

07 Mayıs 2018 Pazartesi

Sektör	Sektör Görüşü	Rapor Türü	İlgili Hisseler
Dayanıklı Tüketim	Nötr	Başlangıç Raporu	ARCLK, VESTL

Gelirin bir fonksiyonu olan tüketim harcamaları ülkemiz GSYH'sinin yaklaşık %59'unu oluşturmaktadır. Bu oran tarihsel olarak en düşük %58 seviyesine gerilemiş olup, ekonominin nispeten daha iyi olduğu yıllarda %73'e çıkmaktadır. Önümüzdeki yıllarda da Türk ekonomisinin büyümesinde tüketim harcamalarının lokomotif rol üstlenmeye devam edeceğini düşünüyoruz. Dayanıklı tüketim harcamaları, sektöre özel sebeplerle dalgalı seyrete de, ortalamada GSYH büyümesi ve tüketim harcamaları artışının üzerinde performans göstermektedir.

Şubat-Eylül 2017 döneminde verilen ÖTV teşviki nedeniyle 2018 yılında yurt içi beyaz eşya pazarının yüksek baz etkisi altında kalacağını düşünüyoruz. Türk Lirası'nın değer kaybetmiş olmasının talebi negatif etkileyeceğini ve şirketler için fiyatlama güçlüğü yaratacağını tahmin ediyoruz. Bununla birlikte Türkiye'nin büyüme hikayesindeki itici gücün tüketim talebindeki artış olması nedeniyle bu yönde verilebilecek muhtemel teşviklerin dayanıklı tüketim sektörü talebini de olumlu etkileyeceği kanaatindeyiz. Beyaz eşya satın alımına yönelik orta-uzun vadede devletin enerji tasarrufuna ya da tüketiciyi desteklemeye yönelik ÖTV teşvikinin yinelenebileceğini öngörüyoruz. Öte yandan üretilen beyaz eşya ürünlerinin %73'ünü ihraç eden sektörün ana pazarı Avrupa'da, büyümenin ılımlı oranda yükselmesi beklenmektedir. TL'nin € ve £'e karşı değer kaybı beyaz eşya sektörünü rekabetçi konuma getirerek ihracat artışını destekleyecektir. Türkbesd beklentisi ihracatın 2018 yılında %6,4 büyümesi yönündedir.

14 Haziran-15 Temmuz tarihleri arasında oynanacak ve Rusya'nın ev sahipliği yapacağı Dünya Kupası dolayısıyla televizyon ihracatında bir önceki yıla göre %10'luk artış yaşanabileceğini düşünüyoruz. 2012'den bu yana 2,8-3,2 mn adet aralığında değişim gösteren yurt içi televizyon satışlarının ise 2018 yılında da gerilemeye devam edeceğini öngörüyoruz.

Sektörün önemli maliyet kalemi olan çelik ve plastik fiyatlarındaki yüksek seviyeler ile \$/TL'deki artış yurt içinde marjları baskı altında bırakırken, panel fiyatlarındaki gerileme ve €/\$/TL'deki yüksek seviyelerin bu baskıyı hafifletmesi beklenebilir.

**Arçelik - Uzun vadeli yatırım için cazip giriş seviyesi:** Arçelik, son dönemde çelik fiyatlarındaki artışın marjlardaki olumsuz etkisi, ana pazarlarından Türkiye'de yüksek baz etkisi ve İngiltere'deki zayıf talebin baskısı altında kaldı. Bununla birlikte 2017 ortalamasına kıyasla €/\$/TL paritesindeki değişimin şirket lehine gelişimi, fiyat düzeltmelerinin maliyet baskısını sınırlı da olsa hafifletmesi, işletme sermayesinde beklediğimiz iyileşme nedeniyle en kötünün geride kaldığı kanaatindeyiz. Şirketin düşük penetrasyonlu ülkelerdeki operasyonlarının uzun vadede yüksek büyüme potansiyeli taşıdığını düşünüyoruz. Arçelik için 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başı 22,98 TL olarak belirliyor, uzun vadeli önerimizi "AL", kısa vadeli önerimizi "Endekse Paralel Getiri" olarak başlatıyoruz.

**Vestel Elektronik - Operasyonel marjlarda stabilizasyon:** Vestel Elektronik'in 2017'de yükselen hammadde fiyatlarının etkisiyle zayıflayan operasyonel kar marjlarının; gerileyen panel fiyatları, ürün karmaşasında karlılığı daha yüksek segmente kayış, fiyat düzeltmeleri ve €/\$/TL paritesindeki değişimin şirket lehine gelişiminin olumlu katkısıyla 2018'de toparlanmasını bekliyoruz. Beyaz eşya segmentinde devam eden yatırımlara rağmen, işletme sermayesinde beklediğimiz normalleşme ile nakit akışının pozitif döneceğini tahmin ediyoruz. 2018'de, dünya kupası nedeniyle TV satışlarının yükselmesini, Toshiba ile imzalanan marka lisans anlaşmasının katkısının artmasını bekliyoruz. Beyaz eşya segmentindeki kapasite artışının etkisi 2018 ikinci yarısından itibaren hissedilecek olup tam etkisi ise 2019 satış hacminde gözlenecek. Vestel Elektronik için 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başı 11,16 TL olarak belirliyor, getiri potansiyelinin yetersiz olması nedeniyle uzun vadeli önerimizi "TUT", kısa vadeli önerimizi "Endekse Paralel Getiri" olarak başlatıyoruz.

Hisse Kodu	Şirket İsmi	UV Öneri	KV Öneri
ARCLK	Arçelik	AL	EPG
VESTL	Vestel Elektronik	TUT	EPG

Öneri Özeti	Mevcut Fiyat	Hedef Fiyat	Yükselme Potansiyeli
ARCLK	17,33	22,98	%32,6
VESTL	9,69	11,16	%15,2

Net Satışlar (mn TL)	2017	2018T	2019T
ARCLK	20.841	25.023	27.926
VESTL	12.101	13.591	14.395

FAVÖK (mn TL)	2017	2018T	2019T
ARCLK	1.971	2.427	2.865
VESTL	867	1.039	1.068

Net Kar (mn TL)	2017	2018T	2019T
ARCLK	843	1.110	1.402
VESTL	55	176	154

FAVÖK Marjı (%)	2017	2018T	2019T
ARCLK	9,5%	9,7%	10,3%
VESTL	7,2%	7,6%	7,4%

BIST100'e rölatif performans (%)	1A	3A	12A
ARCLK	-3,4	-13,7	-33,0
VESTL	17,1	46,7	39,2

F/K	2017	2018T	2019T
ARCLK	13,9	10,6	8,4
VESTL	59,0	18,5	21,1

FD/FAVÖK	2017	2018T	2019T
ARCLK	9,0	7,3	6,2
VESTL	5,8	4,9	4,7

Temettü Verimi (%)	2017	2018T	2019T
ARCLK	%2,8	%4,7	%6,0
VESTL	-	-	-

**Analist: Serap Kaya**  
İletişim: (0212) 403 4132  
[serap.kaya@vakifyatirim.com.tr](mailto:serap.kaya@vakifyatirim.com.tr)

## İçindekiler

Dayanıklı Tüketim Sektörü .....	4
Beyaz Eşya Sektörü .....	4
Üretim ve Kapasite Kullanım Oranı .....	4
İhracat .....	5
İthalat .....	6
Ülke Bazında İç Pazar 2017 görünümleri.....	6
Penetrasyon Oranları .....	7
Devlet Teşvikleri .....	7
Tüketim Dinamikleri .....	8
Beyaz Eşya Üretiminde Maliyet Yapısı .....	11
Hammadde Maliyetleri.....	12
Hammadde-Ürün Gümrük vergisi uyumsuzluğu .....	12
Tüketici Elektronikİ .....	14
Arçelik ve Vestel Elektronik Özet Karşılaştırma .....	15
Arçelik - Uzun vadeli yatırım için cazip giriş seviyesi .....	16
Özet Göstergeler .....	17
İnorganik büyüme stratejisi devam ediyor .....	18
Hindistan pazarında TATA ortaklığıyla buzdolabı yatırımı .....	19
Pakistan operasyonlarının katkısı Arçelik'in büyüme hikayesi için önemli .....	19
Defy Sahra Altı Afrika'nın merkez üssü konumunda.....	19
Güneydoğu Asya pazarlarına Tayland yatırımı ile giriş .....	20
Avrupa pazarlarındaki varlığı güçlü kalmaya devam edecek .....	21
Finansal Projeksiyonlar .....	22
Satış Gelirleri .....	22
Operasyonel Marjlar .....	23
Yatırım Harcamaları ve İşletme sermayesi .....	25
Borçluluk oranı .....	25
Temettü dağıtımı .....	26
Değerleme ve Öneri .....	27
Vestel Elektronik - Operasyonel marjlarda stabilizasyon .....	30
Özet Göstergeler .....	31
Vestel Grup Ortaklık Yapısı .....	32

Avrupa’da güçlü konum.....	32
Lisans anlaşmalarıyla büyüme devam edecek .....	32
Yurt içinde pazar payı kazanımının devam etmesini bekliyoruz .....	33
İnorganik büyüme stratejisi Vestel’in hikayesinde önemli yere sahip .....	35
Büyümesini beklediğimiz LED aydınlatma sektöründe önemli bir oyuncu .....	35
Akıllı telefonda yurt içi pazar payı %5-6 aralığında .....	35
Zorlu Holding alacaklarının tahsili durumunda değerlememiz olumlu etkilenir .....	36
Yerli Otomobil Projesi .....	36
Fatih Projesi.....	36
Finansal Projeksiyonlar .....	37
Satış Gelirleri .....	37
Operasyonel Marjlar .....	37
Yatırım Harcamaları ve İşletme Sermayesi.....	40
Borçluluk oranı .....	40
Değerleme ve Öneri .....	41
Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Öneri Metodolojisi.....	45

## Dayanıklı Tüketim Sektörü

Raporumuzda dayanıklı tüketim malları olarak beyaz eşya sektörü ve tüketici elektroniği sektörü ele alınmıştır.

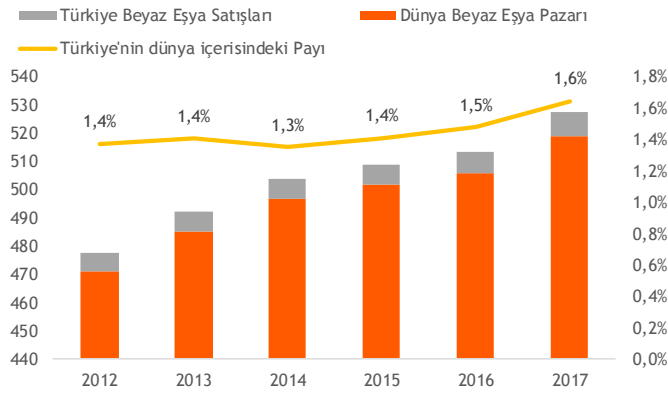
### Beyaz Eşya Sektörü

Beyaz eşya sektörünün ana ürünleri buzdolabı, derin dondurucu, bulaşık makinesi, fırın, çamaşır makinesi ve kurutma makineleridir.

Çin dünyanın en büyük beyaz eşya üreticisi konumundadır. Türkiye dünya üretiminin yarısını gerçekleştiren Çin'in ardından dünyanın ikinci, Avrupa'nın ise en büyük beyaz eşya üreticisi olarak sektörün önemli bir oyuncusudur. Türkiye'yi Brezilya, ABD ve Polonya izlemektedir. Avrupa'nın beyaz eşya yatırım üssü sayılan AB üyesi Polonya ile aramızdaki fark, özel ekonomik bölgeler, bölgesel devlet yardımı, gayrimenkul vergi muafiyeti gibi birden fazla teşvik mekanizması etkisiyle giderek kapanmaktadır. İngiltere, Fransa, Almanya ve İtalya beyaz eşya pazarında güçlü pozisyonunu korumaktadır.

2017 yılında global beyaz eşya pazarının %2,6 büyüyerek 519 mn adede yükseldiği, ciro bazında da %3,2 artışla 195 mlr \$'a ulaştığı tahmin edilmektedir. Son beş yılda dünyada beyaz eşya pazarı adet bazında yıllık ortalama %1,5 büyürken Türkiye'de ise pazar bu dönemde yıllık ortalama %6 büyümüştür.

