

Vestel Beyaz Esya

04/08/2020

2020 2.Ç Mali Tablo Analizi

Gerçekleşen ve Tahminler

2Ç20 net kar rakamında sınırlı düşüş Vestel Beyaz 2Ç20'de bizim 233 milyon TL net kar tahminimizin biraz altında, amortisman giderlerindeki artış ve vergi gelir katkısının olmaması sonucu yıllık bazda %8 düşüşle 215 milyon TL net kar rakamı elde etti. Beklentimizin üzerinde gerçekleşen amortisman gideri 2Ç20 net kar tahminimizdeki sapmanın ana nedeni olarak öne çıkmaktadır.

Son Çeyrekte Öne Çıkanlar

Güçlü iç pazar satışları ciro büyümesini destekledi Vestel Beyaz 2Ç20'de bizim 1.95 milyar TL beklentimizle uyumlu, koronavirüs salgının tüm olumsuzluklarına rağmen, güçlü iç satış büyümesi sayesinde yıllık bazda %5 artışla 1.92 milyar TL satış geliri elde etti. Yurtiçi satış gelirleri 2Ç20'de düşük baz yılı etkisi ve pazar payı kazanımları sonucu çift haneli hacim büyümesi sayesinde yıllık bazda %35 artışla 552 milyon TL'ye ulaştı. İhracat gelirleri ise 2Ç20'de kurun olumlu etkisine rağmen talepteki düşüş sonucu düşen hacim nedeniyle yıllık bazda %3 düşüşle 1.37 milyar TL'ye geriledi. Şirket Nisan ve Mayıs aylarında salgın sonucu ülkelerdeki karantina uygulamaları nedeniyle sert düşüş kaydeden ihracat hacminin Haziran ayında çift haneli büyüme kaydederek 2Ç20'de orta çift haneli düşüş gösterdiğini belirtti. İç satışların toplam cirodaki payı 2Ç19'deki %23'den 2Ç20'de %29'a yükseldi.

Marjlarda iyileşme Şirket 2Ç20'de bizim 336 milyon TL beklentimizle uyumlu yıllık bazda %7 artışla 332 milyon TL FAVÖK rakamı elde etti. FAVÖK marjı ise 2Ç20'de yıllık bazda yüzde 0.3 puan çeyrek bazda ise yüzde 2.3 puan artışla % 17.3 FAVÖK marjı kaydetti. Görece karlılığı daha yüksek ihracatın toplam ciroda payının azalmasına rağmen, hammadde maliyetlerindeki düşüş ve kurun ihracat marjları üzerindeki olumlu etkisi FAVÖK marjındaki iyileşmenin temel nedenlerini oluşturmaktadır.

Net borç seviyesinde yıllık bazda gerileme Şirketin net nakit pozisyonu 1Y19 sonundaki 905 milyon TL'den 1Y20 sonunda 672 milyon TL'ye gerilerken, Net Borç/FAVÖK rasyosu 1Y19'deki 0.9x'dan 1Y20'de 0.7x'e geriledi. Serbest nakit akım ise 1Y19'deki 251 milyon TL'den alacaklardaki artış nedeniyle yükselen işletme sermayesi ihtiyacı sonucu 1Y20'de 194 milyon TL'ye geriledi. Çeyrek bazda ise işletme sermayesindeki artış nedeniyle net borç pozisyonu 1Ç20 sonundaki 566 milyon TL'ye kıyasla yükseldi. Grup şirketlerinden alacaklar ise 2Ç20'de 174 milyon TL azaldı.

