366
<b>Net Kar</b>	<b>925</b>	<b>2,848</b>	<b>3,569</b>	<b>6,653</b>	<b>8,531</b>
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	1,953	3,163	4,594	8,343	9,684
<b>FAVÖK</b>	<b>3,338</b>	<b>5,065</b>	<b>7,100</b>	<b>13,567</b>	<b>16,226</b>

Büyümler & Opr. Perf.	2019G	2020G	2021T	2022T	2023T
<b>Büyümler</b>					
Net Satışlar	18.7%	28.0%	59.6%	85.8%	13.3%
Faaliyet Karı	12.1%	68.3%	40.6%	88.2%	19.0%
FAVÖK	22.4%	51.7%	40.2%	91.1%	19.6%
Net Kar	n.a	n.a	25.3%	86.4%	28.2%

Operasyonel Performans	2019G	2020G	2021T	2022T	2023T
<b>Brüt Marj</b>	<b>32.0%</b>	<b>33.8%</b>	<b>30.9%</b>	<b>30.1%</b>	<b>31.6%</b>
Faaliyet Kar Marjı	7.1%	9.4%	8.3%	8.4%	8.8%
FAVÖK Marjı	10.5%	12.4%	10.9%	11.2%	11.8%
Efektif Vergi Oranı	14.5%	17.7%	18.0%	18.0%	20.0%
Net Kar Marjı	2.9%	7.0%	5.5%	5.5%	6.2%
Özkaynak Karlılığı	10.4%	24.3%	24.0%	36.0%	35.7%
Aktif Karlılığı	2.9%	7.0%	6.5%	8.0%	7.9%

Rasyo Analizi	2019G	2020G	2021T	2022T	2023T
Düzeltilmiş F / K (x)	35.2	11.4	9.1	4.9	3.8
FD / FAVÖK (x)	14.2	9.4	6.7	3.5	2.9
FD / Satışlar (x)	1.5	1.2	0.7	0.4	0.3
PD / Defter Değeri (x)	3.4	2.4	2.0	1.5	1.2
Hisse Başı Kazanç (₺)	1.37	4.21	5.28	9.85	12.63
Hisse Başı Temettü (₺)	0.00	0.00	2.22	2.11	4.43
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	4.6%	4.4%	9.2%
Net Borç (Nakit) (m n ₺)	8,018	5,073	14,679	24,974	26,690
Net Borç / FAVÖK (x)	2.4	1.0	2.1	1.8	1.6
Net Borç / Özsermaye (x)	0.8	0.4	0.9	1.1	0.9

Kaynak: İş Yatırım

Bilanço (m n ₺)	2019G	2020G	2021T	2022T	2023T
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>23,183</b>	<b>33,061</b>	<b>44,571</b>	<b>74,122</b>	<b>82,446</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	6,937	12,002	9,783	12,117	13,734
Ticari Alacaklar	9,516	12,149	20,191	34,857	38,757
Stoklar	5,630	7,096	11,845	22,279	24,694
Diğer Dönen Varlıklar	1,099	1,814	2,752	4,869	5,261
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>11,547</b>	<b>13,488</b>	<b>19,503</b>	<b>27,508</b>	<b>33,118</b>
Özkaynak Yönt. Değ. Yat.	526	648	839	1,405	1,610
Maddi Duran Varlıklar	6,041	7,297	9,375	12,236	15,446
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	3,787	4,553	7,857	11,213	13,055
Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	1,141	922	1,322	2,452	2,778
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>34,730</b>	<b>46,549</b>	<b>64,074</b>	<b>101,630</b>	<b>115,565</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>14,715</b>	<b>23,827</b>	<b>31,075</b>	<b>59,662</b>	<b>67,638</b>
Finansal Borçlar	6,152	10,231	11,537	24,090	28,210
Ticari Borçlar	5,564	9,645	12,964	23,207	25,723
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,999	3,951	6,574	12,365	13,705
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>10,199</b>	<b>8,698</b>	<b>16,009</b>	<b>18,803</b>	<b>18,645</b>
Finansal Borçlar	8,803	6,844	12,925	13,001	12,214
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,395	1,854	3,085	5,802	6,431
<b>Özkaynaklar</b>	<b>9,816</b>	<b>14,024</b>	<b>16,989</b>	<b>23,166</b>	<b>29,282</b>
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	9,658	13,820	15,889	21,115	26,652
Ödenmiş Sermaye	676	676	676	676	676
Rezerv ve Diğer Kalemler	4,515	5,440	11,644	13,786	17,445
Dönem Net Karı (Zararı)	925	2,848	3,569	6,653	8,531
Azınlık Payları	158	204	1,100	2,051	2,629
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>34,730</b>	<b>46,549</b>	<b>64,074</b>	<b>101,630</b>	<b>115,565</b>

