

## Vestel Beyaz Eşya [VESBE] ŞİRKET DEĞERLENDİRMESİ

### Özet Veriler

Son Fiyat (TL)	16,05
Hedef Fiyat	<b>27,16</b>
Hisse Sayısı (bin adet)	1.600.000
Piyasa Değeri (mn TL)	25.600
Piyasa Değeri (mn USD)	861
Halka Açıklık Oranı(%)	19,00
Günlük Ort. İşl. Hac. (USD)	7.221.086
F/K	7,3
FD/FAVÖK	5,1
PD/DD	2,6

### Özet Bilanço (mn.TL)

	2022/09	2023/09
Dönen Varlıklar	17.570	24.854
Duran Varlıklar	5.607	10.696
<b>Toplam Aktifler</b>	<b>23.176</b>	<b>35.550</b>
K. Vadeli Borçlar	17.125	24.035
U. Vadeli Borçlar	562	1.836
<b>Özsermaye</b>	<b>5.490</b>	<b>9.679</b>
Net Nakit(Borç)	-4.121	-4.530
Cari Oran	0,95	1,03
Nakit Oran	0,72	0,01
K.V.B./Top.Aktifler	%73,9	%67,6
Top.Fin.Borç/Özsermaye	%76,2	%41,1
<b>Özsermaye Karlılığı</b>	<b>%18,1</b>	<b>%35,2</b>
<b>Aktif Karlılığı</b>	<b>%5,1</b>	<b>%8,6</b>

### Gelir Tablosu (mn.TL) Çeyreklik

	2022/09	2023/09
<b>Satışlar</b>	<b>8.226</b>	<b>13.393</b>
Satışların Maliyeti (-)	6.996	9.726
Brüt Kâr	1.230	3.667
Faaliyet Gid. (-)	689	741
Diğ.Faal.Gelir/Gider (Net)	-384	-180
<b>Faaliyet Karı/Zararı</b>	<b>158</b>	<b>2.746</b>
Diğer Gelir/Giderler	0	0
Finansman Gelir/Gider (Net)	-17	-310
VÖK	141	2.436
Vergi ve Yasal Yükümlülükler	-33	65
<b>Net Kâr (Ana Ortaklık)</b>	<b>173</b>	<b>2.501</b>
<b>FAVÖK</b>	<b>675</b>	<b>3.088</b>
Brüt Kâr Marjı	%15,0	%27,4
FAVÖK Marjı	%8,2	%23,1
Net Kâr Marjı	%2,1	%18,7

### Ahlatcı Yatırım - Araştırma

Tel: 444 0 968

E-Posta: analiz@ahlatciyatirim.com.tr

**VESTEL BEYAZ EŞYA, Pazar Çeşitlendirmesi Hedefi ve Güçlü Ar-Ge Yapılanması İle Ön Plana Çıkıyor..**

### Önerimiz "AL"

Vestel Beyaz Eşya, sektöründe yer alan diğer rakiplerle birlikte yüksek çeşitliliğe sahip ürün gamıyla ön planda yer alan şirketlerden birisi konumundadır. Avrupa pazarında ön görülen resesyon ihtimallerine rağmen kapasite artırım çalışmalarını sürdüren şirket, böylece uzun vadeli büyüme projeksiyonu kapsamında pazar payını güçlendirmeyi hedeflemektedir.

Vestel Beyaz Eşya'nın toplam satışlarının yaklaşık %70'i ihracat yoluyla gerçekleşmektedir. 9A23: 68,9%. Türkiye'nin beyaz eşya ihracatının yaklaşık %40'ını gerçekleştiren Şirket'in en önemli pazarı Avrupa Bölgesi'dir. Şirket, tüm üretimini Manisa'da yer alan, Avrupa'nın en büyük fabrikalarından biri olan Vestel City'de gerçekleştirmektedir.

Vestel Beyaz Eşya'nın toplam üretim adedi 2023 yılının ilk dokuz ayında geçen yılın aynı dönemine göre 3% oranında artmıştır. Vestel City'de toplam 410 bin m<sup>2</sup> kapalı alana sahip Vestel Beyaz Eşya 2023 yılındaki üretim kapasitesi yıllık 15,6 milyon adettir. Kapasite artırım programı kapsamında yeni bulaşık makinesi fabrikasının bina yatırımı ve yeni kurulan bir hattın devreye alma çalışmaları devam etmektedir. Mevcut bulaşık makinesi fabrikasındaki üretim hatlarının yeni fabrikaya taşınma sürecinin yıl sonuna kadar tamamlanması ve yeni fabrikanın ise 2024 yılı başı itibarıyla tam kapasiteye ulaşması beklenmektedir.

Vestel Beyaz Eşya, 2023 yılının ilk dokuz ayında toplam 99 milyon USD tutarında yatırım harcaması gerçekleştirmiştir. Yatırım harcaması içindeki en büyük paylar 32% ile bina, 28% ile makine ve teçhizat yatırımları, 23% ile kalıp ve 13% ile araştırma ve geliştirme faaliyetlerinden oluşmaktadır. Şirket, Avrupa'daki güçlü konumuna ek olarak yeni girdiği pazarlarla birlikte, ürettikleri teknolojiyle dünyanın 163 ülkesine ulaşmıştır.

**2024 yılında Vestel Beyaz Eşya'nın faiz artırım hamleleri sayesinde özellikle yılın ilk yarısında yurt içi talepteki olası zayıflıktan görece daha az etkilenmesini bekliyoruz.** Buna neden olarak ise toplam satışlarının %70'inin ihracat yoluyla gerçekleştiriyor olmasını gösteriyoruz. Şirket ayrıca kapasite artırım çalışmalarını sürdürmekte ve 2024 yılı itibarıyla yeni fabrikasının tam kapasiteyle çalışmaya başlamasını beklemektedir.

Yurt dışı pazara ilişkin olası riskler ise Avrupa Bölgesi'nde son gelen verilere göre büyümenin yıllık bazda 0% düzeyinde bulunması (3Ç23:-0,1%) ve bu durumun 2024'de resesyon haline dönüşmesi ve bu görünümün öngörülenden daha uzun sürmesi ile Türk Lirası'nda ihracatı olumsuz etkileyecek düzeyde bir değer artışı olarak gösterilebilir. Ayrıca 2024 yılının ortalarına kadar enflasyonun yukarı yönlü seyrinin devam edeceği beklentisi ve kurdaki yükselişe bağlı olarak maliyetlerdeki olası artışların karlılık üzerindeki olumsuz etkileri de risk unsurları kapsamında değerlendirmemize alınmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akım Analizi ve Piyasa Çarpanları Analizi yöntemlerini kullanarak gerçekleştirdiğimiz değerlendirme çalışmamız kapsamında **Vestel Beyaz Eşya için daha önce 24 TL olarak hesapladığımız hisse başı değeri projeksiyon yılı, risksiz faiz oranı ve diğer güncellemelerle birlikte, 27.16 TL olarak revize ediyoruz.** Bu hedef fiyat ile son kapanış fiyatına göre Vestel Beyaz Eşya 69% iskontolu işlem görmektedir.

## ***POZİTİF UNSURLAR***

### ***Kapasite Artırımları Devam Ediyor...***

Vestel Beyaz Eşya, Endüstri 4.0 yatırımlarının yanı sıra kapasite artırımı yatırımlarına da devam ederek toplam üretim kapasitesini 2022 yılında yıllık 13,6 milyon adetten 15,6 milyon adede yükseltti. Son açıklanan finansal sonuçlarına göre 2022 yılının ilk dokuz ayında %77 olan kapasite kullanım oranı, 2023 yılının ilk 9 ayında da %77 olarak gerçekleşti. Kapasite artırımı programı kapsamında yeni bulaşık makinesi fabrikasının bina yatırımını tamamlayan Şirket, yeni kurulan bir hattın devreye alınma çalışmalarına da devam etmektedir. Mevcut bulaşık makinesi fabrikasındaki üretim hatlarının yeni fabrikaya taşınma sürecini 2023 yılı sonuna kadar tamamlamayı bekleyen Şirket, yeni fabrikanın 2024 yılı başı itibarıyla tam kapasiteye ulaşmasını beklemektedir. Sürdürülen kapasite artırımı programı kapsamında, 2022 yılında Şirket'in toplam üretim kapasitesi yıllık 13,6 milyon adetten 15,6 milyon adede yükseltilirken 2024 yılı başları itibarıyla 15,6 milyon adet olan kapasitesinin 16,2 milyon adete yükseltilmesi hedeflenmektedir.

### ***Pazar Payını Artırma Amaçlı Avrupa Dışı Pazarlara Yönelim Hamleleri Sürüyor...***

Vestel Beyaz Eşya'nın toplam satışlarının yaklaşık %70'i ihracat yoluyla gerçekleşmektedir. 9A23: %68,9. Türkiye'nin beyaz eşya ihracatının yaklaşık %40'ını gerçekleştiren Şirket'in en önemli pazarı Avrupa Bölgesi'dir. Avrupa pazarı dışında Orta Asya-Türki Cumhuriyetler, Sahra Altı Afrika, Kuzey ve Güney Amerika ve gelişen Asya gibi farklı pazarlardaki operasyonları da Vestel Beyaz Eşya'nın operasyonel performansında olumlu etken olmaktadır. Ayrıca ABD'de yeni satış ofisini devreye alan Şirket, Hindistan ve Vietnam'da da açtığı yeni ofislerle pazar payını genişletme hedefini sürdürmektedir. Şirket, önümüzdeki dönemde Afrika, Latin Amerika, Kuzey Amerika ve Asya pazarlarında faaliyet alanlarını artırmayı hedeflemektedir.

### ***Vestel Grubunun Marka Değerini Güçlendirme Hedefi Vestel Beyaz Eşya İçin Pozitif Unsur Olabilir...***

2023'te bir önceki yıla göre 28% artış kaydederek 927 milyon dolarlık marka değeriyle Türkiye'nin en değerli 3 markasından biri olan Vestel Grubu, marka değerini 3 yıl içerisinde 2 milyar dolara ulaştırmayı hedeflemektedir. Vestel Grubunun marka değerine yapmayı hedeflediği bu yatırımın doğal olarak Vestel Beyaz Eşya için de hem yurt içinde hem de yurt dışında (özellikle yeni pazarlarda) ürün kalitesinin, marka bilinirliğinin, saygınlığının ve sonuç olarak pazar payının artmasına olumlu katkılar sağlayabileceğini düşünüyoruz.