**Grafik 1: Beyaz Eşya Satışları (mn adet)**



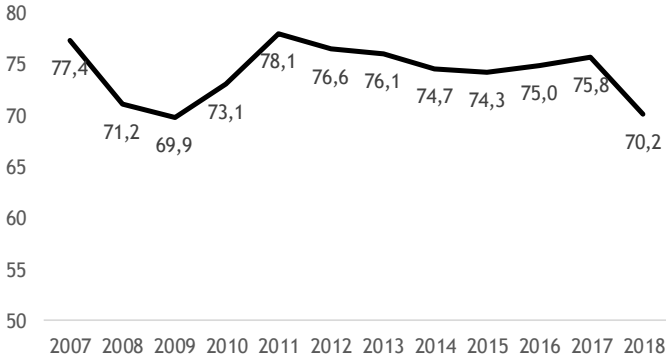
Kaynak: Koç Holding Faaliyet Raporu, Turkbese, Vakıf Yatırım Araştırma

### Üretim ve kapasite kullanım oranı

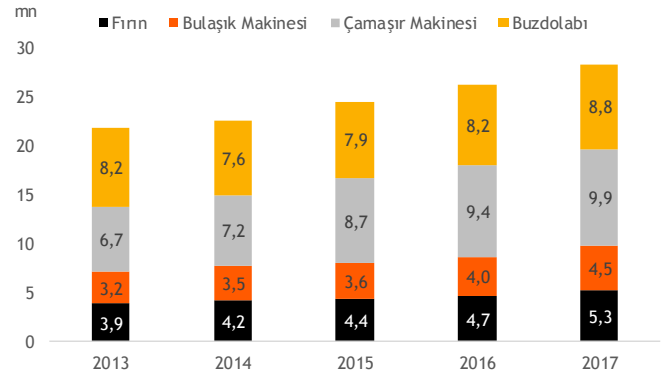
Türkiye'de satılan beyaz eşyanın %96'sı ülkemizde üretilmektedir. 2017'de üretilen beyaz eşya ürünlerinin ise %73'ü ihraç edilmiştir. Beyaz eşya sektöründe kapasite kullanım oranı (KKO), 2017'de bir önceki yıla göre yurt içi ve ihraç pazarlarındaki olumlu seyir paralelinde %75,8 seviyesine yükselmiştir. Ancak mevsimsel olarak düşük sezon olsa da 2018'in ilk üç ayında KKO geçen yıla göre zayıflayarak %70,2 seviyesine gerilemiştir.

07 Mayıs 2018 Pazartesi

Grafik 2: Kapasite kullanım oranı



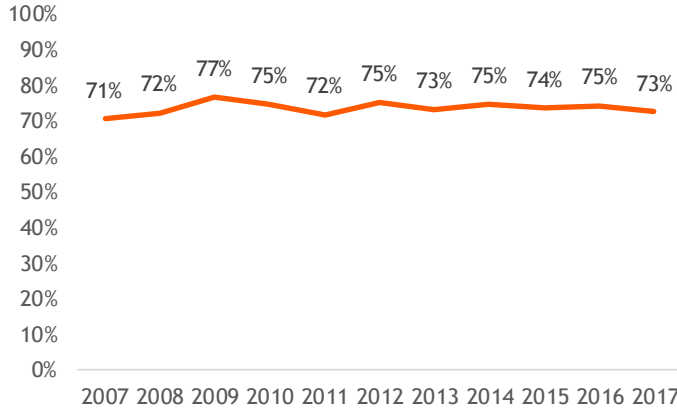
Grafik 3: Ana ürün bazında beyaz eşya üretimi (mn adet)



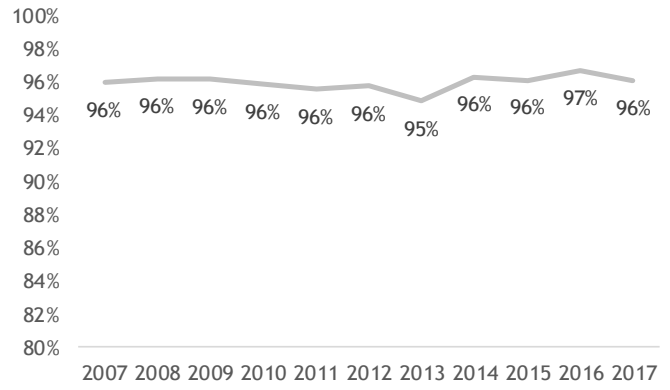
Kaynak: Türkbesd, TCMB, Vakıf Yatırım Araştırma

Türkiye beyaz eşya pazarında ithal ürünlerin pazarda ağırlığı %11-13 iken pazarda yerli üreticiler hakimdir. Pazarın yaklaşık yarısına sahip Arçelik pazarda fiyatlama gücüne sahipken, diğer üreticiler Vestel ve BSH pazarda önemli payı elinde bulundurmaktadır.

Grafik 4: Yurt içinde üretilen beyaz eşyanın ihracat oranı



Grafik 5: Yurt içi satışların üretimle karşılama oranı



Kaynak: Türkbesd, Vakıf Yatırım Araştırma

## İhracat

2016 yılında dünyada 39 mlr \$'lık beyaz eşya ihracatı yapılmıştır. Dünya beyaz eşya ihracat pazarını 14,2 mlr \$ ile Çin domine etmektedir. Çin dünya beyaz eşya ihracatında %36,4'lük bir pay alırken, Türkiye'nin payı %9,7 seviyesinde bulunmaktadır. Çin'i Almanya ve Polonya takip etmektedir.

Tablo 1: Dünya ve Türkiye beyaz eşya ihracatı (mlr \$)

2016, mlr \$

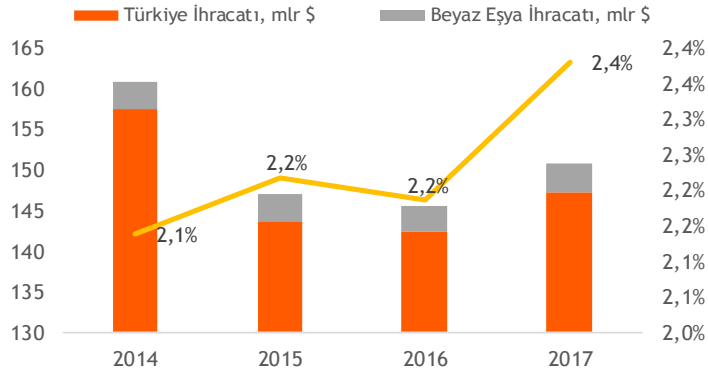
	Bulaşık Makinesi	Buzdolabı	Çamaşır Makinesi	Fırın	Toplam İhracat
Almanya	0,9	Çin 2,6	Çin 2,4	Çin 8,7	Çin 14,2
Polonya	0,7	Tayland 0,7	Polonya 1,2	Almanya 1,8	Almanya 3,8
Çin	0,5	Almanya 0,6	Türkiye 0,9	İtalya 1,2	Polonya 2,7
Türkiye	0,4	Türkiye 0,4	Tayland 0,7	Türkiye 0,9	Türkiye 2,6
İtalya	0,2	İtalya 0,3	İtalya 0,7	Meksika 0,8	İtalya 2,5
Dünya	3,7	Dünya 7,2	Dünya 8,7	Dünya 19,5	Dünya 39,0

Kaynak: Trademap, Vakıf Yatırım Araştırma

07 Mayıs 2018 Pazartesi

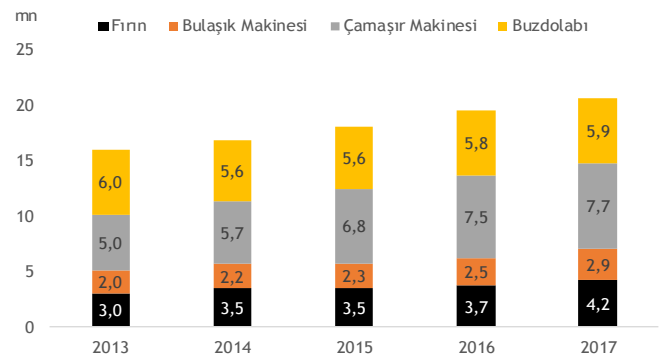
Türkiye'nin beyaz eşya ürünleri ihracatı 2017'de adet bazında %5,6 yükseliş göstermiştir. Ana ihracat pazarımız Avrupa olup, Çin ve Avustralya dahil 100'den fazla ülkeye ihracat yapılmaktadır.

Grafik 6: Türkiye ihracatı ve beyaz eşya ihracatının payı



Kaynak: Türkbesd, TİM, IMMIB, Vakıf Yatırım Araştırma

Grafik 7: Ana ürün bazında beyaz eşya ihracatı (mn adet)



## İthalat

2016 yılında dünyada 38,6 mlr \$'lık beyaz eşya ithalatı yapılmıştır. 6,2 mlr \$'lık beyaz eşya ithalatı gerçekleştirmiş olan ABD dünya beyaz eşya ithalatından aldığı %16'lık pay ile en çok beyaz eşya ithal eden ülke olmuştur. ABD'yi İngiltere ve Almanya takip etmektedir. Türkiye 2016'da 322 mn \$'lık ürün ithal etmiş olup, yurt içi pazarda ithalat oranı adet bazında %11-13 aralığında seyretmektedir. Yurt içinde Bosh, Siemens, LG, Electrolux, Samsung, Hotpoint, Indesit gibi global markalar varlık göstermektedir.

Tablo 2: Dünya beyaz eşya ithalatı (mlr \$)

2016, mlr \$

	Bulaşık Makinesi		Buzdolabı		Çamaşır Makinesi		Fırın	Toplam İthalat	
Almanya	0,4	ABD	0,8	İngiltere	0,8	ABD	4,8	ABD	6,2
Fransa	0,4	İngiltere	0,5	Japonya	0,7	Almanya	1,4	İngiltere	2,8
ABD	0,4	Fransa	0,4	Almanya	0,6	İngiltere	1,2	Almanya	2,7
İngiltere	0,3	Almanya	0,4	Fransa	0,5	Fransa	0,9	Fransa	2,3
Kanada	0,2	İsveç	0,2	İtalya	0,4	Kanada	0,9	Japonya	1,5
Dünya	3,9	Dünya	6,9	Dünya	8,3	Dünya	19,4	Dünya	38,6

Kaynak: Trademap, Vakıf Yatırım Araştırma

## Ülke bazında iç pazar 2017 görünümü

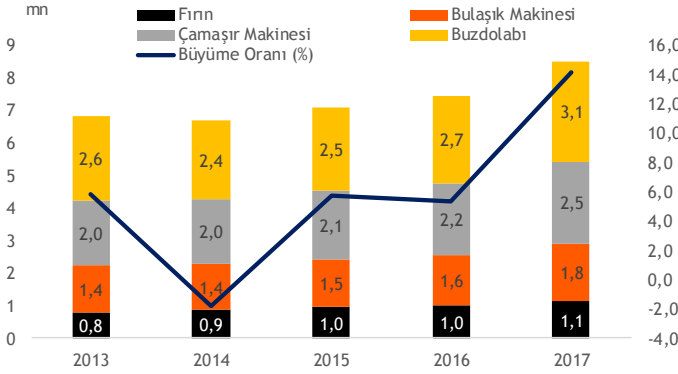
Türk beyaz eşya sektörü iç satışları 6 ana üründe Şubat-Eylül 2017 döneminde verilen ÖTV teşviki etkisiyle 2017'de %14 artmış olup, ihracatı %6 yükselmiştir.

Türkiye'nin ana ihracat pazarı olan Avrupa'da, 2017 yılında beyaz eşya sektörü bir önceki yıla göre adet bazında yaklaşık %2,5 büyümeye kaydetmiştir. İngiltere'deki olumsuz piyasa koşullarına ve bölgenin en büyük pazarı Almanya'daki yatay seyre rağmen, Batı Avrupa pazarı %1,7 büyümüştür. İngiltere pazarı yaklaşık %2 daralmıştır. Fransa, İspanya ve İtalya bölge ortalamasının üzerinde büyüyen pazarlar olarak öne çıkmaktadır. Doğu Avrupa'da toplam büyümeye %5'in üzerinde gerçekleşmiştir. Doğu Avrupa'daki en büyük pazar olan Rusya ise

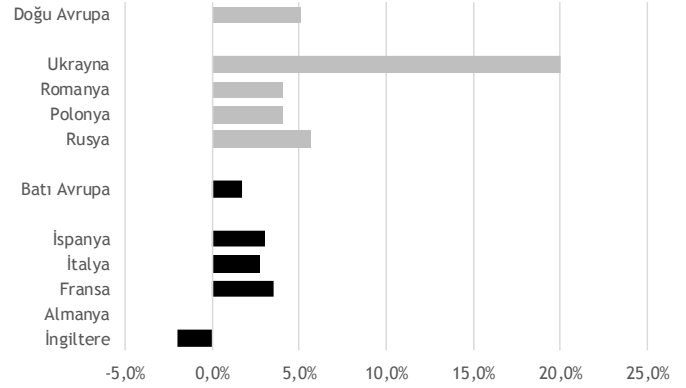
07 Mayıs 2018 Pazartesi

yaklaşık %5,7 büyürken, Polonya ve Romanya yaklaşık %4 büyümüştür. Ukrayna'daki büyüme ise %20'ye ulaşmıştır.

