

09 Ağustos 2019 Cuma

Kısa Vadeli Öneri	Endekse Paralel Getiri	Hedef Fiyat (TL)	11,09	FD/FAVÖK (Cari)	3,6x				
Uzun Vadeli Öneri	TUT	Kapanış Fiyatı (TL)	9,78	F/K (Cari)	10,8x				
UFRS Gelir Tablosu - Özet		Açıklanan		Beklenti		Sapma %			
(mn TL)	2Ç19	1Ç19	Çeyreksel %	2Ç18	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.
Net Satışlar	4.263	3.563	20%	3.960	8%	4.510	-	-5%	m.d.
Brüt Kar	1.226	810	51%	1.140	8%	-	-	m.d.	m.d.
FAVÖK	759	383	98%	630	21%	656	-	16%	m.d.
Net Dönem Karı	310	-274	a.d.	126	146%	141	-	120%	m.d.
Brüt Kar Marjı	28,8%	22,7%	6 yp	28,8%	0 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
FAVÖK Marjı	17,8%	10,7%	7,1 yp	15,9%	1,9 yp	14,5%	m.d.	3,3 yp	m.d.
Net Kar Marjı	7,3%	-7,7%	15 yp	3,2%	4,1 yp	3,1%	m.d.	4,1 yp	m.d.

Kaynak: Şirket, Research Turkey, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y: Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs

Beklentimizin üzerinde sonuçlar; daha yüksek hedef fiyatla "TUT" tavsiyemizi koruyoruz (+)

Vestel Elektronik, 2Ç19'da beklentimizin ve geçen yılın aynı döneminin oldukça üzerinde 310 mn TL net kâr açıkladı. Hem operasyonel hem de faaliyet dışı performansın beklentimizden iyi gerçekleşmesi, net kârdaki sapmanın nedeni oldu. Şirket hisselerinin endekse göre son 3 aylık dönemde %21,7 negatif ayrışmasını da göz önünde bulundurarak, beklentimizi aşan sonuçların hisse fiyatına olumlu yansıtacağını tahmin ediyoruz. 2Ç sonuçlarının ardından tahminlerimizde yaptığımız revizyon sonucunda hedef fiyatımızı 8,95 TL'den 11,09 TL'ye yükselirken, mevcut fiyata göre sunduğu sınırlı getiri potansiyelini (%13) göz önünde bulundurarak tavsiyelerimizi (KVÖ: Endekse Paralel Getiri, UVÖ: TUT) koruyoruz.

- **Güçlü ihracat performansı, iç talepteki zayıflığı telafi etti** - Vestel Elektronik'in 2Ç19'da net satış gelirleri beklentimize paralel, yıllık %7,7 artışla 4,26 mlr TL seviyesinde gerçekleşti. İhracatın toplam ciro içindeki payı %77'ye yükselerek (2Ç18: %68), zayıf yurt içi talep kaynaklı baskıyı telafi etti. Kur hareketlerinin desteklediği güçlü ihracat performansında, beyaz eşya segmentine yönelik yeni ODM projeleri ve müşterilerin devreye girmesinin yanı sıra 2018 yılında gerçekleşen kapasite artırımını olumlu etkide bulundu. Ürün grubu bazında ise, 2Ç19'da beyaz eşya satış gelirleri yıllık bazda %22 artarken, TV ve elektronik segmenti cirosu %6 geriledi.
- **Gider kontrolünün desteğiyle operasyonel kârlılıkta pozitif sürpriz** - Şirketin 2Ç19'da FAVÖK'ü beklentimizin %16 üzerinde, yıllık bazda %20,5 artışla 759 mn TL; FAVÖK marjı ise beklentimizin 3,3 puan üzerinde, yıllık 1,9 puan artışla %17,8 seviyesinde gerçekleşti. Söz konusu sapmada, yurt içindeki pazarlama ve promosyon aktivitelerinin azaltılması sonucu faaliyet giderlerinde gerçekleşen kontrollü seyir etkili oldu. Şirketin 2Ç19'da faaliyet giderlerinin net satışlara oranı yıllık bazda 1,2 puan düşüşle %14,5'e geriledi.
- **Operasyonel olmayan performans beklentimizden iyi** - Şirketin 2Ç19'da ticari işlemlerden sağladığı 9,8 mn TL net kur farkı geliri (2Ç18: 462,6 mn TL gider) ve 40,4 mn TL ertelenmiş vergi geliri (2Ç18: 15,2 mn TL gider) kaydetmesi, net kârın beklentimizi aşmasında etkili oldu. Diğer yandan, türev finansal araçlardan kaynaklanan 46,5 mn TL gider (2Ç18: 231,7 mn TL gelir) ve 140,5 mn TL'ye yükselen net faiz ve komisyon giderleri (2Ç18: 51,8 mn TL), net kârı baskıladı.
- **Net borç pozisyonunda sınırlı artış** - Şirketin 1Ç19 sonu itibarıyla 5,2 mlr TL seviyesinde olan net borç pozisyonu 2Ç19 sonu itibarıyla 5,5 mlr TL'ye yükselerek, net borç/FAVÖK rasyosunun 2,14x'ten 2,17x'ye sınırlı artış göstermesine neden oldu.
- **Değerleme ve öneri** - Sonuçların ardından 2019 yılına ilişkin ciro tahminimizi korurken (yıllık bazda +%13 ile 18 mlr TL), FAVÖK tahminimizi %7,2 artışla 2,5 mlr TL'ye ve net kâr tahminimizi %37 artışla 126 mn TL'ye yükseltiyoruz. Modelimizde gerçekleştirdiğimiz revizyon sonucunda hedef fiyatımızı 8,95 TL'den 11,09 TL'ye yükselirken, sunduğu %13'lük getiri potansiyeli nedeniyle kısa vadeli önerimizi "Endekse Paralel Getiri", uzun vadeli önerimizi "TUT" yönünde koruyoruz.