### ***Şirket, Düzenli Temettü Politikası İle Dikkat Çekiyor...***

2013 yılından itibaren 10 yıllık sürede Vestel Beyaz Eşya her sene düzenli bir şekilde temettü ödemesi gerçekleştirmiştir. Şirket'in son 5 yıla göre ortalama temettü verimi %9,02 düzeyindedir.

## ***NEGATİF ETKİ EDEBİLECEK UNSURLAR (RİSKLER)***

### ***Döviz Kurlarındaki Değişim İhracat Performansını Etkileyebilir...***

TCMB'in döviz alış kurları üzerinden yaptığımız hesaplama göre 2023 yılında Türk Lirası Euro'ya karşı 63,4% değer kaybı yaşamıştır. Vestel Beyaz Eşya'nın 2023 yılı 9 aylık finansal sonuçlarına göre toplam satışlarının 68,9%'lik kısmı yurt dışına gerçekleştirilmiştir. Şirket'in satışlarının yoğunlukla yurt dışına gerçekleşiyor olması sebebiyle hem EUR/USD ve buna bağlı olarak EUR/TRY'de meydana gelebilecek dalgalanmalar Şirket için önemli olmaktadır. Şirket'in gelirlerinin önemli bir kısmı Euro cinsinden olduğundan Türk Lirası'nda Euro'ya karşı bir değer artışı ihracat performansı üzerinde olumsuz bir etki oluşturabilir. Şirket, bu riski azaltmak amacıyla hedge mekanizması kullanmaktadır. Ayrıca 2024 yılında da kurdaki yükseliş beklentimize bağlı olarak maliyetlerdeki olası artışların karlılık üzerindeki olumsuz etkileri de risk unsurları kapsamında değerlendirmemize alınmıştır. Zira Şirket hammadde temininde yaklaşık yarı yarıya oranda yurt içi-yurt dışı şekilde çalışmaktadır.

### ***Küresel Ekonomik Durgunluk Beklentileri Yurt Dışı Beyaz Eşya Talebini Düşürebilir...***

Faiz artırımı hamlelerinin arka arkaya geldiği ve sonuçlarının yavaş yavaş ekonomilerde yavaşlama olarak görülmeye başlandığı Avrupa'da 2024 yılında da resesyon beklentisi devam ediyor. Avrupa Bölgesi'nde son gelen verilere göre büyümenin yıllık bazda 0% düzeyinde bulunması (3Ç23:-0,1%) ve bu durumun 2024'de resesyon haline dönüşmesi ve bu görünümün öngörülenden daha uzun sürmesi Vestel Beyaz Eşya'nın yurt dışında Avrupa pazarı için operasyonel performansının olumsuz etkilenmesine neden olabilir. Nitekim son verilere göre yılın ilk 8 ayında Avrupa beyaz eşya pazarında yaşanan daralma 8%'e ulaştı. Türk beyaz eşya sektörünün ihracatı ise ana pazar olan Batı Avrupa'daki daralmaya paralel olarak yılın ilk 9 ayında 11% düşüş gösterdi. Avrupa pazarında olası durgunluk senaryosunun gerçekleşmesi riskine karşılık Şirket'in 2024 yılında dönemde Afrika, Latin Amerika, Kuzey Amerika ve Asya pazarlarında faaliyet alanlarını artırmayı hedeflemesi bu riski kompanse edici bir etki yaratabilir.

### ***Yurt içinde Faizler Yüksek Seyretmeye Devam Etmesi Yurt İçi Talebi Baskılayabilir...***

TCMB'nin 42,5%'ye kadar yükselttiği politika faizi ile enflasyon 2024 yılında kontrol altına alınmaya çalışılacak. Tahminimizce TCMB bir faiz artırımını daha yaparak politika faizini 45% düzeyine yükseltecek. Enflasyonda ise Mayıs ayında zirve oluşmasını bekliyoruz. Yüksek faiz ortamının yılın genelinde devam edecek olması, yurt içi talebin baskılanması beyaz eşya talebinin düşük kalmasına neden olabilir. BDDK bu kapsamda geçen Ağustos ayında mobilya ve beyaz eşya alımında kredi kartına taksidi 12 aydan 9 aya indirmişti. Türkiye Beyaz Eşya Sanayicileri Derneği'nin en son 2023 Kasım ayına ait yayınladığı verilere göre Beyaz eşya iç satışları Kasım ayında 1% gerilemeyle 743,577 adet oldu. Ocak-Kasım döneminde üretim ise 11% düşüşle 18,2 milyon adet olarak gerçekleşti.

## ŞİRKET HAKKINDA

Vestel Beyaz Eşya, 13.11.1997 tarihinde kurulmuş olup 1999 yılında buzdolabı üretimi ile operasyonlarına başlamıştır. Bunu takiben 2000 yılında klima ve 2003 yılında ise çamaşır makinesi üretimine geçmiştir. 2005 yılında ikinci buzdolabı fabrikası ile pişirici cihaz fabrikası faaliyete geçmiştir. 2007’de ise bulaşık makinesi fabrikası üretime başlamıştır. 2008 yılından itibaren Ar-Ge ve inovasyon konusunda faaliyetlerini odaklandırmıştır.

2003 yılında açılışı yapılan Manisa Vestel City’de yer alan toplam 410 bin m<sup>2</sup> kapalı alana sahip yedi fabrikasında en son teknolojileri kullanarak, buzdolabı, derin dondurucu, çamaşır makinesi, çamaşır kurutma makinesi, pişirici cihazlar, bulaşık makinesi, klima ve termosifon üretimini sürdürmektedir. Vestel City’nin içerisinde 66.000 m<sup>2</sup> kapalı alanda kurulan ve 2018’de faaliyete geçen çamaşır ve çamaşır kurutma makinesi fabrikası ise Endüstri 4.0 altyapısı ile inşa edilmiştir. Yeni fabrikanın da devreye girmesiyle birlikte Vestel Beyaz Eşya altı ana beyaz eşya ürün ailesindeki ürün gamını tamamlamıştır.

Ünite	Fabrika Kapalı Alanı (m <sup>2</sup> )
Buzdolabı	148.916
Çamaşır Makinesi	42.327
Klima	9.739
Pişirici Cihazlar	42.533
Bulaşık Makinesi	30.513
Çamaşır Makinesi ve Kurutma Makinesi	66.301
Depo	66.608
Konteyner Saha Arsa	2.884
<b>TOPLAM</b>	<b>409.821</b>

Avrupa’nın önde gelen özgün tasarım üreticileri (Original Design Manufacturer - ODM) arasında yer alan, teknolojiadaki trendleri yakından takip ederek geliştirdiği ürünler ile Avrupa’daki en büyük beş beyaz eşya üreticisinden, Türkiye’de ise sektörün ilk üç oyuncusundan biri olan Vestel Beyaz Eşya, Türkiye’nin beyaz eşya ihracatının yaklaşık %40’ını gerçekleştirmektedir. Avrupa ülkelerindeki satışlarını ağırlıklı olarak ODM bazında yürüten Vestel Beyaz Eşya, Vestel Grubu’nun lisansını aldığı küresel markalar ve sahip olduğu bölgesel markalarla markalı satış da gerçekleştirmektedir.

### **Ortaklık Yapısı**

Vestel Beyaz Eşya'da Vestel Elektronik 77,33%'lik payıyla ana ortak konumundadır. 11.04.2006 yılında borsada işlem görmeye başlayan VESBE'nin halka açıklık oranı ise 22,67%'dir.

<b>Ortaklar</b>	<b>Nominal Pay Tutarı</b>	<b>Sermayedeki Payı</b>
Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	1.237.302.236	77,33%
Diğer Ortaklar (Halka Açık)	362.697.764	22,67%
<b>TOPLAM</b>	<b>1.600.000.000</b>	100,00%

### **Satış Operasyonları**

Vestel Beyaz Eşya'nın yurt içi ve yurt dışı satış ve pazarlama faaliyetleri Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin %100 bağlı ortaklığı Vestel Ticaret A.Ş. tarafından yürütülmektedir. Yurt içinde uyguladığı "çok kanallı pazarlama stratejisi" ile daha geniş bir tüketici kitlesine ulaşan Vestel Beyaz Eşya, bayi kanalının yanı sıra çeyiz mağazaları, hipermarketler, indirim marketleri, elektronik perakende zincirleri ve e-ticaret siteleri yoluyla da satış faaliyetlerini yürütmektedir.

2022 yılı faaliyet raporuna göre Vestel Beyaz Eşya, 1.334 Vestel Mağazası, 10 VsOutlet Mağazası, 722 Regal Satış Noktası ile Vestel.com.tr, vsoutlet.com.tr ve regal-tr.com üzerinden satışlarını gerçekleştirmektedir.

Vestel Beyaz Eşya, 1 Ocak 2022 tarihinden geçerli olmak üzere, pazarlama ve satış faaliyetlerini yürüten Vestel Ticaret A.Ş. (Vestel Ticaret) ile yurt dışı satışları için "aracılı ihracat" modeline geçmiştir. Aracılı ihracat modelinde, Vestel Beyaz Eşya ana ihracatçı, Vestel Ticaret ise vekil konumuna geçmektedir. Model değişikliği ile Vestel Beyaz Eşya'nın ihracat operasyonları üzerindeki kontrolünün artırılarak söz konusu operasyonlara ilişkin kredi riski, fiyat riski ve kur riski gibi risklerin daha verimli yönetilmesi hedeflenmiştir.

Aracılı ihracat modeli öncesi, navlun, liman, depolama, sigorta gibi ihracata ilişkin giderler Vestel Ticaret tarafından üstlenilirken, aracılı ihracat modelinde bu giderler Vestel Ticaret tarafından Vestel Beyaz Eşya'ya yansıtılmaktadır. Ayrıca, Vestel Beyaz Eşya, Vestel Ticaret'ten aldığı satış ve pazarlama hizmetleri için ihracat gelirleri üzerinden Vestel Ticaret'e önceden belirlenmiş bir oranda satış komisyonu ödemektedir.

