

## İzleme Listesine Ekleme

### Yüksek nakit yaratan verimli iş modeli

#### Kanıtlanmış ihracat odaklı iş modeli

Salt üretici konumunda olan Vestel Beyaz Eşya ürünlerinin satışını Vestel Elektronik'in tamamına sahip olduğu Vestel Pazarlama'ya yapmaktadır. Vestel Pazarlama'nın portföyüne yeni markalar ve yeni lisans anlaşmaları ekleyerek yüksek kar marjına sahip markalı ürün satışlarını arttırmaya odaklanan stratejisi Vestel Beyaz Eşya'yı da olumlu etkilemektedir. Beyaz eşyada mevcut lisanslı marka portföyünde Sharp ve Telefunken markaları bulunmaktadır. Vestel Grubu, 2008-2018 döneminde Avrupa beyaz eşya pazarındaki yıllık ortalama %1 daralmaya rağmen, aynı dönemde beyaz eşya ihracatını adet bazında %7 YBBO ile arttırmayı başarmıştır. 2018 yılında Vestel Beyaz Eşya'nın ihracat gelirlerinin %78,5'i Avrupa pazarından gelmektedir (2014: %73).

#### FAVÖK dönüşüm oranı yüksek, düşük maliyetli üretici

Vestel Beyaz Eşya'nın brüt kar marjı 2009-2013 dönemindeki ortalama %9,2'e kıyasla 2014-2018 yılları arasında ortalama %14,5 olarak gerçekleşmiştir. Gelirlerinin çoğu ihracat kaynaklı olduğundan 2018 yılında TL'deki değer kaybından faydalanmış, TL bazlı maliyetler (toplam hammadde alımlarının %39'u TL cinsinden) ve pozitif stok etkisinin yardımı ile faaliyet kar marjını arttırmayı başarmıştır. İleriye dönük olarak, 2019-2023 döneminde Vestel Beyaz Eşya'nın brüt kar marjı ortalamasını %12,9 olarak tahmin ediyoruz. Vestel Grubu'nun kârlı iş modelinin ardında ölçek ekonomisi avantajı, tek çatı altında büyük üretim kapasitesi, esnek üretim kabiliyeti ve Asyalı oyunculara göre lojistik avantajının olduğunu düşünüyoruz. Vestel Beyaz Eşya için FAVÖK dönüşüm oranının (Serbest nakit akımı / FAVÖK) önümüzdeki beş yıl boyunca ortalama %30 olmasını öngörüyoruz (2018'de %54).

#### Son beş yılda ortalama %79 temettü dağıtım oranı ile yüksek temettü verimi

Vestel Beyaz Eşya son beş yılda dağıtılabilir karının ortalama %79'unu temettü olarak dağıttı. Şirketin son beş yılda ortalama temettü verimi ise %9,1 olarak gerçekleşti.

#### İhracat gelirlerinde coğrafi yoğunlaşma, yüksek borçlu ana hissedar, grup şirketlerine açılan krediler, uzun vadede büyümenin sürdürülebilirliği ve 2019'da hız kesen kar momentumu ana risk unsurları olarak öne çıkıyor

Vestel Grubu toplam ihracatının %85-90'nı Avrupa'ya yapmaktadır. Avrupa'da hem ev aletleri hem de tüketici elektroniği pazarları geçtiğimiz yıllarda daralma göstermiştir. Bu nedenle, Vestel Grubu'nun büyümek için Avrupa pazarında yeni marka lisans anlaşmaları yapması ve/veya yeni müşteriler kazanması gerekiyor ki, bu da grubun ileriye dönük büyümesinin öngörülebilirliğini azaltıyor. Zorlu Holding'in (Vestel Elektronik'deki %75,6 ile doğrudan hissedar; Vestel Beyaz Eşya'da %71,95 ile dolaylı hissedar) halka açık olan 2017 tarihli en son konsolide finansallarına göre 24,4 milyar TL (6,5 milyar ABD Doları) toplam net borcu bulunmaktadır. Vestel Beyaz Eşya'nın Vestel Elektronik'ten 888 milyon TL net ticari olmayan alacağı bulunmaktadır. (Vestel Elektronik'in ise grup şirketlerinden 2,75 milyar TL ticari olmayan alacağı var). Şirketin salt üretici olması ve Vestel Elektronik tarafından yürütülen satış pazarlama faaliyetlerinde kontrolü olmaması ilerde çıkar çatışmasına sebep olabilir.

**Vestel Beyaz Eşya (VESBE.IS) için %32 getiri potansiyeli ve hisse başına 17,45TL hedef fiyat ile AL tavsiyesi veriyoruz**

AL

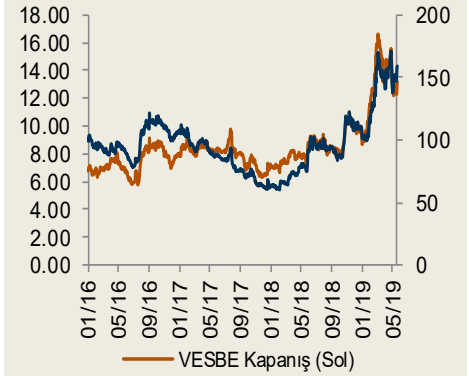
Yükselme Potansiyeli\* 32%

Kodu	VESBE	
<b>Fiyat Bilgileri</b>	TL (₺)	ABD \$
Kapanış	13.22	2.17
12 Aylık Hedef Fiyat	17.45	2.69
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	0.00	0.00
Piyasa Değeri (mn)	2,512	413
Halka Açık PD (mn)	120	20
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	4.2	0.9
Hisse sayısı (Adet mn)		190
Takas Saklama Oranı (%)		5

Çarpanlar	2018G	2019T	2020T
F/K	4.0	4.3	3.0
PD/DD	1.4	1.4	1.2
FD/FAVÖK	3.6	3.6	3.1

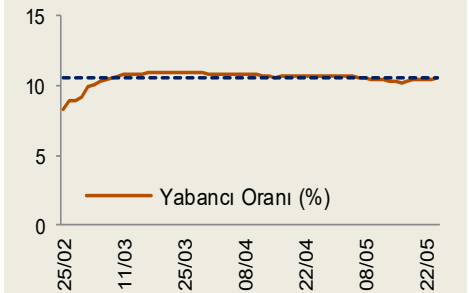
Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL (₺)	-9.7	35.3	76.7
ABD \$	-13.3	17.7	36.9
BIST-100 Relatif	0.7	43.5	107.7

#### Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 5.97 6.21

Yabancı Oranı (%) Cari (%) 11



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 ₺)	2017G	2018G	2019T	2020T	2021T
<b>Net Satış Gelirleri</b>	<b>3,858</b>	<b>5,694</b>	<b>7,031</b>	<b>8,554</b>	<b>10,258</b>
<b>Brüt Kar (Zarar)</b>	<b>494</b>	<b>912</b>	<b>865</b>	<b>1,042</b>	<b>1,247</b>
Operasyonel Giderler	140	185	217	250	303
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>354</b>	<b>728</b>	<b>648</b>	<b>792</b>	<b>944</b>
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	130	-134	-110	-72	-30
Net Finansman Gelir (Gideri)	-184	28	65	133	26
<b>Vergi Öncesi Kar (Zarar)</b>	<b>301</b>	<b>622</b>	<b>603</b>	<b>853</b>	<b>940</b>
Vergi Giderleri (Gelirleri)	5	-1	12	17	28
<b>Net Kar</b>	<b>295</b>	<b>623</b>	<b>591</b>	<b>836</b>	<b>911</b>
<b>Düzeltilmiş Net Kar</b>	<b>295</b>	<b>623</b>	<b>591</b>	<b>836</b>	<b>911</b>
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	348	729	635	776	915
<b>FAVÖK</b>	<b>466</b>	<b>894</b>	<b>891</b>	<b>1,040</b>	<b>1,199</b>

Büyümler & Opr. Perf.	2017G	2018G	2019T	2020T	2021T
<b>Büyümler</b>					
Net Satışlar	27%	48%	23%	22%	20%
Faaliyet Karı	-3%	105%	-11%	22%	19%
FAVÖK	2%	92%	0%	17%	15%
Net Kar	-9%	111%	-5%	42%	9%

Operasyonel Performans	2017G	2018G	2019T	2020T	2021T
Brüt Marj	12.8%	16.0%	12.3%	12.2%	12.2%
Faaliyet Kar Marjı	9.2%	12.8%	9.2%	9.3%	9.2%
FAVÖK Marjı	12.1%	15.7%	12.7%	12.2%	11.7%
Efektif Vergi Oranı	1.8%	-0.1%	2.0%	2.0%	3.0%
Net Kar Marjı	7.7%	10.9%	8.4%	9.8%	8.9%
Özkaynak Karlılığı	30.6%	44.1%	32.3%	41.6%	39.9%
Aktif Karlılığı	11.1%	16.1%	11.7%	14.2%	13.1%
Yatırım Sermayesi Karlılığı	34.3%	53.7%	33.7%	34.7%	32.4%
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	17.0%	19.0%	6.6%	7.7%	5.6%
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	1.2%	5.6%	-0.2%	1.9%	0.1%

Rasyo Analizi	2017G	2018G	2019T	2020T	2021T
Düzeltilmiş F / K (x)	8.5	4.0	4.3	3.0	2.8
FD / FAVÖK (x)	7.0	3.6	3.6	3.1	2.7
FD / Satışlar (x)	0.8	0.6	0.5	0.4	0.3
PD / Defter Değeri (x)	2.5	1.4	1.4	1.2	1.0
Nakit Akışı / PD	1.8%	12.6%	a.d	6.5%	0.6%
Hisse Başı Kazanç (₺)	1.55	3.28	3.11	4.40	4.80
Hisse Başı Temettü (₺)	0.95	1.26	2.98	2.80	3.74
Temettü Verimi	7.6%	11.4%	18.7%	21.2%	28.3%
Net Borç (Nakit) (mn ₺)	458	533	890	1,069	1,655
Net Borç / FAVÖK (x)	1.0	0.6	1.0	1.0	1.4
Net Borç / Özsermaye (x)	0.5	0.3	0.5	0.5	0.7

Kaynak: İş Yatırım

Bilanço (mn ₺)	2017G	2018G	2019T	2020T	2021T
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>2,290</b>	<b>3,063</b>	<b>3,796</b>	<b>4,532</b>	<b>5,626</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	74	121	141	171	205
Ticari Alacaklar	1,046	1,480	1,828	2,224	2,951
Stoklar	500	579	747	910	1,111
Diğer Dönen Varlıklar	670	883	1,081	1,227	1,359
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>740</b>	<b>1,622</b>	<b>1,657</b>	<b>1,787</b>	<b>1,979</b>
Ticari Alacaklar	0	0	0	0	0
Özkaynak Yönt. Değ. Yat.	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	553	1,435	1,468	1,545	1,669
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	118	147	184	237	306
Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	69	40	5	5	5
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>3,030</b>	<b>4,685</b>	<b>5,453</b>	<b>6,319</b>	<b>7,606</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>1,706</b>	<b>2,747</b>	<b>3,474</b>	<b>4,010</b>	<b>5,058</b>
Finansal Borçlar	352	654	1,030	1,240	1,860
Ticari Borçlar	1,242	1,901	2,196	2,470	2,839
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	112	192	247	300	360
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>312</b>	<b>126</b>	<b>132</b>	<b>139</b>	<b>149</b>
Finansal Borçlar	180	0	0	0	0
Ticari Borçlar	2	15	18	22	26
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	130	112	114	117	123
<b>Özkaynaklar</b>	<b>1,012</b>	<b>1,812</b>	<b>1,847</b>	<b>2,169</b>	<b>2,398</b>
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	1,012	1,812	1,847	2,169	2,398
Ödenmiş Sermaye	190	190	190	190	190
Rezerv ve Diğer Kalemler	527	999	1,055	1,126	1,268
Dönem Net Karı (Zararı)	295	623	603	853	940
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>3,030</b>	<b>4,685</b>	<b>5,453</b>	<b>6,319</b>	<b>7,606</b>

Nakit Akım (mn ₺)	2017G	2018G	2019T	2020T	2021T
<b>İşletme Faal. Kay. Net Nakit</b>	<b>656</b>	<b>1,083</b>	<b>465</b>	<b>662</b>	<b>570</b>
Düzeltilme Öncesi Kar	295	623	591	836	911
Amortisman & İltfa Payları	112	166	244	248	255
İşletme Sermayesindeki Değ.	205	159	-220	-286	-559
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	44	135	-150	-136	-38
<b>Yatırım Faal. Kay. Nakit</b>	<b>-611</b>	<b>-766</b>	<b>-476</b>	<b>-498</b>	<b>-555</b>
Sabit Sermaye Yatırımları	-358	-574	-313	-378	-447
Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	-253	-192	-163	-120	-108
<b>Serbest Nakit Akım</b>	<b>45</b>	<b>317</b>	<b>-12</b>	<b>164</b>	<b>15</b>
<b>Finansman Faal. Kay. Nakit</b>	<b>9</b>	<b>-279</b>	<b>29</b>	<b>-138</b>	<b>14</b>
Finansal Borçlardaki Değişim	260	-75	377	210	620
Temettü Ödemeleri	-180	-240	-567	-532	-711
Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-72	36	219	183	106
<b>Net Nakit Değişimi</b>	<b>53</b>	<b>38</b>	<b>17</b>	<b>26</b>	<b>29</b>

## İzleme Listesine Ekleme

**Ana hissedarın yüksek borçluluğu, ihracat kaynaklı güçlü nakit akımını gözlüyor**

### Kanıtlanmış ihracat odaklı iş modeli

Vestel Grubu, Avrupa'daki TV üreticileri arasında ilk üçte (10.2 milyon adet kurulu üretim kapasitesi) ve beyaz eşya üreticileri arasında ise ilk beşte (12 milyon adet kurulu üretim kapasitesi) yer almaktadır. Şirketin konsolide gelirlerinin %75'ini oluşturan yurtdışı satışları ODM (özgün tasarım üretimi) ve markalı ürün satışları olmak üzere iki farklı kanaldan yapılmaktadır.

### Hem yerli hem de uluslararası benzerlerle karşılaştırıldığında cazip değerlendirme çarpanları

Vestel Elektronik (VESTL.IS) ve Vestel Beyaz (VESBE.IS) sırasıyla 2019T 4,1x ve 3,6x Firma Değ./FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir. Bu çarpanlarla hem VESTL hem de VESBE, sırasıyla yurtiçi ve yurtdışı benzer şirket 2019T 4,7x ve 8,3x Firma Değ. / FAVÖK çarpanlarına kıyasla iskontolu işlem görmektedir. Vestel Elektronik'in FAVÖK dönüşüm oranının (serbest nakit / FAVÖK) önümüzdeki beş yıl boyunca ortalama %50 seviyesinde olacağını öngörüyoruz (2018'de %73). Bu oran grubun yerli rakibi Arçelik için öngördüğümüz %26 FAVÖK dönüşüm oranı ile karşılaştırıldığında oldukça olumlu görünüyor.

### İhracat gelirlerinde coğrafi yoğunlaşma, yüksek borçlu ana hissedar, grup şirketlerine verilen krediler, uzun vadede büyümenin sürdürülebilirliği ve 2019'da hız kesen kar momentumu ana risk unsurları olarak öne çıkıyor

Vestel Grubu'nun toplam ihracatında Avrupa'nın payı %85-90 gibi yüksek bir paya sahiptir. Vestel Elektronik'in brüt kar marjlarında 2017 ve 2018 yıllarında büyük bir dalgalanma gözlenmiştir. 2017 yılında artan hammadde maliyetleri nedeniyle her iki segmentte de yaklaşık %2'lik daralmanın ardından 2018'de TL'deki keskin değer kaybı, hedging kazançları ve TV'de panel fiyatlarındaki düşüş ile tüketici elektroniği ve beyaz eşya segmentlerinde sırasıyla % 8,3 ve 4,7 artış gerçekleşmiştir.

Zorlu Holding'in (Vestel Elektronik'deki %75,6 ile doğrudan hissedar; Vestel Beyaz Eşya'da %71,95 ile dolaylı hissedar) halka açık olan 2017 tarihli en son konsolide finansallarına göre 24,4 milyar TL (6,5 milyar ABD Doları) toplam net borcu bulunmaktadır. Vestel Elektronik'in 2018 yılında ürettiği nakdin büyük kısmı Grup Şirketlerine (Zorlu Holding ve Vestel Savunma) krediler (1.1 milyar TL tutarında) ve hisse alımları (250 milyon ABD Doları tutarında) madencilik şirketi META'da %50 hisse satın alım bedeli olarak aktarılmıştır. 2018'deki yüksek net kar ve serbest nakit akışına rağmen, Vestel Elektronik azınlık hissedarlarına temettü ödememiştir.

**Vestel Elektronik (VESTL.IS) için %26 getiri potansiyeli ve 11,90TL hedef fiyat ile TUT tavsiyesi veriyoruz.**

**TUT**

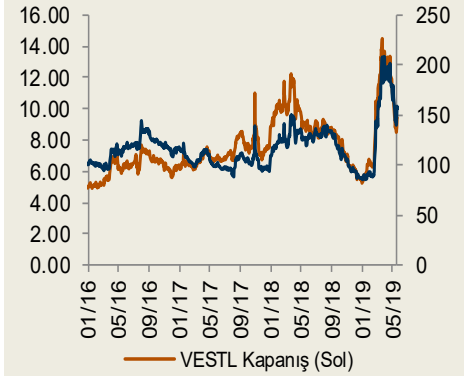
**Yükselme Potansiyeli\* 26%**

Kodu	VESTL	
<b>Fiyat Bilgileri</b>	TL (₺)	ABD \$
Kapanış	9.44	1.55
12 Aylık Hedef Fiyat	11.90	1.83
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	0.00	0.00
Piyasa Değeri (mn)	3,167	521
Halka Açık PD (mn)	772	127
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	95.3	28.2
Hisse sayısı (Adet mn)		335
Takas Saklama Oranı (%)		24

Çarpanlar	2018G	2019T	2020T
F/K	8.5	a.d.	a.d.
PD/DD	1.0	1.0	1.0
FD/FAVÖK	3.6	4.1	3.9

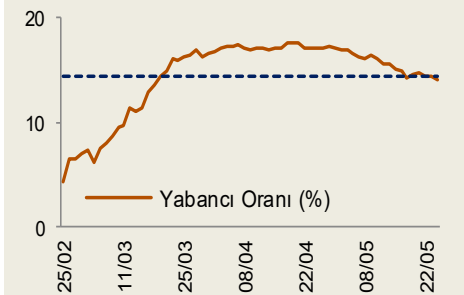
Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yıliçi	12 Ay
TL (₺)	-23.8	70.1	9.9
ABD \$	-26.8	48.0	-14.9
BIST-100 Relatif	-15.0	80.4	29.1

### Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 5.97 6.21

Yabancı Oranı (%) Cari (%) 14



**Esra Şirinel**

esirinel@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 72

**Vestel Elektronik**
**Ortaklık Yapısı (%)**

Zorlu Holding A.Ş.  
Diğer

**Faaliyet Konusu**

77.5 Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş. Türkiye'de tüketici elektroniği, beyaz eşya 22.5 ve ev aletleri, dijital ve mobil ürün ve bilgi teknolojileri üretimi, pazarlaması ve dağıtımını yapan bir Vestel Grubu Şirketidir.

Gelir Tablosu (mn ₺)	2017G	2018G	2019T	2020T	2021T
<b>Net Satış Gelirleri</b>	<b>12,101</b>	<b>15,852</b>	<b>18,283</b>	<b>21,586</b>	<b>25,115</b>
<b>Brüt Kar (Zarar)</b>	<b>2,428</b>	<b>4,282</b>	<b>4,117</b>	<b>4,657</b>	<b>5,403</b>
Operasyonel Giderler	1,928	2,437	2,669	3,186	3,750
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>500</b>	<b>1,845</b>	<b>1,447</b>	<b>1,471</b>	<b>1,653</b>
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	-64	-1,363	-951	-873	-879
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. K (Z)	0	-91	-250	-279	-307
Net Finansman Gelir (Gideri)	-452	52	-287	-275	-331
<b>Vergi Öncesi Kar (Zarar)</b>	<b>-16</b>	<b>443</b>	<b>-41</b>	<b>43</b>	<b>137</b>
Vergi Giderleri (Gelirleri)	-87	42	-4	4	14
Azınlık Payları	16	30	28	40	44
<b>Net Kar</b>	<b>55</b>	<b>371</b>	<b>-65</b>	<b>-1</b>	<b>79</b>
<b>Düzeltilmiş Net Kar</b>	<b>55</b>	<b>371</b>	<b>-65</b>	<b>-1</b>	<b>79</b>
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	-2,235	1,669	1,303	1,324	1,488

Büyümler & Opr. Perf.	2017G	2018G	2019T	2020T	2021T
<b>Büyümler</b>					
Net Satışlar	27%	31%	15%	18%	16%
Faaliyet Karı	-11%	269%	-22%	2%	12%
FAVÖK	-2%	166%	-11%	4%	11%
Net Kar	-67%	574%	n.m	n.m	n.m

Operasyonel Performans	2017G	2018G	2019T	2020T	2021T
Brüt Marj	20.1%	27.0%	22.5%	21.6%	21.5%
Faaliyet Kar Marjı	4.1%	11.6%	7.9%	6.8%	6.6%
FAVÖK Marjı	7.2%	14.5%	11.2%	9.8%	9.4%
Efektif Vergi Oranı	546.9%	9.5%	10.0%	10.0%	10.0%
Net Kar Marjı	0.5%	2.3%	-0.4%	0.0%	0.3%
Özkaynak Karlılığı	2.8%	13.7%	a.d	a.d	2.4%
Aktif Karlılığı	0.5%	2.3%	a.d	a.d	0.3%
Yatırım Sermayesi Karlılığı	-79.7%	38.8%	26.6%	25.4%	26.4%
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	5.0%	7.6%	6.4%	6.9%	6.3%
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	-3.0%	-12.4%	-1.0%	-0.3%	0.1%

Rasyo Analizi	2017G	2018G	2019T	2020T	2021T
Düzeltilmiş F / K (x)	a.d	8.5	a.d	a.d	39.8
FD / FAVÖK (x)	9.6	3.6	4.1	3.9	3.5
FD / Satışlar (x)	0.7	0.5	0.5	0.4	0.3
PD / Defter Değeri (x)	1.4	1.0	1.0	1.0	0.9
Nakit Akışı / PD	a.d	a.d	a.d	a.d	1.1%
Hisse Başı Kazanç (₺)	0.16	1.11	n.m	n.m	0.24
Hisse Başı Temettü (₺)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Net Borç (Nakit) (mn ₺)	2,508	4,091	4,543	4,890	5,253
Net Borç / FAVÖK (x)	2.9	1.8	2.2	2.3	2.2
Net Borç / Özsermaye (x)	1.1	1.2	1.4	1.5	1.5

Kaynak: İş Yatırım

Bilanço (mn ₺)	2017G	2018G	2019T	2020T	2021T
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>8,980</b>	<b>10,036</b>	<b>12,070</b>	<b>13,813</b>	<b>15,645</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	2,000	3,086	3,657	3,886	4,018
Ticari Alacaklar	3,663	3,583	4,007	4,731	5,642
Stoklar	2,944	2,862	3,881	4,638	5,401
Diğer Dönen Varlıklar	373	506	525	558	584
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>4,865</b>	<b>7,925</b>	<b>8,440</b>	<b>9,089</b>	<b>9,659</b>
Ticari Alacaklar	69	6	5	5	4
Özkaynak Yönt. Değ. Yat.	0	1,141	953	952	802
Maddi Duran Varlıklar	2,366	3,335	3,396	3,528	3,745
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	666	738	759	803	875
Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	1,764	2,705	3,326	3,801	4,233
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>13,846</b>	<b>17,961</b>	<b>20,510</b>	<b>22,901</b>	<b>25,304</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>10,225</b>	<b>13,557</b>	<b>16,822</b>	<b>19,081</b>	<b>21,270</b>
Finansal Borçlar	3,484	6,428	8,199	8,775	9,272
Ticari Borçlar	5,751	5,793	6,986	8,349	9,721
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	989	1,337	1,637	1,956	2,278
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>1,343</b>	<b>1,086</b>	<b>394</b>	<b>470</b>	<b>548</b>
Finansal Borçlar	1,024	749	0	0	0
Ticari Borçlar	2	15	0	0	0
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	317	321	394	470	548
<b>Özkaynaklar</b>	<b>2,278</b>	<b>3,318</b>	<b>3,294</b>	<b>3,350</b>	<b>3,486</b>
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	2,205	3,229	3,192	3,231	3,354
Ödenmiş Sermaye	335	335	335	335	335
Rezerv ve Diğer Kalemler	1,815	2,523	2,894	2,857	2,896
Dönem Net Karı (Zararı)	55	371	-37	39	123
Azınlık Payları	73	89	102	119	132
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>13,846</b>	<b>17,961</b>	<b>20,510</b>	<b>22,901</b>	<b>25,304</b>

Nakit Akım (mn ₺)	2017G	2018G	2019T	2020T	2021T
<b>İşletme Faal. Kay. Net Nakit</b>	<b>604</b>	<b>1,200</b>	<b>1,163</b>	<b>1,484</b>	<b>1,576</b>
Düzeltilme Öncesi Kar	71	401	-37	39	123
Amortisman & İtfa Payları	367	457	604	654	708
İşletme Sermayesindeki Değ.	-222	288	-250	-118	-301
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	388	54	845	909	1,046
<b>Yatırım Faal. Kay. Nakit</b>	<b>-967</b>	<b>-3,160</b>	<b>-1,338</b>	<b>-1,542</b>	<b>-1,542</b>
Sabit Sermaye Yatırımları	-647	-916	-686	-830	-997
Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	-320	-2,244	-652	-712	-545
<b>Serbest Nakit Akım</b>	<b>-363</b>	<b>-1,960</b>	<b>-176</b>	<b>-58</b>	<b>34</b>
<b>Finansman Faal. Kay. Nakit</b>	<b>1,144</b>	<b>2,248</b>	<b>525</b>	<b>79</b>	<b>-87</b>
Finansal Borçlardaki Değişim	1,158	2,255	1,022	576	496
Temettü Ödemeleri	-9	-13	-29	-27	-37
Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-4	5	-582	-621	-700
<b>Net Nakit Değişimi</b>	<b>781</b>	<b>287</b>	<b>464</b>	<b>172</b>	<b>100</b>

## YATIRIM TEMASI

### Kanıtlanmış ihracat odaklı iş modeli

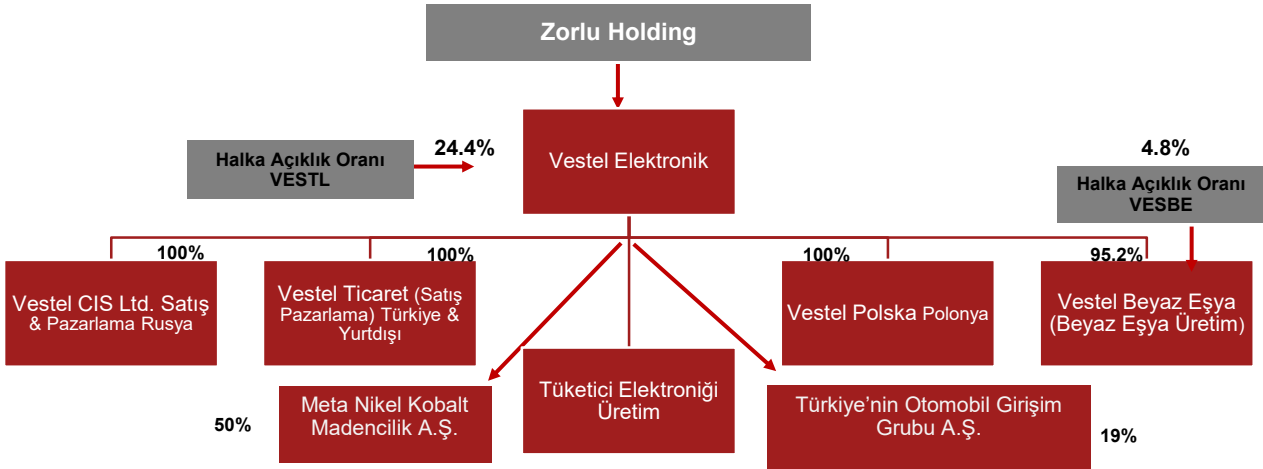
Vestel Grubu, Avrupa'daki TV üreticileri arasında ilk üçte (10,2 milyon adet kurulu üretim kapasitesi) ve beyaz eşya üreticileri arasında ise ilk beşte (12 milyon adet kurulu üretim kapasitesi) yer almaktadır. Şirketin konsolide gelirlerinin %75'ini oluşturan, yurtdışı satışları ODM (özgün tasarım üretimi) ve markalı ürün satışları olmak üzere iki lanaldan yapılmaktadır. ODM hizmetleri üreticileri, distribütörleri ve perakendecileri hedef alan, orijinal tasarım ve imalattan gümrükleme ve nokta dağıtımına kadar olan adımları kapsamaktadır. Markalı ürün satışları ise marka lisanslama anlaşmaları ile yapılan markalı satışları, Avrupa'da satın alınan yerel markalar ile satışları ve Vestel markası altında Rusya, Orta Doğu, Afrika, BDT ve Körfez bölgelerine yapılan ihracatı kapsamaktadır. Şirket, portföyüne markalar ve yeni lisans anlaşmaları ekleyerek, yüksek kar marjına sahip markalı satışlarını arttırmaya odaklanmaktadır. Mevcut lisanslı marka portföyünde beyaz eşyada Sharp ve Telefunken; TV'de ise Toshiba, Hitachi ve JCV bulunmaktadır.