Değerleme üzerindeki etki ve görünüm

Salgın nedeniyle oluşan satış kayıpları 3Ç'de geri kazanılacak Şirket 3Ç20'de ertelenmiş talep, stok artışı ve Türkiye'nin Avrupa'ya olan coğrafi yakınlığı sayesinde ihracatta beklenenden hızlı toparlanma ve kamu bankaları tarafından sunulan düşük faizli uzun vadeli kredi kampanyaları, ertelenmiş talep ve konut satışlarındaki dikkat çeken büyüme sonucu iç talepteki büyüme sonucu ana ürün gruplarında üretimin tam kapasiteye ulaştığını belirtti. Artan KKO'na ve €/TL'ye ek olarak, hammadde maliyetlerindeki düşüşün de 3Ç20 operasyonel marjlarını desteklemeye devam edeceğini düşünüyoruz. Şirket pandemi öncesindeki 2020 yılı için toplam satış hacmindeki %12 büyüme hedefine 4Ç20'de salgın nedeniyle çok büyük önlemler olmaması durumunda ulaşabileceğini düşünüyoruz.

AL tavsiyemizi koruyoruz VESBE için hedef fiyatımızı kur tahminlerimizdeki revizyon, İNA değerlememizin 3 ay ileriye taşınması, 2Ç20 sonuçlarının yansıtılması ve şirketin 2Y20 için güçlü büyüme beklentilerinin yansıtılması sonucu hisse başına 34.5TL'den 36.0TL'ye yükseltiyor ve AL tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2021T 3.6x Firma Değ./FAVÖK ve 4.3x F/K çarpanlarıyla yurtdışı benzerlerinin sırasıyla 8.4x ve 14.5x çarpan ortalamalarına göre iskontolu işlem görüyor. 2020T net kar rakamından %95 temettü dağıtım oranı tahminizle, Vestel Beyaz'ın 2021'de (%18.3 temettü verimi) 960 milyon TL temettü ödemesi yapacağını hesaplıyoruz.

AL

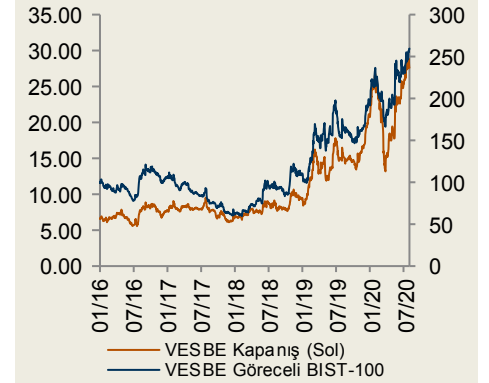
Yükselme Potansiyeli 30%

Kodu	VESBE	
Fiyat Bilgileri	TL (₺)	ABD \$
Kapanış	27.60	3.97
12 Aylık Hedef Fiyat	36.00	4.93
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	30.47	4.23
Piyasa Değeri (mn)	5,244	755
Halka Açık PD (mn)	382	55
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	18.4	2.7
Hisse sayısı (Adet mn)		190
Takas Saklama Oranı (%)		7

Çarpanlar	2019G	2020T	2021T
F/K	9.2	5.2	4.3
PD/DD	2.9	1.9	1.7
FD/FAVÖK	6.4	4.0	3.6

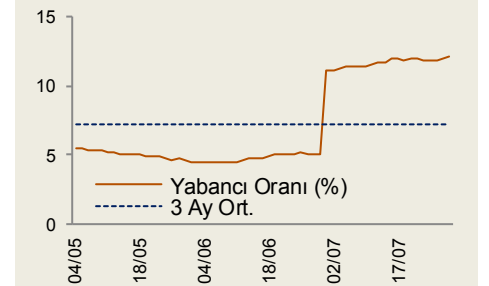
Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL (₺)	8.5	30.8	84.9
ABD \$	6.9	12.0	47.1
BIST-100 Relatif	11.5	32.8	67.5

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 13.24 28.84

Yabancı Oranı (%) Cari (%) 12



Esra Şirinel

esirinel@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 72

Vestel Beyaz Eşya

Ortaklık Yapısı (%)

Vestel Elektronik Sanayi Ve Ticaret A.Ş.
Diğer

Faaliyet Konusu

95.2 Vestel Beyaz Eşya Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Vestel Beyaz Eşya), buzdolapları, 4.8 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.