Söz konusu ihracat giderleri ve komisyon gideri Vestel Beyaz Eşya'nın pazarlama giderleri (nakliye, dağıtım depolama ve komisyon giderleri) içerisinde muhasebeleştirilmektedir. Bu nedenle 2021'den 2022'ye geçişte pazarlama giderlerinde gözlenen artış bu ihracat modelindeki değişiklikten kaynaklanmıştır. Şirket, aracılı ihracat modelinde, ihracata ilişkin giderleri piyasa koşullarına bağlı olarak ürün fiyatları aracılığıyla yurt dışı müşterilerine yansıtmaktadır.

## SEKTÖR HAKKINDA

### *Sektörde Yurt İçi Talep Yılın Son Aylarında Yavaşlamaya Başladı...*

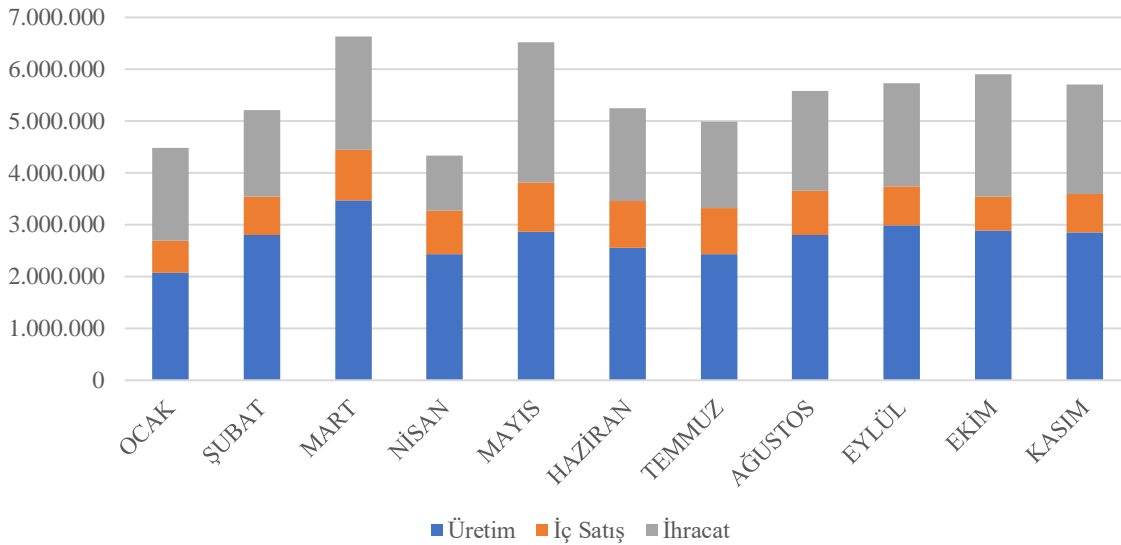
2023'ün ilk çeyrek dönemde beyaz eşya üretimi adet bazında bir önceki yıla göre 2,4%, ihracatı 14% düşüş yaşamıştır. İç talepte yüksek enflasyonun yarattığı talebin öne çekilmesiyle oluşan olumlu görünüme karşılık, ihracattaki zayıf seyir sektörün üretimindeki düşüşte etkili olmuştur. İhracatın seyri üretiminin yaklaşık 75%'ini ihraç eden sektörde dış talebin belirgin bir şekilde yavaşladığına işaret etmiştir.

2023 2.çeyrek dönemde ise beyaz eşya üretimi adet bazında bir önceki yılın aynı dönemine göre 1,3% oranında gerilemiştir. Üretimdeki daralmanda ihracattaki sert düşüş etken olmuştur. Bu dönemde iç talep tarafı güçlü görünümünü korumuştur. Yılın ilk 6 aylık döneminde, üretim adet bazında geçen yılın aynı dönemine göre 1,9% azalarak 16,2 milyon seviyesinde gerçekleşmiştir. 2.çeyrekte ihracat 13,1% düşerken, yurt içi satışlarda 18,1%'lik daha yüksek bir artış kaydedilmiştir.

Yurt içinde beyaz eşya üretimi 2023'ün 3.çeyreğinde adet bazında 2,1% oranında artarak 2022'nin 3.çeyreğinden bu yana ilk defa yıllık bazda yükseliş kaydetmiş ve 8,2 milyon adet olmuştur. Temmuz-Eylül döneminde adet bazında yurt içi satışlar yıllık bazda 18,5% oranında artarken, ihracat 8,7% düşüş kaydetmiştir. Yılın ilk 9 aylık döneminde de, üretim adet bazında geçen yılın aynı dönemine göre 0,6% azalarak 24,4 milyon seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu dönemde adet bazında ihracat 11,7% düşerken, yurt içi satışlarda 18,2%'lik yine sert yükseliş kaydetmiştir.

2024 yılında faizlerin yüksek kalmaya devam etmesi, kredi taksit sınırlandırması gibi etkenlerle sektörde yurt içi talebin zayıf kalabileceğini düşünüyoruz.

### 2023 Yılı Beyaz Eşya Üretim-Satış-İhracat



### ***Küresel Beyaz Eşya Pazarının 2028'e Kadar %8,5 Bileşik Büyüme Göstereceği Tahmin Ediliyor...***

Küresel beyaz eşya pazarı ise pandemi döneminde dikkate değer şekilde büyüme gösterirken, daha sonra yükselişe geçen enflasyonla birlikte başlatılan faiz artırımı hamleleriyle alım gücünün zayıflaması ve maliyetlerin yükselmesiyle bir miktar zayıflasa da çok ciddi bir ivme kaybı yaşamadı. Beyaz eşya pazar büyüklüğünün önümüzdeki birkaç yılda da büyüme göstermesi bekleniyor. Sektörün 2028'de 8,5%'lik bir bileşik büyüme oranında büyüme kaydedilmesi öngörülüyor.

Bu tahmin döneminde beklenen büyüme, akıllı ev teknolojilerinin artan entegrasyonu, e-ticaret ve çevrimiçi alışverişteki artış, sürdürülebilirlik ve çevre dostu olmaya odaklanma, sağlık ve hijyen özelliklerinin dahil edilmesi ve akıllı ev teknolojilerinin benimsenmesiyle bağlantılı olabilir. Bu dönemde beklenen önemli trendler arasında akıllı ve bağlantılı cihazların yaygınlaşması, çevrimiçi perakende ve e-ticaretin öne çıkması, dijital arayüzlerin ve dokunmatik ekran kontrollerinin kullanılması, uzaktan teşhis ve bakımın uygulanması ve döngüsel ekonomi ile geri dönüşüme verilen önem yer alıyor.

### ***Asya Pasifik ve Kuzey Amerika'nın Bölgesel Pazara Hakim Olması Bekleniyor...***

2030 yılına kadar Asya-Pasifik Bölgesi'nin 9,5%'lik bileşik büyüme oranıyla büyüme kaydetmesi ve Dünya'da en büyük paya sahip pazara hakim olması bekleniyor. Küresel çapta faaliyet gösteren beyaz eşya şirketleri, akıllı ve gelişmiş cihazlara olan talebin artması, harcanabilir gelirin yükselmesi ve Y kuşağı nüfusunun artması nedeniyle başta Hindistan, Çin ve Endonezya olmak üzere Asya-Pasifik'in gelişmekte olan ekonomilerine yatırım yapmayı planlıyor. **Vestel CEO'su Ergün Güler de yakın bir zaman önce yaptığı açıklamada, Avrupa'daki güçlü varlıklarını muhafaza ederken diğer yandan Afrika, Latin Amerika, Kuzey Amerika ve Asya gibi yeni girdikleri pazarlarda da derinleşeceklerini ifade etmişti.**

Özellikle Hindistan ve Çin gibi gelişmekte olan ülkelerde artan kentleşme ve halk arasındaki yüksek yaşam düzeyi, Asya-Pasifik bölgesindeki beyaz eşya pazarının genişlemesini hızlandırıyor.

Kuzey Amerika pazarında ise 2030 yılına kadar %4,7 yıllık bileşik büyüme oranının yakalanması bekleniyor. Kuzey Amerika klima ve buzdolabı pazarı, ev ve mutfak ekipmanlarının gelişmesi ve bölgede küresel olarak faaliyet gösteren şirketlerin gelişmesi nedeniyle bir değişim yaşıyor. enerji tüketiminin azalmasıyla birlikte enerji tasarruflu beyaz eşya kullanımının artmasının, yeni ve inovatif beyaz eşyaya olan talebi de artırması bekleniyor. Ayrıca geleneksel makinelerin akıllı, bağlantılı cihazlarla değiştirilmesiyle bölgesel pazarın da büyük bir gelişme yaşayacağı öngörülüyor.

## **SEKTÖRÜN GÜÇLÜ, ZAYIF YÖNLERİ, FIRSATLAR, TEHDİTLER**

### ***Güçlü Yönler ve Rekabet Avantajı***

Beyaz eşya ya da daha geniş bir tanımlamayla ev aletleri sektörünün güçlü yönleri ve rekabet avantajları arasında yenilik yapma yeteneği, güçlü marka bilinirliği ve etkin tedarik zinciri yönetimi yer almaktadır.

### **Bu sektörün başarısına katkıda bulunan güçlü yönler aşağıdaki gibi sıralanabilir;**

- ***Yenilik:*** Ev aletleri sektörü, tüketici taleplerini karşılamak için sürekli olarak yeni teknolojiler ve özellikler geliştirmektedir.
- ***Marka Tanınırlığı:*** Yerleşik markaların sadık bir müşteri tabanı vardır ve bu da pazarda rekabet avantajı sağlar.
- ***Verimli Tedarik Zinciri Yönetimi:*** Kolaylaştırılmış süreçler, maliyetleri en aza indirirken ürünlerin zamanında teslim edilmesini sağlar.

Bu güçlü yönler, ev aletleri sektörünün genel başarısına ve büyümesine katkıda bulunmaktadır.

### ***Zayıf Yönler***

Ev aletleri sektöründeki zayıf yönler, değişen tüketici tercihlerine ve pazar eğilimlerine uyum sağlanamaması olarak belirlenebilir. Bu zayıflık birkaç faktöre bağlı olmaktadır;

- Yeni teknolojilerin benimsenmesinde geç kalınması
- Sınırlı ürün çeşitliliği
- Yetersiz müşteri hizmetleri ve desteği
- Onarım ve bakımla ilgili yüksek maliyetler
- Sınırlı sürdürülebilirlik uygulamaları

Bu zayıflıklar, sektörün gelişen tüketici taleplerini karşılama ve pazarda etkili bir şekilde rekabet etme yeteneğini engellemektedir.