Vestel Grubu'nun amiral gemisi olan Vestel Elektronik (VESTL.IS), tüketici elektroniği üretim faaliyetlerini yürütürken, Vestel Beyaz Eşya'nın (VESBE.IS) %95,2'ini Vestel Ticaret'in ise tamamını kontrol etmektedir. Vestel Ticaret yurtiçi ve yurtdışında Vestel Beyaz Eşya ve Vestel Elektronik'in ürünlerinin satış ve pazarlama faaliyetlerini yürütmekte. Vestel Elektronik ayrıca, Meta Nikel Kobalt Madencilik San. ve Tic. A.Ş.'nin %50'sine ve Türkiye'nin Otomobil Girişim Grubu Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin %19'una (devlet tarafından desteklenen yerli otomobil girişimi) sahiptir.

Vestel Grubu'nun beyaz eşya üretim kolu olan Vestel Beyaz Eşya (VESBE.IS) tüm satışını Vestel Ticaret'e yapmaktadır.

Vestel Elektronik bünyesindeki beyaz eşya segmentinin üretim dışında satış ve pazarlama faaliyetlerini de içerdiği, Vestel Beyaz Eşya'nın ise saf üretim faaliyetlerini yürüttüğüne dikkat çekmek isteriz.

**Tablo 1: Vestel Grup Yapısı**



Kaynak: VESTL Yatırımcı İlişkileri Sunumu

Vestel Grubu, 2008-2018 döneminde Avrupa beyaz eşya pazarındaki yıllık ortalama %1 daralmaya rağmen, aynı dönemde beyaz eşya ihracatını adet bazında %7 YBBO ile arttırmayı başarmıştır. 2018 yılında Grubun beyaz eşya ihracatının %78,5'i Avrupa'ya yapılmaktadır (2014: %75). 2013 yılında Avrupa beyaz eşya pazarında gözlemlenen %5'lik daralmaya rağmen, Vestel Grubu'nun portföyüne yeni müşteriler ve yeni ürünler eklemesi sonucu bu bölgeye ihracatını arttırması dikkat çekicidir. Benzer şekilde, Vestel Grubu'nun 2014-2018 döneminde TV ihracat hacmindeki daralma aynı dönemde Avrupa TV pazarındaki yıllık ortalama %8 daralma oranının altında %3 ile sınırlı kalmıştır. Vestel Elektronik, Avrupa'da TV satışlarında Samsung (%27) ve LG (%18) ardından %17 pazar payıyla 3. oyuncu olarak yer almaktadır.

2018'de beyaz eşya iç pazarında Vestel'in pazar payı %18 iken (1999'daki %5'e oranla), yurtiçi TV pazarında %28 pazar payıyla lider konumdadır. İhracat gelirleri Vestel Elektronik'in gelirlerinin %75'ini oluştururken, Avrupa yine şirketin ihracat gelirlerinde %89 pay ile birincil destinasyondur. Son olarak, Vestel Elektronik'in segment kırılımına bakıldığında, tüketici elektroniği segmentinde birim gelirler Avro bazında 2014-2018 döneminde neredeyse hiç değişmezken, beyaz eşya segmentindeki birim gelirler aynı dönemde ürün karmasındaki değişiklik nedeniyle Avro cinsinden kümülatif %13 düşüş göstermiştir.



## FAVÖK dönüşüm oranı yüksek olan düşük maliyetli üretici

Vestel Elektronik'in tüketici elektroniği ve beyaz eşya segmentlerinde brüt marjları 2014-2018 döneminde %20'nin üzerinde bir platoya yerleşerek (2017'de tüketici elektroniği hariç), ortalamada sırasıyla %21 ve %23,9 olarak gerçekleşmiştir. Vestel Elektronik'in 2017 ve 2018 yıllarındaki marjlarında büyük dalgalanma gözlemlenmektedir. 2017 yılında artan hammadde maliyetleri nedeniyle her iki segmentte de yaklaşık yüzde 2 puan daralmanın ardından 2018'de TL'deki keskin değer kaybı, hedging kazançları ve TV'de panel fiyatlarındaki düşüş ile tüketici elektroniği ve beyaz eşya segmentlerinde sırasıyla yüzde 8,3 puan ve yüzde 4,7 puan artış gerçekleşmiştir. Gelirlerinin çoğunu ihracat satışları oluşturan Vestel Elektronik 2018 yılında TL'deki değer kaybından faydalanarak, TL bazlı maliyetler (tüketici elektroniğinde toplam hammadde alımlarının %8'i ve beyaz eşya segmentlerinde ise toplam hammadde alımlarının %39'u TL cinsinden) ve pozitif stok etkisinden dolayı faaliyet kar marjlarını arttırmayı başarmıştır. İleriye dönük olarak, 2019-2023 döneminde tüketici elektroniği ve beyaz eşya segmentlerinde brüt kar marjlarını sırasıyla %19,7 ve %23,4 seviyelerinde tahmin ediyoruz. Vestel Grubu'nun kârlı iş modelinin ardında ölçek ekonomisi avantajı, tek çatı altında büyük üretim kapasitesi, esnek üretim kabiliyeti ve Asyalı oyunculara göre lojistik avantajının olduğuna inanıyoruz.

Sonuç olarak, gelecek beş yıllık dönemde (2019-2023) Vestel Elektronik'in (VESTL.IS) ortalama %9,6 konsolide FAVÖK marjı ve Vestel Beyaz Eşya'nın (VESBE.IS) ise ortalama %11,8 FAVÖK marjı elde edeceğini öngörüyoruz. Vestel Grubu'nun ihracat gelirlerinin büyük bir kısmı Avro cinsinden, hammadde alımlarının büyük bir kısmı ABD Doları cinsinden (tüketici elektroniğinde hammadde alımlarının %90'ı ve beyaz eşyalarda %31'i) olduğu için Grup Avro cinsinden uzun pozisyon taşımaktadır. Bu nedenle, Grup Avro/Dolar paritesini sabitlemek için - tercihen yüksek seviyelerde - Avro/Dolar vadeli sözleşmeleri yapmaktadır. Bunun neticesinde, vadeli sözleşmelerden kaynaklanan riskten korunma kazanç/kayıpları da Grubun faaliyet kar marjlarında oynaklığa neden olmaktadır.

Vestel Elektronik ve Vestel Beyaz Eşya için FAVÖK dönüşüm oranının ((FAVÖK-İşletme Serm. Değişim – Yatırım Harcamaları) / FAVÖK) önümüzdeki beş yıl boyunca sırasıyla ortalama %50 ve %30 civarında olacağını öngörüyoruz (2018'de VESTL'de %73, VESBE'de %54). Bu oran Grubun yerli rakibi Arçelik için öngördüğümüz %26 FAVÖK dönüşüm oranı ile karşılaştırıldığında oldukça olumlu görünüyor. Daha kısa alacak günleriyle yapılan ihracattaki büyük pay sonucu hızlı nakit dönüştürme döngüsü Grubun güçlü nakit yaratma kabiliyetinin arkasındaki kilit faktördür.

## İhracatta coğrafi yoğunlaşma, yüksek borçlu ana hissedar, grup şirketlerine verilen krediler, uzun vadede büyümenin sürdürülebilirliği, 2019'da hız kesen karlılık ana risk unsurları olarak öne çıkıyor

Avrupa, Vestel Grubu'nun toplam ihracatında %85-90 paya sahiptir. Avrupa'da hem ev aletleri hem de tüketici elektroniği pazarları geçtiğimiz yıllarda daralma göstermiştir. Bu nedenle, Vestel Grubu'nun büyümek için Avrupa pazarında yeni marka lisans anlaşmaları ve/veya yeni müşteriler kazanması gerekiyor ki, bu da Grubun ileriye dönük büyümesinin öngörülebilirliğini azaltıyor. Ayrıca, Avrupa ekonomisindeki potansiyel yavaşlama da Grubun ihracat gelirlerini olumsuz etkileyebilir. Vestel Grubu'nun Avrupa'da ana rakipleri Asyalı üreticilerdir. Türk ihracatçılarının lojistik avantajlarına rağmen, Asyalı üreticiler son zamanlarda satın alma yoluyla Avrupa'daki varlıklarını arttırmaktadır. Demiryolu taşımacılığı gelecekte teslimat sürelerini önemli ölçüde azaltacağı için, Asya pazarlarını Avrupa'ya demiryolu ile bağlayan "bir kuşak ve bir yol" projesinde gelecekteki ilerleme, Türkiye'nin Asya üreticilerine karşı lojistik avantajını da azaltabilir.

Zorlu Holding'in (Vestel Elektronik'de %75,6 ile doğrudan hissedar; Vestel Beyaz Eşya'da %71,95 ile dolaylı hissedar) halka açık olan 2017 tarihli en son konsolide finansallarına göre 24,4 milyar TL (6,5 milyar ABD Doları) toplam net borcu bulunmaktadır. Zorlu Holding 9x Net Borç/FAVÖK rasyosu ve 13x'e yakın Toplam Aktif / Özsermaye oranı ile yüksek borçluluğa sahiptir. Holdingin toplam net borcunun 9 milyar TL'lik kısmı Enerji segmentinde, 4,9 milyar TL'si Holding'de, 4 milyar TL'si gayrimenkul, 3,8 milyar TL'si tekstil ve son olarak 2,5 milyar TL'si tüketici elektroniği ve beyaz eşya segmentlerinde bulunmaktadır. Vestel Elektronik'in 2018 yılında ürettiği nakdin büyük kısmı Grup Şirketlerine (ağırlıklı olarak Zorlu Holding, Vestel Savunma, META) krediler (1.1 milyar TL tutarında) ve hisse alımları (250 milyon ABD Doları tutarında madencilik şirketi META'da %50 hisse satın alım bedeli) olarak aktarılmıştır. 2018'deki yüksek net kar ve serbest nakit yaratmasına rağmen, Vestel Elektronik azınlık hissedarlarına temettü ödememiştir. Enerji segmentindeki potansiyel varlık satışı (doğalgaz dağıtım varlıkları ve rüzgar enerjisi varlıkları satışa sunuldu) biraz rahatlama sağlasa da, holdingin bilançosundaki borç azalışı zaman alacaktır.

Vestel Grubu, doyumunla ulaşmış Avrupa pazarının Grup ihracatındaki payını düşürmek ve gelecekteki büyümesini sürdürmek için Orta Doğu, Asya ve Afrika gibi yüksek büyüme oranlı pazarlardaki ağırlığını arttırmak zorunda olduğunu düşünüyoruz. Ayrıca, gelecekte tüketici elektroniğinde yeni teknolojileri uyarlama, otomotiv elektroniği, tıbbi görüntüleme cihazları ve elektrikli araçlar için pil üretimi gibi yeni iş kollarına gime konularında, şirket zorluklarla karşılaşabilir.

2018 yılı Vestel Grubu için tüm olumlu gelişmelerin bir araya geldiği bir yıl oldu. 3Ç18'de faaliyet kar marjlarını artıran TL'deki keskin değer kaybı, panel fiyatları dahil hammadde fiyatlarındaki düşüş, faaliyet karlılığını ve net karı olumlu etkileyen riskten korunma kazançları, ve devreye giren yeni çamaşır ve kurutma makinesi üretim kapasiteleri olumlu etki yaratan ana faktörler oldu. 2018'in ardından 2019'da Vestel Elektronik'in FAVÖK rakamında %11 düşüş beklerken, 65 milyon TL net zarar kaydedeceğini öngörüyoruz. Vestel Beyaz Eşya'nın ise 2019'da FAVÖK rakamının sabit kalacağını, ancak net karının %5 düşüş göstereceğini tahmin ediyoruz.

### Hem yerli hem de uluslararası benzerlerle karşılaştırıldığında cazip değerlendirme çarpanları

Vestel Elektronik (VESTL.IS) ve Vestel Beyaz Eşya (VESBE.IS) sırasıyla 2019T 4,1x ve 3,6x Firma Değ./FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir. Bu çarpanlarla hem VESTL hem de VESBE, sırasıyla yurtiçi ve yurtdışı benzer şirket 2019T 4,7x ve 8,3x Firma Değ. / FAVÖK çarpanlarına kıyasla iskontolu işlem görmektedir. Buna ek olarak, tutarlı temettü ödeme politikası olan Vestel Beyaz Eşya'nın, sırasıyla 2018 ve 2019 yılları için %11,4 ve %18,7 temettü verimi bulunmaktadır.

Vestel Elektronik (VESTL.IS) için tavsiyemizi **%26** getiri potansiyeli sunan hisse başına **11,90TL** hedef fiyatımızla **TUT** önerisiyle; Vestel Beyaz Eşya (VESBE.IS) içinse tavsiyemizi **%32** getiri potansiyeli sunan hisse başına **17,45TL** hedef fiyatımız ile **AL** önerisiyle başlattık. Çoğunluğu ana hissedar ve Vestel Savunma Sanayi şirketlerinden olan net 2,75 milyar TL tutarındaki toplam diğer alacakların ileriki dönemlerde tahsil edilme ihtimali Vestel Elektronik değerlememiz içi yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Benzer olarak, Vestel Elektronik'ten 888 milyon TL tutarındaki net diğer alacakların tahsilatı da Vestel Beyaz Eşya değerlememiz için yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.

Vestel Grubu, satış gelirlerinin %75'ini yurtdışından sağlayan bir ihracatçı olarak, yurtiçi ekonomideki daralma ve TL'nin kırılğan görünümü göz önünde bulundurulduğuna oldukça avantajlı konumdadır.

**1)** Beyaz eşya iş kolunun tüketici elektroniği iş koluna kıyasla daha yüksek kar marjına ve büyüme potansiyeline sahip olması; **2)** Markalı satışların toplam ihracatta payını artırılması için beyaz eşya iş kolunda (mevcutta ~%45 pay) tüketici elektroniğine (mevcutta ~%70 pay) kıyasla daha fazla yer olması **3)** Ana hissedar ile borç alacak ilişkisi olmaması; ana hissedar şirketten alacağı olmamasına rağmen Vestel Elektronik'ten kısıtlı alacağı bulunmaktadır **4)** Son 5 yıllık ortalamada %77 temettü dağıtım oranı ile temettü ödemesinde sürekliliğin olması sebepleriyle **Vestel Beyaz Eşya'yı (VESBE:TI) Vestel Elektronik'e (VESTL:TI) tercih ediyoruz.** Vestel Beyaz Eşya'nın en büyük dezavantajının düşük halka açıklık oranı (%4,8) dolayısıyla daha düşük işlem hacmi olduğunu düşünüyoruz. Öte yandan, şirketin salt üretici olması, Vestel Elektronik tarafından yürütülen satış pazarlama faaliyetlerinde kontrolü olmamasını bir risk unsuru olarak görüyoruz.

TV pazarındaki büyümenin, yeni bir teknolojinin gelişmemesi durumunda yetersiz kalacağını düşünüyoruz. Gelecek teknolojilerin başarılı bir şekilde adapte edilememesinin Vestel Elektronik için en büyük risk olarak görüyoruz. Vestel Elektronik, otomotiv elektroniği, tıbbi görüntüleme ekipmanı, elektrikli araçlar için pil üretimi ve enerji depolama sistemleri gibi ilgili iş alanlarına genişlemeyi hedefliyor. Ana hissedar şirketin borçlu bilançosu ve bu nedenle yüksek nakit ihtiyacı, Vestel Elektronik'in genellikle daha uzun getiri süresi gerektiren yeni iş ve teknolojilere yatırım yapabilmesi önünde engel oluşturabilir.

## DEĞERLEME, Vestel Elektronik

Vestel Elektronik'i uzun vadeli büyüme potansiyelini yansıtan en uygun yöntem olduğuna inandığımız için indirgenmiş nakit akışı (İNA) yöntemiyle değerlendiriyoruz. Buna göre VESTL için hesapladığımız 12 aylık **4 milyar TL** hedef Piyasa Değeri **hisse başına %26** artış potansiyeli ile **11,90TL** hedef fiyata işaret ediyor. VESTL önerimizi **TUT** tavsiyesi ile başlatıyoruz.

(i) Beklentimizden daha zayıf Türkiye ve Avrupa TV ve beyaz eşya pazarları; (ii) kar marjlarını olumsuz etkileyecek hammadde fiyatlarındaki artış; (iii) Avro'nun ve TL'nin ABD Doları karşısında değer kaybetmesi; (iv) Türkiye'nin AB üyelik müzakerelerinin askıya alınmasına ve ticaret ve ekonomik ilişkilerinde potansiyel bir bozulmaya yol açabilecek Türkiye ve AB arasındaki olası politik gerginlikler (v) ulaşım sürelerinin kısalması durumunda Çinli rakiplerin rekabet avantajının artması VESTL tavsiyemiz için önde gelen risk unsurlarıdır.

Vestel Elektronik'in gelirlerinin yüksek oranda Avrupa kaynaklı olmasından dolayı, şirketin Avro bazlı tahmin ettiğimiz serbest nakit akımlarını on yıllık projeksiyon dönemimizde ortalamada %11,7 özkaynak maliyet tahmini ile indirgiyoruz. VESTL için teknolojik gelişmeler nedeniyle tüketici eğilimlerindeki değişikliklerden dolayı gelecek vaat etmediğini düşündüğümüz LCD TV segmenti nedeniyle sonsuz büyüme oranını %0,5 olarak kullanıyoruz. AOSM hesaplarımızda standart %6 olarak kullandığımız sermaye risk priminin VESTL değerlememizde şirketin ana hissedara verilen krediler ve varlık satın alımı gibi grup içi işlemleri nedeniyle %6,5 olarak kullanıyoruz. Tahmin dönemi boyunca Avro bazlı risksiz getiri oranını ortalamada %5,2 tahmin ediyoruz.

### Başlıca İNA varsayımlarımız;

- 2019 ve 2029 yılları arasında şirketin toplam TV satış hacminin %1,2 YBBO ile daralacağını, ancak toplam beyaz eşya satış hacminin %5,3 YBBO ile artacağını öngörüyoruz.
- TV iş kolu için kapasite artışı öngörmezken, beyaz eşya üretim kapasitesinin 2018'deki yıllık 12 milyon adetten 2029'da 19 milyona adete yükseleceğini tahmin ediyoruz.
- 2019 - 2029 döneminde Vestel Elektronik'in konsolide ciro ve FAVÖK rakamlarının sırasıyla TL bazında %12,5 ve %8,3 YBBO ile artacağını öngörüyoruz. Şirketin FAVÖK marjını tarihi en yüksek seviye olan 2018'deki %14,5'ten zayıf TV işkolu nedeniyle 2029'da %7,7'e gerileyeceğini öngörüyoruz. Beyaz eşya segmentindeki yüksek baz yılı, panel fiyatlarındaki gerileme nedeniyle TV satış fiyatlarındaki olası düşüş, enflasyon ayarlaması kapsamında çalışan ücretlerinde artış ve Avro/ABD Doları forward kontratlarından elde edilen korunma kazançlarının olmayacağı tahminiyle 2019'da FAVÖK marjında yüzde 3,3 puan düşüş tahmin ediyoruz.

Tablo 2: İNA Analizi - Vestel Elektronik

VESTL - TL mn	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	Uç Değ.
<b>Satış Gelirleri</b>	18,283	21,586	25,115	28,635	31,766	35,169	39,027	43,178	47,916	53,176	59,114	
<b>FAVÖK</b>	2,052	2,125	2,362	2,554	2,725	3,002	3,235	3,437	3,722	4,115	4,564	
FAVÖK Marjı	11.2%	9.8%	9.4%	8.9%	8.6%	8.5%	8.3%	8.0%	7.8%	7.7%	7.7%	
<b>Faaliyet Karı</b>	1,447	1,471	1,653	1,787	1,852	2,010	2,111	2,205	2,411	2,672	2,954	
(-) Vergi	-145	-147	-165	-179	-185	-201	-211	-220	-241	-267	-295	
(+) Amortisman	604	654	708	767	873	992	1,124	1,232	1,311	1,442	1,610	
(+/-) İşletme Serm İht. Değ.	-250	-118	-301	-253	-201	-182	-187	-242	-318	-325	-365	
İşl. Ser. İht / Ciro	4.9%	4.7%	5.3%	5.5%	5.6%	5.6%	5.5%	5.5%	5.6%	5.7%	5.7%	
(-) Yatırım Harcamaları	686	830	997	1,129	1,244	1,369	1,510	1,810	1,831	2,196	2,422	
Yatırım Harcamaları/Ciro	3.8%	3.8%	4.0%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	4.2%	3.8%	4.1%	4.1%	
(-) İştiraklerde Sermaye Artışı	62	278	156	344	371	401	0	0	0	0	0	
Serbest Nakit Akım - TL mn	908	752	741	649	723	849	1,327	1,164	1,332	1,326	1,482	
<b>Serbest Nakit Akım - € mn</b>	<b>€ 135</b>	<b>€ 96</b>	<b>€ 84</b>	<b>€ 67</b>	<b>€ 69</b>	<b>€ 75</b>	<b>€ 108</b>	<b>€ 88</b>	<b>€ 93</b>	<b>€ 85</b>	<b>€ 88</b>	<b>€ 1,027</b>
<b>AOSM</b>	8.1%	7.6%	7.5%	7.6%	7.2%	7.2%	7.3%	7.4%	7.4%	7.5%	7.9%	9.1%
İskonto Oranı	1.00	1.08	1.16	1.24	1.33	1.43	1.53	1.65	1.77	1.90	2.05	2.24
<b>İNA - € mn</b>	<b>€ 135</b>	<b>€ 89</b>	<b>€ 73</b>	<b>€ 54</b>	<b>€ 52</b>	<b>€ 52</b>	<b>€ 70</b>	<b>€ 53</b>	<b>€ 52</b>	<b>€ 45</b>	<b>€ 43</b>	<b>€ 459</b>
Sonsuz Büyüme Oranı	0.5%											
Uç Değer	€ 459											
<b>Firma Değeri - €</b>	<b>€ 1,143</b>											
Net Borç - € 1Ç19 sonu	€ 818											
İştirakler - 1Ç19 sonu Defter Değeri	€ 172											
<b>Hedef Piyasa Değeri - €</b>	<b>€ 508</b>											
<b>Hedef Piyasa Değeri - TL</b>	<b>3,991</b>											
<b>Hedef Fiyat TL/Hisse başına</b>	<b>11.90</b>											
<b>Cari Fiyat/TL Hisse başına</b>	<b>9.44</b>											
<b>Getiri Potansiyeli</b>	<b>26%</b>											

Kaynak: İş Yatırım Tahminleri



**Tablo 3: Makro Tahminler**

Makro	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
GSMH Büyümesi	0.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
TÜFE (yıl sonu)	18.0%	16.0%	15.0%	13.0%	11.0%	11.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
TÜFE (ortalama)	17.8%	17.8%	15.5%	14.0%	12.0%	11.0%	10.5%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
\$/TL (yıl sonu)	6.50	7.41	8.22	8.96	9.59	10.45	11.29	12.19	13.23	14.35	15.57
\$/TL (ortalama)	5.97	6.95	7.81	8.59	9.28	10.02	10.87	11.74	12.71	13.79	14.96
€/TL (yıl sonu)	7.34	8.37	9.29	10.13	10.84	11.81	12.76	13.78	14.95	16.22	17.60
€/TL (ortalama)	6.72	7.86	8.83	9.71	10.48	11.32	12.28	13.27	14.36	15.58	16.91

Kaynak: İş Yatırım Tahminleri

- On yıllık projeksiyon döneminde İşletme Sermayesi İhtiyacı/Ciro oranını ortalama %5,4, Yatırım Harcaması/Satış oranını ortalama %3,9 olarak öngörüyoruz.
- Şirketin iştiraklerini - META Nikel Kobalt Maden'de %50 pay ile Türkiye Otomobil Girişim A.Ş.'de %19 pay - 1Ç19 sonu defter değerleriyle değerlememize kattık.
- İştiraklerden elde edilen zararları, özellikle META, telafi etmek için 2019-2024 yılları arasında sermaye enjeksiyonu için ortalama yıllık 30 milyon dolar nakit çıkışı tahmin ediyoruz. Vestel Elektronik'in 2Y18'de 91 milyon TL ve 1Ç19'de 80 milyon TL iştirak zararı, çoğunlukla META kaynaklı, kaydettiğini hatırlatmak isteriz.