Nakit Akım (m n ₺)	2019G	2020G	2021T	2022T	2023T
<b>İşletme Faal. Kay. Net Nakit</b>	<b>3,175</b>	<b>6,421</b>	<b>-4,542</b>	<b>1,490</b>	<b>-622</b>
Düzeltilme Öncesi Kar	953	2,879	3,739	6,939	8,897
Amortisman & İtfa Payları	1,055	1,222	1,696	3,393	4,120
İşletme Sermayesindeki Değ.	-783	-366	-8,621	-13,009	-3,414
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	1,950	2,686	-1,356	4,167	-10,225
<b>Yatırım Faal. Kay. Nakit</b>	<b>-1,912</b>	<b>-1,322</b>	<b>-2,392</b>	<b>-4,873</b>	<b>-5,984</b>
Sabit Sermaye Yatırımları	-1,338	-1,562	-2,392	-4,873	-5,984
Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	-574	241	0	0	0
<b>Serbest Nakit Akım</b>	<b>1,263</b>	<b>5,099</b>	<b>-6,934</b>	<b>-3,383</b>	<b>-6,606</b>
<b>Finansman Faal. Kay. Nakit</b>	<b>323</b>	<b>-34</b>	<b>-1,144</b>	<b>3,201</b>	<b>7,033</b>
Finansal Borçlardaki Değişim	1,454	598	2,120	7,387	12,629
Temettü Ödemeleri	0	-27	-1,500	-1,428	-2,994
Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-1,615	-1,879	-1,764	-2,758	-2,602
<b>Net Nakit Değişimi</b>	<b>1,102</b>	<b>3,792</b>	<b>-8,078</b>	<b>-182</b>	<b>428</b>

## Vestel Beyaz Eşya

### Faaliyet Konusu

Vestel Beyaz Eşya Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Vestel Beyaz Eşya), buzdolapları, çamaşır makineleri, klimalar, pişirme cihazları, çamaşır kurutma makineleri ve bulaşık makineleri dahil olmak üzere Türkiye merkezli bir ev aletleri üreticisidir. Vestel Beyaz Eşya, Vestel Elektronik'in bir iştirakidir.

### Ortaklık Yapısı (%)

Vestel Elektronik Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	82.5
Diğer	17.5

Gelir Tablosu (mn ₺)	2019G	2020G	2021T	2022T	2023T
<b>Net Satış Gelirleri</b>	<b>6,968</b>	<b>9,409</b>	<b>16,199</b>	<b>29,332</b>	<b>36,278</b>
<b>Brüt Kar (Zarar)</b>	<b>885</b>	<b>1,806</b>	<b>2,392</b>	<b>4,601</b>	<b>5,720</b>
Operasyonel Giderler	220	278	457	698	849
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>664</b>	<b>1,529</b>	<b>1,934</b>	<b>3,903</b>	<b>4,871</b>
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	-63	-24	-953	-249	-188
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. K (Z)	0	0	0	0	0
Net Yatırım Gelirleri (Giderleri)	0	0	0	0	0
Net Finansman Gelir (Gideri)	-37	-172	27	67	152
<b>Vergi Öncesi Kar (Zarar)</b>	<b>565</b>	<b>1,332</b>	<b>1,008</b>	<b>3,721</b>	<b>4,835</b>
Vergi Giderleri (Gelirleri)	-4	1	-5	37	242
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
<b>Net Kar</b>	<b>568</b>	<b>1,331</b>	<b>1,013</b>	<b>3,684</b>	<b>4,593</b>
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	668	1,528	1,944	3,864	4,627
<b>FAVÖK</b>	<b>922</b>	<b>1,829</b>	<b>2,299</b>	<b>4,327</b>	<b>5,459</b>

Büyümler & Opr. Perf.	2019G	2020G	2021T	2022T	2023T
<b>Büyümler</b>					
Net Satışlar	22.4%	35.0%	72.2%	81.1%	23.7%
Faaliyet Karı	-8.7%	130.1%	26.5%	101.8%	24.8%
FAVÖK	3.1%	98.4%	25.7%	88.2%	26.2%
Net Kar	n.a	n.a	-23.9%	263.6%	24.7%