### ***Fırsatlar***

Bu sektördeki pazarın genişlemesine yönelik fırsatlar, tüketici tercihleri ve ortaya çıkan trendlerin analizi yoluyla belirlenebilmektedir. Potansiyel büyüme alanlarını daha iyi anlamak için aşağıdaki temel faktörler sektör için fırsatlar oluşturabilmektedir;

- Enerji tasarruflu cihazlara talebin artması
- Akıllı ev teknolojisi entegrasyonuna ilginin artması
- Çevre dostu ve sürdürülebilir ürünlerin popülaritesinin artması
- Gelişmekte olan ekonomilerde orta sınıfın genişlemesinin tüketimi artırması
- Kolaylık ve rekabetçi fiyatlandırma sunan çevrimiçi alışveriş platformlarına geçişin artarak devam etmesi

### ***Tehditler: Pazar Doygunluğu***

Pazar doygunluğu, daha fazla genişleme ve pazar payı edinme potansiyelini sınırladığından, ev aletleri sektörünün büyümesine yönelik bir tehdit oluşturmaktadır. Bu durum belirli bir pazardaki neredeyse tüm potansiyel müşterilerin ürün veya hizmeti zaten satın almış olduğunda meydana gelmektedir.

### **Aşağıdaki faktörler bu tehdiide katkıda bulunabilmektedir:**

- Köklü markalardan yoğun rekabet
- Ekonomik kriz nedeniyle sınırlı tüketici talebi
- Tüketiciler arasında yüksek fiyat duyarlılığı
- Daha uzun ömürlü ürünler sağlayan teknolojik gelişmeler
- Gelişmiş pazarlarda yavaş nüfus artışı

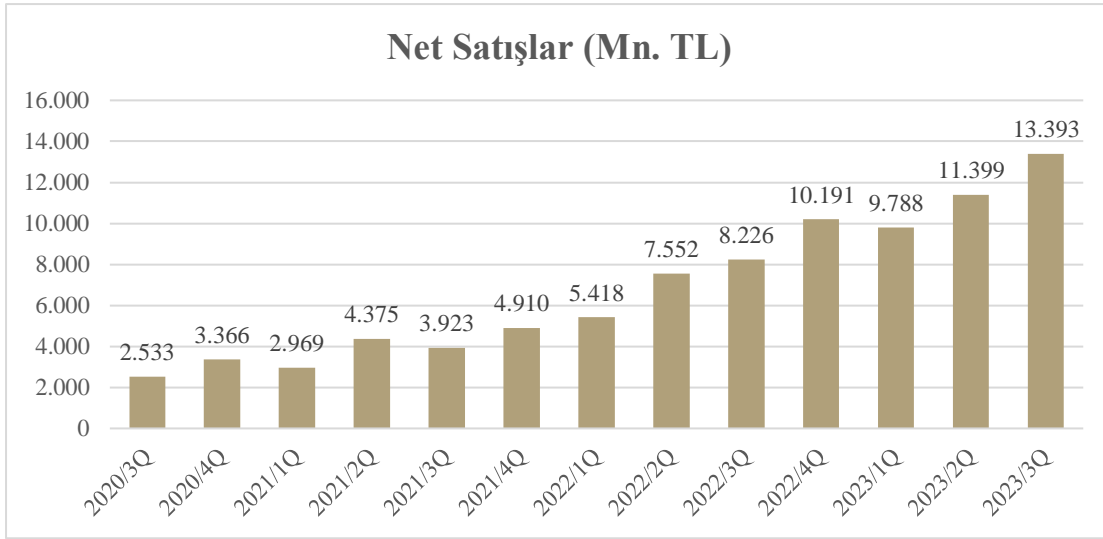
### 3Ç23 MALİ TABLO ANALİZİ

#### 3Ç23'de Şirketin Net Karı Piyasa Beklentisinin Üzerinde Geldi...

Şirket'in net karı 3Ç23'te 3Ç22'ye göre %1342 artışla 2.501 mn. TL oldu. Açıklanan bu rakam piyasa beklentisinin %12 üzerinde gerçekleşmiştir. Açıklanan 3Ç23 net karı 2Ç23'e göre %319 artış kaydetmiştir. Net kar artışında 2Ç23 ve 3Ç22 dönemlerinde satış gelirlerindeki artışa karşılık maliyetlerde sağlanan daha düşük artışın etken olduğu operasyonel performans katkı sağlamıştır.

#### 3Ç23'de Satış Gelirlerinde Artış...

Şirket'in satış gelirleri 3Ç23'te 3Ç22'ye göre %62,8 artışla 13.393 mn TL olarak gerçekleşmiştir. Bir önceki çeyrek döneme göre ise artış oranı %17.5 olmuştur. Satış gelirlerindeki artışta fiyat artışlarının yanı sıra artan enflasyonist beklentiler nedeniyle talebin öne çekilmesi etkenler olmuştur. 3Ç23'de Şirket'in yurt içi satış gelirleri 3Ç22'ye göre %107.6 yükselişle 4.439 mn TL olurken aynı dönem aralığında yurt dışı satış gelirleri ise %46,6 artışla 8.965 mn. TL olmuştur. Satış gelirleri, 2Ç23'e göre yurt içinde %21.4, yurtdışında ise %15.3 artış kaydetmiştir. 9A22'de %77 olan kapasite kullanım oranı, 9A23'de %77 olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in toplam üretim adedi 9A23'de 9A22'ye göre %3 oranında artmıştır.



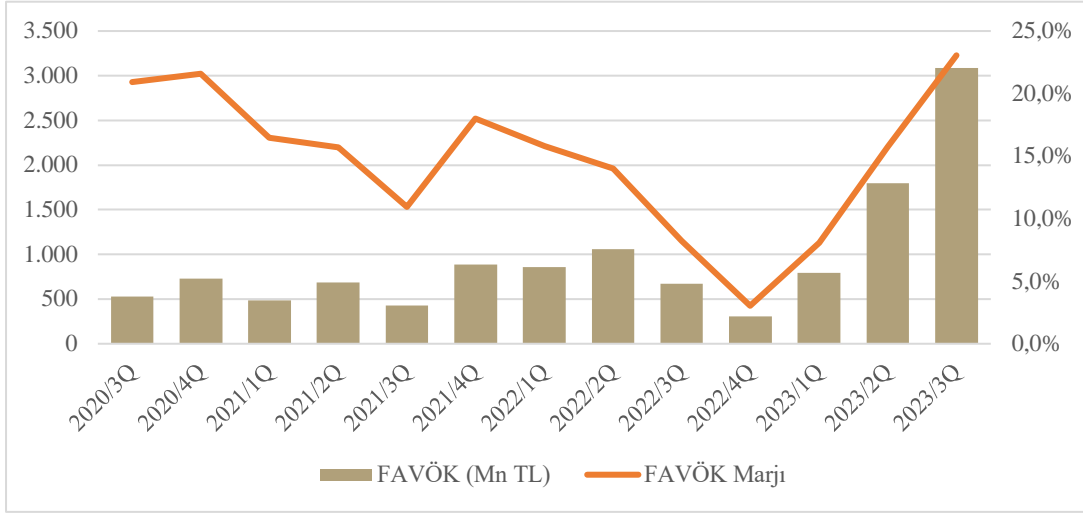
#### Brüt Kar Marjı 3Ç23'de Yükseldi...

Şirket'in brüt kar marjı 3Ç23'te 3Ç22'ye göre 1243 baz puan, 2Ç23'e göre ise 708 baz puan yükselişle %27.4 olmuştur. (3Ç22:%14.9, 2Ç23: %20.3) Brüt kar marjındaki iyileşmelerde maliyetlerdeki satış gelirlerinden daha düşük oranda oluşan artışın etken olduğu görülmüştür.

#### FAVÖK'de 3Ç23'de Konsensüs Üzerinde Artış...

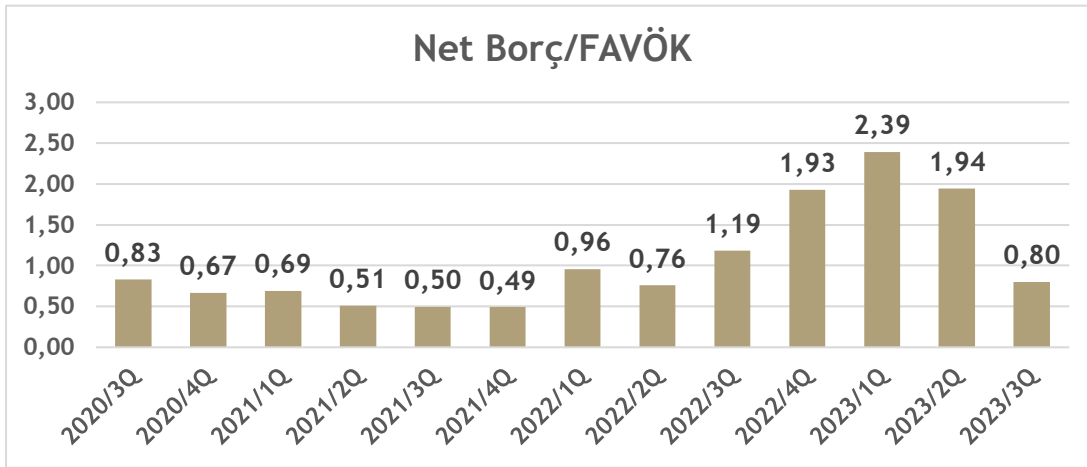
Şirket'in FAVÖK'ü piyasa beklentisinin %8.4 üzerinde 3Ç23'de yıllık bazda %358 artışla 3.088 mn TL olarak gerçekleşmiştir. FAVÖK artışında yukarıda bahsettiğimiz gelirlerdeki artış yanında maliyetlerden gelen etkenin yanı sıra Pazarlama, Satış ve Dağıtım, Genel Yönetim ile Araştırma

ve Geliştirme giderlerinin satış gelirlerine olan oranınının 3Ç22 dönemine göre gerileme kaydetmesinin yarattığı olumlu operasyonel performans katkı sağlamıştır.