**Tablo 4: Başlıca İNA Tahminleri - Vestel Elektronik**

VESTEL	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
<b>Tüketici Elektronik</b>											
Yurtiçi TV İç Pazar Büyüme	-20%	0%	4%	3%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%
Toplam Satış Hacim Büyümesi	-1.4%	0.1%	0.4%	0.3%	-1.6%	-1.6%	-1.5%	-1.5%	-1.6%	-2.5%	-2.5%
Yurtiçi Satış Hacmi	-20%	1%	4%	3%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%
İhracat Hacmi	1%	0%	0%	0%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-3%	-3%
Üretim Kapasitesi	10.2	10.2	10.2	10.2	10.2	10.2	10.2	10.2	10.2	10.2	10.2
KKO	72%	72%	72%	72%	71%	70%	69%	68%	67%	65%	64%
Ciro Büyümesi	9%	15%	13%	10%	6%	6%	6%	6%	6%	5%	5%
Yurtiçi	-14%	29%	29%	17%	41%	11%	9%	6%	6%	5%	5%
İhracat	17%	11%	8%	8%	-7%	4%	6%	7%	7%	7%	7%
Brüt Kar Marjı	21.5%	19.7%	19.5%	19.1%	18.8%	18.7%	18.2%	17.6%	17.0%	16.5%	15.9%
<b>Beyaz Eşya</b>											
Yurtiçi Beyaz Eşya İç Pazar Büyümesi	-10%	0%	10%	10%	8%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Toplam Satış Hacim Büyümesi	4%	4%	6%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Yurtiçi Satış Hacmi	-17%	0%	10%	10%	8%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
İhracat Hacmi	8%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Üretim Kapasitesi	12.5	13.0	13.5	14.0	14.5	15.0	15.5	16.5	17.0	18.0	19.0
KKO	71%	71%	72%	74%	75%	77%	78%	77%	79%	78%	78%
Ciro Büyümesi	23%	22%	20%	18%	15%	14%	15%	14%	14%	14%	14%
Yurtiçi	6%	18%	27%	25%	21%	17%	16%	16%	16%	16%	16%
İhracat	28%	23%	18%	16%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%
Brüt Kar Marjı	23.6%	23.5%	23.5%	23.4%	23.1%	22.8%	22.5%	22.5%	22.5%	22.6%	22.5%
<b>Konsolide</b>											
Ciro Büyümesi	15%	18%	16%	14%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Yurtiçi	-7%	24%	28%	20%	33%	13%	11%	10%	10%	10%	10%
İhracat	22%	17%	13%	12%	4%	10%	11%	11%	11%	12%	12%
FAVÖK Büyümesi	-11%	4%	11%	8%	7%	10%	8%	6%	8%	11%	11%
FAVÖK Marjı	11.2%	9.8%	9.4%	8.9%	8.6%	8.5%	8.3%	8.0%	7.8%	7.7%	7.7%
Yatırım Harcaması/Ciro	3.8%	3.8%	4.0%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	4.2%	3.8%	4.1%	4.1%
İşletme Sermayesi İhtiyacı/Ciro	4.9%	4.7%	5.3%	5.5%	5.6%	5.6%	5.5%	5.5%	5.6%	5.7%	5.7%

Kaynak: İş Yatırım Tahminleri

## DEĞERLEME, Vestel Beyaz Eşya

Vestel Elektronik'e benzer şekilde, Vestel Beyaz Eşya'nın değerlemesinde de İNA değerlendirme yöntemini tercih ederek ulaştığımız **3,3 milyar TL** piyasa değeri VESBE için hisse başına **17,45TL** hedef fiyata işaret ediyor. Hedef fiyatımız % **32** getiri potansiyeline işaret ettiğinden VESBE için önerimizi **AL** tavsiyesi ile başlatıyoruz.

(i) Beklentimizden daha zayıf Türkiye ve Avrupa TV ve beyaz eşya pazarları; (ii) kar marjlarını olumsuz etkileyecek hammadde fiyatlarındaki artış; (iii) Avro'nun ve TL'nin ABD Doları karşısında değer kaybetmesi; (iv) Türkiye'nin AB üyelik müzakerelerinin askıya alınmasına ve ticaret ve ekonomik ilişkilerinde potansiyel bir bozulmaya yol açabilecek Türkiye ve AB arasında olası politik gerginlikler (v) ulaşım sürelerinin kısalması durumunda Çinli rakiplerin rekabet avantajının artması VESBE tavsiyemiz için önde gelen risk unsurlardır.

Nitekim, Çinli şirketler ABD ile ekonomik ilişkileri kötüleştikçe Avrupa'da daha fazla birleşme ve satın alma arayışı içindeler. Ocak 2019'da, ev aletleri üreticisi Haier, İtalyan merkezli elektrikli ev aletleri üreticisi Candy'nin %100 hissesini 475 milyon Avro değerinde satın aldı. Haier ayrıca Haziran 2016'da ABD merkezli GE Appliances'ı 5,6 milyar ABD Doları değerinde satın almıştı. 2018'in başlarında, bir başka Çinli elektronik ve cihaz üreticisi Hisense Co. Ltd., Slovenyalı cihaz üreticisi Gorenje Group'un %51 oranında hissesini satın aldı. Hisense ayrıca, Hisense soğutma cihazları için poliüretan izolasyon sağlamak özelleştirilmiş dünyanın en büyük kimya şirketi olan Alman merkezli BASF ile ortaklığa girmiştir.

Vestel Elektronik'e benzer olarak, Vestel Beyaz Eşya'nın da gelirlerinin çoğu Avrupa kaynaklı olmasından dolayı, şirketin serbest nakit akımlarını on yıllık projeksiyon dönemimizde Avro olarak tahmin ediyor ve ortalamada %11,1 öz kaynak maliyet tahmini ile indiriyoruz. Avrupa Beyaz Eşya pazarının TV pazarına kıyasla daha yüksek büyüme beklentimiz nedeniyle sonsuz büyüme oranını %1 olarak kullanıyoruz. AOSM hesaplarımızda standart %6 olarak kullandığımız özkaynak risk priminin VESBE değerlememizde Grup içi ilişkileri nedeniyle %6,5 olarak tahmin ediyoruz. Projeksiyon dönemi boyunca Avro bazlı risksiz getiri oranını ortalamada %5,2 olarak tahmin ediyoruz.

### Başlıca İNA tahminlerimiz;

- 2019-2029 yılları arasında Vestel Beyaz Eşya'nın yurtiçi satış hacminin ve ihracat hacminin sırasıyla %5,8 ve %5,2 YBBO ile artacağını öngörüyoruz. 2019 yılı için öngördüğümüz yüzde 1,5 puan pazar payı düşüşünden sonra ileriki yıllar için pazar payında artış tahmin etmiyoruz.
- Vestel Beyaz Eşya'nın 2018'deki yıllık 12 milyon adet üretim kapasitesinin 2029'da 19 milyon adete artacağını tahmin ederken, projeksiyon dönemimizde ortalama KKO'nun %75 seviyesinde olacağını öngörüyoruz.
- Önümüzdeki on yıllık dönemde, şirketin satış gelirlerinin ve FAVÖK rakamının TL bazında sırasıyla %16,0 ve %14,3 YBBO ile artış göstermesini bekliyoruz.

**Tablo 5: İNA ANALİZİ - Vestel Beyaz Eşya**

VESBE - TL mn	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	Uç Değ.
<b>Satış Gelirleri</b>	7,031	8,554	10,258	12,062	13,888	15,880	18,198	20,762	23,732	27,172	31,111	
<b>FAVÖK</b>	891	1,040	1,199	1,376	1,554	1,765	2,002	2,284	2,585	2,971	3,401	
<b>FAVÖK Marjı</b>	12.7%	12.2%	11.7%	11.4%	11.2%	11.1%	11.0%	11.0%	10.9%	10.9%	10.9%	
<b>Faaliyet Karı</b>	647	792	944	1,106	1,220	1,358	1,511	1,731	1,994	2,298	2,618	
(-) Vergi	-13	-16	-28	-77	-122	-204	-227	-260	-299	-345	-393	
(+) Amortisman	244	248	255	270	334	407	490	553	591	673	783	
(+/-) İşletme Serm İht. Değ.	-220	-286	-559	-388	-594	-309	-359	-404	-470	-545	-619	
<i>İşl. Ser. İht / Ciro</i>	5.4%	7.8%	11.9%	13.4%	15.9%	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%	
(-) Yatırım Harcamaları	313	378	447	519	591	669	760	992	974	1,263	1,427	
<i>Yatırım Harcamaları/Ciro</i>	4.5%	4.4%	4.4%	4.3%	4.3%	4.2%	4.2%	4.8%	4.1%	4.6%	4.6%	
Serbest Nakit Akım - TL mn	345	361	164	391	248	583	656	629	841	819	962	
<b>Serbest Nakit Akım - € mn</b>	<b>€ 51</b>	<b>€ 46</b>	<b>€ 19</b>	<b>€ 40</b>	<b>€ 24</b>	<b>€ 51</b>	<b>€ 53</b>	<b>€ 47</b>	<b>€ 59</b>	<b>€ 53</b>	<b>€ 57</b>	<b>€ 733</b>
<b>AOSM</b>	10.1%	9.5%	9.1%	8.9%	8.2%	8.2%	8.3%	8.4%	8.5%	8.6%	8.7%	8.8%
İskonto Oranı	1.00	1.10	1.20	1.30	1.41	1.52	1.65	1.79	1.94	2.11	2.30	2.50
<b>İNA - € mn</b>	<b>€ 51</b>	<b>€ 42</b>	<b>€ 16</b>	<b>€ 31</b>	<b>€ 17</b>	<b>€ 34</b>	<b>€ 32</b>	<b>€ 26</b>	<b>€ 30</b>	<b>€ 25</b>	<b>€ 25</b>	<b>€ 294</b>
Sonsuz Büyüme Oranı	1.0%											
Uç Değer	€ 294											
<b>Firma Değeri - €</b>	<b>€ 610</b>											
Net Borç - € 1Ç19 sonu *	€ 200											
<b>Hedef Piyasa Değeri - €</b>	<b>€ 422</b>											
<b>Hedef Piyasa Değeri - TL</b>	<b>3,315</b>											
<b>Hedef Fiyat TL/Hisse başına</b>	<b>17.45</b>											
<b>Cari Fiyat/TL Hisse başına</b>	<b>13.22</b>											

Kaynak: İş Yatırım Tahminleri

\* Net Borç 2019 temettü ödemesi ile düzeltilmiştir

**Tablo 6: Başlıca İNA Tahminleri - Vestel Beyaz Eşya**

VESBE	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
<b>Beyaz Eşya İç Pazar Büyüme</b>	-10%	0%	10%	10%	8%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
<b>Toplam Satış Hacim Büyümesi</b>	4%	4%	6%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Yurtiçi Satış Hacmi	-17%	0%	10%	10%	8%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
İhracat Hacmi	8%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
<b>Üretim Kapasitesi</b>	<b>12.5</b>	<b>13.0</b>	<b>13.5</b>	<b>14.0</b>	<b>14.5</b>	<b>15.0</b>	<b>15.5</b>	<b>16.5</b>	<b>17.0</b>	<b>18.0</b>	<b>19.0</b>
KKO	71%	71%	72%	74%	75%	77%	78%	77%	79%	78%	78%
<b>Ciro Büyümesi</b>	<b>23%</b>	<b>22%</b>	<b>20%</b>	<b>18%</b>	<b>15%</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>
Yurtiçi	6%	18%	27%	25%	21%	17%	16%	16%	16%	16%	16%
İhracat	28%	23%	18%	16%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%
<b>FAVÖK Büyümesi</b>	<b>0%</b>	<b>17%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>13%</b>	<b>14%</b>	<b>13%</b>	<b>14%</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>	<b>14%</b>
FAVÖK Marjı	12.7%	12.2%	11.7%	11.4%	11.2%	11.1%	11.0%	11.0%	10.9%	10.9%	10.9%
<b>Yatırım Harcaması/Ciro</b>	<b>4.5%</b>	<b>4.4%</b>	<b>4.4%</b>	<b>4.3%</b>	<b>4.3%</b>	<b>4.2%</b>	<b>4.2%</b>	<b>4.8%</b>	<b>4.1%</b>	<b>4.6%</b>	<b>4.6%</b>
<b>İşletme Sermayesi İhtiyacı/Ciro</b>	<b>5.4%</b>	<b>7.8%</b>	<b>11.9%</b>	<b>13.4%</b>	<b>15.9%</b>	<b>15.8%</b>	<b>15.8%</b>	<b>15.8%</b>	<b>15.8%</b>	<b>15.8%</b>	<b>15.8%</b>

Kaynak: İş Yatırım Tahminleri

- Şirketin FAVÖK marjının 2018'deki tarihi en yüksek %15,7 seviyesinden 2029'da %10,9'a gerileyerek, projeksiyon dönemimizdeki ortalama FAVÖK marjını %11,4'e getireceğini öngörüyoruz. Enflasyon ayarlaması nedeniyle maaş artışları ve 2018'deki yüksek baz etkisi (TL'deki sert değer kaybı ve Avro/ABD Doları riskten korunma işlem gelirlerinden kaynaklanan) nedeniyle şirketin 2019'da FAVÖK marjında yüzde 3 puan gerileme tahmin ediyoruz. 2019 ve sonrasında tahminlerimiz brüt kar seviyesinde Avro/ABD Doları riskten korunma gelir/giderlerini kapsamamaktadır.
- İşletme Sermayesi İhtiyacı/Ciro oranının 2018'deki tarihi en düşük %3 seviyesinden 2029'da %16'a yükseleceğini öngörüyoruz. Projeksiyon dönemi boyunca öngördüğümüz %14 ortalama İşletme Sermayesi İhtiyacı/Ciro oranını, şirketin 2008-2017 dönemindeki olan %17 ortalamasının yine de altında kalıyor.
- Sıfırdan fabrika yatırımı yerine şirketin Manisa'daki devasa üretim tesisine üretim hattı genişletme yatırımı olarak her 500 bin adet kapasite yatırımı için 10 milyon Avro yatırım harcaması öngörüyoruz. On yıllık projeksiyon dönemimiz boyunca ortalama yıllık %3,5 bakım yatırım harcaması / ciro tahmini ile birlikte toplam yatırım harcaması / ciro tahminimiz %4,4'e denk geliyor.

## Benzer Şirketlerle Karşılaştırma Analizi

Kur farkı gelir/giderleri nedeniyle net kar rakamlarındaki dalgalanma nedeniyle hem VESTL hemde VESBE'nin benzer şirketlerle karşılaştırma analizinde Firma Değ/FAVÖK çarpanını kullanmayı tercih ettik.

Hem VESTL hem de VESBE sırasıyla 19T/20T 4,1x/3,9x ve 3,6/3,1x Firma Değ/FAVÖK çarpanlarıyla hem yurtiçi benzer şirket olan ARCLK'in 4,7x/3,8x çarpanına göre hemde yurtdışı benzer şirket çarpanı olan 8,3x/7,1x'e kıyasla iskontolu işlem görüyor. Arçelik'in Pakistan, Hindistan, Sahara-altı Afrika ve Güneydoğu Asya Ülkeleri Birliği gibi beyaz eşyada düşük penetrasyon oranlarına sahip ülkelere konsantrasyonunu artırmasının ve kendi markası ile coğrafi çeşitliliğini artırmasının ARCLK'in VESTL'e kıyasla daha yüksek Firma Değ/FAVÖK çarpanına sahip olmasına neden olduğunu düşünüyoruz. Arçelik'in tersine Vestel Grubu'nun satış gelirlerinin yaklaşık %75'ini Avrupa oluşturmaktadır. VESTL ve VESBE için hedef değerlerimiz VESTL için 3,7x, VESBE için ise 4,6x hedef Firma Değ/FAVÖK çarpanına işaret etmektedir.

Tablo 7: Yurtdışı ve Yurtiçi Benzer Şirketler

Şirket	BB Kodu	Ülke	Piyasa Dğ. US\$ mn	F/K		Firma Değ./FAVÖK		Firma Deg./FAVÖK	
				2019T	2020T	2019T	2020T	2019T	2020T
De'Longhi SPA	DLG IM Equity	İtalya	3,032	15.9x	14.8x	8.3x	7.8x	1.2x	1.2x
Midea Group	000333 CH Equity	Çin	47,709	14.4x	12.7x	11.6x	10.3x	1.2x	1.1x
SEB SA	SK FP Equity	Fransa	8,638	16.7x	15.0x	10.3x	9.5x	1.3x	1.2x
Toshiba Corp	6502 JP Equity	Japonya	17,144	2.0x	33.9x	12.8x	7.1x	0.4x	0.4x
LG Electronics	066570 KS Equity	G. Kore	10,528	8.9x	7.1x	4.2x	4.0x	0.3x	0.3x
Samsung Electronics	005930 KS Equity	G. Kore	214,938	12.5x	9.5x	3.2x	2.7x	0.8x	0.8x
Skyworth Digital	751 HK Equity	Hong Kong	780	5.7x	4.8x	3.9x	4.5x	0.2x	0.2x
Haier Electronics	1169 HK Equity	Hong Kong	6,886	10.8x	10.0x	5.8x	5.2x	0.3x	0.3x
Hisense Elect.	600060 CH Equity	Çin	1,571	13.0x	12.5x	11.4x	10.3x	0.3x	0.3x
King Clean Elect.	603355 CH Equity	Çin	1,199	15.0x	13.0x	8.9x	7.8x	1.0x	0.9x
Amica	AMC PW Equity	Polonya	278	9.1x	8.8x	5.9x	5.7x	0.4x	0.4x
<b>Medyan</b>				<b>12.5x</b>	<b>12.5x</b>	<b>8.3x</b>	<b>7.1x</b>	<b>0.4x</b>	<b>0.4x</b>
<b>Arcelik *</b>	<b>ARCLK TI Equity</b>	<b>Türkiye</b>	<b>1,810</b>	<b>10.4x</b>	<b>6.5x</b>	<b>4.7x</b>	<b>3.8x</b>	<b>0.5x</b>	<b>0.4x</b>
<b>VESTEL</b>		<b>Türkiye</b>	<b>523</b>	<b>a.d.</b>	<b>a.d.</b>	<b>4.1x</b>	<b>3.9x</b>	<b>0.5x</b>	<b>0.4x</b>
<b>Yurtdışı Benzerlere Göre Prim./İskn.</b>				a.d.	a.d.	-51%	-45%	12%	-6%
<b>Yurtiçi Benzerlere Göre Prim./İskn.</b>				a.d.	a.d.	-14%	4%	-13%	-8%
<b>VESBE</b>		<b>Türkiye</b>	<b>412</b>	<b>4.3x</b>	<b>3.0x</b>	<b>3.6x</b>	<b>3.1x</b>	<b>0.5x</b>	<b>0.4x</b>
<b>Yurtdışı Benzerlere Göre Prim./İskn.</b>				-66%	-76%	-56%	-56%	14%	-7%
<b>Yurtiçi Benzerlere Göre Prim./İskn.</b>				-59%	-54%	-23%	-17%	-12%	-9%

Kaynak: İş Yatırım Tahminleri ve Bloomberg

## SEKTÖR ANALİZİ

### TÜRKİYE BEYAZ EŞYA SANAYİ - YURTIÇİ PAZAR

2001 - 2018 yılları arasında %7 YBBO kaydeden yurtiçi beyaz eşya satışları 2017'de 8,5 milyon adetlik ile en yüksek seviyesinden sonra 2018'de 7,1 milyon adede ulaştı. Türkiye'de beyaz eşya alımlarının hane halkı harcamasındaki payı %6,3'dür. Türkiye beyaz eşya pazarının büyüme dinamikleri aşağıdaki şekilde özetlenebilir;

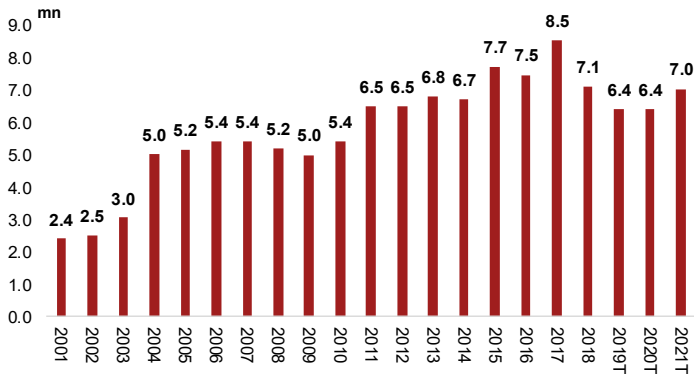
**1) Avantajlı demografik yapı:** Türkiye'nin toplam 82 milyonluk nüfusunun yaklaşık %47'si 30 yaşın altında ve medyan yaşı ise 32'dir. Ek olarak, Türkiye'deki yıllık nüfus artışı AB ortalamasının 3 katından fazladır.

**2) Hane halkı büyüklüğünde ve yapısında değişiklik:** Türkiye'de ortalama hane halkı büyüklüğü, değişen yaşam tarzlarının ve evlilik ile boşanma sayısının artmasıyla 2012'de 3,7'den 2017'de 3,4'e düşmüştür (yılda yaklaşık ~ 500 bin evlilik ve ~ 140 bin boşanma). Türkiye'de yeni hane halkı oluşma oranı %2,5 -%3'tür.

**3) Eski cihaz havuzundan kaynaklanan yedek satışlar, düşük enerji tüketimi ve ankastre ürünlere geçiş:** Türkiye'de mevcutta kullanımda olan buzdolaplarının %60-65'i ve çamaşır makinelerinin ise %45-50'si, A+ altı enerji sınıfına sahip. Türkiye'de beyaz eşya için değiştirme döngüsünün yaklaşık 8-10 yıl olduğu tahmin edilmektedir.

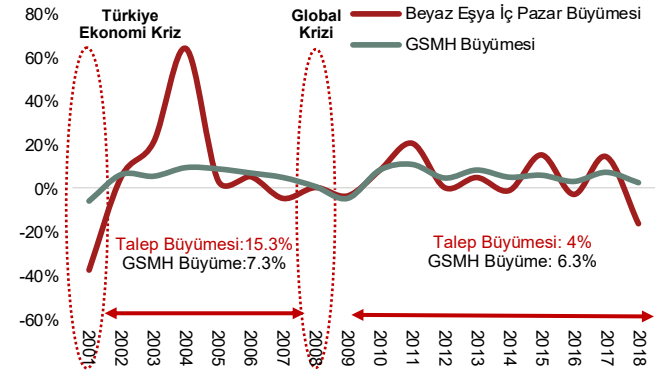
**4) Bazı kategorilerde hala düşük penetrasyon:** Türkiye'de halihazırda fırınlardaki %85, bulaşık makinelerindeki % 67, klimadaki %35 ve kurutucularda %8 olan penetrasyon oranları, Avrupa'daki ana ev aletlerinde (MDA) ortalama % 90 olan penetrasyon oranının altındadır.