Grafik 8: 2017 Türkiye ana ürün bazında beyaz eşya satışları



Grafik 9: Avrupa pazarlarındaki 2017 büyüme oranları

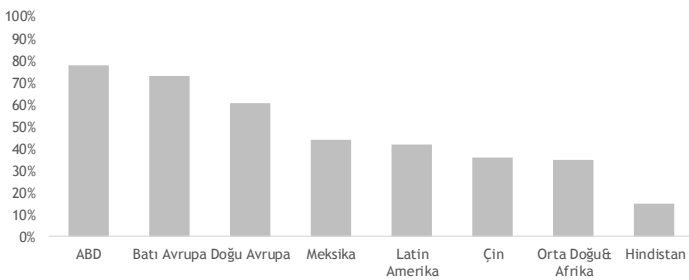


Kaynak: Türkbesd, Arçelik, Vakıf Yatırım Araştırma

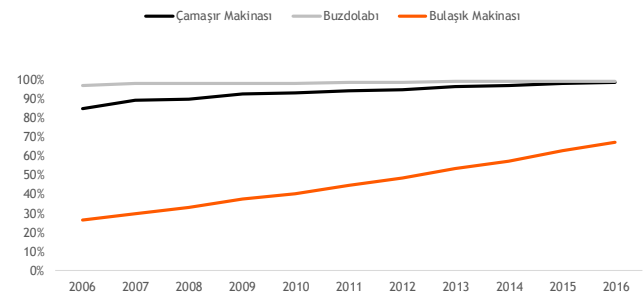
### Penetrasyon oranları

Gelişmişlik düzeyi yüksek olan ülkelerde beyaz eşya sektörü yenileme ihtiyacı üzerine büyümesini sürdürürken; yaşam standartları nispeten düşük, gelişmekte olan ülkelere satışlar ilk kez satın almaya yönelik gerçekleşmektedir. Çin'in son yıllarda ilk kez beyaz eşya alımını destekleyen uygulamaları, enerji verimliliğine yönelik teşviklerine rağmen penetrasyon oranının hala düşük olduğu görülmektedir. Latin Amerika, Orta Doğu & Afrika ve Hindistan'ın beyaz eşya ürünlerindeki penetrasyon oranları gelişmiş ülkelerin çok uzağındadır. Türkiye beyaz eşya satışları ise değiştirme ihtiyacının yanı sıra evlenme & boşanma, yeni konut satışları, kentleşme gibi demografik faktörlerin etkisiyle büyümektedir. Türkiye'de buzdolabı ve çamaşır makinesinde sahiplik oranı %100'e yakınken, fırın ve bulaşık makinesinin yanı sıra özellikle klima, kurutma makinesinde sahiplik oranı hala düşük seviyededir.

Grafik 10: Seçilmiş ülkelerde beyaz eşya penetrasyon oranı



Grafik 11: Türkiye ürün bazında penetrasyon oranı



Kaynak: TÜİK, Whirlpool, Vakıf Yatırım Araştırma

### Devlet teşvikleri

Devletin ithal edilen makine ve ekipmanlarda gümrük vergisi muafiyeti, yurt içinden satın alınan makine ekipmanlarda KDV muafiyeti, AR-GE kapsamında verilen teşvikler, yatırım teşvik sistemi kapsamında; indirimli kurumlar vergisi, damga vergisi istisnası, işveren sigorta primi desteğinin yanı sıra Turquality aracılığı ile verdiği destekten beyaz eşya sektörü üreticileri de faydalanmaktadır.

Beyaz eşya ürünleri üzerindeki özel tüketim vergisi dönemsel olarak sektörü teşvik etmek amacıyla kaldırılmaktadır. Şubat-Eylül 2017 döneminde beyaz eşyada ÖTV'lerin geçici olarak

07 Mayıs 2018 Pazartesi

kaldırılması sektörün yükselişinde önemli rol oynamıştı. Öte yandan teşviklerle beyaz eşya sektöründe yaratılan ek talebin, devlet bütçesine yük olmadığı, aksine yaratılan ilave hasıllardan alınan KDV'nin ÖTV kaybından büyük olduğu düşünülmektedir. Dolayısıyla tüketimi artıracak teşviklerin önümüzdeki yıllarda da gündeme gelmesini bekliyoruz.

2017 sonu itibariyle Türkiye'de elektrik tüketiminin yaklaşık %24'ü meskenlerde gerçekleşmekte olup, beyaz eşya ürünleri meskenlerdeki elektrik tüketiminin yaklaşık %50'sini oluşturmaktadır. Dolayısıyla, Türkiye'deki enerji tüketiminin %12'sinin ev aletlerinden geldiği düşünülürse, eski ürünlerin enerji verimli ürünlerle değiştirilmesinin enerji tasarrufu açısından ülke ekonomisine katkısı büyük olacaktır. Hatırlatmak gerekirse, kullarımdaki buzdolaplarının %60-65'i, çamaşır makinelerinin %45-50'si A+ enerji sınıfının altındadır. Bu nedenle önümüzdeki yıllarda devlet tarafından özellikle enerji tasarrufuna yönelik atılacak adımların beyaz eşya sektörünü destekleyeceğini düşünüyoruz.

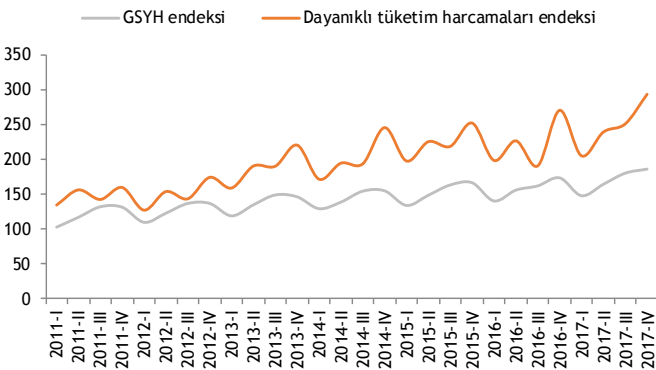
### Tüketim dinamikleri

Türkiye, 2017 yılı itibariyle dünya GSYH sıralamasında 851 mlr \$ büyüklüğü ile 17. Sırada bulunuyor. Ayrıca 50 milyonun üzerinde nüfusa ve 10.000 \$'ın üzerindeki kişi başı GSYH'ya sahip en büyük 8 ülkeden biridir. Nüfus artış oranı ve genç nüfusu, yüksek oranda büyüyen ekonomisiyle Türkiye'de beyaz eşya pazarı önemli bir potansiyel sunmaktadır.

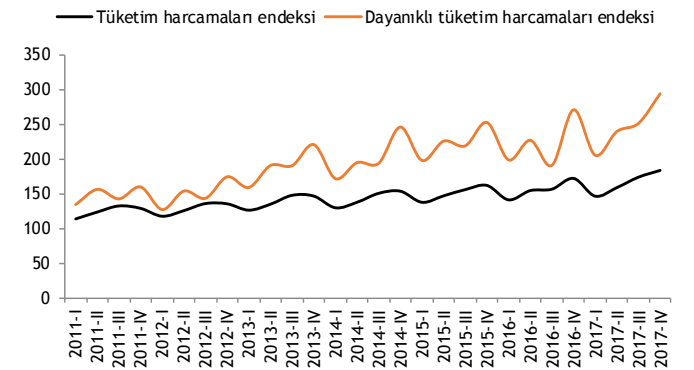
Tüketime dayalı olan beyaz eşya sektörü ile ülke ekonomisinin performansı arasında güçlü bağlantı bulunmaktadır. Son 10 yıllık verileri incelediğimizde beyaz eşya satışlarında adetsel büyüme ile GSYH arasında, 5 yıllık ortalamada 0,7x korelasyon bulunmaktadır.

Gelirin bir fonksiyonu olan tüketim harcamaları ülkemiz GSYH'sinin yaklaşık %59'unu oluşturmaktadır. Bu oran tarihsel olarak en düşük %58 seviyesine gerilemiş olup, ekonominin nispeten daha iyi olduğu yıllarda %73'e çıkmaktadır. Önümüzdeki yıllarda da Türk ekonomisinin büyümesinde tüketim harcamalarının lokomotif rol üstlenmeye devam edeceğini düşünüyoruz. Dayanıklı tüketim harcamaları, sektöre özel sebeplerle dalgalı seyretse de, ortalamada GSYH büyümesi ve tüketim harcamalarının artışının üzerinde performans göstermektedir.

Grafik 12: GSYH, Tüketim harcamaları endeksi



Grafik 13: Tüketim ve dayanıklı tüketim harcamaları endeksi

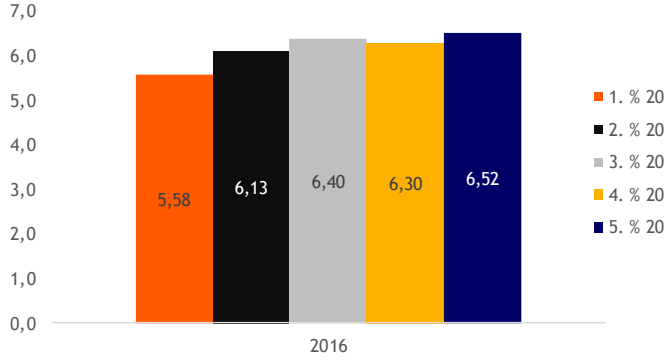


Kaynak: TCMB, TÜİK, Vakıf Yatırım Araştırma

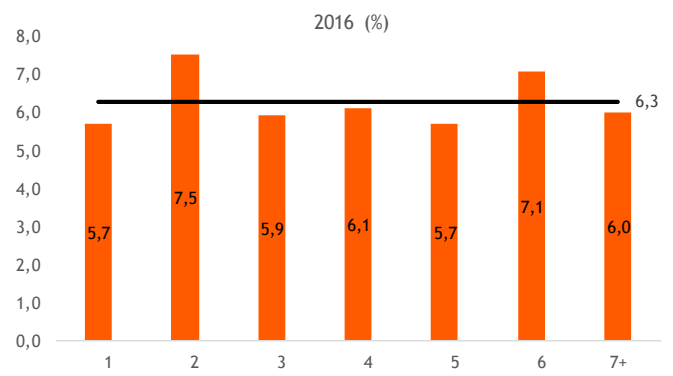


07 Mayıs 2018 Pazartesi

Grafik 14: Tüketici harcamalarında ev eşyalarının payı (gelir dilimlerine göre)



Grafik 15: Tüketici harcamalarında ev eşyalarının payı (hanehalkı sayısına göre)

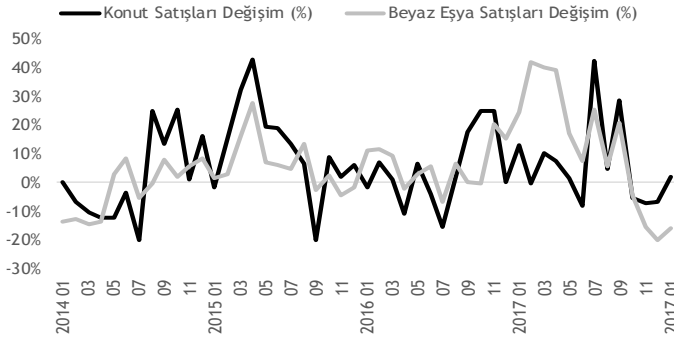


Kaynak: TCMB, TÜİK, Vakıf Yatırım Araştırma

Türkiye’de beyaz eşya satışlarında etkili olan faktörler ilk satın alma talebi ve yenileme/değiştirme talebidir. Penetrasyon oranları yüksek olan yurt içi pazarda satışlar, değiştirme ihtiyacı, yeni konut satışları ve evlenme&boşanma nedeniyle oluşan talep olarak 3 kategoride incelenebilir.

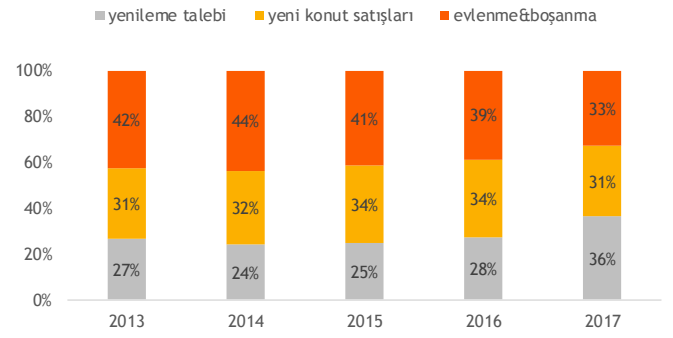
Türkiye’de beyaz eşya ürünlerinde değişim süresinin 8-10 yıl olduğu tahmin edilmektedir. 2017’de hesaplamalarımıza göre, beyaz eşya satışlarında ÖTV teşvikinin etkisiyle yenileme talebi payının %28’den %36’ya yükseldiğini düşünüyoruz.