### 3Ç23'de Net Borç/FAVÖK Rasyosunda İyileşme Gözleniyor...

Şirket'in Net Borç/FAVÖK rasyosu 1Ç23 döneminde 2,39x düzeyine kadar yükseldikten sonra 3Ç23 itibarıyla 0,80x düzeyine gerilemiştir. Bu sonuç Şirket'in kısa vadeli borçlarını ödeme konusunda sorun yaşamayacağını gösteriyor.



### Oran Analizleri

Borçluluk Analizi	1.01.2020	1.01.2021	1.01.2022	1.01.2022	1.01.2023
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2022	30.09.2023
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	1.233.263	935.376	6.140.506	4.305.184	3.966.791
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	207.731	399.464	77.009	156.816	1.139.449
Nakit ve Nakit Benzerleri	216.011	112.837	618.872	341.467	306.124
Net Borç (Nakit)	1.224.983	1.222.003	5.598.643	4.120.533	4.800.116
Özkaynak	3.361.765	4.892.655	6.319.416	5.489.866	9.678.558
Net Borç/Özkaynak	0,36	0,25	0,89	0,75	0,50
FAVÖK*	1.828.843	2.488.084	2.900.307	3.474.627	5.986.703
<b>Net Borç/FAVÖK</b>	<b>0,67</b>	<b>0,49</b>	<b>1,93</b>	<b>1,19</b>	<b>0,80</b>

Likidite Oranları	1.01.2020	1.01.2021	1.01.2022	1.01.2022	1.01.2023
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2022	30.09.2023
Cari Oran (Dönen Varlıklar/Kısa Vadeli Yükümlülükler)	1,26	1,18	0,92	1,03	1,03
Asit Test Oranı ((Dönen Varlıklar-Stoklar) / Kısa Vadeli Yükümlülükler)	1,05	0,87	0,68	0,73	0,76
Nakit Oranı (Nakit ve Nakit Benzerleri/Kısa Vadeli Yükümlülükler)	4,84	1,32	3,36	1,99	1,27

Mali Yapı Oranları	1.01.2020	1.01.2021	1.01.2022	1.01.2022	1.01.2023
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2022	30.09.2023
Kaldıraç Oranı (Toplam Yükümlülükler/Toplam Varlıklar)	0,59	0,66	0,75	0,76	0,73
Kısa Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar	0,54	0,60	0,72	0,74	0,68
Uzun Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar	0,05	0,05	0,03	0,02	0,05
<b>Özkaynaklar/Toplam Varlıklar</b>	<b>0,41</b>	<b>0,34</b>	<b>0,25</b>	<b>0,24</b>	<b>0,27</b>

**Cari Oran:** Kısa vadeli borçların ödenmesine bir zorluğun olup olmadığını gösterir. Şirket'in 2020 ve 2021 yıllarında cari oranı 1,26 ve 1,18 iken; bu oran 2022 yılında 0,92'ye gerilemiş, 30.09.2023'de ise 1.03'e yükselmiştir. Şirket dönen varlıkları ile kısa vadeli yükümlülüklerini karşılayabilecek konumdadır.

**Nakit Oranı:** İşletmeye hiçbir nakit girişi olmaması durumunda elde bulunan nakitler ve menkul kıymetlerle kısa vadeli borçların ne kadarının ödenebileceğini gösteren Şirket'in nakit oranı 2020 yılında 4,84, 2021 yılında 1,32, 31.12.2022'de 3,36 ve 30.09.2023'de 1,27 olarak gerçekleşmiştir.

**Kaldıraç Oranı:** Varlıkların yüzde kaçının yabancı kaynaklarla finanse edildiğini gösteren kaldıraç oranı 2020 yılında 0,59, 2021 yılında 0,66, 31.12.2022 tarihinde 0,75 ve 30.09.2023'de 0,73 seviyesindedir.

**Kısa Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar:** Varlıkların yüzde kaçının kısa vadeli yükümlülüklerle fonlandığını gösteren Şirket'in kısa vadeli yükümlülüklerinin toplam varlıklara oranı 2020 yılında 0,54, 2021 yılında 0,60, 31.12.2022 tarihinde 0,72 ve 30.09.2023'de 0,68 seviyesindedir.

**Uzun Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar:** Varlıkların yüzde kaçının uzun vadeli yükümlülüklerle fonlandığını gösteren uzun vadeli yükümlülüklerin toplam varlıklara oranı 2020 yılında 0,05, 2021 yılında 0,05, 31.12.2022 tarihinde 0,03 ve 30.09.2023'de 0,05 seviyesindedir.

**Özkaynaklar/Toplam Varlıklar:** Varlıkların yüzde kaçının özkaynaklarla fonlandığını gösteren Şirket'in özkaynaklarının toplam varlıklara oranı 2020 yılında 0,41, 2021 yılında 0,34, 31.12.2022 tarihinde 0,25 ve 30.09.2023'de 0,27 seviyesindedir.

**DEĞERLEME ÖZETİ**

Vestel Beyaz Eşya'nın değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akım Analizi (İNA) ve Piyasa Çarpanları Analizi yöntemleri bir arada kullanılmıştır.

BİST-Dayanımlı Tüketim Sektörüne 20%, Yurt Dışı Benzerlerine %20 ve İNA analizine %40 olarak ağırlık verilmiş olup, **43.4 milyar TL** piyasa değerine ulaşmıştır. Buna göre, pay başına hedef değer **27,16 TL** olarak hesaplanmıştır.

<b>Vestel Beyaz Eşya (Bin TL)</b>			
<b>Değerleme Yöntemi</b>	<b>Piyasa Değeri</b>	<b>Ağırlık</b>	<b>Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri</b>
BİST-Dayanımlı Tüketim Sektör Ortalaması	63.320.152	20%	12.664.030
Yurt Dışı Benzerleri	54.068.577	20%	10.813.715
İNA	33.294.011	40%	19.976.407
<b>Vestel Beyaz Eşya Piyasa Değeri</b>			<b>43.454.153</b>

## Gelir Tablosu

Aşağıda yer alan gelir tablosu bilgileri Vestel Beyaz Eşya'nın 2020, 2021, 2022 yıllık ve 2022 ile 2023 dokuz aylık dönemlerine aittir.

GELİR TABLOSU (Bin TL)	1.01.2020	1.01.2021	1.01.2022	1.01.2022	1.01.2023
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2022	30.09.2023
<b>Hasılat</b>	<b>9.409.285</b>	<b>16.178.009</b>	<b>31.386.969</b>	<b>21.196.102</b>	<b>34.580.088</b>
<i>Değişim</i>		71,9%	94,0%		63,1%
Satışların Maliyeti (-)	-7.602.834	-13.613.315	-26.475.579	-17.323.684	-27.231.145
<i>Değişim</i>		79,1%	94,5%		57,2%
<b>Brüt Kar</b>	<b>1.806.451</b>	<b>2.564.694</b>	<b>4.911.390</b>	<b>3.872.418</b>	<b>7.348.943</b>
<i>Değişim</i>		42,0%	91,5%		89,8%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-81.028	-150.602	-305.252	-210.135	-293.326
<i>Değişim</i>		85,9%	102,7%		39,6%
Pazarlama Giderleri (-)	-118.022	-196.323	-2.006.634	-1.307.279	-1.643.404
<i>Değişim</i>		66,3%	922,1%		25,7%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-78.866	-114.203	-210.472	-153.420	-219.611
<i>Değişim</i>		44,8%	84,3%		43,1%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	523.030	1.912.448	1.625.962	1.342.387	3.087.734
<i>Değişim</i>		265,6%	-15,0%		130,0%
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-547.368	-2.169.236	-2.611.447	-2.302.510	-4.275.334
<i>Değişim</i>		296,3%	20,4%		85,7%
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>1.504.197</b>	<b>1.846.778</b>	<b>1.403.547</b>	<b>1.241.461</b>	<b>4.005.002</b>
<i>Değişim</i>		22,8%	-24,0%		222,6%
Finansman Gelirleri	476.221	1.528.225	2.628.062	2.361.547	1.895.617
<i>Değişim</i>		220,9%	72,0%		-19,7%
Finansman Giderleri (-)	-648.486	-2.158.151	-2.930.547	-2.338.889	-2.598.582
<i>Değişim</i>		232,8%	35,8%		11,1%
<b>Vergi Öncesi Kar/Zarar</b>	<b>1.331.932</b>	<b>1.216.852</b>	<b>1.101.062</b>	<b>1.264.119</b>	<b>3.302.037</b>
Dönem Vergi Gideri/Geliri	-5.771	-5.803	-2.909	-2.909	-116.075
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	5.147	307.543	326.313	178.026	326.666
<b>Dönem Karı / Zararı</b>	<b>1.331.308</b>	<b>1.518.592</b>	<b>1.424.466</b>	<b>1.439.236</b>	<b>3.512.628</b>
<i>Değişim</i>		14,1%	-6,2%		144,1%

\*Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Satış Kırılımı Bin TL	1.01.2020	1.01.2021	1.01.2022	1.01.2022	1.01.2023
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2022	30.09.2023
Yurtiçi Satışlar	2.166.143	3.568.771	8.291.879	6.123.527	10.806.932
<i>Değişim</i>		64,8%	132,3%		76,5%
Yurtdışı Satışlar	7.287.032	12.714.457	23.175.130	15.144.245	23.844.640
<i>Değişim</i>		74,5%	82,3%		57,5%
<b>Brüt Satışlar</b>	<b>9.453.175</b>	<b>16.283.228</b>	<b>31.467.009</b>	<b>21.267.772</b>	<b>34.651.572</b>
<i>Değişim</i>		72,3%	93,2%		62,9%
Satışlardan İndirimler	-43.890	-105.219	-80.040	-71.670	-71.484
<b>Net Satışlar</b>	<b>9.409.285</b>	<b>16.178.009</b>	<b>31.386.969</b>	<b>21.196.102</b>	<b>34.580.088</b>

31.12.2022'de Şirket'in brüt yurt içi satış gelirleri 8.3 milyar TL olup, bir önceki yıla göre %132 oranında artış göstermiştir. İlgili dönemde Şirket'in brüt yurt dışı satış gelirleri ise 82% oranında artarak 23.2 milyar TL'ye ulaşmıştır. Şirket'in brüt satışlarının 74% 'ünü yurt dışı satış gelirleri oluştururken oluşturmaktadır.