Tablo 8: Yurtiçi Beyaz Eşya Satışları (Toptan)



Kaynak: TURKBESD, İş Yatırım Tahminleri

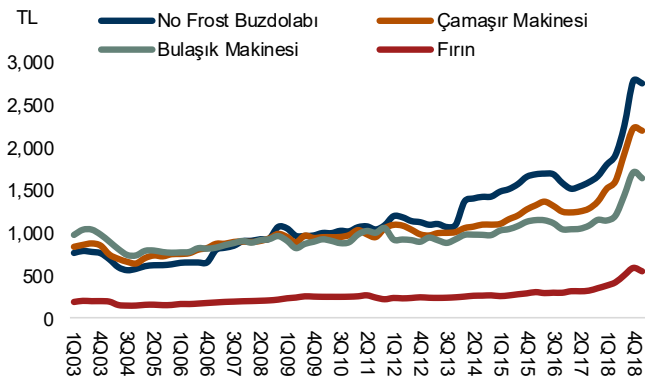
Tablo 9: Beyaz Eşya Pazar Büyümesi / GSMH Büyümesi



Kaynak: TURKBESD, İş Yatırım Tahminleri

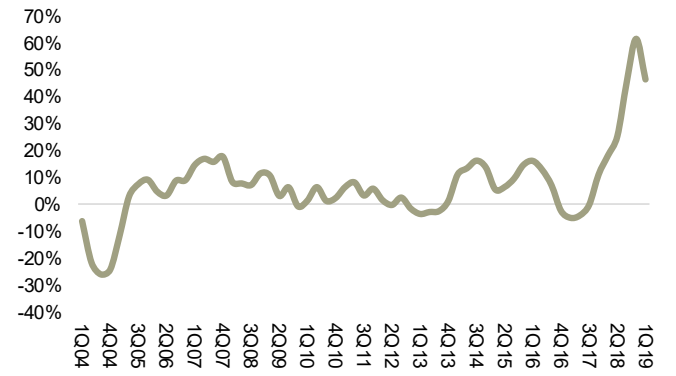
Türkiye'de beyaz eşya üretiminde hammadde maliyetlerinin büyük çoğunluğu döviz bazlı olduğundan, sektör oyuncularını 2018'de TL'deki sert değer kaybının neden olduğu maliyet artışlarını yansıtmak için beyaz eşya ürünlerinin satış fiyatlarını arttırdılar. Ağustos ayından 2018 yılının sonuna kadar sektörde satış fiyatları yaklaşık %45 artış gösterdi. 2017'deki güçlü baz yılının ardından fiyat artışlarıyla gerileyen alım gücü ile birlikte tüketici güvenindeki gerileme 2018 yılında yurtiçi beyaz eşya satışlarında %17 daralmaya neden oldu. 2019'un Haziran ayının sonuna kadar devam eden ÖTV teşviğine rağmen, 1Ç19'de yurtiçi beyaz eşya satışları yıllık bazda %11 geriledi. TL'deki kırılganlık göz önünde bulundurulduğunda 2019 yılının geri kalanında sektör oyuncularını tarafından daha fazla fiyat artışı gerçekleştirilebilir. Aslına bakılırsa, Nisan ayında beyaz eşya ürünlerinde düşük tek haneli fiyat artışları gözlemlendiğini söylemekte fayda var. 2019'da yurtiçi beyaz eşya satışlarında, özellikle ürün satış fiyatlarındaki artış, tüketici güvenindeki düşüş ve alım gücündeki gerileme nedeniyle 2018'e kıyasla %10 daralma öngörüyoruz.

Tablo 10: İç Piyasa Ortalama Satış Fiyatları - Beyaz Eşya



Kaynak: TÜİK

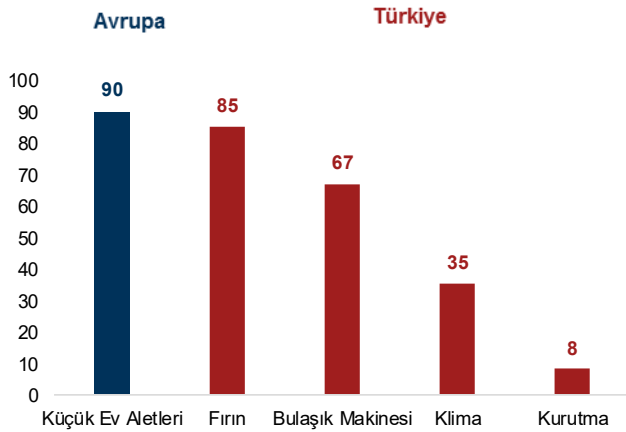
Tablo 11: İç Piyasa Ortalama Fiyat Artışları - Beyaz Eşya



Kaynak: TÜİK

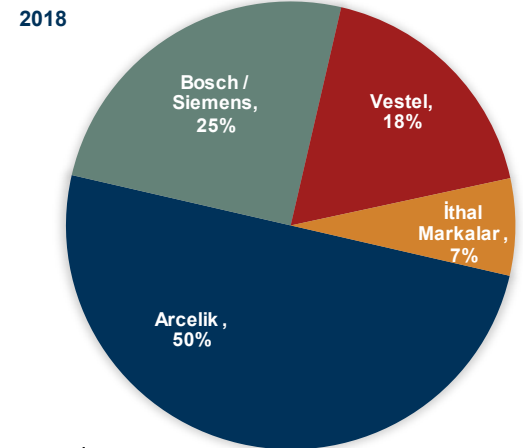


Tablo 12: Penetrasyon Oranları %



Kaynak: VESTEL Yatırımcı Sunumu

Tablo 13: Beyaz Eşya İç Pazarındaki Oyuncular



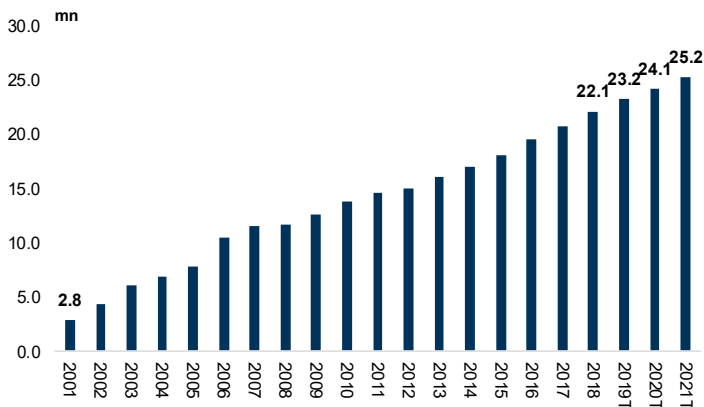
Kaynak: İş Yatırım Tahminleri

Türkiye beyaz eşya pazarına üç üretici oyuncu hakimdir; Arçelik ve Vestel olarak ikisi yerel marka diğeri Alman Bosch Grubu. Bir Koç Grubu şirketi olan ve 1955 yılında kurulan Arçelik, yurtiçi beyaz eşya pazarının ~% 50 payla lideridir. Arçelik, Türkiye dışında, Romanya, Rusya, Çin, Güney Afrika, Pakistan ve Tayland'da üretim tesislerine sahiptir. Avrupa'nın en büyük 3. beyaz eşya şirketi olan Arçelik'in konsolide satış gelirlerinde uluslararası satışların payı % 60'dır. Zorlu Grup şirketi olan ve 1997 yılında kurulan Vestel Grubu'nun beyaz eşya üretici şirketi olan Vestel Beyaz Eşya, yurtiçi beyaz eşya pazarında %18 pazar payına sahip üçüncü büyük oyuncudur. Vestel'in üretim merkezi Manisa'da bulunmaktadır. İhracat, Vestel Beyaz Eşya'nın gelirlerinin neredeyse %75-80'ini oluşturmaktadır. Alman beyaz eşya üreticisi Bosch/Siemens'in üretim tesisi Tekirdağ'da bulunurken, %25 pazar payıyla yurtiçi pazarda 2. büyük oyuncudur. ABD merkezli beyaz eşya üreticisi Whirlpool'un Manisa'da bir üretim tesisi bulunmaktadır. Türkiye pazarında Hotpoint ve Indesit markalarıyla tanınan Whirlpool, 4Ç18'de yurt içi satışlarını durdurdu ve yalnızca ihracata odaklandı. Vestel, Whirlpool'un mevcut ürün havuzunun satış sonrası hizmetlerini yurtiçi pazarda devam ettirecektir. Samsung, LG, Electrolux ve Miele, iç piyasadaki ithal edilen başlıca beyaz eşya markalarıdır.

### TÜRKİYE BEYAZ EŞYA SANAYİ - İHRACAT

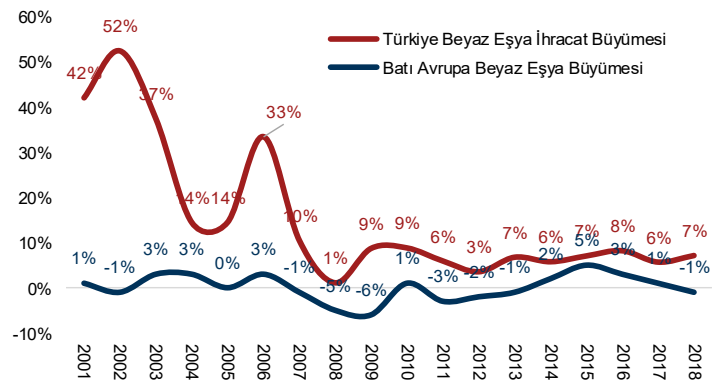
Katma değeri yüksek ürünler, güçlü ihracat hacmi, rekabet gücü ve marka bilinirliği sayesinde beyaz eşya sektörü, Türkiye ekonomisinin önde gelen sektörlerinden biridir. Toplam küresel beyaz eşya ihracatında %30 paya sahip olan Çin dünyanın en büyük beyaz eşya ihracatçısı iken, Türkiye ise 4. sırada yer almaktadır. AB, Türkiye beyaz eşya sanayiinin ana ihracat pazarıdır. Türkiye'nin beyaz eşya ihracatındaki ilk üç ülke ise %17 pay ile İngiltere,%10 pay ile Fransa ve %9 pay ile Almanya'dır. Yüksek üretim kalitesi, Avrupa'ya yakınlığı sayesinde lojistik avantajı - daha düşük nakliye maliyetleri ve Asyalı üreticilere göre daha kısa teslimat süreleri ve iyi gelişmiş bir tedarikçi tabanı, Türkiye beyaz eşya ihracatçılarının en büyük rekabet avantajıdır. Türkiye'nin beyaz eşya ihracatı 2001 ve 2018 yılları arasında %13 adetsel YBBO artışı elde etmiş ve 2018 yılında 3 milyar ABD Doları'na değerinde 22,1 milyon ihracat adedine ulaşmıştır.

Tablo 14: Türkiye Beyaz Eşya İhracatı



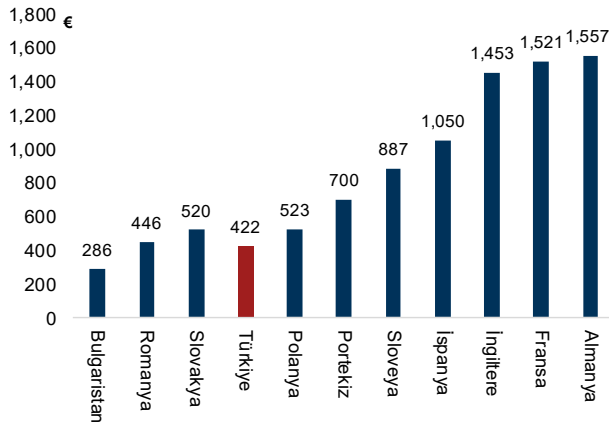
Kaynak: TURKBESD, İş Yatırım Tahminleri

Tablo 15: Türkiye Beyaz Eşya İhracatı / Batı Avrupa Beyaz Eşya Pazar Büyümesi



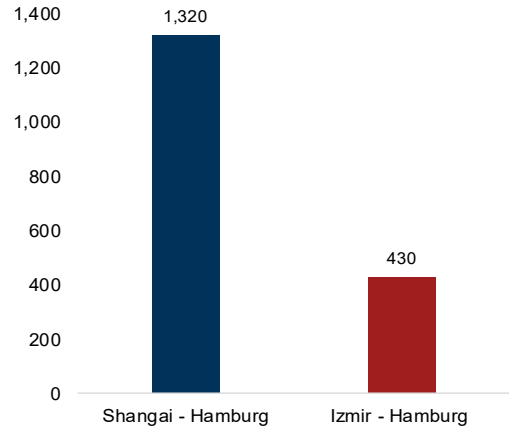
Kaynak: TURKBESD, TÜİK

Tablo 16: Aylık Asgari Ücret Kıyaslaması



Kaynak: VESTEL Yatırımcı Sunumu

Tablo 17: Nakliye Maliyeti Kıyaslaması

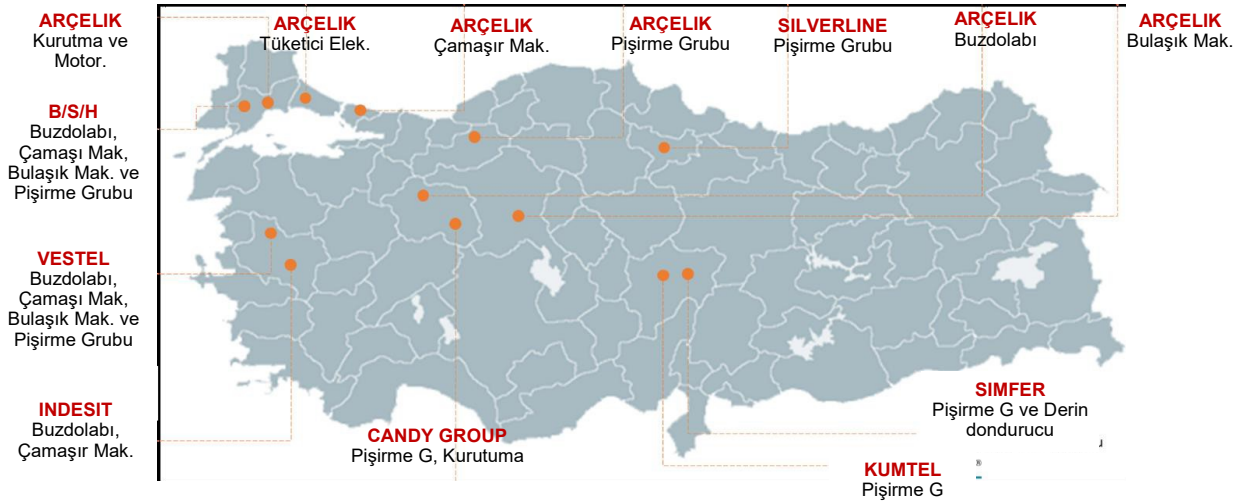


Kaynak: VESTEL Yatırımcı Sunumu

## TÜRKİYE BEYAZ EŞYA SANAYİ - ÜRETİM

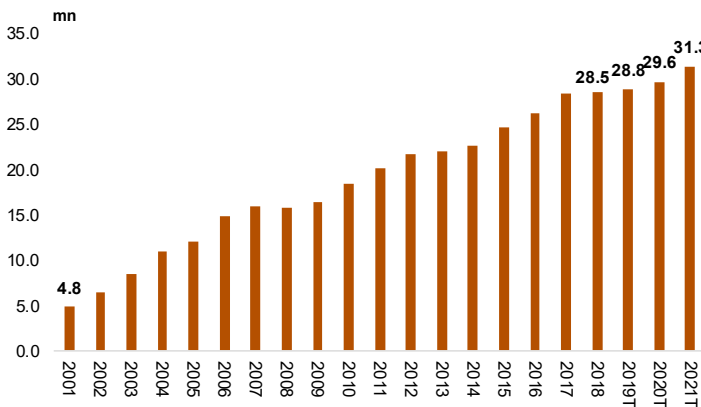
İhracat, Türkiye toplam beyaz eşya üretiminin %75-80'ini oluşturmaktadır. 2001-2018 yılları arasında %11 YBBO kaydeden sanayi üretim hacmi 2018'de 28,5 milyon adete ulaşmıştır. Sanayinin KKO 2018'de %75 seviyesindedir.

Tablo 18: Türkiye Beyaz Eşya Üreticilerinin Coğrafi Dağılımı



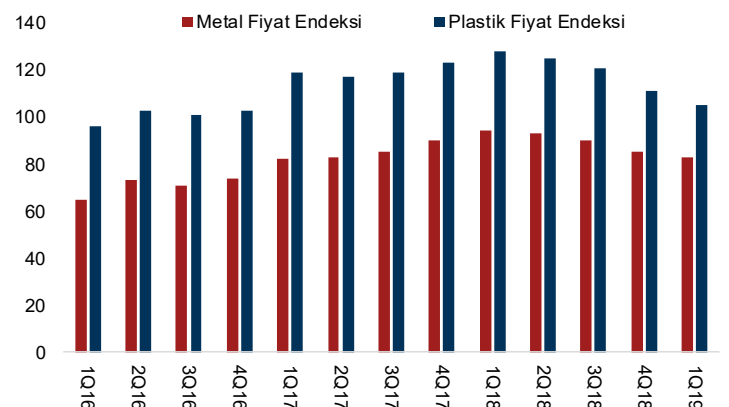
%49 pay ile plastik ve %41 pay ile metal levha, beyaz eşya sanayiinde kullanılan başlıca hammaddeler olup, küresel emtia piyasalarından tedarikleri çoğunlukla döviz bazında olmaktadır. Küresel emtia piyasalarına hammadde tedariki açısından bağımlılık, Türkiye beyaz eşya üreticilerini döviz kurlarına ve emtia fiyatlarına duyarlı hale getirmektedir. 2017'de yüksek emtia fiyatları beyaz eşya üreticilerinin kar marjlarını olumsuz yönde etkilemiştir. 2018'de ise TL'nin sert değer değer kaybı, yerli oyuncuların satış fiyatlarını %45'e kadar yükseltmesine neden olmuştur.

Tablo 19: Türkiye Beyaz Eşya Üretim Hacmi



Kaynak: TURKSBED, İş Yatırım Tahminleri

Tablo 20: Hammade Fiyat Endeksi Gelişimi

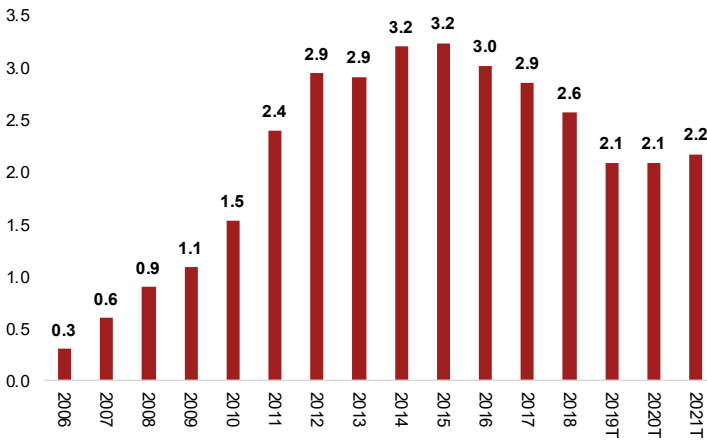


Kaynak: ARÇELİK Yatırımcı Sunumu

## TÜRKİYE TÜKETİCİ ELEKTRONİĞİ SANAYİ - YURTIÇİ PAZAR

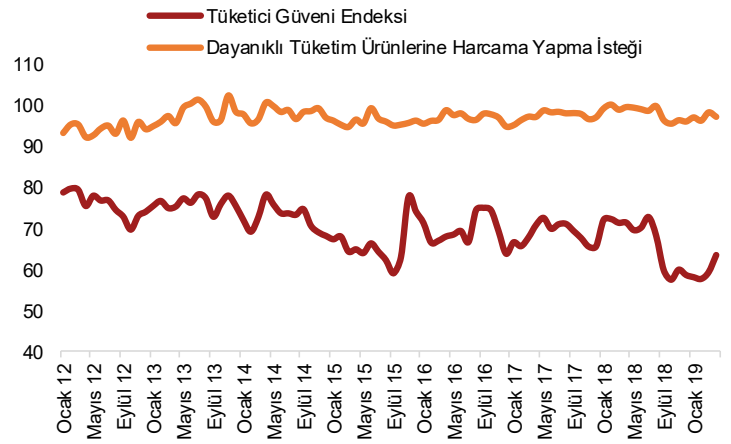
2008-2012 yılları arasında yurtiçi TV satışları, CRT'den LCD TV'lere geçiş nedeniyle ortalama yıllık %38 oranında güçlü bir büyüme kaydetmiştir. 2015 yılında ise 3.2 milyon adetle en yüksek seviyesine ulaşmasının ardından, Türkiye'de TV satışları, TL'deki keskin değer kaybının olumsuz etkisi nedeniyle düşüş eğiliminde olmuştur. Nitekim, yurt içi TV satışları 2018'de 2017 yılına göre %10 daralma kaydetmiştir. 2019'da yurtiçi TV satışlarının, özellikle TV fiyatlarındaki artış, tüketici güvenindeki düşüş ve alım gücündeki gerileme nedeniyle %20 oranında daralacağını öngörüyoruz. Avrupa'daki %90 penetrasyon oranına kıyasla LCD TV'de %65 olan düşük penetrasyon oranı, Türkiye TV pazarında Avrupa pazarında daha yüksek büyümeye neden olabilir.

Tablo 21: Yurtiçi TV Satışları (Perakende)



Kaynak: VESTEL Yatırımcı Sunumu

Tablo 22: Tüketici Güven Endeksi

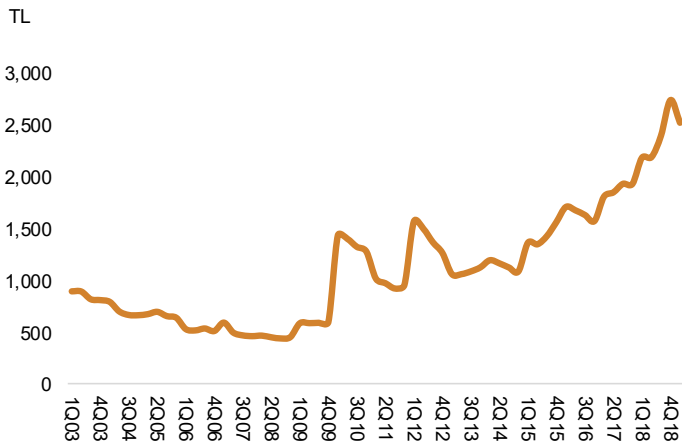


Kaynak: TURKBESD, TÜİK

Dünya Kupası gibi uluslararası spor etkinliklerinin TV satışlarının üzerinde genellikle olumlu bir etkisi bulunmaktadır.

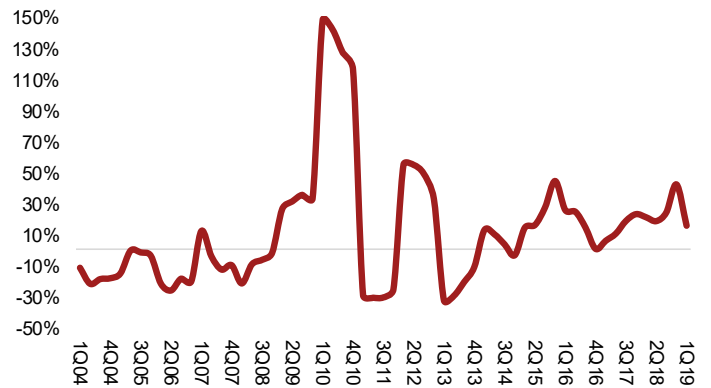
TV'ler için değiştirme döngüsünün 6-7 yıl olduğu tahmin edilmektedir. Open cell, TV üretimi için ana parça olup, 32" ekran için fiyatları 2017'deki 71 ABD Dolar/adet dan 2018'de 54 ABD Dolar/adet ve 1Ç19'de 41 ABD Dolar/adet gerilemiştir. Bu nedenle, open cell fiyatlarındaki hareketler ve TL'nin ABD Doları karşısında değer kaybetmesi / değer kazanması, yerel TV üreticilerinin satış fiyatlarının yanı sıra maliyet tabanını etkileyen en önemli faktörlerdir.

Tablo 23: Ortalama Yurtiçi Satış Fiyatları - TV



Kaynak: TÜİK

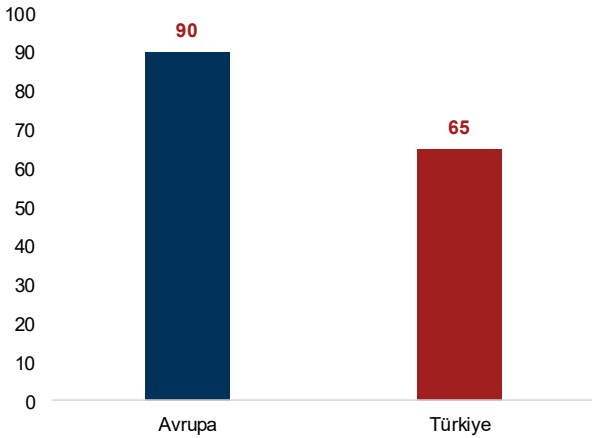
Tablo 24: Ortalama Satış Fiyat Artışı - TV



Kaynak: TÜİK

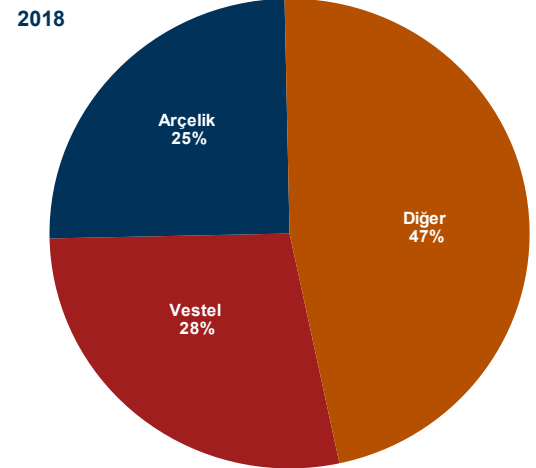
Vestel Grubu

Tablo 25: LCD TV'lerde Penetrasyon Oranları



Kaynak: VESTEL Yatırımcı Sunumu

Tablo 26: Yurtiçi TV Pazarındaki Oyuncular



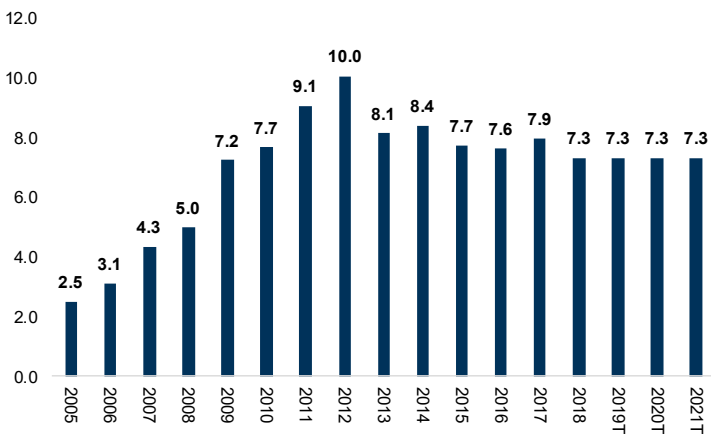
Kaynak: İş Yatırım Tahminleri

Arçelik ve Vestel, Türkiye'deki en büyük televizyon üreticileridir. %28 pazar payına sahip olan Vestel, yurtiçi TV pazarının lideridir. Vestel'den hemen sonra Arçelik %25 pazar payı ile ikinci sırada yer almaktadır. Yurtiçi pazarda ithal TV markaların payı ise 2014'deki %50'den 2018'de %35 -%40'e gerilemiştir.