Operasyonel Performans	2019G	2020G	2021T	2022T	2023T
Brüt Marj	12.7%	19.2%	14.8%	15.7%	15.8%
Faaliyet Kar Marjı	9.5%	16.2%	11.9%	13.3%	13.4%
FAVÖK Marjı	13.2%	19.4%	14.2%	14.8%	15.0%
Efektif Vergi Oranı	-0.6%	0.0%	1.0%	1.0%	5.0%
Net Kar Marjı	8.2%	14.1%	6.3%	12.6%	12.7%
Özkaynak Karlılığı	31.4%	51.5%	29.2%	72.8%	61.5%
Aktif Karlılığı	11.8%	20.2%	10.3%	24.2%	21.7%

Rasyo Analizi	2019G	2020G	2021T	2022T	2023T
Düzeltilmiş F / K (x)	20.8	8.9	11.7	3.2	2.6
FD / FAVÖK (x)	14.1	7.1	5.6	3.0	2.4
FD / Satışlar (x)	1.9	1.4	0.8	0.4	0.4
PD / Defter Değeri (x)	6.5	3.5	3.3	1.8	1.4
Hisse Başı Kazanç (₺)	2.99	7.01	5.33	19.39	24.17
Hisse Başı Temettü (₺)	2.98	0.68	4.21	3.73	14.54
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	6.8%	6.0%	23.4%
Net Borç (Nakit) (mn ₺)	684	1,225	1,500	761	711
Net Borç / FAVÖK (x)	0.7	0.7	0.7	0.2	0.1
Net Borç / Özsermaye (x)	0.4	0.4	0.4	0.1	0.1

Kaynak: İş Yatırım

Bilanço (mn ₺)	2019G	2020G	2021T	2022T	2023T
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>3,168</b>	<b>5,617</b>	<b>8,876</b>	<b>15,073</b>	<b>18,187</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	119	216	243	587	726
Ticari Alacaklar	1,748	3,286	4,571	8,036	9,739
Stoklar	646	953	2,481	4,445	5,492
Diğer Dönen Varlıklar	654	1,162	1,581	2,006	2,231
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>1,816</b>	<b>2,613</b>	<b>2,645</b>	<b>3,852</b>	<b>5,227</b>
Özkaynak Yönt. Değ. Yat.	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	1,578	2,339	2,148	3,010	3,983
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	181	216	364	697	1,084
Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	57	58	133	146	160
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>4,984</b>	<b>8,230</b>	<b>11,521</b>	<b>18,926</b>	<b>23,414</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>2,992</b>	<b>4,459</b>	<b>7,252</b>	<b>11,630</b>	<b>14,311</b>
Finansal Borçlar	747	1,233	1,343	1,048	1,237
Ticari Borçlar	2,070	2,875	4,677	8,377	10,351
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	175	350	1,232	2,204	2,723
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>186</b>	<b>410</b>	<b>694</b>	<b>747</b>	<b>724</b>
Finansal Borçlar	57	208	400	300	200
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	122	140	188	254	286
<b>Özkaynaklar</b>	<b>1,806</b>	<b>3,362</b>	<b>3,575</b>	<b>6,549</b>	<b>8,380</b>
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	1,806	3,362	3,575	6,549	8,380
Ödenmiş Sermaye	190	190	190	190	190
Rezerv ve Diğer Kalemler	1,048	1,840	2,372	2,676	3,597
Dönem Net Karı (Zararı)	568	1,331	1,013	3,684	4,593
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>4,984</b>	<b>8,230</b>	<b>11,521</b>	<b>18,926</b>	<b>23,414</b>