2023 yılının 9 aylık döneminde Şirket'in yurt içi satış gelirleri 10,8 milyar TL olup, bir önceki yılın aynı dönemine göre 76,5% oranında artış göstermiştir. İlgili dönemde Şirket'in yurt dışı satış gelirleri ise 57,5% oranında artışla 23,8 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. 9 aylık dönemde Şirket'in brüt satışlarının 68,8% 'ini yurt dışı satış gelirleri oluşturmaktadır.

Satışların Maliyeti (Bin TL)	1.01.2020	1.01.2021	1.01.2022	1.01.2022	1.01.2023
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2022	30.09.2023
İlk madde, malzeme ve ticari mal giderleri	-6.652.676	-12.555.863	-24.856.878	-15.363.386	-23.744.558
Yarı mamul, mamul ve ticari mal stoklarındaki değişim	72.117	438.439	1.236.592	-	-
İşçi ve personel giderleri	-643.508	-983.411	-1.878.559	-1.292.056	-2.528.070
Amortisman ve itfa payları	-300.308	-384.518	-511.275	-389.450	-484.828
Nakliye, dağıtım depolama ve komisyon giderleri	-	-95.871	-1.827.876	-1.183.015	-1.349.350
Diğer	-356.375	-493.219	-1.159.941	-766.611	-1.280.680
<b>Toplam</b>	<b>-7.880.750</b>	<b>-14.074.443</b>	<b>-28.997.937</b>	<b>-18.994.518</b>	<b>-29.387.486</b>

\*Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Faaliyet Giderleri (Bin TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	1.01.2022	1.01.2023
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2022	30.09.2023
Genel Yönetim Giderleri (-)	-81.028	-150.602	-305.252	-210.135	-293.326
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-118.022	-196.323	-2.006.634	-1.307.279	-1.643.404
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-78.866	-114.203	-210.472	-153.420	-219.611
<b>Faaliyet giderleri (-)</b>	<b>-277.916</b>	<b>-461.128</b>	<b>-2.522.358</b>	<b>-1.670.834</b>	<b>-2.156.341</b>
<b>Hasıllata oranı (%)</b>	<b>-2,95%</b>	<b>-2,85%</b>	<b>-8,04%</b>	<b>-7,88%</b>	<b>-6,24%</b>

\*Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Genel Yönetim Giderleri (Bin TL)	1.01.2020	1.01.2021	1.01.2022	1.01.2022	1.01.2023
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.09.2022	30.09.2023
İşçi ve Personel Giderleri	-16.969	-34.880	-75.447	-70.971	-98.015
Danışmanlık ve bilgi işlem giderleri	-35.128	-66.596	-119.394	-85.132	-135.498
Kira ve ofis giderleri	-5.069	-7.140	-8.885	-6.446	-13.281
Seyahat giderleri	-1.192	-1.861	-3.592	-	-
Enerji giderleri	-855	-1.200	-4.503	-	-
Amortisman ve itfa payları	-2.290	-3.256	-3.833	-2.828	-3.489
Dışarıdan sağlanan fayda ve hizmetler	-1.092	-1.113	-968	-	-
Diğer	-18.433	-34.556	-88.630	-44.758	-43.043
<b>Toplam</b>	<b>-81.028</b>	<b>-150.602</b>	<b>-305.252</b>	<b>-210.135</b>	<b>-293.326</b>

\*Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Pazarlama Giderleri (TL)	1.01.2020	1.01.2021	1.01.2022	1.01.2022	1.01.2023
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2022	30.09.2023
Nakliye Giderleri	-7.434.940	-11.799.136	-27.578.586	-11.425.176	-21.045.677
İhracat Giderleri	-1.442.872	-237.555	-7.262.306	-6.531.377	-20.582.296
İlan Reklam Giderleri	-1.142.738	-602.513	-951.237	-385.112	-4.655.015
Satış ile İlgili Ciro-Prim Giderleri	-6.504.639	-10.437.676	-21.196.807	-3.193.562	-2.591.908
Diğer Giderler	-544.781	-928.903	-188.798	-40.262	-134.910
<b>Toplam</b>	<b>-17.069.970</b>	<b>-24.005.783</b>	<b>-57.177.734</b>	<b>-21.575.489</b>	<b>-49.009.806</b>

\*Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Araştırma ve Geliştirme Giderleri (Bin TL)	1.01.2020	1.01.2021	1.01.2022	1.01.2022	1.01.2023
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2022	30.09.2023
Amortisman ve itfa payları	-39.298	-52.195	-86.286	-63.679	-79.020
<b>Satışlara Oranı</b>	<b>-0,42%</b>	<b>-0,32%</b>	<b>-0,27%</b>	<b>-0,30%</b>	<b>-0,23%</b>
İşçi ve personel giderleri	-19.029	-36.489	-78.992	-55.035	-92.362
<b>Satışlara Oranı</b>	<b>-0,20%</b>	<b>-0,23%</b>	<b>-0,25%</b>	<b>-0,26%</b>	<b>-0,27%</b>
Diğer	-20.539	-25.519	-45.194	-34.706	-48.229
<b>Satışlara Oranı</b>	<b>-0,22%</b>	<b>-0,16%</b>	<b>-0,14%</b>	<b>-0,16%</b>	<b>-0,14%</b>
<b>Toplam</b>	<b>-78.866</b>	<b>-114.203</b>	<b>-210.472</b>	<b>-153.420</b>	<b>-219.611</b>

\*Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Finansman Gelirleri (Bin TL)	1.01.2020	1.01.2021	1.01.2022	1.01.2022	1.01.2023
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2022	30.09.2023
Kambiyo karları	126.794	781.167	1.005.759	942.920	1.121.004
Türev finansal araçlar geliri	296.940	673.675	1.399.144	1.257.695	596.007
Faiz Gelirleri	52.487	73.383	223.159	160.932	178.606
<b>Toplam</b>	<b>476.221</b>	<b>1.528.225</b>	<b>2.628.062</b>	<b>2.361.547</b>	<b>1.895.617</b>

\*Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Finansman Giderleri (Bin TL)	1.01.2020	1.01.2021	1.01.2022	1.01.2022	1.01.2023
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2022	30.09.2023
Kambiyo zararları	-191.431	-521.185	-563.632	-532.368	-688.462
Türev finansal araçlar giderleri	-360.577	-1.295.762	-1.521.548	-1.272.533	-822.069
Faiz giderleri ve komisyon giderleri	-95.549	-336.940	-842.336	-531.754	-746.255
Diğer finansman giderleri	-929	-4.264	-3.031	-2.234	-341.796
<b>Toplam</b>	<b>-648.486</b>	<b>-2.158.151</b>	<b>-2.930.547</b>	<b>-2.338.889</b>	<b>-2.598.582</b>

\*Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Vestel Beyaz Eşya, ihracat yoğun çalışmasının etkisiyle kur riskine karşı hedge mekanizmasını kullanmaktadır. Şirket'in 2023 9 aylık dönemde kısa vadeli banka kredilerinin %44'ü yabancı para cinsinden oluşmaktadır. Kredilerin %56'sının TL bazlı olması ve ihracat yoğun çalışılması ayrıca doğal hedge mekanizmasının da oluşmasına imkan sağlamaktadır.



(Bin TL)	1.01.2020	1.01.2021	1.01.2022	1.01.2022	1.01.2023
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2022	30.09.2023
Brüt Kar	1.806.451	2.564.694	4.911.390	3.872.418	7.348.943
Esas Faaliyet Karı	1.528.535	2.103.566	2.389.032	2.201.584	5.192.602
FAVÖK *	1.828.843	2.488.084	2.900.307	3.474.627	5.986.703
Net Kar	1.331.308	1.518.592	1.424.466	1.439.236	3.512.628

\* FAVÖK, brüt kar tutarından operasyonel giderlerin (genel yönetim giderleri ve pazarlama giderleri) çıkarılması sonucunda amortisman ve itfa payı giderlerinin eklenmesi ile hesaplanmıştır. (30.09.2023 FAVÖK değeri yıllıklandırılmıştır.)

Karlılık Oranları	1.01.2020	1.01.2021	1.01.2022	1.01.2022	1.01.2023
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2022	30.09.2023
Brüt Kar Marjı (%)	19,20	15,85	15,65	18,41	18,74
Esas Faaliyet Kar Marjı (%)	16,24	13,00	7,61	11,42	12,02
Net Kar Marjı (%)	14,15	9,39	4,54	7,10	7,81

## DEĞERLEMeye İLİŞKİN TEMEL HUSUSLAR

### Değerlemede Baz Alınan Finansal Veriler

Vestel Beyaz Eşya'nın bağımsız denetimden geçmiş 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.09.2023 tarihli bilanço ve gelir tabloları verilerinden yararlanılmıştır. Değerlemede kullanılan veriler, bağımsız denetimden geçmiş mali tablolar, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin bulguları ve tahminlerinden oluşmaktadır.

### Değerlemeye İlişkin Varsayım, Sınırlayıcı Şart, Özel ve Olağandışı Durumlar

Bu çalışmada Şirket tarafından sağlanan bilgiler ve öngörüler de dikkate alınarak, Şirket'in mevcut yapısı ile geleceğe ilişkin kurumsal ve sektörel beklentileri değerlendirilmiştir. Ayrıca değerlendirme sürecinde Türkiye ekonomisinin ileride göstereceği tahmin edilen performans da dikkate alınmıştır. Bütün bu verilerin ışığı altında kurumumuzun da konuya yönelik öngörülerini de kullanarak ileriye dönük tahminler ve değerlendirme çalışmaları yapılmıştır.