### TÜRKİYE TÜKETİCİ ELEKTRONİĞİ SANAYİ - İHRACAT

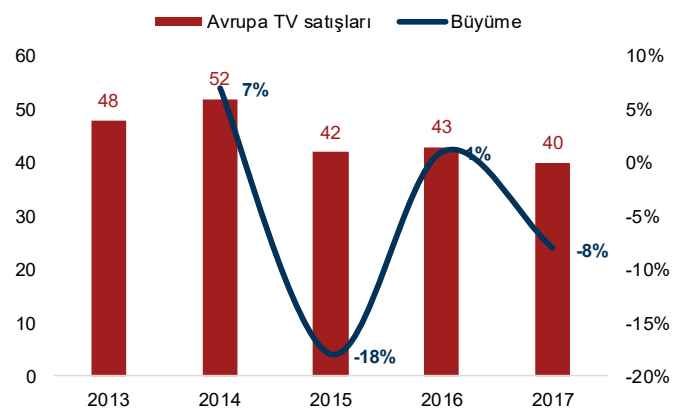
Türkiye'nin TV ihracat hacmi 2005 - 2018 yılları arasında %9 YBBO elde etmiştir. 2012'de 10 milyon adet ile tarihi en yüksek seviyesine ulaştıktan sonra, TV ihracatı ana ihracat pazarı Avrupa'daki pazar dinamiklerindeki değişiklik nedeniyle düşüş trendine girmiştir. Türkiye'nin toplam TV üretiminin %75-80'i ihracata yöneliktir. Önümüzdeki dönemde Türkiye'nin TV ihracatının sabit seyir izleyeceğini öngörüyoruz.

Tablo 27: Türkiye TV İhracat Hacmi



Kaynak: VESTEL Yatırımcı Sunumu

Tablo 28: Avrupa TV Satışları



Kaynak: VESTEL Yatırımcı Sunumu

## ŞİRKET PROFİLİ

### ZORLU GRUBU

1953 yılında Hacı Mehmet Zorlu tarafından Güney Batı Türkiye'de küçük bir kasaba olan Babadağ'da kurulan Zorlu Holding, Türkiye'nin önde gelen sanayi holdinglerinden biridir. 1980'li yıllara kadar Zorlu Grubu ev tekstili iş kolunda büyümeye devam etti. 1994 yılında Vestel Elektronik Zorlu Grubu'na eklendi. İki yıl sonra 1996'da, Grup, enerji sektörüne girerek portföyündeki şirket sayısını artırdı. Zorlu Grubu 2006 yılında ise gayri menkul işine girmiştir. Zorlu Holding A.Ş. şu an beş ana sektörde faaliyet göstermektedir: 1) Ev tekstili ve polyester iplikler, 2) Tüketici elektroniği, beyaz eşya ve IT ve dijital ürünler, 3) Gayrimenkul, 4) Enerji ve 5) Madencilik.

Tablo 29: Zorlu Grubu

Korteks & Zorluteks	Vestel	Zorlu Enerji	Zorlu GYO.	Meta Nikel Kobalt Madencilik
<ul style="list-style-type: none"> <li>Türkiye'nin en büyük tam entegre polyester iplik üreticisi ve Avrupa'nın en büyük ev tekstili üreticisi</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Avrupa TV, beyaz eşya ve dijital ürün pazarları için lider ODM üreticisi</li> <li>Vestel markası altında Türkiye TV pazarında lider, beyaz eşya pazarında 3. büyük oyuncu</li> <li>%17 pazar payı ile Avrupa pazarında 3. büyük oyuncu</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>39 MW kurulu güç ile Türkiye'nin önde gelen bağımsız güç sağlayıcılarından</li> <li>Türkiye'de özel üreticilerin (BOO, BOT &amp; TOR hariç) toplam elektrik üretiminin %1'ini oluşturuyor.</li> <li>Pakistan'da 56.4 MW rüzgar santrali ile İsrail'de 840 MW CCGT santralinde %25 ve iki doğal gaz santralinde (64.54 MW ve 126.4 MW) %42.15 hisseye sahip</li> <li>Ayrıca anahtar teslim enerji santralleri inşaatı ve onarım-bakım segmentlerinde elektrik ve gaz dağıtım ve ticaretinde aktif</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Türkiye'de ve yurtdışında yüksek kaliteli konut ve ofis projeleri, iş merkezleri, AVM, hastaneler, oteller ve / veya karmaşık gayrimenkul projelerini geliştirmek, satmak, kiralamak ve işletmek amacıyla 2006 yılında kurulmuştur.</li> <li>Türkiye'nin ilk "karma kullanımlı" gayrimenkul projesi olan 5 farklı fonksiyona sahip Zorlu Center, 4Ç13-3Q14 dönemlerinde devreye girdi.</li> <li>A sınıfı bir ofis binası olan Zorlu Levent 199, 2014 yılında tamamlandı.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Lateritik nikel-kobalt kaynaklarının geliştirilmesi</li> <li>Çeşitli şekillerde büyük bir bölgesel nikel tedarikçisi olma hedefleri</li> <li>Batı Türkiye'de üç nikel-kobalt laterite projesi: Gördes, Eskişehir ve Uşak</li> <li>Gördes - en gelişmiş proje: 300 bin ton kanıtlanmış rezerv, 10 bin ton / yıl kapasiteli bir HPAL tesisi 2014 sonu itibarıyla ~ 400 milyon ABD doları yatırımla çevrimiçi hale getirildi</li> </ul>

Kaynak: VESTEL Yatırımcı Sunumu

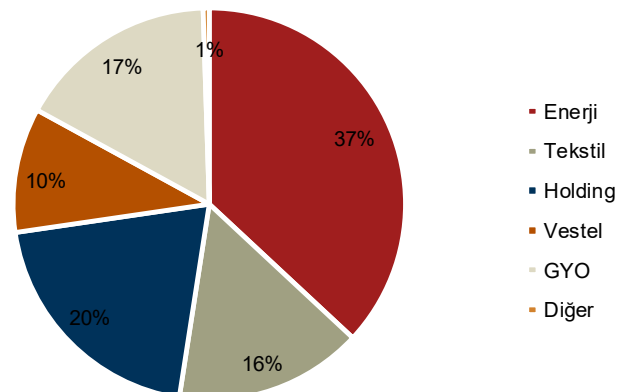
Zorlu Holding'in (Vestel Elektronik'deki %75,6 ile doğrudan hissedar; Vestel Beyaz Eşya'da %71,96 ile dolaylı hissedar) halka açık olan 2017 tarihli en son halka açık konsolide finansallarına göre 24,4 milyar TL (6,5 milyar ABD Doları) toplam net borcu bulunmaktadır. Zorlu Holding 9x Net Borç/FAVÖK rasyosu ve 13x'e yakın Varlık / Özsermaye oranı ile yüksek borçluluğa sahiptir. Holdingin toplam net borcunun büyük kısmı 9 milyar TL ile Enerji segmenti, 4,9 milyar TL ile Holding, 4 milyar TL ile gayrimenkul, 3,8 milyar TL ile tekstil ve son olarak 2,5 milyar TL ile tüketici elektroniği ve ev aletlerinden oluşmaktadır. Vestel Elektronik'in 2018 yılında ürettiği nakdin büyük kısmı Grup Şirketlerine (ağırlıklı olarak Zorlu Holding, Vestel Savunma, META) krediler (1.1 milyar TL tutarında) ve hisse alımları (250 milyon ABD Doları tutarında madencilik şirketi META'da %50 hisse satın alım bedeli) olarak aktarılmıştır.

Tablo 30: Zorlu Holding Özet Finansallar

TL milyar	2016	2017
Satış gelirleri	14.2	20.4
FAVÖK	2.0	2.7
Net Borç - TL	14.4	24.4
Net Borç - ABD doları	4.1	6.5
Net Borç / FAVÖK	7.2x	9.0x
Net Finansal Gelir	1.5	2.5
Net Finansal Gelir / FAVÖK	0.7x	0.9x
Varlıklar	30.0	42.9
Ana ortaklık sahiplerine atfedilen özkaynak	4.4	3.4

Kaynak: Zorlu Holding 2017 Faaliyet Raporu

Tablo 31: Net borç Dağılımı (2017)



Kaynak: Zorlu Holding 2017 Faaliyet Raporu



## VESTEL ELEKTRONİK

1994 yılında kurulan Vestel Elektronik, 18'i Türkiye dışında faaliyet gösteren toplam 28 şirketten oluşmaktadır. Vestel Elektronik, bölgenin Avrupa pazarı için önde gelen TV, beyaz eşya ve dijital ürünler ODM üreticisidir. Teknoloji ve tasarım geliştirme yeterliliğine dayalı çeşitlendirilmiş ürün yelpazesi ile Vestel Elektronik 21 yıldır 155 ülkeye yaptığı ihracat ile tüketici elektroniği sektöründe Türkiye'nin ihracat şampiyonudur. Avrupa'nın en modern teknoloji üreticileri arasında yer alan Vestel, tüm üretimini Türkiye Manisa'da bulunan ve Avrupa'nın en büyük üretim komplekslerinden biri olan Vestel City'de 9 üretim tesisi ile gerçekleştirmektedir. Vestel Elektronik, yıllık 10.2 milyon adet üretim kapasitesiyle Avrupa'daki en büyük üç TV üreticisi arasında yer almaktadır. Vestel Elektronik ayrıca yıllık 12 milyon adet üretim kapasitesi ile Avrupa'nın en büyük 5 ev aletleri üreticisinden biridir. Şirket ayrıca yılda 4 milyon adet üretim kapasitesi ile dijital ve cep telefonları da üretmektedir. Şirket'in Venus marka akıllı telefonları Eylül 2014'ün sonunda pazara sunuldu. Şirket, Venus'un mevcut %4 pazar payını uzun vadede en az %10'a çıkarmayı hedefliyor. Akıllı telefonlardan elde edilen gelir Vestel Elektronik'in konsolide gelirlerinde çok küçük bir paya sahiptir. Vestel, %28 pazar payıyla yurtiçi TV pazarı lideri ve %18 pazar payıyla yurtiçi beyaz eşya pazarında 3. en büyük oyuncudur. Vestel Elektronik, Türkiye toplam TV ihracatında %90, Türkiye'nin toplam beyaz eşya ihracatında ise %30 paya sahiptir.

**Tablo 32: Üretim Kapasitesi**

Üretim Kapasitesi	Yıllık/Adet
TV	10,180,000
Beyaz Eşya	12,000,000
Dijital ve Mobil Ürünler	4,000,000

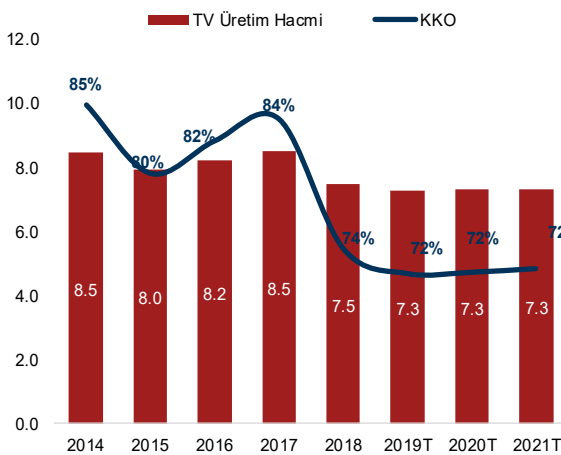
Kaynak: VESTEL Yatırımcı Sunumu

## VESTEL BEYAZ EŞYA

1997 yılında kurulan Vestel Beyaz Eşya üretime 1999 yılında buzdolabı üretimi ile başlamıştır. Şirkette %95,18 hisseye sahip Vestel Elektronik'in beyaz eşya üretim koludur. Vestel Beyaz Eşya, Vestel Grubu'nun tüketici elektroniğindeki güçlü geçmişinden ve ününden yararlanmaktadır. Büyük ev aletlerindeki tam ürün portföyü (buzdolabı, dondurucular, çamaşır makineleri, bulaşık makinesi, çamaşır kurutma makineleri, pişirme cihazları) 1H18'de çamaşır kurutma makineleri ile tamamlanmıştır. Şirket'in iç ve ihracat pazarlarındaki satış ve pazarlama faaliyetleri Vestel Grubu'nun pazarlama kolu olan Vestel Ticaret tarafından yürütülmektedir.

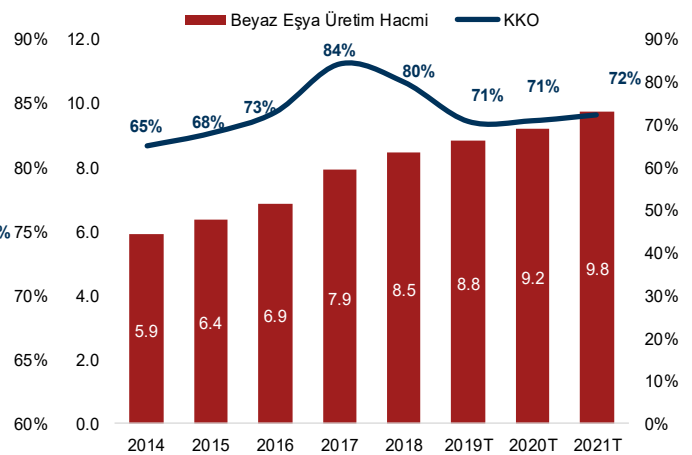
Yılda toplam 12 milyon adet beyaz eşya üretim kapasitesine sahip Vestel City'de üretim yapan Vestel Beyaz Eşya, beyaz eşyada Avrupa'nın en büyük 5 üreticisi arasındadır. Vestel Beyaz Eşya'nın toplam satış hacmindeki ihracatın payı %80-85 iken, toplam gelirlerde payı %75 -%80'dir.

**Tablo 33: TV Üretim Adetleri ve KKO**



Kaynak: VESTL Yatırımcı İlişkileri Sunumu

**Tablo 34: Beyaz Eşya Üretim Adetleri ve KKO**



Kaynak: VESTL Yatırımcı İlişkileri Sunumu

## VESTEL TİCARET

Vestel Ticaret, Vestel Grubu'nun satış ve pazarlama koludur. Tüm ürün portföyünün - TV, ev aletleri ve akıllı telefonlar - yurt içi ve yurt dışı satış ve pazarlama faaliyetleri Vestel Ticaret tarafından yapılmaktadır.

155 ülkeye ihracat yapan Vestel'in İngiltere, İspanya, Fransa, Romanya, Almanya, Hollanda, Rusya, Kazakistan, Finlandiya, Polonya ve Birleşik Arap Emirlikleri'nde 11 satış ve pazarlama ofisi bulunmaktadır. Grubun ayrıca Rusya, BDT ve Orta Doğu'da 2.750 satış noktası bulunmaktadır.

TL'nin değer kaybı ve küçülen teknoloji pazar kanalından olumsuz etkilenen uluslararası oyunculara kıyasla, güçlü bayi ağı sayesinde Vestel'in yurtiçi TV pazarındaki yaklaşık %28 pazar payıyla lider konumunu korumasını bekliyoruz.

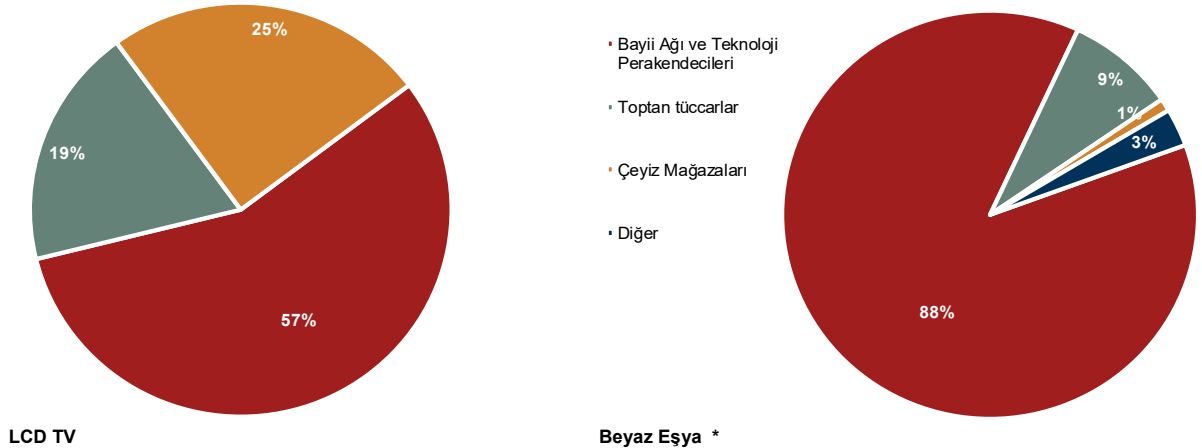
Yeni marka stratejisi, satış sonrası hizmetlerdeki iyileşme, bayi ağının genişletilmesi ve optimizasyonu, bayi mağazalarının iyileştirilmesi, yeni satış kanallarına yönelim ve Regal markasının alt marka olarak yeniden yapılandırılmasına odaklanan Vestel, yurtiçi beyaz eşya pazarında payını 2014 yılındaki %16'dan 2018'de %18'e arttırmayı başardı.

Tablo 35: Marka Portföyü



Kaynak: VESTEL Yatırımcı Sunumu

Tablo 36: Yurtiçi pazarda beyaz eşya satışlarının %88'i ve LCD TV satışlarının %57'si bayi ağı tarafından yapılmaktadır



LCD TV

Beyaz Eşya \*

Kaynak: GfK Türkiye, VESTEL Yatırımcı Sunumu

Teknoloji perakendecilerin payı, beyaz eşya için bayi ağına dahil edilmiştir.

**Meta Nikel Kobalt Madencilik (META)**

2000 yılında Türkiye'de nikel madenciliği yapmak üzere kurulan META, 2007 yılından beri Zorlu Grubu bünyesinde faaliyet göstermektedir. Şirketin Manisa Gördes'teki nikel kobalt madenciliği tesisi 2014 yılı sonunda faaliyete geçmiştir. Tesis yıllık 10.000 ton nikel metal eşdeğeri ve yılda 550 ton kobalt metal eşdeğeri üretim kapasitesine sahiptir. Gördes'in yanı sıra, Eskişehir'de lisanslı bir alana sahip olan META, Türkiye'nin çeşitli bölgelerinde de araştırma faaliyetlerinde bulunmaktadır. META halihazırda bir ara ürün olan nikel-kobalt hidroksit (MHP) üretmekte ve önümüzdeki dönemde Li-ion pil üretimi için kritik olan nikel sülfat ve kobalt sülfat bileşiklerinin üretimi için bir yatırım yapmayı planlamaktadır.

Vestel Elektronik'in iş alanlarını çeşitlendirmek ve yeni nesil teknolojilere yatırım yaparak kârlı bir büyüme sağlamak hedefine uygun olarak, Vestel Elektronik Türkiye'yi Avrupa pazarı için batarya üretim merkezine dönüştürmek amacıyla, 50/50 ortaklığında elektrikli araçlar ve enerji depolama sistemleri için pil üretimi maksadıyla bir batarya tesisi kuracaktır.

Elektrikli araç pillerinin üretimi için kritik hammadde olan nikel sülfat ve kobalt sülfat bileşiklerinin tedarikini güvence altına almak için Vestel Elektronik, Haziran 2018'de META'nın %50 hissesini Zorlu Holding'ten 250 milyon ABD Doları tutarında satın aldı.

Kuruluşundan bu yana META'ya toplam yatırım 400 milyon ABD Doları'na ulaşmıştır. Vestel Elektronik, 2Y18'de ve 1Ç19'de özellikle META'nın zararlarından kaynaklanan sırasıyla 91 milyon TL ve 80 milyon TL tutarında iştirak zararı kaydetti.

**Türkiye'nin Otomobil Girişim Grubu Sanayi ve Ticaret A.Ş.**

Türkiye'nin Otomobil Projesi çerçevesinde, Ortak Girişim Grubu'nun yürüttüğü ana hissedarı olan Zorlu Holding A.Ş.'nin taraf olduğu çalışmaları takiben Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş., Türkiye'nin Ağırlıklı olarak elektrikli binek otomobil üretmek ve destekleyici faaliyetlerde bulunmak üzere kurulan "Otomobil Girişim Grubu Sanayi ve Ticaret A.Ş." %19 pay ile iştirak etmiştir. Bu kapsamda 31 Mayıs 2018 tarihinde Hissedarlar Anlaşması ve Esas Sözleşme imzalanmıştır. Yeni şirketin kuruluşu 28 Haziran 2018 tarihinde tamamlanmıştır.

## İŞ MODELİ - Vestel Grubu

Büyük bir üretim kapasitesi ile tek çatı altında üretim faaliyetlerini yürüten Vestel Grubu rakiplerine oranla önemli bir ölçek ve maliyet avantajına sahiptir. Tek lokasyonda üretim yapmak Vestel Grubuna nakliye, lojistik ve depolama avantajları sağlamaktadır. Büyük ölçekte üretim yapan Vestel Grubu girdi satın alımlarında ölçek avantajının sağladığı pazarlık gücünden yararlanır. Manisa'daki dev üretim kompleksi İzmir limanına ve beyaz eşyada iyi gelişmiş iç tedarikçi ağına yakın olmanın sağladığı lojistik avantajlarına sahiptir. Aynı zamanda Avrupa pazarına yakınlık daha kısa teslimat süreleri ve Asya rakipleri karşısında düşük taşıma maliyetleri açısından grubun elini güçlendirmektedir.

### İç Pazar (Tüketici Elektronik ve Beyaz Eşya)

Yurtiçi satışlar Vestel Beyaz Eşya'da yaklaşık %20, Vestel Elektronik'in konsolide gelirlerinde ise yaklaşık %30 paya sahiptir. Vestel Grubu, tüm ürünlerini iç pazarda kendi markası ile satmaktadır. "Vestel" Grubun Türkiye'nin ana markası olmasına rağmen, Grup ayrıca farklı pazar segmentlerini hedefleyen Regal, SEG, Finlux vb. gibi markalara da sahiptir. Vestel, kendi bayi ağını, teknoloji perakendecilerini, kitlesele tüccarlarını ve mutfak üreticilerini içeren iç pazarda çok kanallı bir büyüme stratejisi uygulamaktadır. Vestel ayrıca, alt markası "Regal" için yegane satıcı ağı geliştirmeye odaklanmaktadır. Vestel Grubu, Türkiye'de 1.133 adet yegane "Vestel" satış noktasına, 299 adet yegane Regal satış noktasına ve 360 adet yegane servis noktasına sahiptir.

### Büyüme Stratejisi

Vestel'in marka imajını ve farkındalığını arttırmak, bayi ağını genişletmek ve güçlendirmek, müşteri memnuniyetini ve marka sadakatini arttırmak için satış sonrası hizmetleri geliştirmeye devam etmek ve karlılığı arttırmak için ürün karmasını orta segmentten üst segment ürünlere kaydırmak Grubun iç pazardaki genel büyüme stratejisidir. Grup, yurtiçi TV pazarındaki pazar liderliğini korumayı, beyaz eşya pazarındaki pazar payını ise arttırmayı hedeflemektedir. Grup, hem tüketici elektronik hem de beyaz eşyada mevcut ürün gamını iyileştirmeyi ve otomotiv elektronik, tıbbi görüntüleme ekipmanı, elektrikli araçlar için pil ve tüketici elektronikinde enerji depolama ile beyaz eşyada ticari çamaşır makineleri gibi ilgili ürünlere açılmayı hedeflemektedir.

### İhracat Pazarları (Tüketici Elektronik ve Beyaz Eşya)

Hem tüketici elektronik hem de beyaz eşya segmentlerinde hem özgün tasarım üretim (ODM) hem de markalı ürün satışını gerçekleştiren Vestel Grubu ihracat pazarlarında karma bir iş modeline sahiptir. Grubun ihracat anlaşmaları, maliyet + mark-up anlaşmalarına dayanmamaktadır.

#### Özgün Tasarım Üretimi (ODM)

Vestel, önde gelen TV ve beyaz eşya üreticilerinin yanı sıra distribütör ve perakendeciler için de özgün tasarım imalatçısıdır. Bir ODM sağlayıcısı olarak Grup, özgün tasarım ve imalattan gümrükleme ve sabit nokta dağıtımına kadar tam hizmet sunmaktadır. Grup'un ODM işindeki müşterileri ile sözleşme süresi 6 ay ile 1 yıl arasındadır. ODM anlaşmaları kısa bir süre için Gruba yüksek görünürlük sağlarken, sözleşmenin yenilenmemesi üretici için bir risktir.

#### Markalı Ürün Satışları

Vestel Grubu, Toshiba, Sharp, Telefonken, Hitachi ve JVC gibi lisanslı global markalar için TV ve beyaz eşya ürünleri üretmektedir. Ayrıca Grup geçmişte Avrupa'da Graetz, Vestfrost, Windsor, Electra, Finlux, Dikom, NewPol ve Luxor gibi yerel niş markaları satın almıştı. Grup, Vestel markası altında Rusya, Orta Doğu, Afrika, BDT ve Körfez Bölgesine ihracat yapmaktadır. Markalı ürün satışları altında Vestel, satış ve pazarlama faaliyetlerini de sürdürmektedir. Markalı ürün satışlarının TV ihracatındaki payı ~% 70, beyaz eşya ihracatındaki payı ise %40-45'tir. Vestel, ODM'ye göre daha yüksek karlılık ve sürdürülebilirlik nedeniyle markalı ürün satışlarının ihracatındaki payını arttırmayı hedeflemektedir. Grubun ODM üzerinden markalarla göreceli olarak daha uzun ilişkileri bulunmaktadır.

### Büyüme stratejisi

Vestel, ihracat pazarlarındaki markalı ürün satışlarını yeni marka lisanslama anlaşmalarıyla ve markalı müşterilerin satın alınmasıyla hedefliyor. Grup, Avrupa'daki mutfak üreticileri satış kanalına daha fazla nüfuz ederek yerleşik ürün satışlarını büyütme hedefliyor.