Grafik 16: Konut satışları ve Beyaz eşya satışlarındaki değişim



Kaynak: TÜİK, Türkbese, Vakıf Yatırım Araştırma

Grafik 17: Beyaz eşya talebinin dağılımı



Türkiye’de artan nüfus ve şehirleşme oranı, evlilik ve boşanmalar konut satışlarını etkilediği gibi beyaz eşya sektörünün büyümesinde de etkili olmaktadır. Bu anlamda konut talebini etkileyen unsurlar beyaz eşya talebini de etkilemektedir. Nüfusun içerisinde tek başına yaşayanların oranı gittikçe yükselmekte olup, bu durum ek beyaz eşya talebi yaratmaktadır.

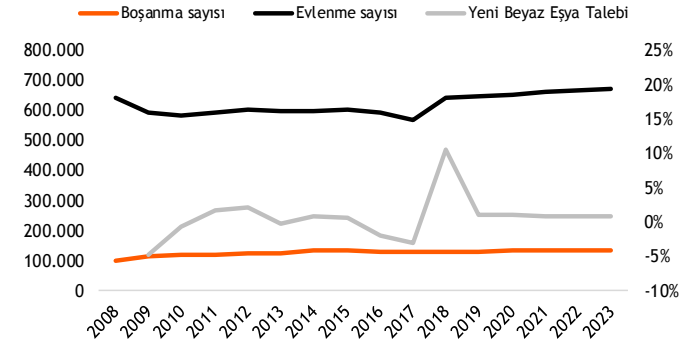
07 Mayıs 2018 Pazartesi

Grafik 18: Hanehalkı sayısındaki değişim



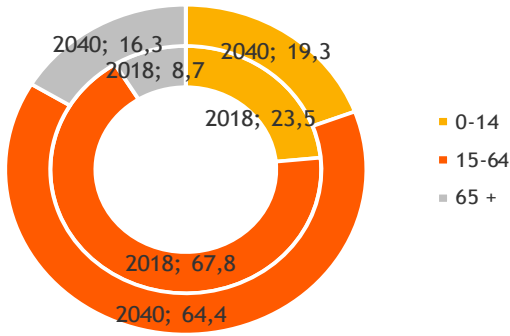
Kaynak: TÜİK, Vakıf Yatırım Araştırma

Grafik 19: Evlenme, Boşanma sayısı ve yeni beyaz eşya talebindeki değişim



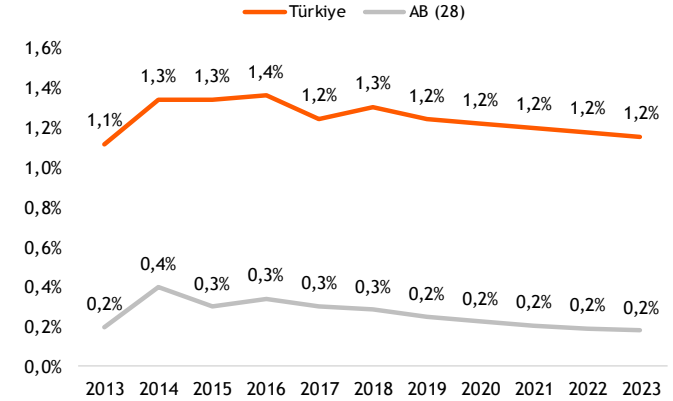
Türkiye'de medyan yaş 32'dir ve nüfusun yaklaşık %50'si ise 30 yaş altında bulunmaktadır. Beklenen yaşam süresi 78 yıl olup, bu sürenin 2025 yılında 80 yıla yükseleceği öngörülmektedir. 2040 yılında 100 milyona yükseleceği tahmin edilen nüfusun %64,4'ünü oluşturan 15-64 aralığında yaşa sahip kesimi beyaz eşya talebini destekleyici nüfus olarak karşımıza çıkmaktadır. Avrupa ile kıyaslandığında genç nüfus yapısı ve güçlü nüfus artışı Türkiye ekonomisi ve beyaz eşya sektörü için avantaj sağlamaktadır.

Grafik 20: Beklenen nüfusa göre yaş grupları



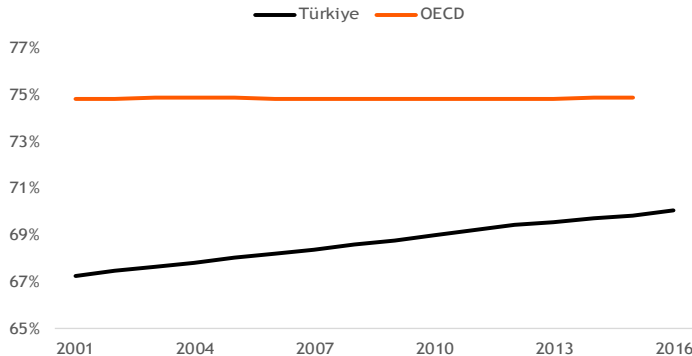
Kaynak: TÜİK, EuroStat, Vakıf Yatırım Araştırma

Grafik 21: Türkiye ve AB nüfus artış hızı karşılaştırması



Büyük şehirlere göç son yıllarda yükselse de, %70 ile OECD ortalaması olan %75'in altında kalan kentleşme oranı beyaz eşya sektöründe büyüme için potansiyelin olduğunu göstermektedir.

Grafik 22: Kentleşme oranı

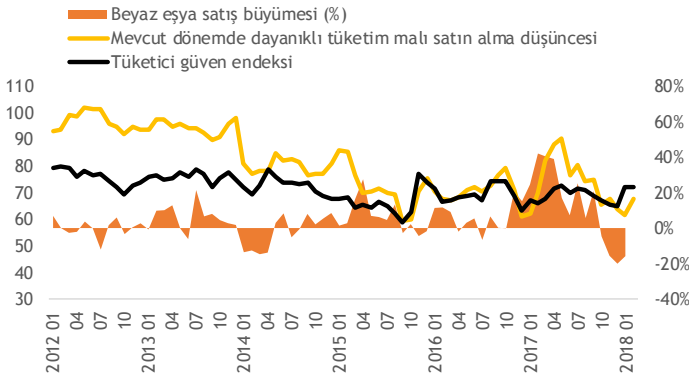
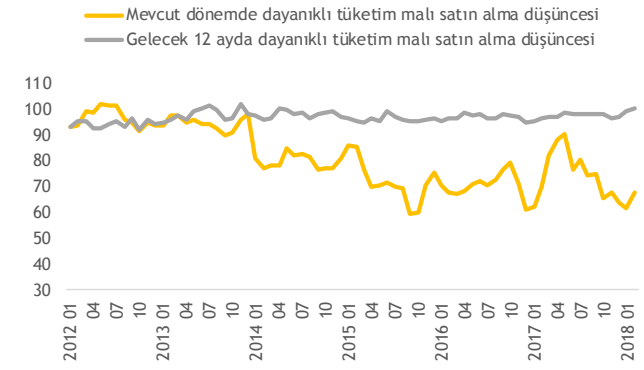


Kaynak: OECD, Vakıf Yatırım Araştırma

07 Mayıs 2018 Pazartesi

### Tüketici Güveni

Tüketici eğilimleri beyaz eşya sektör trendini gözlemek için önemli indikatörlerden biridir. Tüketici güven endeksi 2018 yılına son 5 aydır görülen düşüş eğilimini sonlandırarak başlamıştı. 2018 Mart ayında da 2017 yıl içerisindeki seviyelerinin üzerinde kalmaya devam etti. Öte yandan mevcut dönemde dayanıklı tüketim ürünlerini satın alma düşüncesinin Şubat ayı ile birlikte toparlandığı görülmektedir. Mevcut dönemde görülen iyileşmeyi ve gelecek 12 ayda dayanıklı tüketim mallarına yönelik harcama yapma düşüncesindeki güçlü seyri beyaz eşya sektörü satışlarını destekleyici unsur olarak görüyoruz.

**Grafik 23: Beyaz eşya büyümesi, güven endeksleri**

**Grafik 24: Mevcut ve gelecek 12 ayda beyaz eşya satın alma düşüncesi**


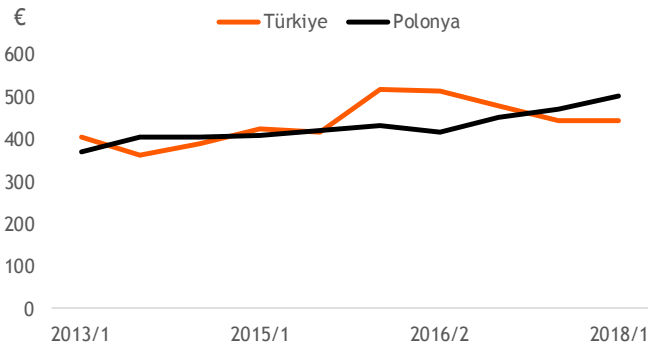
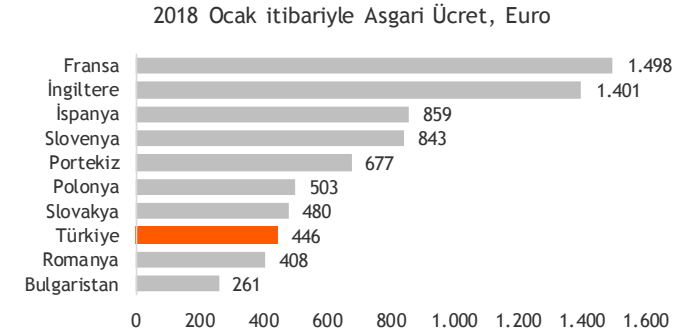
Kaynak: TCMB, Türkbess, Vakıf Yatırım Araştırma

### Beyaz Eşya üretiminde maliyet yapısı

Beyaz eşya üretiminde ana maliyet kalemleri ARGE, hammadde, enerji, işçilik, garanti ve nakliye ve giderleridir. Bunlar arasında en büyük paya sahip olanlar hammadde ve işçilik giderleridir.

İşçilik açısından Avrupa ülkelerine kıyasla ucuz maliyetli ülkelerden biri olmamız, AB ülkelerine coğrafi yakınlığın sağladığı lojistik avantaj nedeniyle düşük nakliye giderleri sektörün rekabet gücünü koruyan etmenlerdendir.

Türk beyaz eşya sektörü, üretiminin %70'e yakını yerli üretim girdisi ile gerçekleştirmektedir. Üretiminin yaklaşık %73'ünü ihraç eden ve cari fazla veren sektörün, ülke ekonomisine katkısı büyük önem arz etmektedir.

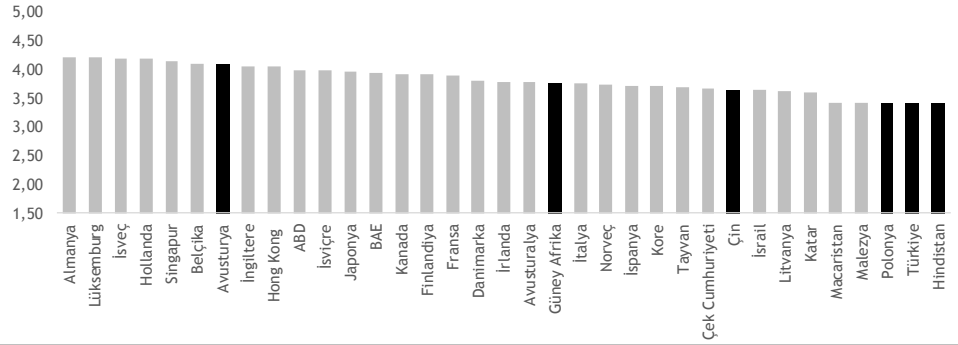
**Grafik 25: Türkiye-Polonya asgari ücret karşılaştırması (€)**

**Grafik 26: Bazı AB ülkeleri ile asgari ücret karşılaştırması**


Kaynak: Eurostat, Vakıf Yatırım Araştırma

07 Mayıs 2018 Pazartesi

Dünya Bankası'nın lojistik sektörü gelişmişlik endeksi olan Lojistik Performans Endeksi (LPI) baz alındığında, Türkiye lojistik sektörü son yıllarda 34. sırada kalmıştır. Listenin üst sıralarına baktığımızda ise Almanya, Hollanda, Lüksemburg ve İsveç gibi gelişmiş ülkelerin bulunduğunu görüyoruz.