Nakit Akım (mn ₺)	2019G	2020G	2021T	2022T	2023T
<b>İşletme Faal. Kay. Net Nakit</b>	<b>618</b>	<b>574</b>	<b>377</b>	<b>2,421</b>	<b>4,674</b>
Düzeltilme Öncesi Kar	568	1,331	1,013	3,684	4,593
Amortisman & İtf Payları	257	300	365	424	588
İşletme Sermayesindeki Değ.	-127	-1,115	-1,012	-1,728	-777
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	-80	58	10	41	271
<b>Yatırım Faal. Kay. Nakit</b>	<b>-135</b>	<b>-959</b>	<b>-1,172</b>	<b>-1,874</b>	<b>-2,083</b>
Sabit Sermaye Yatırımları	-357	-585	-881	-1,618	-1,948
Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	222	-374	-291	-255	-135
<b>Serbest Nakit Akım</b>	<b>482</b>	<b>-384</b>	<b>-796</b>	<b>548</b>	<b>2,592</b>
<b>Finansman Faal. Kay. Nakit</b>	<b>-503</b>	<b>489</b>	<b>816</b>	<b>-254</b>	<b>-2,473</b>
Finansal Borçlardaki Değişim	75	546	302	-395	89
Temettü Ödemeleri	-567	-129	-800	-709	-2,763
Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-12	72	1,314	850	200
<b>Net Nakit Değişimi</b>	<b>-21</b>	<b>105</b>	<b>21</b>	<b>294</b>	<b>119</b>

Vestel Elektronik

Faaliyet Konusu	Ortaklık Yapısı (%)
Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş. Türkiye'de tüketici elektroniği, beyaz eşya ve ev aletleri, dijital ve mobil ürün ve bilgi teknolojileri üretimi, pazarlaması ve dağıtımını yapan bir Vestel Grubu Şirketidir.	Zorlu Holding A.Ş. 65.5 Diğer 25.3 Biol Mutlu 9.3

Gelir Tablosu (mn ₺)	2019G	2020G	2021T	2022T	2023T
<b>Net Satış Gelirleri</b>	<b>17,174</b>	<b>21,546</b>	<b>31,910</b>	<b>60,285</b>	<b>72,144</b>
<b>Brüt Kar (Zarar)</b>	<b>4,278</b>	<b>6,018</b>	<b>7,591</b>	<b>14,971</b>	<b>17,699</b>
Operasyonel Giderler	2,569	3,170	4,271	8,056	9,954
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>1,709</b>	<b>2,849</b>	<b>3,320</b>	<b>6,916</b>	<b>7,744</b>
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	-434	-903	-5,108	-2,388	-1,529
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. K (Z)	-235	-225	-107	-125	-116
Net Yatırım Gelirleri (Giderleri)	0	0	0	0	0
Net Finansman Gelir (Gideri)	-726	218	3,109	280	164
<b>Vergi Öncesi Kar (Zarar)</b>	<b>314</b>	<b>1,939</b>	<b>1,215</b>	<b>4,683</b>	<b>6,263</b>
Vergi Giderleri (Gelirleri)	-38	32	0	234	626
Azınlık Payları	28	135	495	765	857
<b>Net Kar</b>	<b>324</b>	<b>1,773</b>	<b>1,215</b>	<b>4,449</b>	<b>5,637</b>
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	1,915	2,802	3,320	6,570	6,970
<b>FAVÖK</b>	<b>2,336</b>	<b>3,602</b>	<b>4,263</b>	<b>8,463</b>	<b>9,626</b>

Büyümler & Opr. Perf.	2019G	2020G	2021T	2022T	2023T
<b>Büyümler</b>					
Net Satışlar	8.3%	25.5%	48.1%	88.9%	19.7%
Faaliyet Karı	-7.4%	66.7%	16.5%	108.3%	12.0%
FAVÖK	1.5%	54.2%	18.3%	98.5%	13.7%
Net Kar	n.a	n.a	-31.5%	266.3%	26.7%
<b>Operasyonel Performans</b>					
Brüt Marj	24.9%	27.9%	23.8%	24.8%	24.5%
Faaliyet Kar Marjı	10.0%	13.2%	10.4%	11.5%	10.7%
FAVÖK Marjı	13.6%	16.7%	13.4%	14.0%	13.3%
Efektif Vergi Oranı	-12.1%	1.7%	5.0%	5.0%	10.0%
Net Kar Marjı	1.9%	8.2%	3.8%	7.4%	7.8%
Özkaynak Karlılığı	9.4%	32.9%	18.7%	54.6%	42.7%
Aktif Karlılığı	1.7%	7.6%	3.7%	8.9%	8.5%