Gelir Tablosu (mn ₺)	2018G	2019G	2020T	2021T	2022T
Net Satış Gelirleri	5,694	6,968	9,003	10,603	11,996
Brüt Kar (Zarar)	912	885	1,443	1,644	1,781
Operasyonel Giderler	185	220	269	324	363
Esas Faaliyet Karı	728	664	1,174	1,319	1,418
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	-134	-63	-29	-41	-41
Net Finansman Gelir (Gideri)	28	-37	-119	-8	-11
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	622	565	1,027	1,270	1,365
Vergi Giderleri (Gelirleri)	-1	-4	15	51	96
Net Kar	623	568	1,011	1,219	1,270
Düzeltilmiş Net Kar	623	568	1,011	1,219	1,270
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	729	668	1,156	1,266	1,319
FAVÖK	894	922	1,478	1,644	1,754

Büyümler & Opr. Perf.	2018G	2019G	2020T	2021T	2022T
Büyümler					
Net Satışlar	48%	22%	29%	18%	13%
Faaliyet Karı	105%	-9%	77%	12%	7%
FAVÖK	92%	3%	60%	11%	7%
Net Kar	111%	-9%	78%	21%	4%

Operasyonel Performans	2018G	2019G	2020T	2021T	2022T
Brüt Marj	16.0%	12.7%	16.0%	15.5%	14.8%
Faaliyet Kar Marjı	12.8%	9.5%	13.0%	12.4%	11.8%
FAVÖK Marjı	15.7%	13.2%	16.4%	15.5%	14.6%
Efektif Vergi Oranı	-0.1%	-0.6%	4.0%	4.0%	7.0%
Net Kar Marjı	10.9%	8.2%	11.2%	11.5%	10.6%
Özkaynak Karlılığı	44.1%	31.4%	44.8%	42.7%	40.3%
Aktif Karlılığı	16.1%	11.8%	18.0%	18.4%	17.1%
Yatırım Sermayesi Karlılığı	41.9%	35.0%	48.9%	45.5%	42.9%
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	19.0%	8.9%	8.9%	13.7%	13.1%
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	5.6%	6.9%	4.0%	9.0%	8.5%

Rasyo Analizi	2018G	2019G	2020T	2021T	2022T
Düzeltilmiş F / K (x)	8.4	9.2	5.2	4.3	4.1
FD / FAVÖK (x)	6.6	6.4	4.0	3.6	3.4
FD / Satışlar (x)	1.0	0.8	0.7	0.6	0.5
PD / Defter Değeri (x)	2.9	2.9	1.9	1.7	1.6
Nakit Akışı / PD	6.1%	9.2%	6.9%	18.3%	19.4%
Hisse Başı Kazanç (₺)	3.28	2.99	5.32	6.42	6.68
Hisse Başı Temettü (₺)	1.26	2.98	0.68	5.06	5.78
Temettü Verimi	11.4%	18.7%	2.5%	18.3%	20.9%
Net Borç (Nakit) (mn ₺)	533	684	504	505	587
Net Borç / FAVÖK (x)	0.6	0.7	0.3	0.3	0.3
Net Borç / Özsermaye (x)	0.3	0.4	0.2	0.2	0.2

Kaynak: İş Yatırım

(Adjusted Net Debt (excluding blocked deposits but including EBRD loan used via Vestel Elektronik and lease liabilities in 2019) increased to TL769mn as of 2019end from TL681mn as of 2018YE.)