2023 hedefleri çerçevesinde Türkiye'nin LPI'daki yerinin 34'ten 15'e yükseltilmesi planlanıyor. Bu çerçevede 10 Mart 2018'de resmi gazetede yatırım ortamının iyileştirilmesi amacıyla liman, antrepo işletmecilerinin hizmet bedelleri için azami sınırlar içinde kalmak kaydıyla tarife ve fiyatların uygulanmasına karar verilmiştir. Lojistik maliyetlerinin regüle edilmesine yönelik düzenlemelerin ihracatçı şirketlerin maliyetlerini öngörülebilir kılmakla birlikte rekabetçi seviyelere çekilmesine yardımcı olacağını düşünüyoruz. Türkiye AB ülkelerine coğrafi yakınlığı sebebiyle Çin'e kıyasla ortalama lojistik maliyeti bakımından %50'ye yakın avantajlı olsa da, lojistik maliyetlerinde Avrupa'da Polonya ve Avusturya gibi beyaz eşya üreticisi ülkelerle kıyaslandığında bu olumlu faktörü kaybetme noktasına gelebilmektedir.

**Grafik 27: Dünya Bankası Lojistik Performans Endeksi**

Kaynak: Dünya Bankası, Vakıf Yatırım Araştırma

### Hammadde maliyetleri

Beyaz eşya üretiminde maliyetin yaklaşık %70'ini hammadde oluşturmaktadır. Temel hammadde girdileri plastik, sac ve diğer metallerdir.

Yurt içinde paslanmaz çelik ihtiyacının yerli üretimle karşılama oranı %20 seviyesinde olup, sıcak/soğuk yassı sac çeliğini dahil ettiğimizde bu oran %42'ye yükselmektedir. Dolayısıyla beyaz eşya sektöründe üreticilerin çelik ihtiyacında dışarıya bağımlılık oranı yüksektir. Temel hammadde kalemlerindeki ithal bağımlılığı operasyonel olarak kur riski yaratırken, emtia fiyatlarındaki yükseliş/düşüş kar marjlarını olumlu/olumsuz etkilemektedir.

### Hammadde-ürün gümrük vergisi uyumsuzluğu

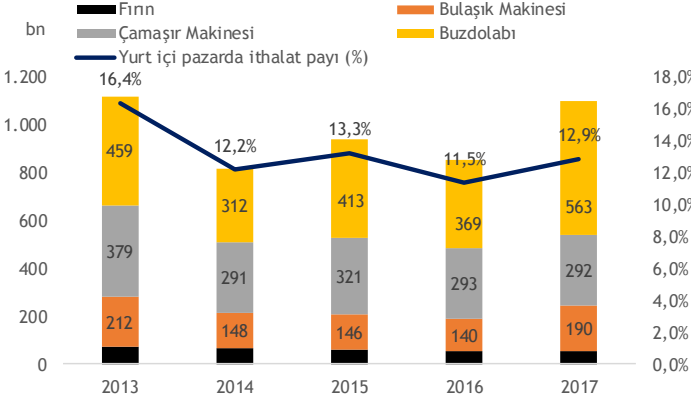
Her ne kadar Türkiye beyaz eşya pazarında ithal malların oranı %13 ile sınırlı olsa da, yurtiçinde hammadde üreticilerini desteklemek amacıyla uygulanan gümrük vergileri yurtiçinde beyaz eşya üreticilerinin girdi maliyetlerini artırmakta bu da ithalatçı şirketlere karşı rekabet avantajını zayıflatmaktadır. Güney Koreli beyaz eşya üreticileri Türkiye'ye gerçekleştirdikleri ihracatta çamaşır makinesi için %0,7, fırın için %1,2 gümrük vergisi ödemekte; buzdolabı, bulaşık makinesi ve kurutucular için gümrük vergisi ödememektedir. Ancak beyaz eşya sektörü üretiminde temel hammaddelerden biri olan sıcak/soğuk sac ve paslanmaz çelik ithalatında gümrük vergisi %2,2-%15 düzeyindedir. Küresel kapasite fazlası nedeniyle yurt içi demir-çelik piyasasının arz baskısı altında kalmaması için alınan bu önlem, beyaz eşya sektöründe Güney Kore menşeli firmaların haksız rekabetine sebep olmaktadır.

07 Mayıs 2018 Pazartesi

**Tablo 4: Yassı ve paslanmaz çelik ithalatında uygulanan gümrük vergileri**

Türkiye'nin yassı çeliğe uyguladığı gümrük vergisi oranları	sıcak haddelenmiş yassı çelik	soğuk haddelenmiş yassı çelik	paslanmaz çelik
G. Kore	%2,2-%3,2		
Malezya	%5,0-%7,2		
İran	%9,0-%13,0		
Bazı Diğer Ülkeler	%9,0-%13,0	%9,0-%15,0	%3

Kaynak: Ekonomi Bakanlığı, Vakıf Yatırım Araştırma

**Grafik 28: Türkiye'nin beyaz eşya ithalatı (mn adet)****Tablo 3: Beyaz eşya ithalatında uygulanan gümrük vergileri**

Ürün	Singapur	İran	Güney Kore	Diğer
Buzdolabı	%0-%1,6	%1,5-%2,5		%1,5-%2,5
Çamaşır Makinesi	%0,2-%1,8	%2,2-%3,0	%0,6-%0,7	%2,2-%3,0
Bulaşık Makinesi	%1,80	%2,70		%2,70
Fırın	%1,8-%3,30	%2,7-%5,0	%1,2	%1,5-%5,0
Klima				%0-%25

Kaynak: Türkbess, Ekonomi Bakanlığı, Vakıf Yatırım Araştırma

07 Mayıs 2018 Pazartesi

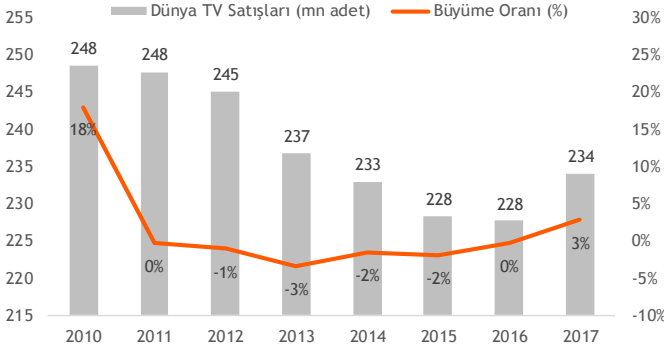
### Tüketici Elektroniği

2018'de dünya televizyon pazarı %2,5 büyüyerek 233,9 mn adet seviyesine yükselmiş, ciro bazında ise %0,2 artarak 109,4 mlr \$'a ulaşmıştır.

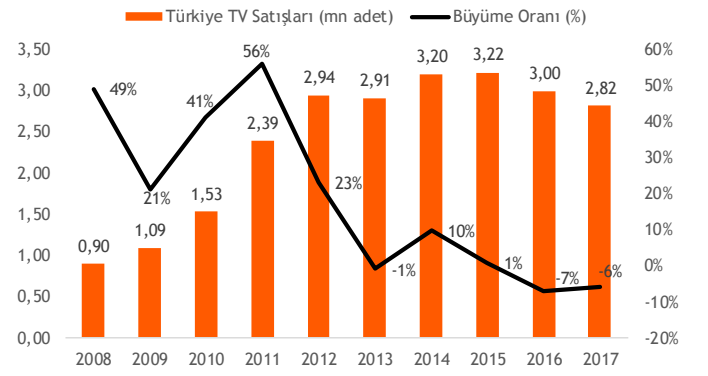
Türkiye'de 2008-2012 dönemi boyunca tüplü TV'den LCD'ye geçiş ile TV satışları hızlı yükseliş gösterirken, 2012'den bu yana 2,8-3,2 mn adet aralığında değişim göstermektedir. 2017'de 2,8 mn adet TV satışı gerçekleşmiştir. Avrupa, Türkiye'nin ana ihracat pazarı olup, üretimin %70-75'i ihracata yöneliktir. Yurt içi TV pazarında 2 önemli TV üreticisi bulunmakta olup, ithal markaların payı %30-35 seviyesindedir ve 2014'ten bu yana ithal satışlar %50'den fazla gerilemiştir.

Televizyon satışları büyük ölçüde uluslararası spor organizasyonlarının etkisiyle artış gösterirken, bu tür organizasyonların yokluğunda TV satışlarında azalış gerçekleşebilmektedir. TV teknolojisindeki hızlı değişimler nedeniyle ortalama değişim süresinin 5-6 yıl olduğu tahmin edilmektedir.

Grafik 29: Dünya TV satışları

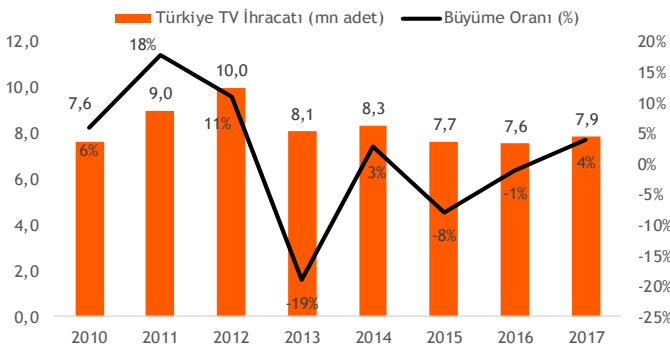


Grafik 30: Türkiye TV satışları

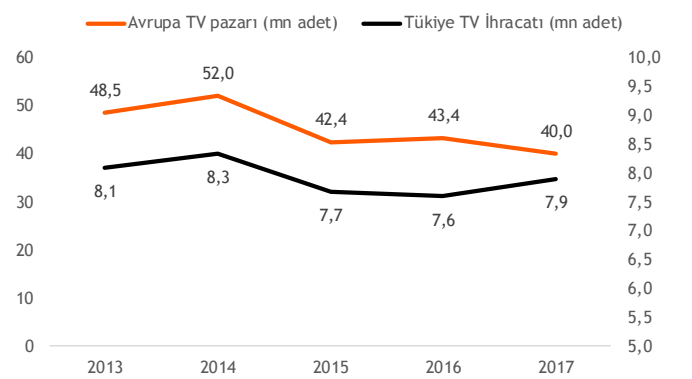


Kaynak: Koç Holding Faaliyet Raporu, Vestel Elektronik, Vakıf Yatırım Araştırma

Grafik 31: Türkiye TV ihracatı



Grafik 32: Avrupa TV pazarı ve Türkiye TV ihracatı karşılaştırması



Kaynak: Vestel Elektronik, Vakıf Yatırım Araştırma

07 Mayıs 2018 Pazartesi

## Arçelik ve Vestel Elektronik özet karşılaştırma

Tablo 5: Arçelik ve Vestel Elektronik özet bilgiler

	Arçelik	Vestel
Marka portföyü	Arçelik, Beka, Grundig, Altus, Defy, Leisure, Blomberg, Elektroregenz, Arctic, Flavel, Dawlance	Türkiye: Vestel, Regal, SEG, Finlux, Techwood, Telefunken, Luxor, Avrupa: Vestfrost, Atlantic, Dikom, NewPol, Electra, Windsor, Graetz, Servis, Luxor, Finlux Lisanslanan Markalar: Toshiba, Sharp, Telefunken, JVC, Hitachi
Dağıtım kanalları	Yaklaşık 3.000 bayi, 600 satış sonrası hizmet noktası	1136 satış noktası, 360 yetkili servis
Gelir kısımları		
Segment bazında	%73 Beyaz Eşya %13 Tüketici Elektroniği %14 Diğer	%59 Tüketici Elektroniği %40 Beyaz Eşya %1 Diğerleri
Coğrafi bölge bazında	%39 Türkiye %43 Avrupa %7 Afrika %4 Pakistan %4 Diğer %3 Orta Doğu	%58 Avrupa %34 Türkiye %8 Diğer
Maliyetlerin kırılımı	%87 Hammadde %8 İşçilik %2 Amortisman %3 Diğer	%93 Hammadde %4 İşçilik %1 Amortisman %2 Diğer
Segment bazında brüt karlılık	%33,1 Beyaz Eşya %20,4 Tüketici Elektroniği %31,4 Diğer	%22,7 Beyaz Eşya %18,4 Elektronik
Kur etkisi		
Gelirlerde	%39 TL %30 € %18 Diğer %8 £ %5 \$	%30 \$ %32 € %38 TL ve diğerleri
Maliyetlerde	~%45 \$ ~%45 €+TL ~%10 diğer	~%69 \$ ~%11 € ~%20 TL

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma

\* Hesaplamalar 2017 sonuçlarına göre elde edilmiştir. Arçelik için hesaplanan "maliyetlerin kırılımı", Vestel Elektronik için "gelir ve maliyetlerde kur etkisi" Vakıf Yatırım Araştırma tahmin ve varsayımlarına dayanmaktadır.