## DEĞERLEME YÖNTEMLERİ VE HESAPLAMALAR

Vestel Beyaz Eşya'nın hedef fiyat tespitinde aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

1. Çarpan Analizi
2. İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") Analizi

## PROJEKSİYON

### Vestel Beyaz Eşya Gelir Tablosu Projeksiyonu

(Bin TL)	31.12.2023T	31.12.2024T	31.12.2025T	31.12.2026T	31.12.2027T	31.12.2028T
<b>Net Satışlar</b>	<b>50.219.150</b>	<b>74.324.343</b>	<b>96.621.645</b>	<b>120.777.057</b>	<b>138.893.615</b>	<b>159.727.658</b>
Satışların Maliyeti (-)	-41.004.248	-61.870.311	-80.386.853	-100.676.889	-115.168.446	-132.666.103
<b>BRÜT KAR</b>	<b>9.214.903</b>	<b>12.454.032</b>	<b>16.234.792</b>	<b>20.100.168</b>	<b>23.725.169</b>	<b>27.061.555</b>
<i>Yıllık Değişim (%)</i>	87,62%	35,15%	30,36%	23,81%	18,03%	14,06%
Faaliyet Giderleri	-3.786.729	-5.408.777	-6.725.611	-8.582.647	-9.723.309	-11.106.467
<b>FAALİYET KARI (FVÖK)</b>	<b>5.428.174</b>	<b>7.045.255</b>	<b>9.509.181</b>	<b>11.517.521</b>	<b>14.001.861</b>	<b>15.955.087</b>
<i>Yıllık Değişim (%)</i>	108,82%	29,79%	34,97%	21,12%	21,57%	13,95%
<b>FAVÖK</b>	<b>6.610.951</b>	<b>8.629.849</b>	<b>11.398.517</b>	<b>13.794.365</b>	<b>16.631.295</b>	<b>19.049.267</b>
Amortisman	1.182.777	1.584.594	1.889.335	2.276.844	2.629.434	3.094.180
<i>Yıllık Değişim (%)</i>	127,94%	30,54%	32,08%	21,02%	20,57%	14,54%
<b>FAVÖK MARJI</b>	<b>13,16%</b>	<b>11,61%</b>	<b>11,80%</b>	<b>11,42%</b>	<b>11,97%</b>	<b>11,93%</b>

Hem yurt içinde hem de küresel boyutta faiz artırım hamlelerinin sonucu olarak ekonomilerde durgunluk yaşanması bir senaryo olarak ortaya konuluyor olsa da Vestel Beyaz Eşya'nın yeni pazarlarda güçlenme hedefleri, güçlü inovasyon yapısı sayesinde bu konjonktürden görece daha düşük bir etkilenme yaşayacağını düşünüyoruz. Vestel Beyaz Eşya için satış gelirleri projeksiyonumuzu bu görünümü dikkate alarak oluşturduk. Şirket'in 2023-2028 arasında satış gelirlerinin %26 yıllık bileşik büyüme oranı ile büyüme kaydedeceğini düşünüyoruz. FAVÖK'ünün ise aynı dönemde %23,6 yıllık bileşik büyüme oranı kaydedeceğini düşünüyoruz.

Vestel Beyaz Eşya'nın toplam satışlarının yaklaşık %70'i ihracat yoluyla gerçekleşmektedir. Türkiye'nin beyaz eşya ihracatının yaklaşık %40'ını gerçekleştiren Şirket'in en önemli pazarı Avrupa Bölgesi olsa da bu pazar dışında Orta Asya-Türki Cumhuriyetler, Sahra Altı Afrika, Kuzey ve Güney Amerika ve gelişen Asya gibi farklı pazarlardaki operasyonları da Vestel Beyaz Eşya'nın operasyonel performansında olumlu etken olmaktadır. Ayrıca ABD'de yeni satış ofisini devreye alan Şirket, Hindistan ve Vietnam'da da açtığı yeni ofislerle pazar payını genişletme hedefini ortaya koymaktadır. Şirket, ayrıca önümüzdeki dönemde beyaz eşya pazarının gelecek dönemde büyüme potansiyeli barındırdığı düşünülen Afrika, Latin Amerika, Kuzey Amerika ve Asya pazarlarında da faaliyet alanlarını artırmayı hedeflemektedir.

### Satılan Malın Maliyeti Projeksiyonu

Vestel Beyaz Eşya'nın 2020-2022 yıllarını kapsayan son üç yıllık döneminde satışların maliyetinin satışlara olan oranı ortalama %83 düzeyinde gerçekleşmiştir. Projeksiyon dönemi boyunca da satışların maliyetinin satışlara olan oranı ortalama %83 düzeyinde kabul edilmiştir.

### Faaliyet Giderleri Projeksiyonu

Faaliyet Giderleri (Bin TL)	31.12.2023T	31.12.2024T	31.12.2025T	31.12.2026T	31.12.2027T	31.12.2028T
	Genel Yönetim Giderleri	-462.843	-665.565	-825.438	-990.292	-1.126.979
<i>Hasıllata oranı (%)</i>	<i>-0,92%</i>	<i>-0,90%</i>	<i>-0,85%</i>	<i>-0,82%</i>	<i>-0,81%</i>	<i>-0,80%</i>
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri	-3.005.297	-4.251.893	-5.261.719	-6.805.629	-7.690.782	-8.779.255
<i>Hasıllata oranı (%)</i>	<i>-5,98%</i>	<i>-5,72%</i>	<i>-5,45%</i>	<i>-5,63%</i>	<i>-5,54%</i>	<i>-5,50%</i>
<b>Faaliyet giderleri</b>	<b>-318.589</b>	<b>-491.319</b>	<b>-638.453</b>	<b>-786.726</b>	<b>-905.547</b>	<b>-1.048.147</b>
<b>Hasıllata oranı (%)</b>	<b>-3.786.729</b>	<b>-5.408.777</b>	<b>-6.725.611</b>	<b>-8.582.647</b>	<b>-9.723.309</b>	<b>-11.106.467</b>

### Genel Yönetim Giderleri

Genel yönetim giderleri ağırlıklı olarak danışmanlık ve bilgi işlem giderlerinden oluşmaktadır. 2023 – 2028 arasında için Şirket'in genel yönetim gideri altında yer alan personel giderleri projeksiyonu oluşturulurken personel sayısı sabit varsayılmış olup, personel ücretlerinin ise enflasyon oranında artacağı varsayılmıştır. Diğer kalemler ise satış gelirlerine olan oranı dikkate alınarak hesaplanmıştır.

### Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri

Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri kalemi, ağırlıklı olarak nakliye, dağıtım depolama ve komisyon giderlerinden oluşmaktadır. Özellikle 2022 yılından itibaren yakıt fiyatlarındaki artışların hız kazanmasıyla bu kalemin satış gelirleri içerisindeki payında önemli artışlar meydana gelmiştir. Bu eğiliminin süreceği varsayımıyla nakliye giderlerinin projeksiyonu oluşturulurken son iki yıldaki bu değişim dikkate alınarak hesaplama yapılmıştır.

## Net İşletme Sermayesi

Şirket'in projeksiyon dönemindeki ortalama alacak ve ortalama borç vade gün sayıları hesaplanırken 2019-2023 yılları arasında açıklanan finansal tablolarda hesaplanan ortalama alacak ve borç vade sayılarından yararlanılmıştır.

İŞLETME SERMAYESİ (Bin TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023T	31.12.2024T	31.12.2025T
<b>Ticari Alacaklar</b>	<b>12.439,67</b>	<b>18.363,27</b>	<b>23.477,14</b>	<b>28.915,02</b>	<b>33.802,37</b>	<b>38.990,61</b>
Ort. Alacak Vadesi (gün)	90	90	89	87	89	89
<b>Ticari Borçlar</b>	<b>13.675,44</b>	<b>20.551,01</b>	<b>26.813,48</b>	<b>33.850,48</b>	<b>39.302,90</b>	<b>44.488,90</b>
Ort. Borç Vadesi (gün)	122	121	122	123	125	122
<b>Stoklar</b>	<b>5.164,01</b>	<b>8.035,92</b>	<b>10.838,75</b>	<b>13.625,60</b>	<b>15.628,91</b>	<b>17.557,00</b>
Stok Çevrim Hızı (gün)	46	47	49	49	50	48
Nakit Çevrim Hızı (gün)	15	16	16	14	14	15
<b>İşletme Sermayesi İhtiyacı</b>	<b>3.928,24</b>	<b>5.848,17</b>	<b>7.502,41</b>	<b>8.690,14</b>	<b>10.128,39</b>	<b>12.058,71</b>
<b>İşletme Sermayesi Değişimi</b>	<b>-2.420.409</b>	<b>1.919,93</b>	<b>1.654,24</b>	<b>1.187,72</b>	<b>1.438,25</b>	<b>1.930,32</b>

## PİYASA ÇARPANLARI ANALİZİ

Çarpan analizlerinde, Vestel Beyaz Eşya ile faaliyet konusunun yakınlığı açısından Borsa İstanbul Dayanıklı Tüketim Sektörü içerisinde benzer şirket çarpanları kullanılmıştır. Ayrıca benzer şirket sayısının artırılması amacıyla Vestel Beyaz Eşya ile benzer faaliyetlere sahip yurtdışı benzer şirketleri de değerlemeye dahil edilmiştir.

Çarpanları yukarı yönlü etkilemesi doğrultusunda belirlediğimiz sınırların dışında kalan çarpan değerine sahip şirketler hesaplama dışı tutulmuştur.

Çarpan analizlerinde 30.09.2023 dönemi mali tablolarındaki değerlerin yıllıklandırılmış sonuçları kullanılmıştır.

Benzer şirket çarpanları hesaplamasında, 4 Ocak 2024 tarihine ait Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat/Kazanç (F/K) oranları tercih edilmiştir. FD/FAVÖK ve F/K için 25 ve üzerindeki değerler hesaplama dışında bırakılmıştır

### Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları

#### *Yurt İçi Benzer Şirketler*

BİST-DAYANIKLI TÜKETİM SEKTÖRÜ	Piyasa Değeri (Bin TL)	FD/FAVÖK	F/K
ALCAR	11.686	40,37	32,00
ARCLK	86.966	7,02	15,39
ARZUM	1.038	4,61	8,73
BVSAN	3.006	16,29	24,42
FORMT	1.442	22,22	83,94
HATSN	11.153	25,97	45,11
HKTM	1.776	106,24	396,75
IHEVA	771	5,17	3,16
IMASM	2.794	21,42	12,46
KLMSN	1.780	23,73	14,04
MAKIM	2.485	14,43	14,62
SAFKR	1.162	12,14	15,80
SNICA	4.282	18,04	34,00
SILVR	641	10,17	50,21
<b>MEDYAN</b>		<b>14,43</b>	<b>14,62</b>

### Yurt Dışı Benzer Şirketler

YURTDIŞI BENZERLERİ	FD/FAVÖK	F/K
De' Longhi SpA	9,73	17,91
Electrolux AB	9,37	-
Zojirushi Corp	10,10	17,73
Panasonic Holdings Corp	5,08	8,16
LG Electronics Inc	3,62	11,47
Samsung Electronics Co Ltd	8,31	47,29
Siemens AG	11,55	15,64
Guangdong Deerma Technology C	15,92	27,58
Marsseger Kitchenware Co Ltd	13,06	19,30
Vatti Corp Ltd	6,34	10,77
<b>MEDYAN</b>	<b>9,73</b>	<b>15,64</b>

Piyasa çarpanlarına göre yapılan değerlendirme çalışmasında Şirket'in 30.09.2023 tarihi itibarıyla sona eren mali tablo dönemine ait bağımsız denetimden geçmiş finansal sonuçları dikkate alınmıştır. 30.09.2023 tarihli mali tablo dönemine denk gelen değerler yıllıklandırılmış olarak hesaplanarak çarpan değerleri hesaplanmıştır. FAVÖK hesaplaması yapılırken esas faaliyetlerden diğer gelir ve gider kalemleri değerlendirme dışında bırakılmıştır.