Bilanço (mn ₺)	2018G	2019G	2020T	2021T	2022T
Dönen Varlıklar	3,063	3,168	4,383	5,042	5,671
Nakit ve Nakit Benzerleri	121	119	225	212	240
Ticari Alacaklar	1,480	1,748	2,467	2,905	3,287
Stoklar	579	646	973	1,154	1,315
Diğer Dönen Varlıklar	883	654	718	771	829
Duran Varlıklar	1,622	1,816	1,852	1,992	2,175
Maddi Duran Varlıklar	1,435	1,578	1,558	1,630	1,734
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	147	181	214	273	344
Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	40	57	80	88	97
Toplam Varlıklar	4,685	4,984	6,235	7,034	7,847
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,747	2,992	3,306	3,799	4,349
Finansal Borçlar	654	747	630	627	747
Ticari Borçlar	1,901	2,070	2,568	3,044	3,457
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	192	175	108	128	145
Uzun Vadeli Yükümlülükler	126	186	225	221	216
Finansal Borçlar	0	57	100	90	80
Ticari Borçlar	15	7	0	0	0
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	112	122	125	131	136
Özkaynaklar	1,812	1,806	2,704	3,014	3,282
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	1,812	1,806	2,704	3,014	3,282
Ödenmiş Sermaye	190	190	190	190	190
Rezerv ve Diğer Kalemler	999	1,048	1,487	1,553	1,726
Dönem Net Karı (Zararı)	623	568	1,027	1,270	1,365
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Toplam Kaynaklar	4,685	4,984	6,235	7,034	7,847

Nakit Akım (mn ₺)	2018G	2019G	2020T	2021T	2022T
İşletme Faal. Kay. Net Nakit	1,083	618	798	1,452	1,572
Düzeltilme Öncesi Kar	623	568	1,011	1,219	1,270
Amortisman & İtfa Payları	166	257	304	325	336
İşletme Sermayesindeki Değ.	159	-127	-547	-143	-131
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	135	-80	30	51	97
Yatırım Faal. Kay. Nakit	-766	-135	-437	-495	-554
Sabit Sermaye Yatırımları	-574	-357	-391	-457	-511
Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	-192	222	-46	-38	-43
Serbest Nakit Akım	317	482	361	958	1,018
Finansman Faal. Kay. Nakit	-279	-503	-251	-969	-994
Finansal Borçlardaki Değişim	-75	75	-74	-12	110
Temettü Ödemeleri	-240	-567	-129	-961	-1,097
Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	36	-12	-48	4	-7
Net Nakit Değişimi	38	-21	110	-11	24

Vestel Beyaz Esya

UFRS Gelir Tablosu (TL m n)	2Ç19	3Ç19	4Ç19	1Ç20	2Ç20	1Y19	1Y20
Net Satışlar	1,818	1,792	1,972	1,595	1,915	3,203	3,510
Brüt Kar	304	204	229	229	314	451	543
Faaliyet Giderleri	57	60	58	56	61	103	118
Esas Faaliyet Karı	247	145	171	173	253	348	426
FAVÖK	310	210	240	239	332	472	571
Faaliyet Dışı Gelirler (Gider)	-19	-16	-48	-41	-37	-35	-78
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	228	129	123	132	216	313	348
Vergi Giderleri (Gelirleri)	6	0	0	3	-1	4	2
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0	0
Net Kar	234	128	123	135	215	317	351

Büyüme & Opr. Perf.	2Ç19	3Ç19	4Ç19	1Ç20	2Ç20	1Y19	1Y20
Büyüme							
Net Satışlar (yıllık)	73%	31%	34%	-11%	5%	-17%	10%
Faaliyet Gideri (yıllık)	60%	28%	18%	5%	8%	-26%	14%
Esas Faaliyet Karı (yıllık)	123%	-18%	-53%	134%	3%	-2%	22%
FAVÖK (yıllık)	112%	-3%	-41%	96%	7%	1%	21%
Net Kar (yıllık)	177%	-4%	-50%	-15%	-8%	7%	11%