Uzun vadede strateji planı olarak şirket, Asya gibi yüksek büyüme / düşük penetrasyonlu pazarlara açılmak için ortaklıklar kurmak ve / veya satın alımlar yapmak kaydıyla inorganik büyüme fırsatlarını da düşünüyor.

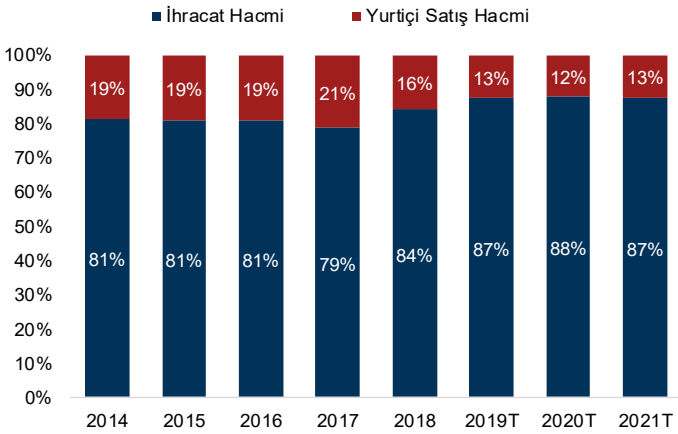
## FİNANSAL ANALİZ - VESTEL BEYAZ EŞYA

### SATIŞ GELİRLERİ

Vestel Elektronik'in iştiraki ve beyaz eşya üretim kolu olan Vestel Beyaz Eşya, 2014 ve 2018 yılları arasında yurtiçi beyaz eşya pazarında kaydedilen %1,5 YBBO'na kıyasla iç pazarda 2014'deki %15,5 olan pazar payının 2018'de %18'e yükselmesi sonucu yurtiçi satış hacminde aynı yıllarda %4 YBBO elde etti. 2018 yılında beyaz eşya ürünlerine uygulanan ÖTV muafiyetinin olumlu etkisi toptan satışlardan ziyade perakende satışlarında daha belirgindi. Vestel Beyaz Eşya'nın 2018'de yurtiçi satış hacmindeki düşüş yurtiçi beyaz eşya pazarındaki %17 daralmanın altında gerçekleşti. 2019'da yurtiçi beyaz eşya pazarındaki zayıf talebin devam etmesini bekliyor ve pazarın yıllık bazda %10 daralma göstereceğini tahmin ediyoruz. Vestel Beyaz'ın yurtiçi pazar satış hacminin ise pazar daralmasından daha fazla %17'ye ulaşacağını öngörüyoruz.

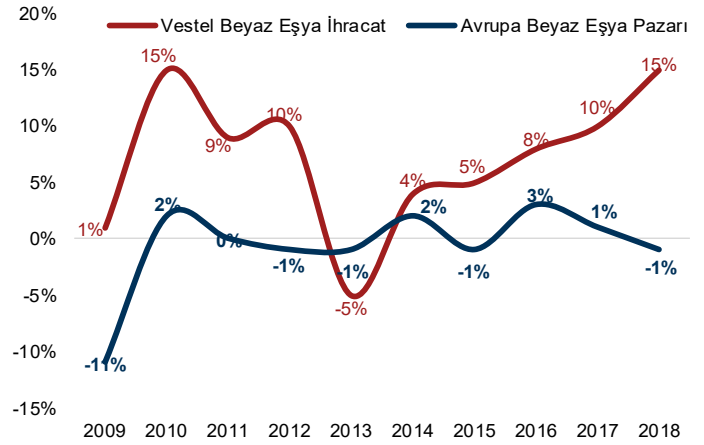
Vestel Beyaz Eşya'nın geçmiş ihracat adet verilerine bakıldığında, Avrupa'nın şirketin en büyük ihracat pazarı olmasına rağmen ihracat performansının Avrupa pazarındaki gelişmelerden nispeten bağımsız olduğunu gösteriyor. 2009 ve 2018 yılları arasında Vestel Beyaz Eşya'nın ihracat adetlerinin Avrupa beyaz eşya pazarındaki büyümenin altında kaldığı tek yıl 2013 yılıdır ki; onun sebebi de şirketin ihracat pazarlarında daha az kârlı modellerden çıkma stratejisidir. Nitekim, 2013'ten sonra şirketin beyaz eşya ihracatı, genişleyen ve iyileştirilen ürün sunumu, farklı müşterilere sunulan farklılaştırılmış ürünler, dünyaca tanınmış Sharp ile marka lisanslama anlaşması ve yeni ODM projeleri / müşterileri ile sayesinde Avrupa beyaz eşya pazarından daha iyi bir büyüme sağlamıştır. Vestel Beyaz Eşya'nın ihracatı, kapasite artırımları, yeni ürünler ve yeni ODM projeleri sayesinde yıllık bazda %17 büyüme ile 2018'de rekor seviyeye ulaştı.

Tablo 37: Satış Hacim (Yurtiçi ve İhracat)



Kaynak: VESBE Yatırımcı İlişkileri Sunumu, İş Yatırım Tahminleri

Tablo 38: Vestel Beyaz Eşya İhracatı / Avrupa Beyaz Eşya Pazarı



Kaynak: VESBE Yatırımcı İlişkileri Sunumu, İş Yatırım Tahminleri

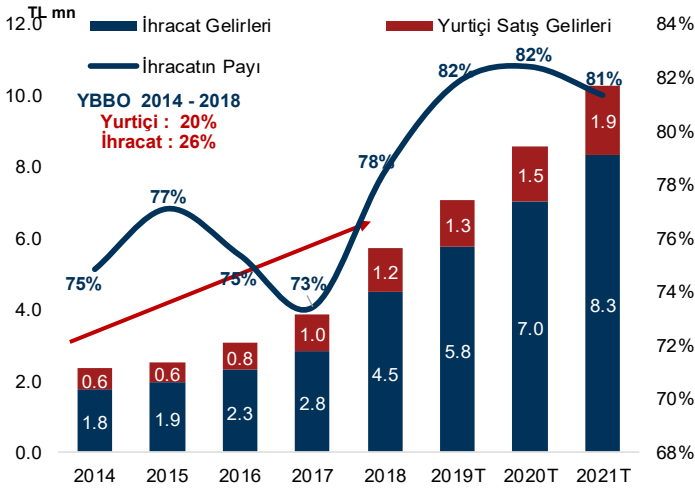
Vestel Beyaz Eşya, 2014 ve 2018 yılları arasında orta segment ürünlerden üst segment ürünlere geçişle birlikte artan satış hacmi ve fiyatlandırmadaki iyileştirme ile yurtiçi satış gelirlerinde %20 YBBO elde etti. Yurtiçi beyaz eşya pazarında 3. büyük oyuncu olan Vestel Beyaz Eşya fiyat belirleyici pozisyonda olmamakla birlikte ve geçmişte pazar lideri oyuncu ile arasında %10 - %15 satış fiyat farkını 2018 yılında kapatmıştır. 2018 yılında zayıf yurtiçi satış adetlerine rağmen şirket yurtiçi satış gelirlerini maliyet bazlı fiyat artışları sayesinde yıllık bazda %19 arttırmıştır. Yurtiçi beyaz eşya pazarında ürün satış fiyatlarının, 2018 Ağustos'tan 2018'in sonuna kadar ortalama %45 oranında artış gösterdiğinin altını çizmek isteriz. 2019'da, şirketin yurtiçi satış hacminde öngördüğümüz %17'lik düşüşe rağmen, yüksek satış fiyatlarının etkisiyle yurtiçi gelirlerde 2018'e kıyasla %6 büyüme öngörüyoruz.

Son beş yıl içinde şirketin ihracat gelirleri yüksek satış hacimlerdeki büyüme (%9 YBBO) ve TL'deki değer kaybı neticesinde %26 YBBO kaydetti. Şirketin birim başına ihracat gelirleri Avro bazında, özellikle teknolojiye gelişmeler ve yavaşlayan Avrupa beyaz eşya pazarındaki rekabetin artması nedeniyle düşüş eğilimindedir. 2018'de ise ihracat gelirleri adetlerde çift haneli büyüme ve kurun olumlu etkisi ile yıllık bazda %58 oranında artmış, toplam cirodaki payını ise yurtiçi beyaz eşya pazarının rekor seviyeye ulaştığı 2017 yılındaki %73'ten 2018'de %78'e yükseltmiştir.



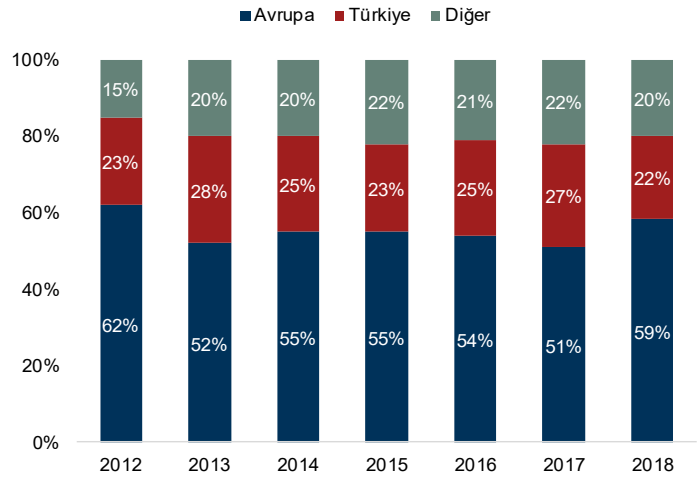
Vestel Grubu

Tablo 39: Satış Gelirleri (Yurtiçi/İhracat)



Kaynak: VESBE Yatırımcı İlişkileri Sunumu, İş Yatırım Tahminleri

Tablo 40: Satış Gelirlerinin Bölgesel Dağılımı



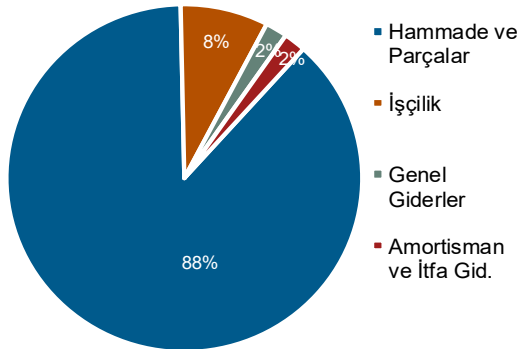
Kaynak: VESBE Yatırımcı İlişkileri Sunumu, İş Yatırım Tahminleri

MALİYETLER VE KARLILIK

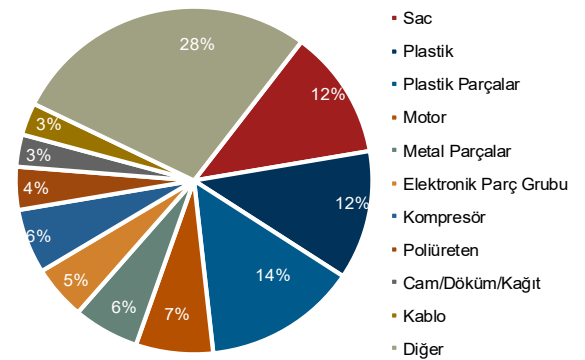
Hammaddeler, Vestel Beyaz Eşya'nın toplam SMM'nin %88'ini oluştururken, çelik ve plastik üretimde kullanılan ana hammaddelerdir. Şirket, emtia fiyatlarındaki hareketlerin kar marjları üzerindeki etkisini sınırlamak için hammadde alımlarını koruma altına (hedge) almaktadır. Ayrıca, Vestel Beyaz Eşya, emtia fiyatları düşük olduğunda hammadde alımlarını artırarak kar marjlarının artmasına fırsat yaratmaktadır.

Vestel Beyaz Eşya'nın gelirlerinin büyük bir kısmı Avro cinsinden (Avro: %71; TL: %22; % ABD Doları: %7), SMM'nin ise çoğunluğu TL cinsindedir. Vestel Beyaz Eşya'nın toplam hammadde satın alımının %48'i iç piyasadan, %15'i Avrupa'dan, geri kalan %37'si ise AB dışı ülkelere tedarik edilmektedir. Yurtiçi hammadde satın alımlarının bir kısmının döviz bazlı olduğunu belirtmekte fayda var. TL ve ABD doları cinsinden maliyetler toplam hammadde alımlarında sırasıyla %39 ve %31'lik paya sahipken, kalan %29 Avro cinsinden maliyetlere aittir. SMM'deki hammaddeler hariç tüm maliyet kalemlerinin TL cinsinden olduğunu varsayarak, TL'nin toplam SMM'indeki payını yaklaşık %46 olarak hesaplıyoruz.

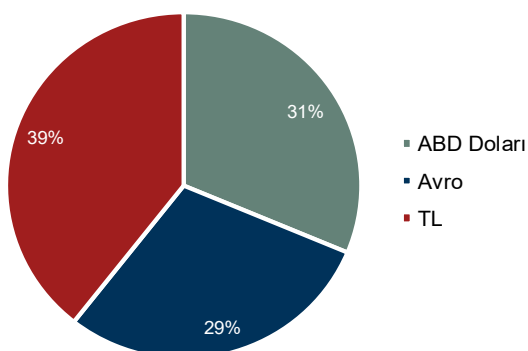
Tablo 41: SMM'nin Dağılımı



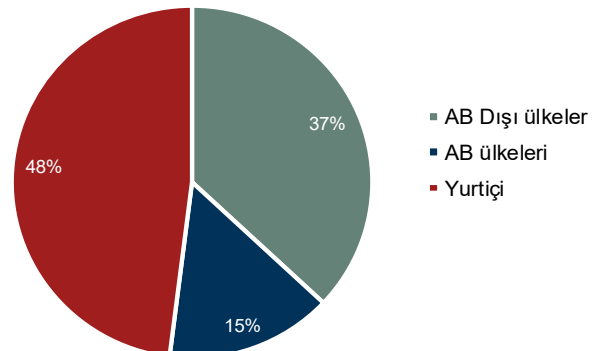
Tablo 42: Hammaddede Satın Alımları



Tablo 43: Satın Alımların Para Birimi Dağılımı



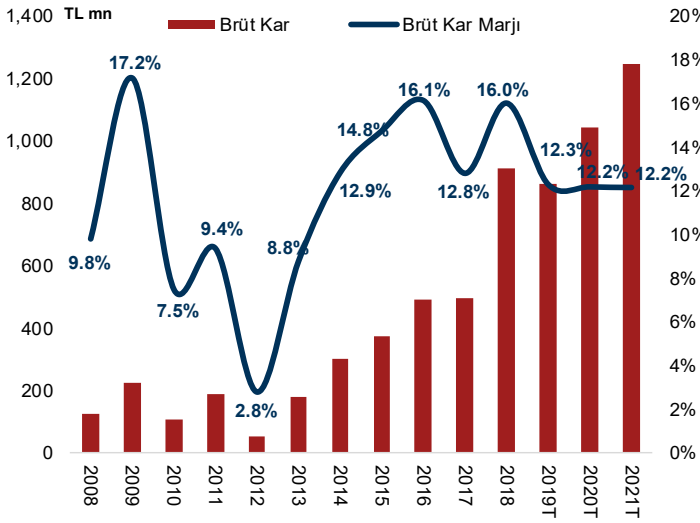
Tablo 44 : Satın Alımların Bölgesel Dağılımı



Kaynak: VESBE Yatırımcı İlişkileri Sunumu,

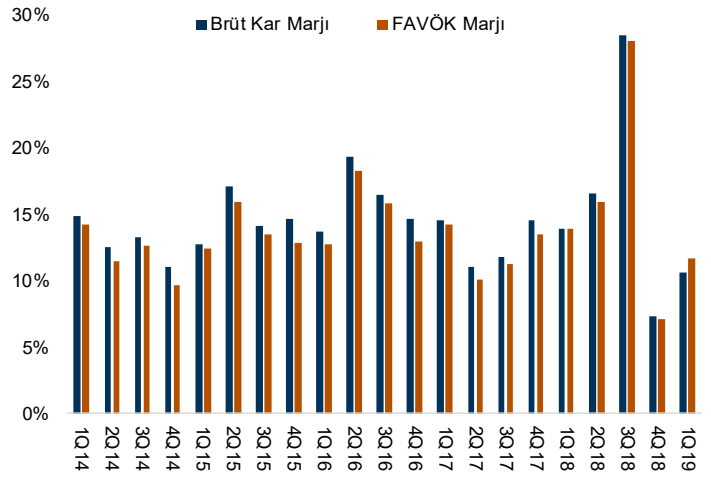
Vestel Grubu

Tablo 45: Brüt Kar ve Brüt Kar Marjı Gelişimi



Kaynak: VESBE Yatırımcı İlişkileri Sunumu, İş Yatırım Tahminleri

Tablo 46 : Brüt ve FAVÖK Marjını Çeyreksel Gelişimi

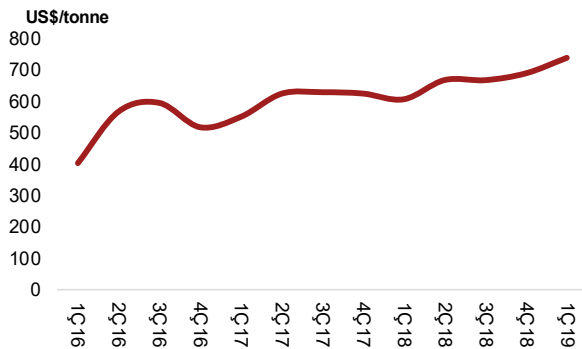


Kaynak: VESBE Denetim Raporları

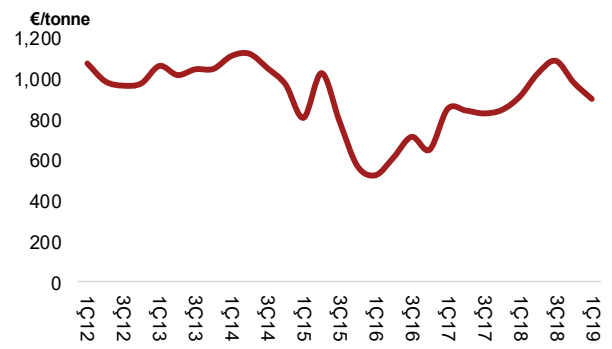
Emtia fiyatlarındaki hareketler ile TL'nin ve ABD Doları'nın Avro'ya karşı değer kaybı / değer kazancı Vestel Beyaz Eşya'nın brüt ve FAVÖK marjlarını etkilemektedir. Grafik 45 ve 46, şirketin 2008 ve 2013 dönemine kıyasla daha yüksek bir oynaklığa sahip olduğunu göstermektedir.

1) Hacim artışına ek olarak kârlılığa odaklanma, 2) orta ve üst segment ürün satışlarının artmasıyla hem iç pazarda hem de ihracat pazarında ürün/fiyat karmasının iyileştirilmesi, 3) 2012-2016 döneminde emtia fiyatlarındaki düşüş, 4) maliyet tasarruf projelerinin ve operasyonel iyileştirmelerin olumlu sonuçları, 5) hem bilanço riskine hem de yabancı para cinsinden işlemlere ilişkin döviz kur riskini azaltmak için riskten korunma araçlarının aktif kullanımı ve 6) fiziksel riskten korunma yoluyla hammadde maliyetlerinin aktif yönetimi (emtia fiyatları düşüken sabit fiyatlarla yapılan hammadde alımları), 2014'ten sonra faaliyet kârlılığında iyileşmeye neden olan en önemli nedenlerdir. Eylül 2014'te küresel olarak tanınan Sharp markasıyla imzalanan marka lisans sözleşmesi, Vestel Beyaz Eşya'nın ilk kez premium ürün segmentine taşınmasını ve Avrupa'da markalı ve orta ila üst segment ürün satışlarını genişletmesine imkan tanımıştır.

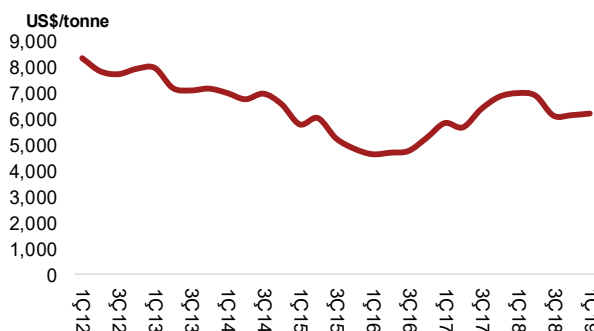
Tablo 47 : Çelik Fiyatları



Tablo 48 : Polipropilen Fiyatları (Stryrene)

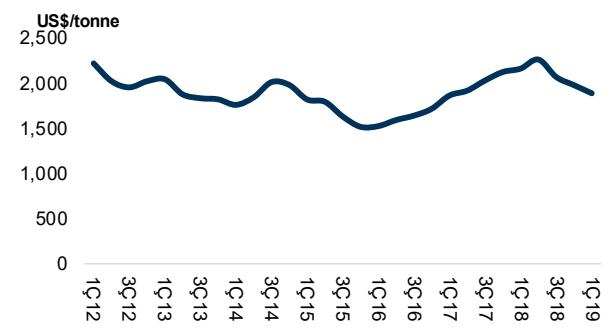


Tablo 49 : Bakır Fiyatları



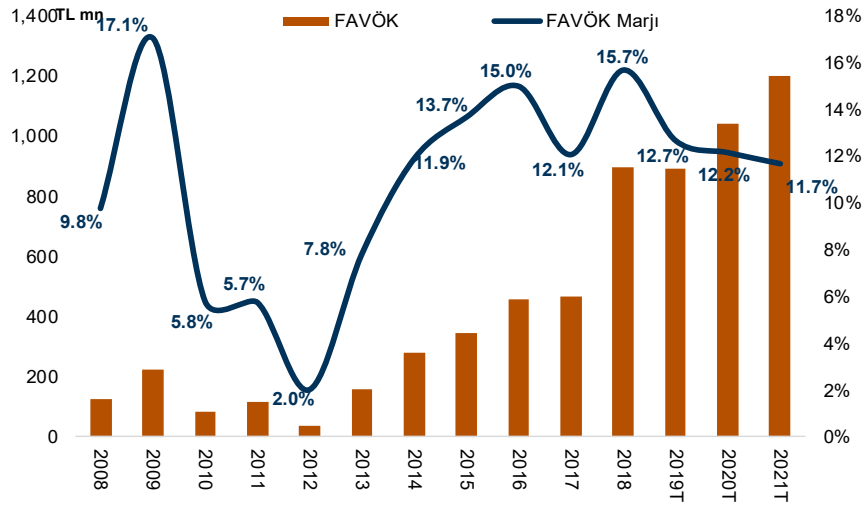
Kaynak: Bloomberg

Tablo 50 : Alüminyum Fiyatları



Kaynak: Bloomberg

**Tablo 51: FAVÖK ve FAVÖK Marjı Gelişimi**

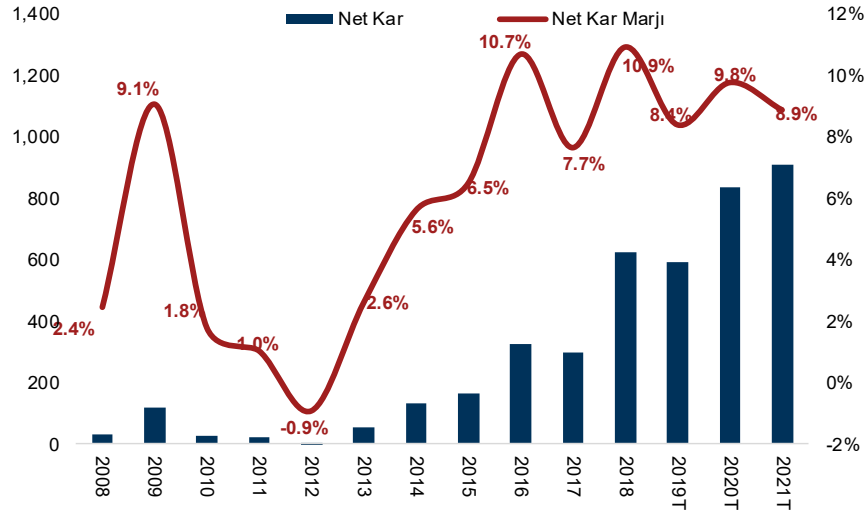


Kaynak: VESBE Yatırımcı İlişkileri Sunumu, İş Yatırım Tahminleri

Küresel emtia fiyatlarındaki artış, Vestel Beyaz Eşya'nın 2017 yılında brüt ve FAVÖK marjlarını olumsuz etkileyerek, sırasıyla yıllık bazda yüzde 3,3 puan düşüşle %12,8'e ve yüzde 2,9 düşüşle %12,1'e gerilemesine neden olmuştur. 2018 yılında ise şirketin marjları, 4Ç18'de hammadde fiyatlarındaki düşüş eğiliminden, artan ölçek ekonomisinden, yabancı para birimlerine karşı zayıf TL'den, güçlü ihracat hacmi büyümesinden ve €/ \$ vadeli sözleşmelerdeki riskten korunma araç kazançlarından olumlu etkilenmiştir.

Vestel Beyaz Eşya'nın satış ve pazarlama faaliyetlerinin Vestel Ticaret tarafından yapıldığını tekrar hatırlatmak isteriz. Bu nedenle, Vestel Beyaz Eşya'nın %3,2-4,5 aralığında seyreden faaliyet giderleri/ciro oranı rakiplerinin altındadır. 1Ç19'da nispeten yüksek maliyetli hammadde stokları, asgari ücretteki artış gibi TL bazlı maliyetlerde artış ve hedging kazançlarının olmaması nedeniyle şirketin 2019 yılında FAVÖK marjı yıllık bazda yüzde 3,0 puan düşüş öngörüyoruz. Şirket 1Ç19'de yıllık bazda TL bazlı maliyet artışları nedeniyle yıllık bazda yüzde 2,2 düşüşle % 11,7 FAVÖK marjı elde etti. Düşük fiyatlı hammadde fiyatlarının şirketin finansallarına 2019 Mart ayından itibaren yansımalarını belirtmek isteriz. Şirket sürdürülebilir FAVÖK marjını % 11-12 olarak öngörüyoruz.