09 Ağustos 2019 Cuma

Gelir Tablosu (mn TL)	Açıklanan					Beklenti		Sapma %	
	2Ç19	1Ç19	Çeyreksel %	2Ç18	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.
Net Satışlar	4.263	3.563	20%	3.960	8%	4.510	-	-5%	m.d.
SMM	-3.037	-2.753	10%	-2.820	8%	-	-	m.d.	m.d.
Brüt Kar	1.226	810	51%	1.140	8%	-	-	m.d.	m.d.
Operasyonel Gider	-618	-575	8%	-622	-1%	-	-	m.d.	m.d.
FVÖK	608	235	159%	518	17%	-	-	m.d.	m.d.
FAVÖK	759	383	98%	630	21%	656	-	16%	m.d.
Op. Olmayan Gelir/Gider	-336	-498	-33%	-370	-9%	-	-	m.d.	m.d.
VÖK	273	-263	a.d.	147	85%	-	-	m.d.	m.d.
Net Dönem Karı	310	-274	a.d.	126	146%	141	-	120%	m.d.
Brüt Kar Marjı	29%	23%	6 yp	29%	0 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
FAVÖK Marjı	18%	11%	7,1 yp	16%	1,9 yp	14,5%	m.d.	3,3 yp	m.d.
Net Kar Marjı	7%	-8%	15 yp	3%	4,1 yp	3,1%	m.d.	4,1 yp	m.d.

Bilanço (mn TL)	6A19	3A19		6A18	
Dönen Varlıklar	9.314	8.953	4%	9.451	-1%
Hazır Değerler	2.451	2.643	-7%	1.660	48%
Menkul Kıymetler	0	0	a.d.	0	a.d.
KV Ticari Alacaklar	3.179	2.867	11%	3.959	-20%
Stoklar	3.138	2.981	5%	3.183	-1%
Diğer Dönen Varlıklar	546	462	18%	650	-16%
Duran Varlıklar	9.062	8.386	8%	6.648	36%
Aktif Toplamı	18.376	17.338	6%	16.099	14%
KV Borçlar	14.365	13.066	10%	12.824	12%
KV Finansal Borçlar	7.761	7.053	10%	5.163	50%
KV Ticari Borçlar	5.494	4.913	12%	6.583	-17%
Diğer KV Borçlar	1.111	1.100	1%	1.078	3%
UV Borçlar	547	1.122	-51%	810	-32%
UV Finansal Borçlar	227	765	-70%	530	-57%
UV Ticari Borçlar	15	15	-4%	18	-19%
Diğer UV Borçlar	306	341	-10%	262	17%
Öz Sermaye	3.464	3.150	10%	2.465	41%
Pasif Toplamı	18.376	17.338	6%	16.099	14%

Net Borç	5.537	5.175	7%	4.033	37%
Alacak Tahsilat Süresi	77	80		92	
Stok İşleme Süresi - Yıllık	97	100		106	
Ticari Borç Ödeme Süresi - Yıllık	181	188		199	
Nakit Döndürme Süresi	41	42		45	

Kaynak: Şirket, Research Turkey, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y: Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs



VakıfBank Grubu İştirakidir.

www.vakifyatirim.com.tr | www.vkyanaliz.com

Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Sezai ŞAKLAROĞLU, ACIFE

Genel Müdür Yardımcısı - Hisse Senedi Strateji, SGMK

Selahattin AYDIN	Müdür	Teknik Strateji, Çimento, Cam, Demir Çelik, Taahhüt, Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler
Mehtap İLBİ	Müdür Yardımcısı	Savunma, Havacılık, Perakende, Gıda-İçecek, Beyaz Eşya, Otomotiv, Enerji, Telekomünikasyon
Tuğba SAYGIN AKÇA	Müdür Yardımcısı	Bankacılık, Sigortacılık, GYO, Holdingler
Nazlıcan ŞAHAN ŞAVUR	Analist	Makro Ekonomi, Strateji, SGMK
Umut Deniz PAK	Analist	Kantitatif Analiz
Ekin Cem EKE	Analist	Veri Tabanı

Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. No:18 Park Maya Sitesi F-2/A Blok
Beşiktaş 34335 İSTANBUL
+90 212 352 35 77

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve 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. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.