BİST Dayanıklı Tüketim Sektörü Benzer Şirket Çarpanları	FD/FAVÖK	Fiyat/Kazanç
Hesaplanan Çarpan Değeri	14,43	14,62
Vestel Beyaz Eşya Çarpan Değeri	81.583.580	51.144.533
Ağırlık	40%	60%
<b>Toplam</b>	<b>63.320.152</b>	

Yurtdışı Benzerleri	FD/FAVÖK	Fiyat/Kazanç
Hesaplanan Çarpan Değeri	9,73	15,64
Vestel Beyaz Eşya Çarpan Değeri	53.421.718	54.715.436
Ağırlık	50%	50%
<b>Toplam</b>	<b>54.068.577</b>	

## İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI ANALİZİ

### İndirgenmiş Nakit Akımları Varsayımları

Şirket'in "İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi"ne göre yapılan değerlemesinde kullanılan temel varsayımlar aşağıda sıralanmıştır:

- ✓ Projeksiyonlar Türk Lirası üzerinden yapılmıştır.
- ✓ İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi gelecek on yıllık dönem esas alınarak hesaplanmıştır.
- ✓ Projeksiyon dönemi boyunca hisse risk primi 6% olarak baz alınmıştır.
- ✓ Kaldıraçlı Beta değeri "1,25" olarak alınmıştır.
- ✓ Projeksiyon dönemi boyunca Kurumlar Vergisi 25% olarak varsayılmıştır.

### Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması

**Risksiz Faiz Oranı:** 2024-2028 dönemine ait projeksiyonla oluşturulan indirgenmiş nakit akım analizi için risksiz faiz oranı olarak 5 yıllık devlet tahvili faizi baz alınmıştır. 10 yıllık devlet tahvilinin 04.01.2024 tarihindeki faiz oranı %29,9 olmuştur. Gerek Enflasyon Raporu gerekse Orta Vadeli Program'da ortaya koyulan ileri dönemdeki enflasyon projeksiyonlarında öngörülen kademeli düşüş beklentilerine paralel olarak risksiz faiz oranında da kademeli düşüş olacağı öngörülmüştür. Bu bağlamda 2024'te %26,9 olarak belirlenen risksiz faiz oranı 2025 yılından 2027 yılına kadar her yıl için 2 puan düşürülmüş, 2028 yılı için de %19,9 olarak belirlenmiştir.

Böylelikle indirgenmiş nakit akımı (İNA) hesabında kullanılacak AOSM oranı projeksiyon dönemi için aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

AOSM	31.12.2024T	31.12.2025T	31.12.2026T	31.12.2027T	31.12.2028T
Risksiz Faiz Oranı (Türkiye 5Y)	26,90%	24,90%	22,90%	20,90%	19,90%
Hisse Risk Primi	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Beta	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25
Sermaye Maliyeti	34,40%	32,40%	30,40%	28,40%	27,40%
Borç Maliyeti	29,90%	27,90%	25,90%	23,90%	22,90%
Vergi Oranı	25%	25%	25%	25%	25%
Borç/Sermaye+Borç	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Sermaye/Sermaye+Borç	66,7%	66,7%	66,7%	66,7%	66,7%
<b>AOSM</b>	<b>30,41%</b>	<b>28,58%</b>	<b>26,74%</b>	<b>24,91%</b>	<b>23,99%</b>

## İndirgenmiş Nakit Akımlarına Göre Değerleme Sonucu

Bin TL	31.12.2023T	31.12.2024T	31.12.2025T	31.12.2026T	31.12.2027T	31.12.2028T
<b>Net Satışlar</b>	<b>50.219.150</b>	<b>74.324.343</b>	<b>96.621.645</b>	<b>120.777.057</b>	<b>138.893.615</b>	<b>159.727.658</b>
<i>Yıllık Büyüme</i>	60,00%	48,00%	30,00%	25,00%	15,00%	15,00%
<b>FAALİYET KARI (FVÖK)</b>	<b>5.428.174</b>	<b>7.045.255</b>	<b>9.509.181</b>	<b>11.517.521</b>	<b>14.001.861</b>	<b>15.955.087</b>
<i>Net Satışlara Oranı</i>	10,81%	9,48%	9,84%	9,54%	10,08%	9,99%
Vergi	1.549.292	-2.041.096	-2.490.954	-3.385.507	-3.762.792	-4.307.467
<b>VSNFK (Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı)</b>	<b>6.977.466</b>	<b>5.004.159</b>	<b>7.018.228</b>	<b>8.132.014</b>	<b>10.239.069</b>	<b>11.647.620</b>
Yatırım Harcamaları	3.013.149	3.716.217	3.864.866	4.227.197	4.861.277	4.791.830
Amortisman	1.182.777	1.584.594	1.889.335	2.276.844	2.629.434	3.094.180
<b>Net İşletme Sermayesi İhtiyacı</b>	<b>3.928</b>	<b>5.848</b>	<b>7.502</b>	<b>8.690</b>	<b>10.128</b>	<b>12.059</b>
<i>Net Satışlara Oranı</i>	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%
<b>Net İşletme Sermayesi Değişimi</b>	<b>-2.420.409</b>	<b>1.920</b>	<b>1.654</b>	<b>1.188</b>	<b>1.438</b>	<b>1.930</b>
<b>Serbest Nakit Akışı (SNA)</b>	<b>-371.899</b>	<b>6.956.647</b>	<b>10.026.259</b>	<b>12.953.862</b>	<b>15.534.249</b>	<b>18.566.835</b>
Baz Yıl	0,75	1,75	2,75	3,75	4,75	5,75
İndirgeme Faktörü	0,81	0,63	0,5	0,41	0,35	0,29
<b>SNA Bugünkü Değeri</b>	<b>-299.730</b>	<b>4.367.404</b>	<b>5.018.605</b>	<b>5.322.229</b>	<b>5.396.863</b>	<b>5.387.645</b>

<b>İNA Analizi Sonucu</b>	<b>(Bin TL)</b>
Sonsuz Büyüme SNA Değeri	19.495.177
SNA'nın Bugünkü Değerleri Toplamı	25.492.747
+ Sonsuz Büyüme Bugünkü Değeri	12.601.381
<b>Firma Değeri</b>	<b>38.094.127</b>
+ Nakit	306.124
- Toplam Finansal Borç	5.106.240
<b>Toplam Şirket Piyasa Değeri</b>	<b>33.294.011</b>

İNA analizine göre Vestel piyasa değeri **33.3 milyar TL** olarak tespit edilmiştir.

## SONUÇ

<b>DEĞERLEME SONUCU - Bin TL</b>			
<b>Değerleme Yöntemi</b>	<b>Piyasa Değeri</b>	<b>Ağırlık</b>	<b>Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri</b>
BİST-Dayanımlı Tüketim Sektörü	63.320.152	20%	12.664.030
Yurt Dışı Benzerleri	54.068.577	20%	10.813.715
İNA	33.294.011	60%	19.976.407

<b>Şirket Piyasa Değeri (Bin TL)</b>	<b>43.454.153</b>
<b>Ödenmiş Sermaye (Bin TL)</b>	<b>1.600.000</b>
<b>Pay Başına Değer (TL)</b>	<b>27,16</b>

Hesapladığımız hedef piyasa değerimize göre Vestel Beyaz Eşya için pay başına 12 aylık hedef fiyatımız **27,16 TL** olarak hesaplanmaktadır. Buna göre 4 Ocak 2024 kapanış fiyatı olan 16,05 TL'ye göre %69 iskontolu işlem görmekte olduğundan uzun vadeli olarak tavsiyemizi "AL" olarak belirliyoruz.





## Ahlatcı Yatırım araştırma departmanı tarafından hazırlanmıştır.

Bizi seçtiğiniz için teşekkürler.

Hazırlayan; **Bariş ÜRKÜN** Araştırma Müdürü

### UYARI NOTU

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından **AHLATCI YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.** hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.



#### İstanbul Genel Müdürlük Merkez Ofis

Maslak Mahallesi, Taşyoncası Sokak T4a Blok  
Kat: -1 NO: 256 Maslak 34485 Sarıyer / İSTANBUL

#### İstanbul Sarıyer Şube

Sarıyer Mahallesi Meserburnu Caddesi No: 25 Sarıyer / İSTANBUL

#### Çorum Şube

Gölabibey Mahallesi, Eğridere Sokak No:17 Merkez / ÇORUM

#### Ankara İrtibat Bürosu

Söğütözü Caddesi No:2 Koç Kuleleri B Blok No:16 Söğütözü Çankaya / ANKARA

#### Denizli İrtibat Bürosu

Gazi Mustafa Kemal Bulvarı Bina No: 53 Kat:4 Bağımsız Bölüm Pamukkale / DENİZLİ

#### İsparta İrtibat Bürosu

Çelebiler Mahallesi, Cadde 112, No:7, İç Kapı No: 11, 32000 Merkez / ISPARTA

#### İstanbul Göktürk İrtibat Bürosu

Göktürk Merkez Mah. İstanbul Cad. Telekom Sk. No:2 İç Kapı No: 36 34077 Eyüpsultan / İSTANBUL

ahlatci\_yatirim

ahlatciyatirim

AHLATCI YATIRIM ARAŞTIRMA

ahlatciyatirim.com.tr

444 0 968  
bilgi@ahlatciyatirim.com.tr

**AHLATCI**  
YATIRIM