**Tablo 52: Net Kar ve Net Kar Marjı Gelişimi**



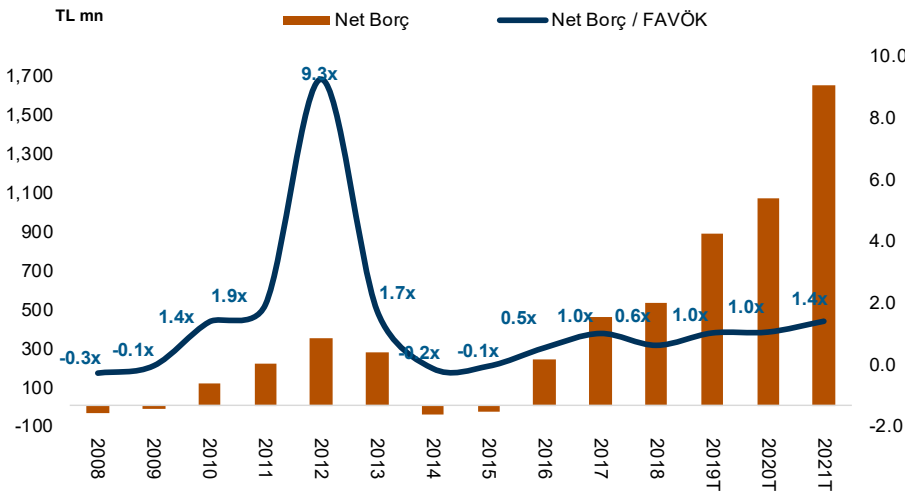
Kaynak: VESBE Yatırımcı İlişkileri Sunumu, İş Yatırım Tahminleri

Faaliyet performansının yanı sıra, döviz bazlı ticari alacaklar/borçlarla ilgili döviz alım/satım işlemlerinden, banka kredileri ve nakitten ve bilanço türev finansal araçlardan elde edilen kambiyo kazançları/zararları ile faiz gideri/gelirleri ve ödenen vergiler şirketin net kar rakamını etkilemektedir.

Şirket, 2018 yılında (ticari alacaklar/borçlar ve nakit/kredi üzerinden) 290 milyon TL net kur farkı zararı kaydetmiştir (2017:40 milyon TL net gelir). Öte yandan, şirket 2018'de 103 milyon TL türev araçlardan net gelir kaydetmiştir (2017: 75 milyon TL net zarar). Şirketin Faiz gideri/FAVÖK rasyosu 2017 ve 2018 yıllarında sırasıyla 0,10x ve 0,06x seviyelerindeydi. Şirketin faiz geliri, nakit tutarındaki artış, faiz oranlarındaki yükseliş ve Vestel Elektronik'ten olan alacakların artışı ile birlikte 2017'deki 22 milyon TL'den 2018'de 140 milyon TL'ye yükselmiştir. Vestel Beyaz Eşya'nın 2008 ve 2018 yılları arasında ortalama %8 olan vergi oranı %22 olan kurumlar vergi oranının altında kaldı.

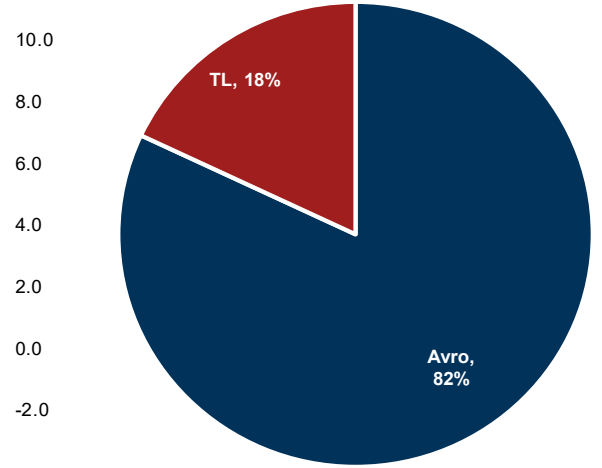
Vestel Grubu

Tablo 53: Net Borç Pozisyonu ve Net Borç / FAVÖK



Kaynak: VESBE Denetim Raporları, İş Yatırım Tahminleri

Tablo 54: Borcun Para Birimi Kırılımı



Kaynak: VESBE Yatırımcı İlişkileri Sunumu

NET BORÇ POZİSYONU

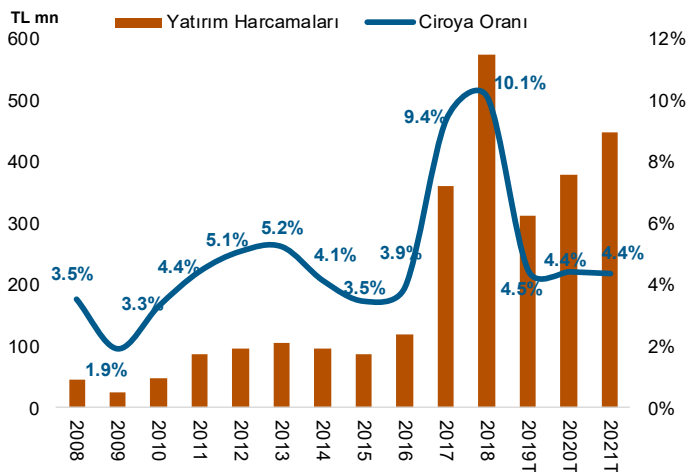
Vestel Beyaz Eşya'nın 2017 sonu itibarıyla 458 milyon TL olan net borç pozisyonu 2018 yılı itibarıyla 533 milyon TL'ye yükselirken, Net Borç/FAVÖK rasyosu 2017 sonundaki 1.0x'den olan 2018 sonunda 0.6x'e düştü. Şirketin 1Ç18 sonu itibarıyla 454 milyon TL net borç pozisyonu ise 1Ç19 sonu itibarıyla 736 milyon TL'ye yükseldi. 2018 yıl sonu itibarıyla, Vestel Beyaz Eşya'nın brüt borcunun %82'si Avro bazlı iken, geriye kalan %18 TL cinsindedir. Şirketin 2018 yılı sonunda Avro cinsinden banka kredilerinde faiz oranı %1,38-% 3,8 aralığındayken, TL cinsinden banka kredilerinde faiz oranı %18,10-% 24,86 arasında değişmektedir.

Vestel Beyaz Eşya'nın Vestel Elektronik'ten 2017 sonunda 349 milyon TL, 2018 sonunda 573 milyon TL ve 1Ç19 sonunda 888 milyon TL tutarında net alacakları bulunmaktadır. Şirketin 4Ç18'de Vestel Elektronik'ten alacaklarına uyguladığı faiz oranı %36'dır. (2017: %18; 1Ç19: %30).

YATIRIM HARCAMALARI

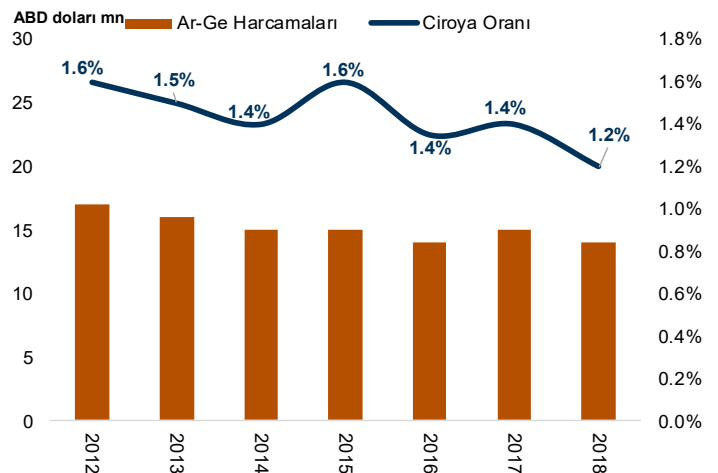
Vestel Beyaz Eşya 2008 ve 2016 yılları arasında ortalama yaklaşık %4 yatırım harcaması/ciro oranına sahiptir. 2017 ve 2018 yıllarındaki yatırım harcamalarındaki artış 70 milyon Avro tutarındaki yeni çamaşır makinesi ve çamaşır kurutma makinesi yatırımlarından kaynaklanıyor. Şirket için önümüzdeki üç yıllık dönemde önemli bir kapasite artış yatırımı öngörmüyoruz. Ar-Ge ve endüstriyel tasarım Vestel Beyaz Eşya'nın önemli rekabet avantajlarından ve farklılaştırıcı faktörlerinden biridir. Şirket'in 2018 sonu itibarıyla 221'den fazla tescilli patenti bulunmaktadır. Ar-Ge ekibi 525 mühendisten oluşurken, daha çevreci, enerji verimliliği ve su tasarrufu sağlayan cihazlar ve akıllı ev teknolojileri şirketin ana Ar-Ge odağındadır.

Tablo 55: Yatırım Harcamaları



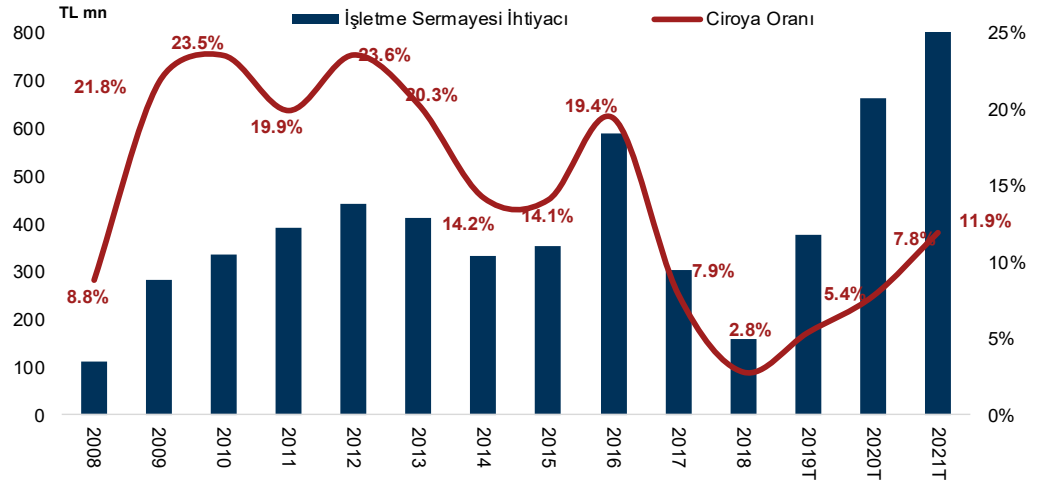
Kaynak: VESBE Yatırımcı İlişkileri Sunumu, İş Yatırım Tahminleri

Tablo 56: AR-GE Harcamaları



Kaynak: VESBE Yatırımcı İlişkileri Sunumu

**Tablo 58: İşletme Sermayesi İhtiyacı**



Kaynak: VESBE Yatırımcı İlişkileri Sunumu, İş Yatırım Tahminleri

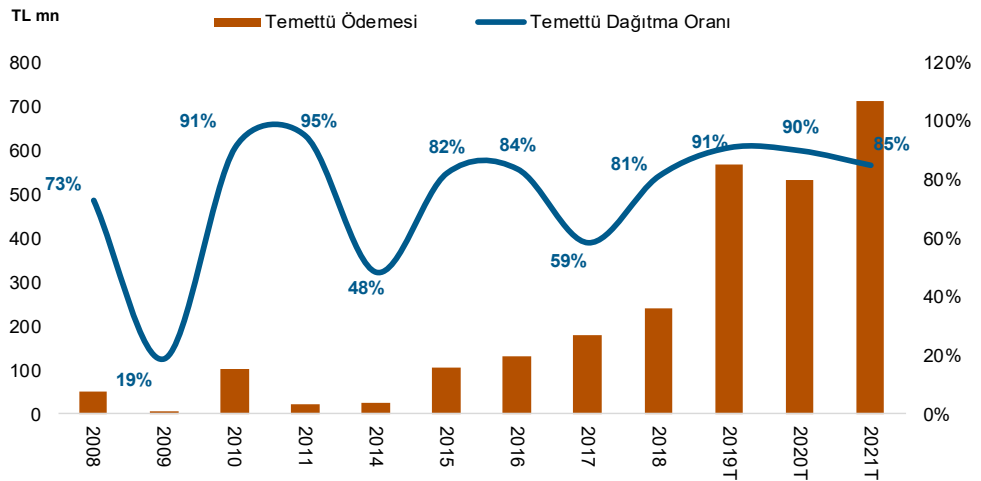
## İŞLETME SERMAYESİ İHTİYACI

Vestel Beyaz Eşya'nın 2017'de (+) 18 gün nakit dönüşüm döngüsü 2018'de (-) 6 gün nakit dönüşüm döngüsüne döndü. Şirketin İşletme Sermayesi İhtiyacı/Ciro oranı 2017'deki %7,9'dan ticari borç gün sayısındaki artış, stok gün sayısındaki düşüş ve tahsilat sürelerinin azalması sonucu 2018'de %2,8'e geriledi.

## TEMETTÜ ÖDEMELERİ

Vestel Beyaz Eşya'nın son beş yılda %79 temettü dağıtım oranı ortalamasıyla cömert bir temettü dağıtım politikası sahiptir. Şirketin güçlü temettü politikasının ana hissedarının yüksek borçluluğunu göz önünde bulundurduğumuzda gelecek dönemlerde devam ettirmesini bekliyoruz.

**Tablo 59: Temettü Ödemeleri**



Kaynak: VESBE Yatırımcı İlişkileri Sunumu, İş Yatırım Tahminleri



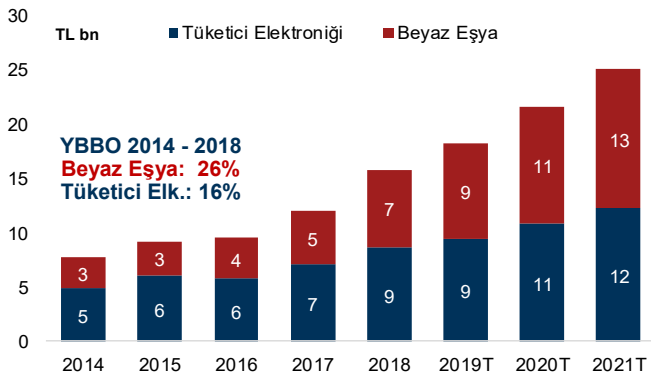
## FİNANSAL ANALİZ - VESTEL ELEKTRONİK

Vestel Elektronik Vestel Beyaz Eşya ve Vestel Ticaret şirketlerini tamamıyla konsolide etmektedir.

### SATIŞ GELİRLERİ

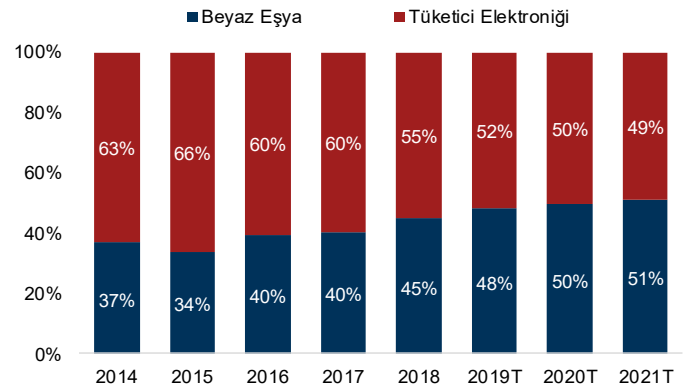
Vestel Elektronik'in konsolide gelirleri 2014 ve 2018 yılları arasında %20 YBBO kaydetmiş ve 2018'de 15,9 milyar TL'ye ulaşmıştır. Beyaz Eşya segmenti gelirlerinin %26 büyüme hızı, Tüketici Elektronik segmenti gelirlerinin %16 büyüme oranının üzerinde gerçekleşerek, beyaz eşya segmentinin konsolide gelirler içindeki payının 2014 yılındaki %37'den 2018'de %45'e yükselmesine neden olmuştur. Genişleyen ve iyileştirilen ürün sunumu, farklı müşterilere sunulan farklılaştırılmış ürünler, dünyaca tanınmış Sharp ile marka lisanslama anlaşması, yeni ODM projeleri / müşterileri ve iç pazardaki pazar payı artışı beyaz eşya segmentindeki önemli büyüme faktörleridir.

Tablo 59: Konsolide Satış Gelirleri



Kaynak: VESTL Yatırımcı İlişkileri Sunumu, İş Yatırım Tahminleri

Tablo 60: Bölümlere Göre Dağılım

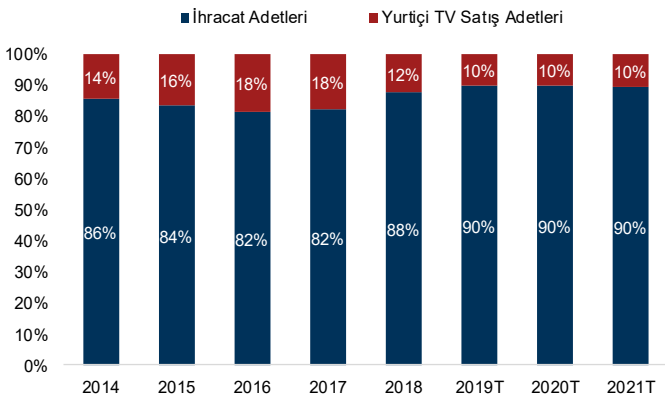


Kaynak: VESTL Yatırımcı İlişkileri Sunumu, İş Yatırım Tahminleri

Vestel Elektronik'in toplam TV satışları 2014 ve 2018 yılları arasında %3 YBBO ile geriledi. 2014 - 2018 yılları arasında şirketin yurtiçi TV satış adetlerinde %7'lik gerileme ile TV ihracat hacmindeki %3'lük düşüştür daha fazlaydı. Uluslararası spor müsabakaları genellikle global TV satışlarını olumlu etkilemektedir. 2019 yılında Vestel Elektronik'in yurtiçi TV satış hacminde %20 daralma, TV ihracat hacminin ise 2018'e benzer gerçekleşeceğini öngörüyoruz. TV segmentindeki büyüme, ağırlıklı olarak Toshiba ile yapılan marka lisans sözleşmesinden kaynaklanıyor. Uzun vadede şirketin TV ihracat hacminin %1,6 YBBO daralacağını tahmin ederken, yurtiçi TV satışlarının ise %1,9 YBBO artacağını öngörüyoruz.

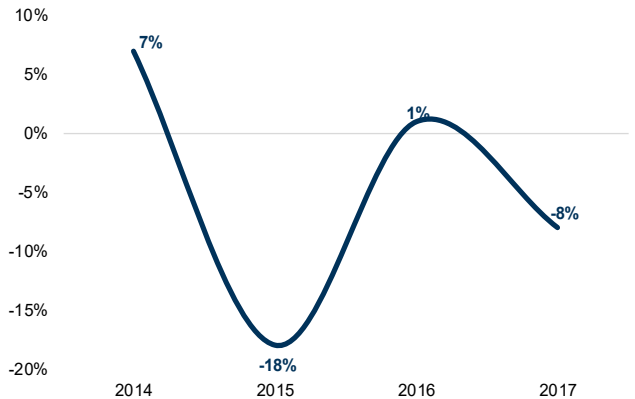
Vestel Elektronik'in gelir artışı ihracata dayalıdır. Öyle ki, 2014 ve 2018 yılları arasında şirketin ihracat gelirlerinde elde ettiği %22 YBBO yurtiçi gelirlerinde elde ettiği %16 YBBO'nun üzerinde gerçekleşmiştir. İhracat, Vestel Elektronik'in geçmişte ortalama gelirlerinde %70-75'lik bir paya sahipken, 2018'de zayıf tüketici güveni ile alım gücündeki gerileme yurtiçinde beyaz eşya ve tüketici elektronik talebini olumsuz etkilemesi, şirketin konsolide gelirlerindeki ihracat payının 2018'de %75'e yükselmesine neden olmuştur.

Tablo 61: TV Satış Adetlerinin Bölgesel Dağılımı



Kaynak: VESTL Yatırımcı İlişkileri Sunumu, İş Yatırım Tahminleri

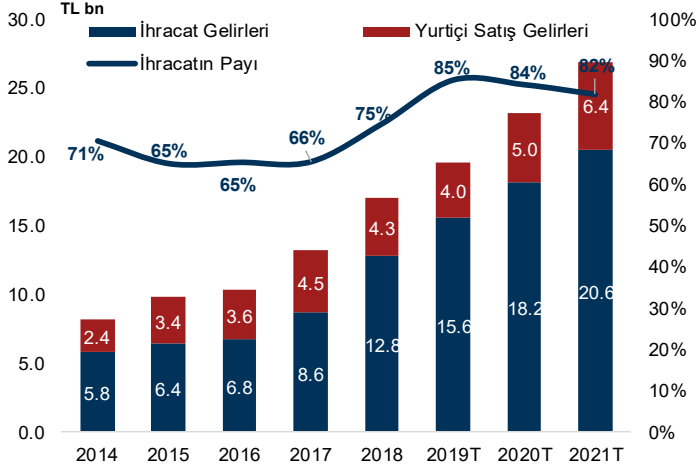
Tablo 62: Avrupa TV Pazarı Büyüme Hızı



Kaynak: VESTL Yatırımcı İlişkileri Sunumu, İş Yatırım Tahminleri

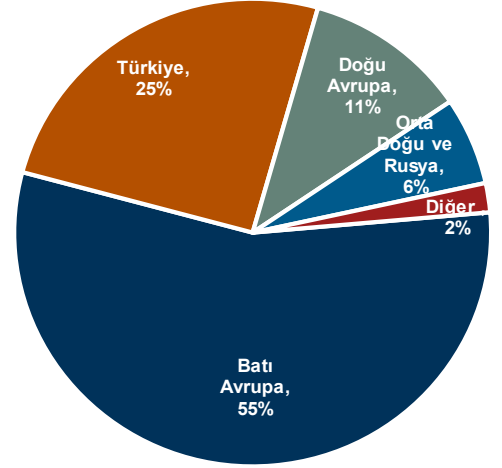
Avrupa, Vestel Elektronik'in ana ihracat pazarı olup, toplam konsolide gelirlerin %67'sini (Batı Avrupa: %55; Doğu Avrupa: %11) oluşturmaktadır. Şirketin Avrupa'ya ihraç edilen hem tüketici elektroniği hem de beyaz eşya ürünleri, ODM projeleri, marka lisanslama anlaşmaları ve satın alınan markalar altında markalı satışlar yoluyla gerçekleştirilmektedir. Ancak, şirketin toplam konsolide gelirlerinde %8 paya sahip olan Orta Doğu-Kuzey Afrika ve Rusya gibi diğer bölgelere yapılan ihracat, ağırlıklı olarak ODM projeleri ile "Vestel" markası altında yapılan satışlardan oluşmaktadır.

**Tablo 63: Brüt Satış Gelirleri (Yurtiçi/Ihracat)**



Kaynak: VESTL Yatırımcı İlişkileri Sunumu, İş Yatırım Tahminleri

**Tablo 64: Satış Gelirlerinin Bölgesel Dağılımı**



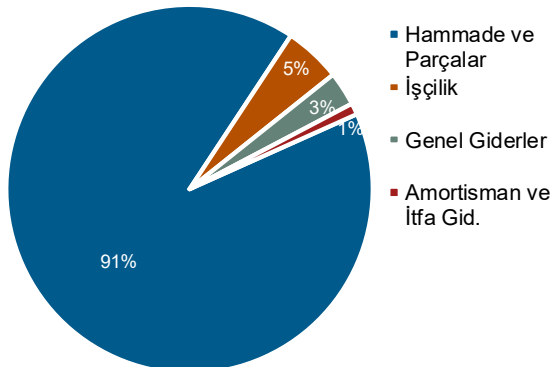
Kaynak: VESTL Yatırımcı İlişkileri Sunumu

## MALİYET VE KARLILIK

Hammadde giderleri Vestel Elektronik'in tüketici elektroniği segmenti SMM'nin %91'ini oluştururken, açık hücre (panel) toplam hammadde maliyetlerinde %49 pay ile en önemli hammadde unsurudur. Vestel Elektronik, emtia fiyatları düşük olduğunda hammadde alımlarını artırarak kar marjlarının artmasına fırsat yaratmaktadır.

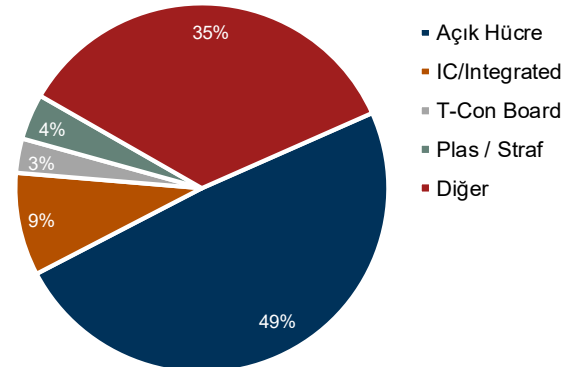
Şirketin tüketici elektroniği segmenti gelirlerinin çoğunluğu Avro cinsindeyken, SMM'nin %90'ı ABD doları bazındadır. AB üyesi olmayan ülkeler ve AB ülkeleri, tüketici elektroniği segmentinin hammadde alımlarında sırasıyla %48 ve %45 paya sahipken, toplam alımlardaki yurtiçi pay %7 ile sınırlıdır. TL ve Avro cinsinden maliyetler segmentin toplam hammadde alımlarında %8 ve %2 oranında payı bulunmaktadır. Şirket, yıl boyunca vadeli işlem sözleşmeleri ile €/ \$ paritesinde pozisyon alarak Avro cinsli tüketici elektroniği ve beyaz eşya gelirlerini ve ABD doları cinsli tedarik maliyetlerini koruma altına (hedge) almaktadır. Anlaşmalı kontrat oranının altındaki gerçekleşen €/ \$ paritesi, şirketin brüt kar marjını yükseltirken, anlaşmalı kontrat oranının üzerinde gerçekleşen €/ \$ paritesi şirketin brüt marjını aşağı çekmektedir. Beyaz eşya segmenti ihracat gelirlerinde yüksek (%55-60) ODM payı tüketici elektroniğine kıyasla (ODM payı %30) daha öngörülebilir satış gelir akışına sahip olmasını sağlamaktadır.