Marjlar	2Ç19	3Ç19	4Ç19	1Ç20	2Ç20	1Y19	1Y20
Brüt Marj	16.7%	11.4%	11.6%	14.4%	16.4%	14.1%	15.5%
Faaliyet Gideri / Ciro	3.1%	3.3%	2.92%	3.53%	3.2%	3.2%	3.3%
Faaliyet Kar Marjı	13.6%	8.1%	8.7%	10.8%	13.2%	10.9%	12.1%
FAVÖK Marjı	17.0%	11.7%	12.2%	15.0%	17.3%	14.7%	16.3%
Net Kar Marjı	12.9%	7.1%	6.2%	8.5%	11.2%	9.9%	10.0%
Özkaynak Karlılığı (Yıllıklandırılmış)	51.2%	45.7%	37.5%	35.4%	31.7%	37.1%	45.7%
Özkaynak Karlılığı	38.5%	33.1%	25.1%	28.8%	27.9%	31.5%	33.1%
Aktif Karlılığı (Yıllıklandırılmış)	17.2%	15.9%	13.4%	12.5%	11.8%	11.8%	15.9%
Effektif Vergi Oranı	-2.6%	0.4%	0.2%	-2.6%	0.5%	-1.4%	-0.7%
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	-0.6%	3.4%	15.9%	23.7%	-10.2%	7.6%	5.2%
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	21.2%	13.2%	-0.2%	18.0%	-4.9%	7.8%	5.5%
Operasyonel Nakit Akışı / FAVÖK	-4%	29%	131%	158%	-59%	51%	32%

UFRS Nakim Akım (TL m n)	2Ç19	3Ç19	4Ç19	1Ç20	2Ç20	1Y19	1Y20
İşletme Faal. Kay. Net Nakit	-11	61	314	378	-195	242	183
Düzeltilme Öncesi Kar	234	128	123	135	215	317	351
Amortisman & İtfa Payları	63	65	69	66	79	123	145
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	-29	-51	36	27	4	-65	31
İşletme Sermayesindeki Değ.	-279	-81	87	149	-493	-133	-344
Yatırım Faal. Kay. Nakit	397	175	-319	-90	101	9	11
Sabit Sermaye Yatırımları	-69	-73	-133	-98	-73	-152	-171
Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	466	248	-186	8	174	160	182
Serbest Nakit Akım	386	236	-5	287	-93	251	194
Finansman Faal. Kay. Nakit	-403	-243	59	-135	16	-320	-119
Finansal Borçlardaki Değişim	144	-201	49	-68	38	227	-30
Temettü Ödemeleri	-546	0	0	-7	7	-567	0
Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-1	-42	10	-59	-29	20	-89
Yabancı Para Çevrim Farkları Etkisi	0	0	0	0	0	0	0
Net Nakit Değişimi	-17	-7	55	152	-77	-69	75