Rasyo Analizi	2019G	2020G	2021T	2022T	2023T
Düzeltilmiş F / K (x)	26.1	4.8	7.0	1.9	1.5
FD / FAVÖK (x)	7.1	4.6	3.9	2.0	1.7
FD / Satışlar (x)	1.0	0.8	0.5	0.3	0.2
PD / Defter Değeri (x)	2.3	1.2	1.4	0.8	0.5
Hisse Başı Kazanç (₺)	0.97	5.28	3.62	13.26	16.80
Hisse Başı Temettü (₺)	0.00	0.00	7.04	0.00	0.00
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	27.9%	0.0%	0.0%
Net Borç (Nakit) (mn ₺)	5,416	5,613	12,646	13,465	11,601
Net Borç / FAVÖK (x)	2.3	1.6	3.0	1.6	1.2
Net Borç / Özsermaye (x)	1.4	0.8	1.8	1.2	0.7

Kaynak: İş Yatırım

Bilanço (mn ₺)	2019G	2020G	2021T	2022T	2023T
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>9,609</b>	<b>13,778</b>	<b>19,115</b>	<b>35,419</b>	<b>42,455</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	2,394	3,202	3,191	6,029	7,214
Ticari Alacaklar	3,373	5,413	6,783	12,319	14,742
Stoklar	2,833	4,061	7,603	14,167	17,022
Diğer Dönen Varlıklar	1,008	1,102	1,538	2,905	3,476
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>9,844</b>	<b>13,301</b>	<b>20,115</b>	<b>25,711</b>	<b>29,477</b>
Özkaynak Yönt. Değ. Yat.	0	0	1,169	1,665	2,265
Maddi Duran Varlıklar	3,616	5,016	5,297	6,182	7,282
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	816	908	1,001	1,296	1,663
Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	4,370	6,452	12,646	16,566	18,265
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>19,452</b>	<b>27,078</b>	<b>39,230</b>	<b>61,130</b>	<b>71,932</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>14,652</b>	<b>17,124</b>	<b>30,539</b>	<b>47,486</b>	<b>52,489</b>
Finansal Borçlar	7,242	6,981	15,037	18,894	18,415
Ticari Borçlar	6,128	8,060	12,205	22,742	27,325
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,283	2,083	3,297	5,851	6,749
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>1,020</b>	<b>2,529</b>	<b>1,819</b>	<b>2,160</b>	<b>2,221</b>
Finansal Borçlar	568	1,834	800	600	400
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	445	632	899	1,440	1,701
<b>Özkaynaklar</b>	<b>3,780</b>	<b>7,426</b>	<b>6,872</b>	<b>11,484</b>	<b>17,222</b>
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	3,691	7,072	5,926	10,374	16,011
Ödenmiş Sermaye	335	335	335	335	335
Rezerv ve Diğer Kalemler	3,031	4,964	4,376	5,590	10,039
Dönem Net Karı (Zararı)	324	1,773	1,215	4,449	5,637
Azınlık Payları	89	354	947	1,110	1,211
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>19,452</b>	<b>27,078</b>	<b>39,230</b>	<b>61,130</b>	<b>71,932</b>

Nakit Akım (mn ₺)	2019G	2020G	2021T	2022T	2023T
<b>İşletme Faal. Kay. Net Nakit</b>	<b>3,104</b>	<b>2,262</b>	<b>2,203</b>	<b>5,624</b>	<b>8,416</b>
Düzeltilme Öncesi Kar	352	1,907	1,215	4,449	5,637
Amortisman & İtfa Payları	627	753	942	1,547	1,882
İşletme Sermayesindeki Değ.	504	-1,207	-767	-1,563	-695
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	1,621	808	814	1,192	1,593
<b>Yatırım Faal. Kay. Nakit</b>	<b>-2,703</b>	<b>-2,170</b>	<b>-7,654</b>	<b>-6,708</b>	<b>-5,522</b>
Sabit Sermaye Yatırımları	-672	-647	-1,317	-2,727	-3,349
Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	-2,031	-1,524	-6,337	-3,981	-2,173
<b>Serbest Nakit Akım</b>	<b>402</b>	<b>92</b>	<b>-5,450</b>	<b>-1,084</b>	<b>2,894</b>
<b>Finansman Faal. Kay. Nakit</b>	<b>-398</b>	<b>798</b>	<b>6,503</b>	<b>3,085</b>	<b>-1,326</b>
Finansal Borçlardaki Değişim	361	943	7,022	3,657	-679
Temettü Ödemeleri	-27	-10	-41	-37	-142
Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-711	-745	1,353	-662	174
<b>Net Nakit Değişimi</b>	<b>4</b>	<b>890</b>	<b>-779</b>	<b>2,128</b>	<b>889</b>

Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.