**Tablo 65: Tüketici Elektroniği Segmenti SMM Dağılımı**



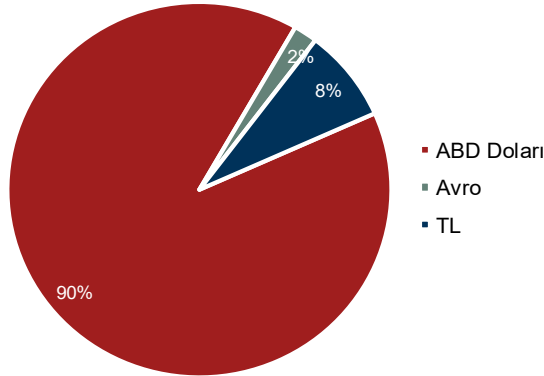
Kaynak: VESTL Yatırımcı İlişkileri Sunumu

**Tablo 66: Tüketici Elektroniği Segmenti Hammadde Dağılımı**



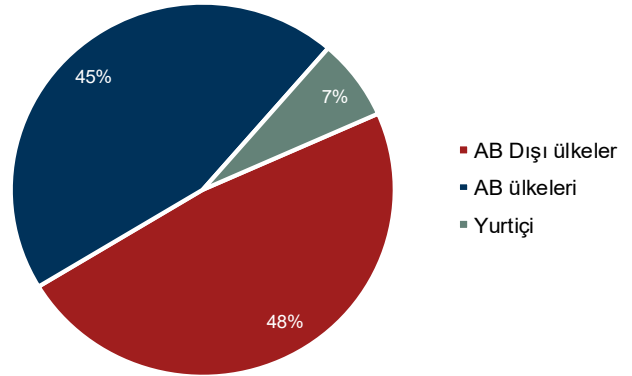
Kaynak: VESTL Yatırımcı İlişkileri Sunumu

**Tablo 67 : Tüketici Elektronikleri Hammaddede Tedariği Para Birimi Kırılımı**



Kaynak: VESTL Yatırımcı İlişkileri Sunumu

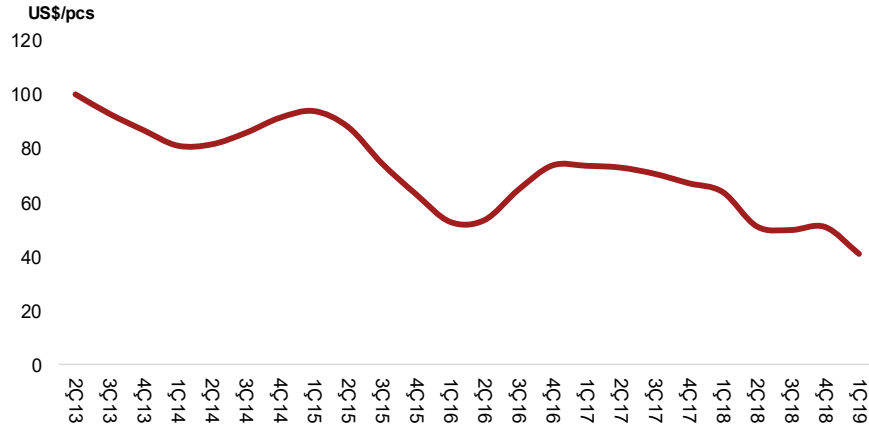
**Tablo 68: Tüketici Elektronikleri Hammaddede Tedariği Bölgesel Dağılımı**



Kaynak: VESTL Yatırımcı İlişkileri Sunumu

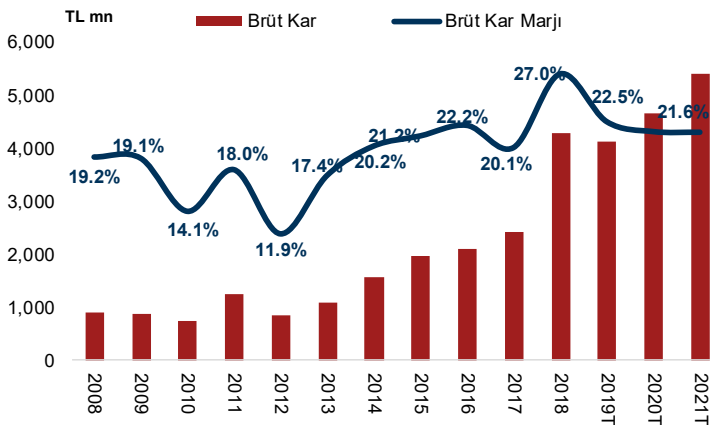
Ana hammadde kalemi olarak açık hücre fiyatlarındaki hareketler, tüketici elektronikleri segmentinin faaliyet karlılığını doğrudan etkilemektedir. 2016 yılında 61 ABD Doları/adet olan 32 inç açık hücre fiyatının 2017 yılında 71 ABD Doları/adet yükselmesi 2017 yılında şirketin tüketici elektronikleri segmentinin brüt kar marjında 2016 yılına göre yüzde 2,1 puanlık düşüğe neden oldu. 2018 yılında ise açık hücre fiyatlarının 54 ABD Doları/adet'e düşmesi, şirketin kârlılığa odaklanması, iç piyasada maliyete dayalı fiyat artışları ve riskten korunma kazançları 2018'de segmentin brüt marjında yüzde 8,3 puanlık iyileşmeye yol açtı. Açık hücre fiyatlarının 1Ç19'de tarihsel olarak en düşük 40 ABD Doları/adet seviyesine gerilemesi şirketin tüketici elektronikleri segmentinin brüt kar marjının 1Ç18'den 1Ç19'a yüzde 1 puan artmasına neden oldu.

**Tablo 69: 32" Açık Hücre Fiyatları**



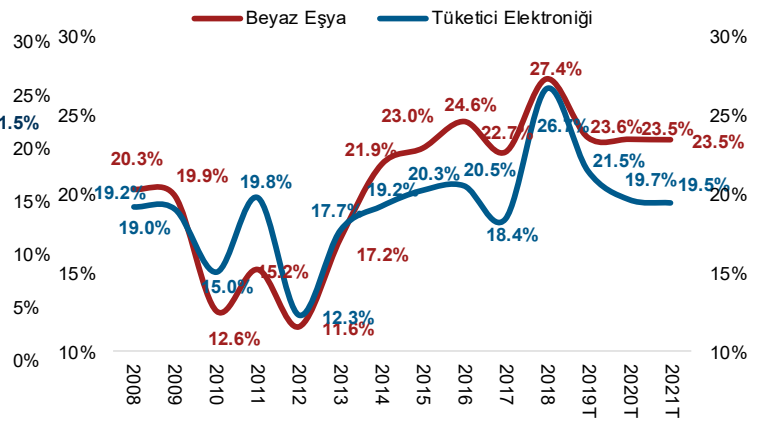
Kaynak: Bloomberg

**Tablo 70: Konsolide Brüt Kar ve Brüt Kar Marjı Gelişimi**



Kaynak: VESTL Yatırımcı İlişkileri Sunumu, İş Yatırım Tahminleri

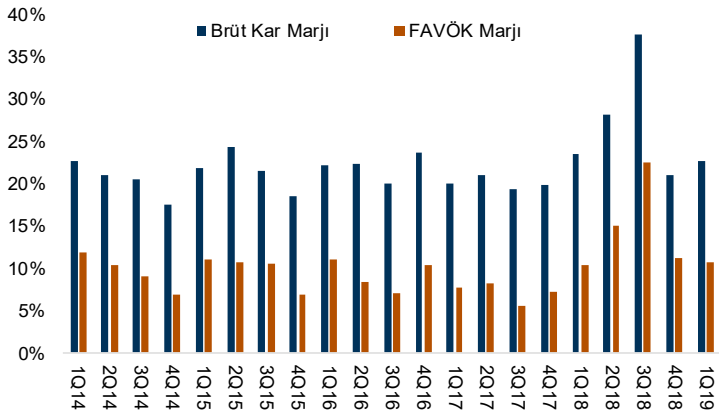
**Tablo 71: Segment Bazında Brüt Kar Marjı Gelişimi**



Kaynak: VESTL Yatırımcı İlişkileri Sunumu, İş Yatırım Tahminleri

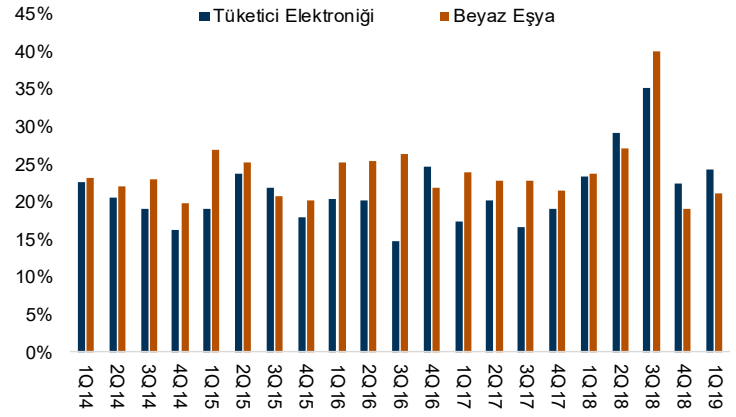
Vestel Grubu

Tablo 72: Brüt ve FAVÖK Marjlarının Çeyreksel Gelişimi



Kaynak: VESTL Denetim Raporları

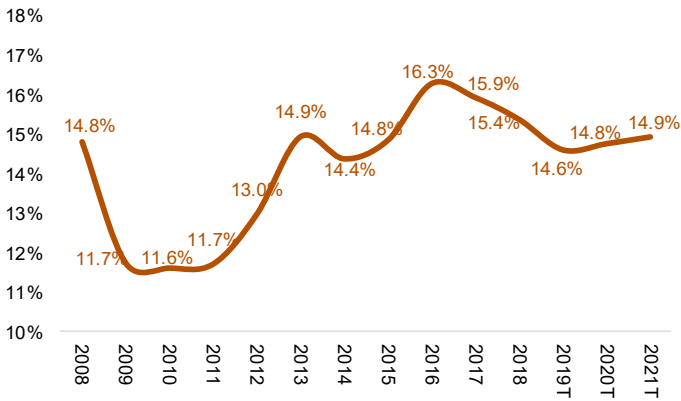
Tablo 73: Segmentlerin Çeyreksel Brüt Kar Marjı Gelişimi



Kaynak: VESTL Denetim Raporları

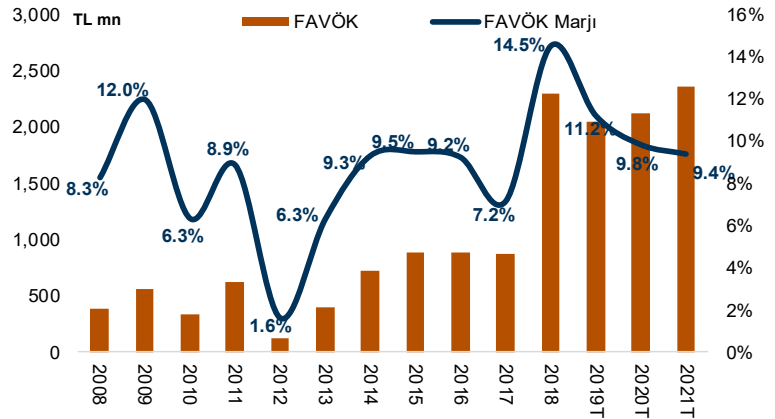
Vestel Grubu'nun satış ve pazarlama işlemlerinin Vestel Elektronik altında tamamen konsolide olan Vestel Ticaret tarafından gerçekleştirildiğini tekrar hatırlatmak isteriz. İç piyasadaki pazarlama ve markalaşma faaliyetlerinde artış, 2015 yılındaki faaliyet giderleri/ciro oranındaki artışın ardındaki asıl neden olarak öne çıkmaktadır. 2018'de şirketin konsolide FAVÖK marjı, stok kazançları ve TL'deki değer kaybı ile artan ihracat kar marjları, brüt kar seviyesinde riskten korunma kazançları, açık hücre fiyatlarındaki düşüş ve ürün karmasındaki iyileşme neticesinde yıllık bazda yüzde 7,4 puan artış gösterdi. 2019 yılında şirketin konsolide FAVÖK marjında beyaz eşya segmentinde öngördüğümüz karlılık düşüşü, açık hücre fiyatlarındaki düşüşle TV fiyatlarında tahmin ettiğimiz düşüş ve €/ \$ vadeli sözleşmelerde riskten korunma kazançlarının brüt kar seviyesinde etkisinin olmayacağını varsaymamız nedeniyle yıllık bazda yüzde 3,3 gerileme bekliyoruz. Vestel Elektronik, 1Ç19'da zayıf beyaz eşya marjlarındaki gerileme nedeniyle yıllık bazda yüzde 0,3 puan düşüşle %10,7 FAVÖK marjı kaydetti. 1Ç19'de UFRS-16 muhasebe değişikliğinin şirketin konsolide FAVÖK marjı üzerinde yüzde 0,5 puan olumlu etkisi olduğunu belirtmek isteriz.

Tablo 74: Faaliyet Giderleri / Ciro



Kaynak: VESTL Yatırımcı İlişkileri Sunumu, İş Yatırım Tahminleri

Tablo 75: FAVÖK ve FAVÖK Marjı Gelişimi

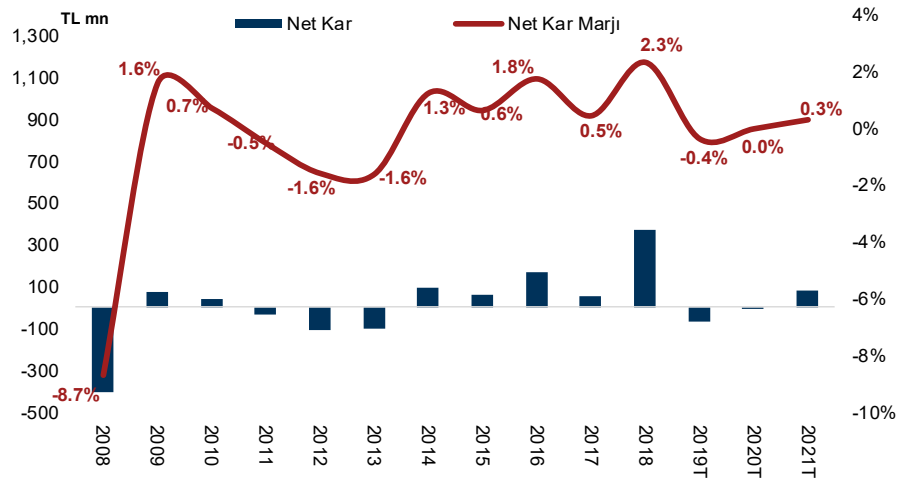


Kaynak: VESTL Yatırımcı İlişkileri Sunumu, İş Yatırım Tahminleri

Faaliyet performansının yanı sıra, döviz bazlı ticari alacaklar/borçlarla ilgili döviz alım/satım işlemlerinden, banka kredileri ve nakitten ve bilanço türev finansal araçlardan elde edilen kambiyo kazançları/zararları ile faiz gideri/gelirleri ve ödenen vergiler şirketin net kar rakamını etkilemektedir.

Şirket, 2018 yılında (ticari alacaklar/borçlar ve nakit/kredi üzerinden) 1,44 milyar TL net kur farkı zararı kaydetmiştir (2017:164milyon TL net zarar). Öte yandan, şirket 2018'de 499 milyon TL türev araçlardan gelir kaydetmiştir (2017: 159 milyon TL net zarar). Şirketin Faiz gideri/FAVÖK rasyosu 2017'deki 0,44x'ten 2018'de güçlü FAVÖK artışı nedeniyle 0,32x geriledi. Şirketin faiz geliri, nakit tutarındaki artış, faiz oranlarındaki yükseliş ve Zorlu Grubu şirketlerinden olan alacakların artışı ile birlikte 2017'deki 220 milyon TL'den 2018'de 566 milyon TL'ye yükselmiştir. Vestel Elektronik nikel-kobalt madenciliği faaliyetlerini yürüten Meta Nikel Kobalt Madenciliği şirketinin (META) %50 hissesini Zorlu Holding'den 250 milyon ABD Doları karşılığında Haziran 2018'de satın aldı. Vestel Elektronik, 2Y18'de ve 1Ç19'de sırasıyla 91 milyon TL ve 80 milyon TL iştirak zararı (ağırlıklı olarak META'daki zarardan kaynaklanan) kaydetti.

Tablo 76: Net Kar ve Net Kar Marjı Gelişimi



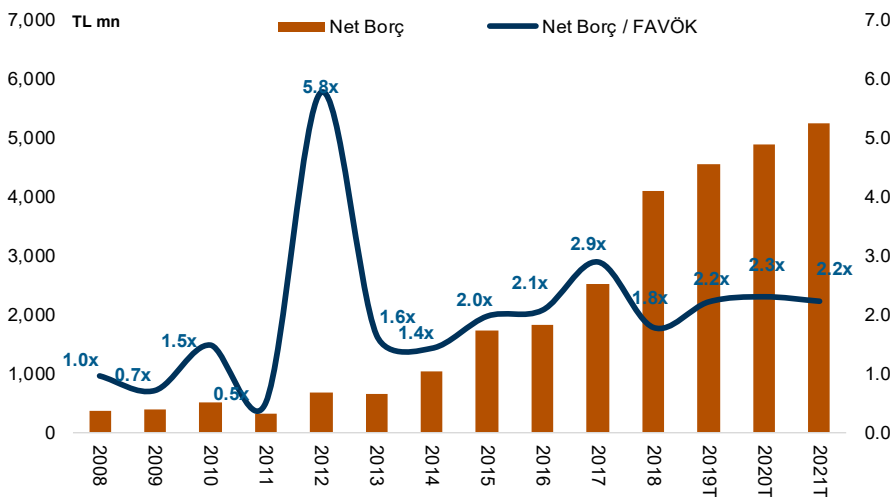
Kaynak: VESTL Yatırımcı İlişkileri Sunumu, İş Yatırım Tahminleri

## NET BORÇ POZİSYONU

Vestel Elektronik'in 2017 sonu itibarıyla 2,5 milyar TL olan net borç pozisyonu 2018 yılı itibarıyla 4,1 milyar TL yükselirken, Net Borç/FAVÖK rasyosu 2017 sonundaki 2,9x'den olan 2018 sonunda 1,8x'e düştü. Şirketin 2018 sonu itibarıyla 4,1 milyar TL net borç pozisyonu ağırlıklı olarak UFRS-16 muhasebe değişikliği nedeniyle 1Ç19 sonu itibarıyla 5,2 milyar TL'e yükseldi. 2018 yıl sonu itibarıyla, Vestel Elektronik'in brüt borcunun %46'sı TL, %28'si ABD Doları ve %26'si Avro cinsindedir. Şirketin 2018 yılı sonunda ABD Doları cinsinden faiz oranı %3,43-%7,37 ve Avro cinsinden banka kredilerinde faiz oranı %1,73-% 3,43 aralığındayken, TL cinsinden banka kredilerinde faiz oranı % 20,50-% 26,52 arasında değişmektedir.

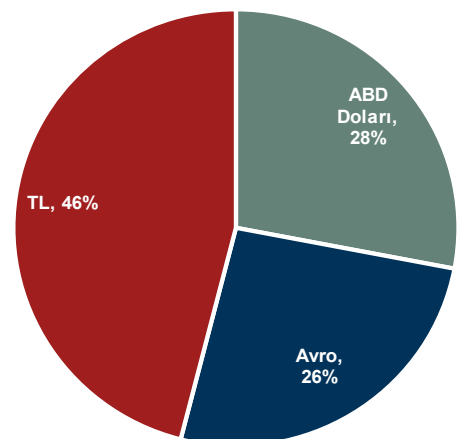
Vestel Elektronik'in Zorlu Grubu şirketlerinden (ağırlıklı olarak Zorlu Holding, Vestel Savunma ve META) 2017 sonunda 1,5 milyar TL olan alacakları 2018 sonunda 2,5 milyar TL'ye ve 1Ç19 sonunda ise 2,75 milyar TL'ye artış gösterdi. Şirketin 4Ç18'de Zorlu Holding'den ABD Doları ve TL alacaklarına uyguladığı faiz oranı sırasıyla %9 ve % 36'dır. (2017: %6 ve %18; 1Ç19: %9 ve %30).

Tablo 77: Net Borç Pozisyonu ve Net Borç/FAVÖK



Kaynak: VESTL Yatırımcı İlişkileri Sunumu, İş Yatırım Tahminleri

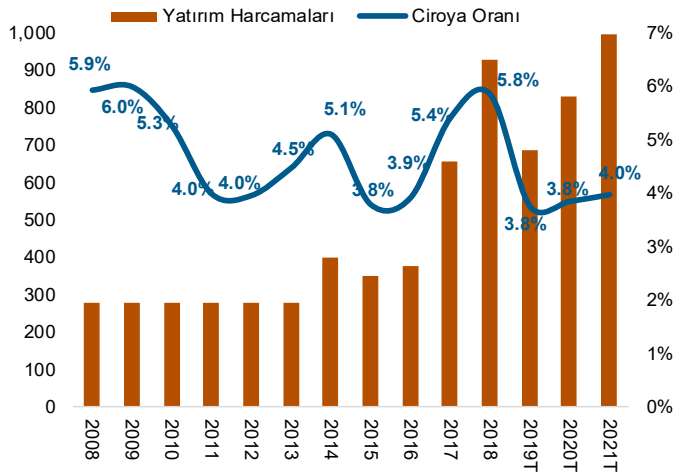
Tablo 78: Borcun Para Birimi Dağılımı



Kaynak: VESTL Yatırımcı İlişkileri Sunumu

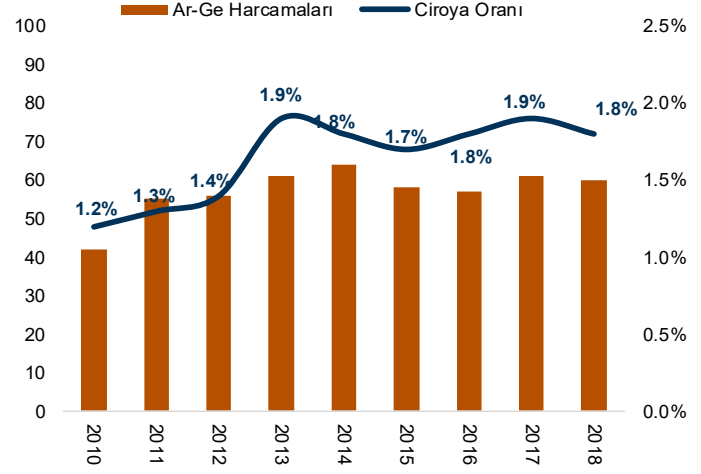
Vestel Grubu

Tablo 79 : Yatırım Harcamaları



Kaynak: VESTL Yatırımcı İlişkileri Sunumu, İş Yatırım Tahminleri

Tablo 80 : Ar-Ge Harcamaları



Kaynak: VESTL Yatırımcı İlişkileri Sunumu

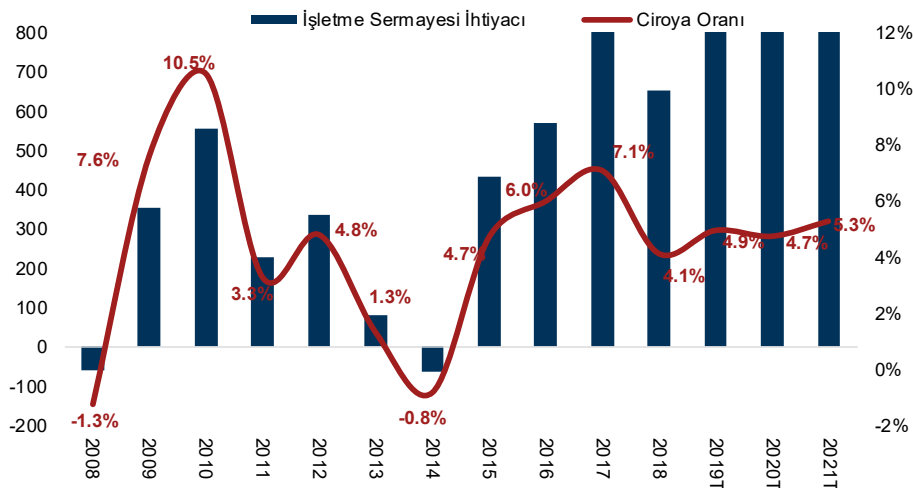
### YATIRIM HARCAMALARI

Vestel Elektronik'in 2008 ve 2016 yılları arasında ortalama yatırım harcaması/ciro oranı yaklaşık %4,7'dir. 2017 ve 2018 yıllarındaki yatırım harcamalarındaki artış beyaz eşya segmentinde 70 milyon Avro tutarındaki yeni çamaşır makinesi ve çamaşır kurutma makinesi yatırımından kaynaklanmaktadır. Şirket için önümüzdeki üç yıllık dönemde önemli bir kapasite artış yatırımı öngörmüyoruz. Konsolide yatırım harcamalarında beyaz eşya segmentinin 2017'deki %59 olan payı 2018'de %65'e yükseldi.

### İŞLETME SERMAYESİ İHTİYACI

Vestel Elektronik'in 2017'de (+) 5 gün nakit dönüşüm döngüsü 2018'de (-) 10 gün nakit dönüşüm döngüsüne değişti. Şirketin İşletme Sermayesi İhtiyacı/Ciro oranı 2017'deki %7,1'dan beyaz eşya segmenti ihracatındaki güçlü büyüme ve iç pazarda tahsilat sürelerinin azalması sonucu 2018'de %4,1'e geriledi. 2008-2018 yıllarında şirketin ortalama İşletme Sermayesi İhtiyacı/Ciro rasyosu %4,3 seviyesindedir.

Tablo 81: İşletme Sermayesi İhtiyacı



Kaynak: VESTL Yatırımcı İlişkileri Sunumu, İş Yatırım Tahminleri



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.