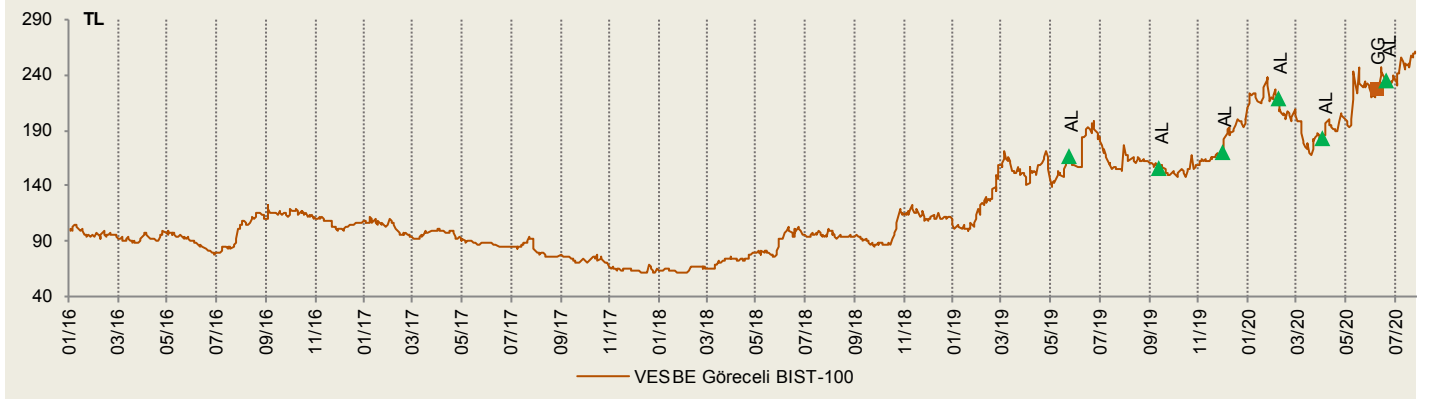
Vestel Beyaz Eşya

UFRS Bilanço (TL mn)	2Ç19	3Ç19	4Ç19	1Ç20	2Ç20
Dönen Varlıklar	3,085	2,967	3,168	3,376	3,423
Nakit ve Nakit Benzerleri	75	60	119	270	186
Ticari Alacaklar	1,499	1,663	1,748	1,463	1,933
Stoklar	787	772	646	970	854
Diğer Dönen Varlıklar	725	471	654	673	450
Duran Varlıklar	1,764	1,763	1,816	1,927	1,941
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0
Özkaynak Yönt. Değ. Yat.	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	1,457	1,459	1,516	1,542	1,535
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	161	169	181	188	198
Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	78	71	57	64	76
Toplam Varlıklar	4,849	4,730	4,984	5,303	5,364
Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,104	2,859	2,992	3,100	2,963
Finansal Borçlar	919	674	747	696	724
Ticari Borçlar	1,994	2,028	2,070	2,292	2,128
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	190	158	175	112	111
Uzun Vadeli Yükümlülükler	184	181	186	262	256
Finansal Borçlar	60	57	57	140	134
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	123	125	129	122	121
Özkaynaklar	1,561	1,690	1,806	1,942	2,146
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	1,561	1,690	1,806	1,942	2,146
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Toplam Kaynaklar	4,849	4,730	4,984	5,303	5,364
Yatırımlar ve Borçluluk	2Ç19	3Ç19	4Ç19	1Ç20	2Ç20
Net Sabit Sermaye Yatırımları	69	73	133	98	73
Net Sabit Sermaye Yatırımları / Ciro	3.8%	4.1%	6.7%	6.1%	3.8%
İşletme Sermayesindeki Değişiklikler (Nakit Akım)	-279	-81	87	149	-493
İşletme Sermayesindeki Değişiklikler / Ciro	-15.3%	-4.5%	4.4%	9.3%	-25.7%
Net Borç (Nakit)	905	670	684	566	672
Net Borç / FAVÖK (Yıllıklandırılmış)	0.9	0.6	0.8	0.6	0.7