Tablo 6: Arçelik ve Vestel Elektronik özet finansal karşılaştırma

	Arçelik				Vestel			
	2017	2018T	2019T	2020T	2017	2018T	2019T	2020T
Gelir artışı	29%	20%	12%	11%	27%	12%	6%	7%
FAVÖK artışı	17%	25%	19%	13%	-2%	20%	3%	6%
Net kar artışı (ana ortaklık payı)*	13%	32%	26%	16%	-67%	219%	-12%	51%
Brüt kar marjı	31,2%	31,8%	32,6%	32,8%	20,1%	20,8%	20,8%	21,0%
FAVÖK marjı	9,5%	9,7%	10,3%	10,5%	7,2%	7,6%	7,4%	7,4%
Net kar marjı	4,1%	4,4%	5,0%	5,3%	0,5%	1,3%	1,1%	1,5%
Net Borç / FAVÖK	2,50	2,83	2,60	2,48	2,89	2,54	2,50	2,45
Net Borç / Özkaynaklar	0,69	0,90	0,88	0,85	1,10	1,09	1,00	0,98
Özkaynak Karlılığı (ana ortaklık payı)	13,0%	15,3%	17,5%	18,3%	2,5%	7,5%	6,0%	8,5%
İşletme sermayesi/Satışlar	30,3%	29,6%	29,4%	29,4%	7,1%	5,3%	5,1%	5,1%
CAPEX / Satışlar	4,6%	5,0%	4,0%	4,0%	5,4%	5,6%	4,0%	4,0%
FCF yield	-1,5%	-3,6%	5,2%	6,5%	-3,6%	10,8%	12,5%	12,6%
Temettü verimi	3,5%	4,7%	6,0%	7,0%	-	-	-	-

\* Arçelik 2017 kar artışı 2016 yılında KFK paylarının satış karından arındırılarak hesaplanmıştır.

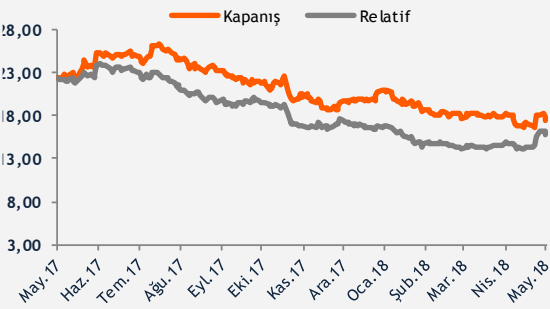
Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma

07 Mayıs 2018 Pazartesi

<b>Sektör</b>	: Beyaz Eşya
<b>Şirket</b>	: Arçelik
<b>Hisse Kodu</b>	: ARCLK - ARCLK TI, ARCLK IS
<b>Fiyat (TL)</b>	: 17,33
<b>Hedef Fiyatı (TL)</b>	: 22,98
<b>Yükselme Potansiyeli</b>	: %32,58
<b>Öneri / Kısa Vade</b>	: Endekse Paralel Getiri
<b>Öneri / Uzun Vade</b>	: AL
<b>Hisse Adedi (mn)</b>	: 675,7
<b>HAO (%)</b>	: 25%

Koç Grubu şirketlerinden olan Arçelik; dayanıklı tüketim, tüketici elektroniği, küçük ev aletleri alanlarında üretim, pazarlama, satış ve satış sonrası müşteri hizmetleri faaliyetlerini yürüten Türkiye'de %50'ye yakın pazar payı ile lider üreticisidir. Arçelik, 7 ülkede 18 üretim tesisi (Türkiye, Romanya, Rusya, Çin, Güney Afrika, Tayland ve Pakistan), 32 ülkede satış ve pazarlama organizasyonu, 30.000 çalışanı ile 130'dan fazla ülkede ürün ve hizmet sunmaktadır. Şirket Avrupa'da Beko markasıyla solo pazar da lider konumda yer alırken; Arçelik, Beko, Grundig, Defy, Dawlance, Blomberg, Elektrabregenz, Arctic, Altus, Flavel, Leisure markalarının sahibidir.

## Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	-5,30	-7,45	-22,61
Rölatif %	5,20	6,55	-29,82
En Yüksek (TL)	18,85	19,52	26,50
En Düşük (TL)	16,30	16,30	16,30

**Analist İletişim** : Serap KAYA  
: 0212 403 4132  
: [serap.kaya@vakifyatirim.com.tr](mailto:serap.kaya@vakifyatirim.com.tr)

### Arçelik - Uzun vadeli yatırım için cazip giriş seviyesi

Arçelik, son dönemde çelik fiyatlarındaki artışın marjlardaki olumsuz etkisi, Türkiye'de yüksek baz etkisi ve ana ihracat pazarlarından İngiltere'deki zayıf talebin baskısı altında kaldı. Bununla birlikte 2017 ortalamasına kıyasla son dönemde €/Ş paritesindeki değişimin şirket lehine olması, fiyat düzeltmelerinin maliyet baskısını sınırlı da olsa hafifletmesi, işletme sermayesinde beklediğimiz iyileşme nedeniyle en kötünün geride kaldığı kanaatindeyiz. Şirketin beyaz eşya penetrasyonunun düşük olduğu ülkelerdeki operasyonlarının uzun vadede yüksek büyüme potansiyeli taşıdığını düşünüyoruz. ARCLK için 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başı 22,98 TL olarak belirliyor, uzun vadeli önerimizi "AL", kısa vadeli önerimizi "Endekse Paralel Getiri" olarak başlatıyoruz.

mn TL	Ciro	FAVÖK	Net Kar	HBT (TL)	F/K(x)	FD/FAVÖK(x)
2015	14.166	1.456	891	0,39	13,1 x	12,2 x
2016	16.096	1.636	1.300	0,63	9,0 x	10,8 x
2017	20.841	1.920	843	0,64	13,9 x	9,2 x
2018T	25.023	2.407	1.110	0,82	10,6 x	7,4 x
2019T	27.926	2.865	1.402	1,04	8,4 x	6,2 x
2020T	30.893	3.229	1.633	1,21	7,2 x	5,5 x

- **İnorganik büyüme stratejisi devam ediyor** - Arçelik son yıllarda Asya'da yaptığı satın almalar ile büyüme stratejisini, penetrasyonu düşük, nüfusu yüksek ve güçlü büyümeye sahip ülkeler üzerine kurmuştur. Önümüzdeki dönemde de şirketin Asya'da varlık göstermek için satın alma ortak girişim kurma yoluna gidebileceğini öngörüyoruz. Öte yandan faaliyetlerinin önemli bir kısmını Avrupa'da gerçekleştiren Arçelik'in bu pazarlarda da yatırım arayışına devam ettiğini düşünüyoruz. Maliyetleri ağırlıklı \$ olan Arçelik'in yatırım ajandasında Amerika'nın da olmaya devam edeceği kanaatindeyiz.
- **Çeşitlendirilmiş portföy yapısı gelirlerde istikrarlı büyümeyi destekliyor** - Arçelik'in 7 ülkede 18 üretim tesisi bulunmaktadır. Sahra altı Afrika'nın merkez üssü konumunda bulunan Defy, beyaz eşyada penetrasyonu düşük Pakistan, Güneydoğu Asya pazarlarının bölgesel üretim merkezi Tayland ve son olarak Hindistan pazarında Voltas ile kurulan ortaklık Arçelik'in portföy çeşitlendirmesini genişletirken, şirket büyümesinin önümüzdeki dönemde de güçlü kalmaya devam edeceğini göstermektedir.
- **İşletme sermayesinde iyileşme bekliyoruz** - Şubat-Eylül 2017'de verilen ÖTV teşviki satışları artırırken Arçelik'in işletme sermayesi ve borçlanma ihtiyacını da artırmıştı. 2018'de yurt dışı gelirlerin payında gözleyeceğimiz artış ile işletme sermayesinin satışlara oranında (2017'de %30,3) daha düşük seviyeler görebileceğimizi düşünüyoruz.
- **€/Ş paritesindeki mevcut seviyeler Arçelik için olumlu** - 2017'de €/Ş paritesi ortalaması 1,13 civarında iken, geçen yıla göre yüksek seviyeler; şirket gelirlerinin ağırlıklı €, maliyetlerin \$ bazlı olduğunu göz önüne aldığımızda Arçelik'i olumlu etkileyecektir. Öte yandan, £'nin \$ karşısındaki değer kazancı (2017 ortalaması: 1,28, 1Ç18 ortalaması: 1,39), gelirlerinin yaklaşık %8'ini İngiltere'den elde eden Arçelik'in karlılığını olumlu etkilemektedir.
- **Gelirlerde artış devam ederken, marjları koruma çabası önemli olacak** - Çelik fiyatlarındaki artış ve \$/TL'deki yükseliş yurt içi karlılığı baskı altında tutarken, fiyat artışları ile telafi edilmeye çalışılmaktadır. €/Ş ve £/\$'daki mevcut seviyeler karlılık üzerindeki baskıyı hafifletirken, Avrupa satışlarında ankastreye kayışın devam etmesini ve Dawlance (Pakistan) katkısının artmasını bekliyoruz. 2018'de FAVÖK marjının 0,2 puan artışla %9,7 (Turquality dahil) olarak gerçekleşeceğini tahmin ederken, Dawlance'ın katkısının yaklaşık 40 baz puan düzeyinde olacağını öngörüyoruz.
- **Arçelik için 22,98 TL/hisse hedef fiyat ile uzun vadeli önerimiz "AL" yönünde** - Arçelik hissesi 7,3x 2018T FD/FAVÖK çarpanıyla yurtdışı benzerlerine kıyasla %11,8 iskontoyla işlem görmektedir. Arçelik için 12 aylık hedef fiyatımızı, İNA ve benzer şirket çarpanları analizine göre yaptığımız değerlemede hisse başı 22,98 TL olarak belirliyor, uzun vadeli önerimizi "AL", kısa vadeli önerimizi "Endekse Paralel Getiri" olarak başlatıyoruz. Hisse için hedef fiyatımız %32,6 yükselme potansiyeline işaret etmektedir.



07 Mayıs 2018 Pazartesi

## Özet Göstergeler

Gelir Tablosu (TL mn)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Satış Gelirleri (net)	14.166	16.096	20.841	25.023	27.926	30.893
FVÖK	1.087	1.381	1.423	1.838	2.185	2.493
Amortisman Giderleri	370	439	548	589	680	736
FAVÖK	1.456	1.819	1.971	2.427	2.865	3.229
Diğer Gelir ve Giderler (Net)	196	300	340	285	431	521
Finansal Gelir/Gider (Net)	-537	-748	-931	-978	-1.026	-1.129
VÖK	785	1.202	821	1.168	1.633	1.930
Vergiler	108	102	24	-58	-230	-295
Net Dönem Karı	891	1.300	843	1.110	1.402	1.633
HBK	1,3	1,9	1,2	1,6	2,1	2,4

Bilanço (TL mn)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Nakit ve Benzerleri	2.168	2.442	2.582	887	1.433	1.342
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	4.791	5.295	6.518	7.392	8.255	9.139
Stoklar	2.140	2.762	3.780	4.500	4.963	5.472
Özkaynak Yöntemi Yatırımları	210	236	282	311	342	372
Maddi Duran Varlıklar	2.056	2.762	3.265	3.816	4.135	4.471
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.007	1.911	2.140	2.502	2.711	2.931
Diğerleri	1.367	1.502	1.870	1.709	1.701	1.661

Toplam Aktifler	13.739	16.909	20.436	21.118	23.540	25.388
Finansal Borçlar	5.454	5.658	7.376	7.709	8.870	9.350
Kısa Vadeli	2.185	2.251	3.262	3.878	5.138	5.572
Uzun Vadeli	3.269	3.407	4.114	3.831	3.732	3.779
Ticari Borçlar	2.090	3.086	3.576	4.031	4.499	4.977
Özsermaye	4.676	6.005	6.915	7.593	8.445	9.381
Net Borç	3.286	3.216	4.794	6.822	7.437	8.008

Nakit Akım Tablosu (mn TL)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
VÖK	785	1.202	821	1.168	1.633	1.930
Amortisman	370	439	548	589	680	736
Δ İşletme Sermayesi İhtiyacı	63	131	1.751	1.138	859	915
Vergi	108	102	24	-58	-230	-295
Yatırım Harcaması	622	824	968	1.462	1.117	1.236
Temettü Ödemesi	-350	-262	-425	-435	-555	-701
Bedelli Sermaye Artırımı	0	0	0	0	0	0
Δ Borçlanma Değişimi	686	204	1.718	333	1.161	480
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	-2.283	-2.365	-5.266	-5.892	-4.119	-4.391
Yıl boyunca yaratılan nakit	2.283	2.639	5.406	4.197	4.665	4.301
Dönemsonu Nakit	2.168	2.442	2.582	887	1.433	1.342