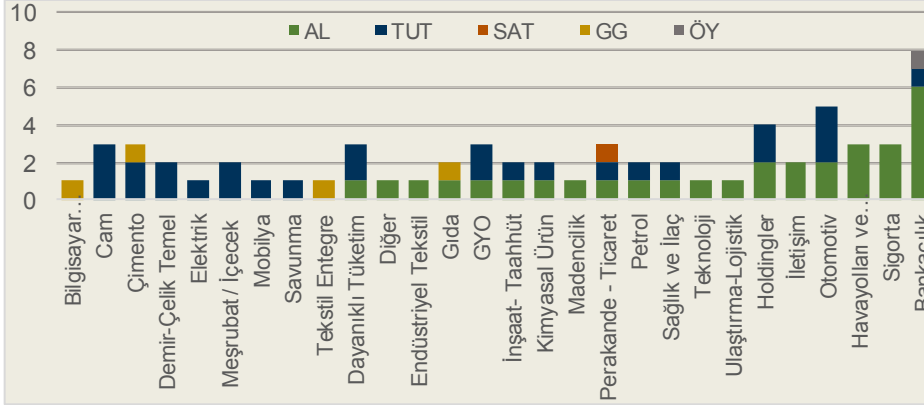
Source: Is Investment

Vestel Beyaz Esya

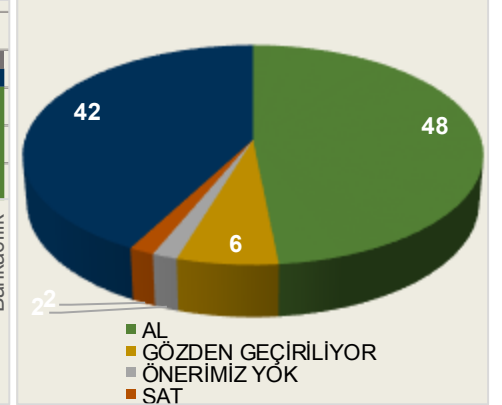
Göreceli Getiri / Öneriler



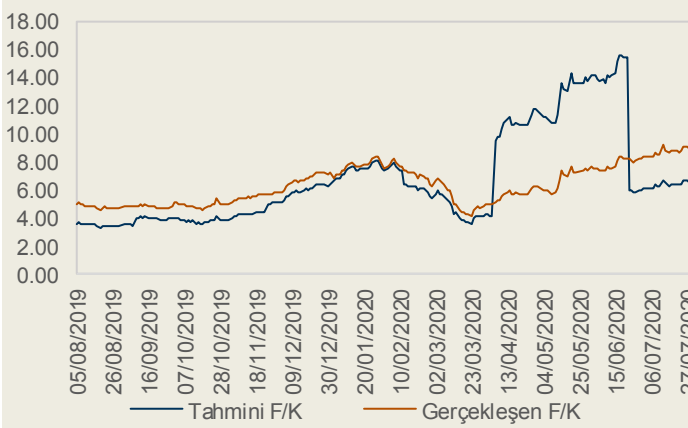
Şirket Sayısı



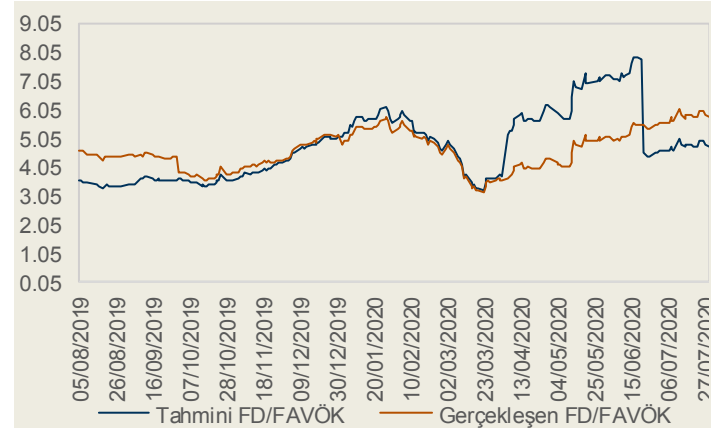
Takip Listesi Dağılımı



Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



Tahmini FD/FAVÖK & Gerçekleşen FD/FAVÖK



Kaynak: İş Yatırım

This report has been prepared by "İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş." (İş Investment) solely for the information of clients of İş Investment. Opinions and estimates contained in this material are not under the scope of investment advisory services. Investment advisory services are given according to the investment advisory contract, signed between the intermediary institutions, portfolio management companies, investment banks and the clients. Opinions and recommendations contained in this report reflect the personal views of the analysts who supplied them. The investments discussed or recommended in this report may involve significant risk, may be illiquid and may not be suitable for all investors. Investors must make their decisions based on their specific investment objectives and financial positions and with the assistance of independent advisors, as they believe necessary.

The information presented in this report has been obtained from public institutions, such as Istanbul Stock Exchange (ISE), Capital Market Board of Turkey (CMB), Republic of Turkey, Prime Ministry State Institute of Statistics (SIS), Central Bank of the Republic of Turkey (CBT); various media institutions, and other sources believed to be reliable but no independent verification has been made, nor is its accuracy or completeness guaranteed.

All information in these pages remains the property of İş Investment and as such may not be disseminated, copied, altered or changed in any way, nor may this information be printed for distribution purposes or forwarded as electronic attachments without the prior written permission of İş Investment.

(www.isinvestment.com)

Capital IQ

This research report can also be accessed by subscribers of Capital IQ, a division of Standard & Poor's. For more information, please visit Capital IQ's web site at www.capitaliq.com.

A Division of Standard & Poor's