Büyüme	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Satış	%13,2	%13,6	%29,5	%20,1	%11,6	%10,6
FAVÖK	%9,2	%12,4	%17,3	%25,4	%19,0	%12,7
Net Kar	%44,4	%45,9	-%35,2	%31,6	%26,4	%16,5

Çarpanlar	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
FD/Satışlar	1,2	1,1	0,8	0,7	0,6	0,6
FD/FAVÖK	12,2	9,7	9,0	7,3	6,2	5,5
F/K	13,1	9,0	13,9	10,6	8,4	7,2
PEG Rasyo	0,3	0,2	0,4	0,3	0,3	0,4
PD/DD	2,5	2,0	1,7	1,5	1,4	1,2

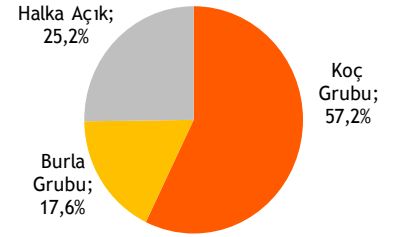
Finansal Rasyolar	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Özkaynak Karlılığı	%19,1	%24,3	%13,0	%15,3	%17,5	%18,3
FAVÖK Marjı	%10,3	%11,3	%9,5	%9,7	%10,3	%10,5
Net Kar Marjı	%6	%8	%4	%4	%5	%5
Net Borç/Özsermaye	%70	%54	%69	%90	%88	%85
Net Borç/FAVÖK	%226	%177	%243	%281	%260	%248
KV Borç/UV Borç	%67	%66	%79	%101	%138	%147
Öz Sermaye/Aktif Toplamı	%34	%36	%34	%36	%36	%37
Borç/Öz Kaynak	%117	%94	%107	%102	%105	%100
Cari Oran	%180	%166	%162	%151	%144	%144
Nakit Temettü	%39	%63	%64	%82	%104	%121

Şirket	Arçelik
Hisse Kodu	ARCLK - ARCLK TI, ARCLK IS
Vakıf Yatırım Öneri	AL
Kapanış (TL)	17,33
Hedef Fiyat (TL)	22,98
Mevcut Piyasa Değeri (mn TL)	11.710
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	15.525
Yükselme Potansiyeli	32,6%

## Arçelik Hakkında

Koç Grubu şirketlerinden olan Arçelik; dayanıklı tüketim, tüketici elektroniği, küçük ev aletleri alanlarında üretim, pazarlama, satış ve satış sonrası müşteri hizmetleri faaliyetlerini yürüten Türkiye'de %50'ye yakın pazar payı ile lider üreticisidir. Arçelik, 7 ülkede 18 üretim tesisi (Türkiye, Romanya, Rusya, Çin, Güney Afrika, Tayland ve Pakistan), 32 ülkede satış ve pazarlama organizasyonu, 30.000 çalışanı ile 130'dan fazla ülkede ürün ve hizmet sunmaktadır. Şirket Avrupa'da Beko markasıyla solo pazarda lider konumda yer alırken; Arçelik, Beko, Grundig, Defy, Dawlance, Blomberg, Elektrabregenz, Arctic, Altus, Flavel, Leisure markalarının sahibidir.

## Ortaklık Yapısı



## SWOT Analiz

## Güçlü Yönler

Türkiye beyaz eşya pazarında ~%50 pazar payıyla lider  
Yaklaşık 3.000 bayi 600 satış sonrası hizmet noktası  
Avrupa, MENA bölgesinde sektöründe 3. büyük oyuncu  
Romanya, Güney Afrika ve Pakistan'da lider beyaz eşya şirketi  
Gelirlerde dengeli coğrafi bölge dağılımı

## Zayıf Yönler

Operasyonel olarak dolardaki açık pozisyonu  
Yüksek işletme sermayesi ihtiyacı  
Bayileri fonlama ihtiyacının yüksek olması

## Fırsatlar

€/Ş paritesinde yüksek seviyeler  
Yurt dışı marka satın alımı, ortak girişim kurulması  
Yurt içinde dayanıklı tüketim ürünleri ÖTV'sinin kaldırılması  
Harcanabilir gelirdeki artış

## Tehditler

€/Ş paritesinde ve €/TL kurunda gerileme  
Hammedde fiyatlarında artış  
İşletme sermayesi ihtiyacının artması  
Lojistik ve işçilik maliyetlerinde rekabetçi pozisyonun kaybı  
Ana pazarı olan Avrupa'da talebin yavaşlaması

07 Mayıs 2018 Pazartesi

### İnorganik büyüme stratejisi devam ediyor

Arçelik son yıllarda Asya'da yaptığı satın almalar ile büyüme stratejisini; penetrasyonu düşük, yüksek nüfuslu ve güçlü büyüme kaydedilen ülkeler üzerine kurmuştur. Yüz ölçümü büyük, tüketici alışkanlıklarına hakim olmanın güç, marka bilinirliğinin önemli olduğu Asya ülkelerinde ortak girişim kurma yoluna gidilmesinin başarıya ulaşmak için kilit olduğunu düşünüyoruz. Bu çerçevede önümüzdeki dönemde Endonezya, Vietnam, Filipinler Bangladeş gibi ülkelerde varlık göstermek için satın alma ortak girişim kurma yoluna gidebileceğini öngörüyoruz.

Arçelik gelişmiş pazarlarda ise büyüme stratejisini üst segment marka satın alımı üzerine kurmaya devam ediyor. Şirket daha önce GE ve Toshiba'nın beyaz eşya birimiyle ilgilenmişti fakat süreç nihayete ermemiştir. Operasyonel olarak \$ açık pozisyonunun azaltılması amacıyla Amerika pazarında satın alma fırsatların her dönemde kovalanacağını düşünüyoruz. Tüketici ihtiyaçları ve ürün boyutları açısından farklılıklar gösteren Amerika'nın, Şirketin önümüzdeki dönemde yatırım ufkunda olmaya devam edeceği kanaatindeyiz. Öte yandan faaliyetlerinin önemli bir kısmını Avrupa'da gerçekleştiren Arçelik'in bu pazarlarda da arayışının devam ettiğini düşünüyoruz. Beko markasıyla alt-orta, Grundig ile üst-orta segmentte konumlanan Arçelik'in Avrupa'da lüks segmentte yer alan marka satın alımlarına sıcak baktığını düşünüyoruz.

**Tablo 7: Arçelik'in yatırım yaptığı ve yapabileceği ülkelerin ekonomik-demografik yapısı**

Ülke	Nüfus	Kentleşme Oranı	GSYH YBBO (10Y)	GSYH YBBO (5Y)	GSYH 2016 Yıllık Büyüme	
Türkiye	80.745.020	71%	5,3%	7,0%	3,2%	
Güney Afrika	56.717.156	62%	2,4%	2,0%	0,3%	
Rusya	143.989.754	73%	2,0%	0,8%	-0,2%	
Romanya	19.679.306	60%	2,6%	4,0%	4,6%	
Çin	1.409.517.397	57%	10,0%	9,2%	6,7%	Arçelik'in üretim/satış yaptığı ülkeler
Endonezya	263.991.379	53%	6,2%	6,7%	5,0%	
Tayland	69.037.513	50%	3,5%	4,3%	3,2%	
Hindistan	1.339.180.127	32%	8,2%	8,7%	7,1%	
Pakistan	197.015.955	38%	4,1%	5,7%	5,5%	
Güney Doğu Asya Ülkeleri	647.483.729					
<i>Endonezya</i>	263.991.379	53%	6,2%	6,7%	5,0%	
<i>Malezya</i>	31.624.264	74%	5,3%	6,4%	4,2%	
<i>Tayland</i>	69.037.513	50%	3,5%	4,3%	3,2%	
<i>Filipinler</i>	104.918.090	44%	6,2%	8,3%	6,9%	Arçelik'in varlık gösterdiği ülkeler
<i>Singapur</i>	5.708.844	-	5,3%	4,1%	2,0%	
<i>Bruney</i>	428.697	78%	-0,4%	-1,7%	-2,5%	
<i>Vietnam</i>	95.540.800	34%	6,7%	7,4%	6,2%	
<i>Laos</i>	6.858.160	41%	8,6%	9,6%	7,0%	
<i>Myanmar</i>	53.370.609	35%	9,4%	9,2%	5,9%	
<i>Kamboçya</i>	16.005.373	21%	7,3%	9,0%	7,0%	
Çin	1.409.517.397	57%	10,0%	9,2%	6,7%	
Endonezya	263.991.379	53%	6,2%	6,7%	5,0%	
Vietnam	95.540.800	34%	6,7%	7,4%	6,2%	
Filipinler	104.918.090	44%	6,2%	8,3%	6,9%	
Bangladeş	164.669.751	35%	7,0%	8,1%	7,1%	

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma, Dünya Bankası, worldometers

### Hindistan pazarında TATA ortaklığıyla buzdolabı yatırımı

Arçelik yurt dışında büyüme stratejisi çerçevesinde son olarak Hindistan'ın en büyük holdingi Tata Group'un iştiraki Voltas ile ortak girişim kurma kararı aldı. Hindistan 1,4 milyar nüfusa, 250 milyon hane sayısına, güçlü büyümeye (10Y YBBO: %8,7) sahip, beyaz eşyada düşük penetrasyonu olan gelişmekte olan ülkelerden biridir. Hindistan'da kurulan şirkette Arçelik'in iştiraki Ardutch BV ve Voltas %49 eşit paya sahip olurken, Koç Holding ve TIDL ise %1 hisse payı tutuyor. Kurulacak buzdolabı fabrikasının 2018 yılı sonu itibarıyla devreye girmesi, 2019 yılı başında üretime geçilmesi beklenmektedir. Bu süreçte satılması hedeflenen ürünler Türkiye, Tayland ve Çin'den tedarik edilecek. Hindistan'ın yaklaşık %20 pazar payı ile en büyük klima üreticisi olan Voltas'ın pazardaki gücünden faydalanarak 4. senenin sonunda klima üretiminin değerlendirilmesi de planlanıyor. Şirket Hindistan'da 10. yılında 3 m adet buzdolabı üretim kapasitesiyle 1 mlr \$ ciroya, Voltas-Beko markasıyla %10 pazar payına ulaşması hedeflenmektedir. Ortak girişimin karlılığının Arçelik'in seviyesine ulaşmasının ilk 10 yıllık süre içerisinde olması planlanmaktadır. Yatırım bütçesi ise 155 m \$ düzeyindedir. Yatırımın FAVÖK'te başabaş seviyesine 4. yılında (2022-2023) gelmesi beklenmektedir. Global çapta olduğu gibi Hindistan'da da LG, Samsung, Whirlpool gibi markalarla rekabet halinde olunacak. Bununla birlikte pazarda Blue Star, Godrej Group, Onida Electronics, Videocon gibi yerel markalar da yer alıyor. Ancak ülkenin gerek yüksek nüfusa sahip yapısı, gerek penetrasyon oranlarındaki artış beklentisinin yanında 14 bine yakın satış noktasına sahip Voltas'ın bayi ağının sağladığı avantaj ve Arçelik'in sunacağı rekabetçi ürün portföyünün şirketin elini güçlendireceğini düşünüyoruz. Voltas ortak girişimini Arçelik'in pazar çeşitlendirmesini destekleyen bir hamle olarak görüyoruz. Arçelik'in %49 hissesine sahip olduğu VOLTBEK'i özkaynak yöntemiyle konsolide etmektedir. VOLTBEK'i 908 m TL olarak değerlendiriyor ve Arçelik'in hedef değerine katkısını %6 olarak hesaplıyoruz.

### Pakistan operasyonlarının katkısı Arçelik'in büyüme hikayesi için önemli

Arçelik, Pakistan'da faaliyet gösteren Dawlance'ı 2016 yılının son çeyreğinde 6,1(x) FD/FAVÖK çarpanıyla 243 m \$'a satın almıştı. Pakistan yaklaşık 200 m nüfusa sahip, son 10 yılda (YYBO: %4,1) sürdürülebilir şekilde büyüyen, penetrasyon oranı düşük, işçilik maliyetleri nispeten avantajlı olan gelişmekte olan ülkelerden biridir. Dawlance ise Pakistan beyaz eşya pazarında buzdolabı ve MD fırın ürünlerinde %45 pazar payı ile lider üretici konumundadır. Çamaşır makinesi ve klima segmentinde pazarda ikinci sırada yer almaktadır. Dawlance ayrıca 3 üretim fabrikası, 16 satış ofisi, 181 satış sonrası servisi ve 2000'e yakın bayiye sahiptir. Dawlance'ın Pakistan'daki ana rakipleri Haier, Orient, LG ve Samsung'dur.



Arçelik'in 2017'de 250 m \$'a yakın ciro, %18,5 civarında FAVÖK marjına sahip Pakistan operasyonlarında 2018'de cirosunun, Pakistan'ın IMF tahminlerine göre %5,6 olan GSYH büyümesinin üzerinde %10 artışla 275 m \$ olarak gerçekleşmesini bekliyoruz. Pakistan'da 2017'de ithal ürünlere getirilen vergi, Dawlance'ın yerli üretici olsa dahi hammadde tedarikinde bazı parçaların maliyetini yükseltmiş ve operasyonel karlılığını olumsuz etkilemişti. 2018 yılında Pakistan Rupisi ve Türk Lirası'nın Dolar karşısındaki performansı operasyonel performansta önemli bir etken olacak. Bununla birlikte Arçelik'e kıyasla daha düşük faaliyet giderleri/satışlar oranı olan şirketin talebin güçlü olduğu ortamda, fiyatlama stratejisiyle FAVÖK marjını %19-20 aralığına taşıyacağını düşünüyoruz. Dawlance'ı \$ bazında %3 gelir büyümesi ve %20 FAVÖK marjı ile projeksiyonlarımıza dahil ettik.

### Defy Sahra Altı Afrika'nın merkez üssü konumunda

Arçelik'in Hollanda'da kurulu iştiraki Ardutch B.V, 2011'de Güney Afrika merkezli -Defy hisselerinin %100'ünü (2,25 mlr Güney Afrika Randı, 19 Temmuz 2011 USD/ZAR kuruyla yaklaşık 324 m \$) satın almıştı. Defy, Güney Afrika'da bulunan 3 üretim tesisinde buzdolabı, dondurucu, kurutucu, fırın ve pişirici cihazlar üretmektedir. Güney Afrika Cumhuriyeti ile birlikte 5 ülkeden oluşan Güney Afrika Gümrük Birliği beyaz eşya pazarının lideri konumundadır. Defy'nin pazar payı Arçelik satın alımının yapıldığı 2011'deki %35'li seviyelerden %40 düzeyine taşındı. Son dönemde ülkedeki siyasi-ekonomik gelişmelere paralel



07 Mayıs 2018 Pazartesi

beyaz eşya pazarında daralmalar yaşansa da 2017 son çeyreğindeki güçlü performans sayesinde pazar yılı %5 civarında büyüme ile kapattı. Yaklaşık 200 mn nüfusun yaşadığı Sahra altı Afrika'nın merkez üssü üretim şirketi konumunda bulunan Defy'n, önümüzdeki dönemde kentleşme oranındaki yükselişin desteğiyle penetrasyon oranında artıştan ve siyasi ortamın istikrar kazanmasından olumlu etkilenmesini bekliyoruz.

### Güneydoğu Asya pazarlarına Tayland yatırımı ile giriş

Arçelik, Beko markalı ürünlerini Güneydoğu Asya pazarındaki tüketicilere sunmak üzere, bölgesel üretim merkezi olarak Tayland'ı seçerek, bu çerçevede ülkede 800 bin adet (Arçelik'in toplam beyaz eşya kapasitesinin yaklaşık %4'ü) kapasiteli buzdolabı fabrikası kurdu. 2015 yılında temeli atılan buzdolabı fabrikasının ilk 3 yıldaki işletme sermayesi dahil yatırım bütçesi yaklaşık 100 mn \$'dır. Bu tesiste üretilen buzdolapları ve Arçelik'ten ithal edilecek çamaşır makinelerinin bölgedeki Filipinler, Vietnam, Malezya, Singapur, Endonezya, Yeni Zelanda, Avusturalya dahil 10 ülkeye ihraç edilmektedir.



Nisan 2016'da başlanan, 2017'de 270 bin adete ulaşan buzdolabı üretiminin 2018'de 400 bin adete ulaşması hedeflenmektedir. 2017'de yaklaşık 100 mn \$ gelir kaydedilen Güneydoğu Asya operasyonlarından 2018'de 130 mn \$ gelir elde edileceğini öngörüyoruz. Tesisin 3 yıl içinde tam kapasite üretime ulaşılmasıyla gelirlerin 500 mn \$'a ulaşabileceği tahmin edilmektedir.

Güneydoğu Asya ülkeleri, 620 mn civarındaki nüfusu, 2014-2017 döneminde gerçekleştirdiği YBBO %5 gibi gelişmiş ülkelere kıyasla yüksek ekonomik büyüme hızı, buzdolabı (2,5 mlr \$, 8,6 mn adet) ve çamaşır makinesi pazarının (1,65 mlr \$, 6,8 mn adet) büyük olması ve düşük penetrasyon oranlarıyla büyümeye açık olması nedeniyle cazibesini korumaktadır. Hükümetin kurumlar vergisinde sağladığı muafiyetler, makine ve hammadde ithalatında verilen kolaylıklar, düşük işçilik maliyetleri ve uygun yatırım ortamı sayesinde Tayland, Güneydoğu Asya pazarının ana aktarma merkezi konumundadır. Tayland'ın hala düşük seviyelerdeki penetrasyon oranı büyüme potansiyelinin yüksek kalacağına işaret etmektedir. Söz konusu nedenlerle önümüzdeki yıllarda Güneydoğu Asya operasyonlarının katkısının tahminlerimizin üzerinde gerçekleşebileceğini düşünüyoruz.

07 Mayıs 2018 Pazartesi

**GRUNDIG****beko**

LEISURE

**Blomberg**  
seit 1883**eb elektrabregenz****arctic**

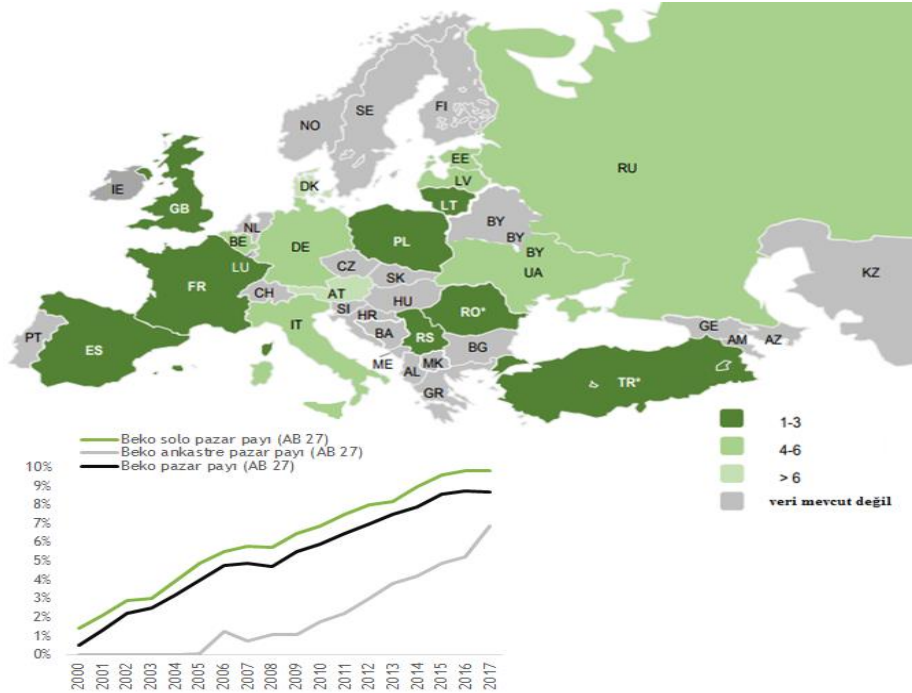
FLAVEL

**Avrupa pazarlarındaki varlığı güçlü kalmaya devam edecek**

Arçelik satışlarının yaklaşık %40'ını Avrupa pazarlarından elde etmektedir. Avrupa'da toplam satışlarda en büyük üçüncü beyaz eşya şirketi olan Arçelik, Avrupa solo beyaz eşya pazarında Beko markası ile lider konumda, ankastre segmentinde ise 5. sıradadır. Beko Avrupa'nın önemli pazarlarından Almanya, İtalya, İspanya ve Polonya ile Avrupa'da pazar payını en çok artıran markadır. Beko, İngiltere toplam beyaz eşya pazarında öncü konumu, Polonya toplam beyaz eşya pazarında ve Fransa'da solo beyaz eşya pazarında liderliğini sürdürmektedir.

Avrupa'da pazarın %75'i solo, %25'i ankastre satışlardan oluşmaktadır. Beko'nun Avrupa'da daha hızlı büyüyen ve daha karlı segment olan ankastre pazar payının yıllar itibariyle yükseldiğini gözlemliyoruz. Arçelik'in Avrupa hikayesinin ülke bazlı adetsel büyüme beklentisinden ziyade ankastre segmentinde karlılık ve pazar payı kazanma odaklı stratejisinin oluşturduğunu düşünüyoruz. Ankastre segmentinde %6 civarında olan pazar payının önümüzdeki dönemde artacağı kanaatindeyiz.

Arçelik'in alt-orta sınıf markası Beko (fiyat endeksi 75-80) ile yakalanan başarının, tüketici elektroniği ve orta-üst segmentte konumlanan beyaz eşyadaki global markası Grundig (fiyat endeksi 110-120) ile Avrupa'da yeni pazarlara giriş yapılarak artırılması hedefleniyor. Şirketin inorganik büyüme stratejisine uygun olarak Avrupa'da üst sınıf marka satın alma fırsatlarının değerlendiriliyor olması hisse için önemli bir katalizör.



Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma, Arçelik

Arçelik Romanya'da pazarın lideri Arctic'in 2 m'n adet kapasiteli çamaşır makinesi fabrikasını 2018 sonuna kadar devreye almayı planlamaktadır. Yatırım bütçesi 471 m'n RON (yaklaşık 102 m'n €) tutarındadır. Arçelik'in 2018'de yapmayı planladığı 250 m'n € yatırım harcamasının 45-50 m'n € tutarındaki kısmı Romanya yatırımının bu yıla devreden kısmından oluşmaktadır. Devam etmekte olan yatırım için Romanya hükümeti Arctic'e 162,5 m'n RON'a kadar (güncel kur üzerinden yaklaşık 35 m'n €'ya kadar) nakit teşvik ayırmıştır. Çamaşır makinesi tesisinde üretimin bu yılın sonunda başlaması öngörülmekte olup, gelirlere katkısı 2019'dan itibaren hissedilmeye başlayacaktır. Yatırımın gelirlere tam anlamıyla etkisinin 2020 yılında olacağını tahmin ediyoruz. Arctic'te yapılan üretimin %87'si ağırlıklı Avrupa olmak üzere 70'ten fazla ülkeye ihraç edilmektedir. Arçelik'in Arctic'te artacak beyaz eşya kapasitesi ile Avrupa'daki konumunu güçlendirmesini ve şirket finansallarına katkısının artmasını bekliyoruz.

07 Mayıs 2018 Pazartesi

## Finansal Projeksiyonlar

### Satış gelirleri

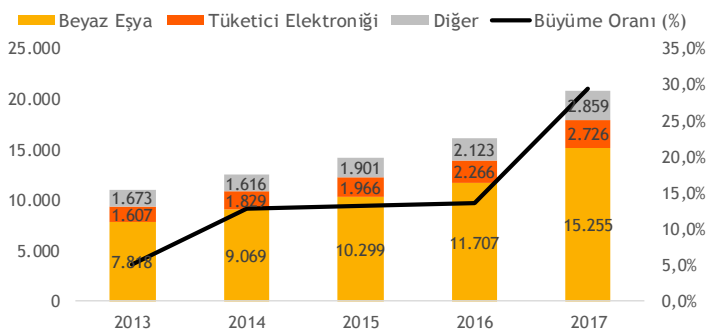
Arçelik gelirlerinin yaklaşık %73'ünü beyaz eşya, %13'ünü tüketici elektroniği ve %14'ünü klima ve küçük ev aletleri segmentinden elde etmektedir. Brüt kara ise %78 ile en yüksek katkıyı yine beyaz eşya segmenti verirken, panel maliyetlerindeki artış nedeniyle 2017'de tüketici elektroniği segmentinin brüt kara katkısı %12'den %9'a gerilemiştir.

Şirketin 2018'de satış gelirlerinde %20,1 artış gerçekleşeceğini öngörüyoruz (şirket %20 civarında artış beklemektedir). Güneydoğu Asya gelirleri katkısının 2018'de artmasını bekliyoruz. Yurt içinde 2017'deki %14'lük yükselişin ardından 2018'de %4'lük düşüş, yurt dışı satış hacminde %3'lük yükseliş öngörüyoruz.

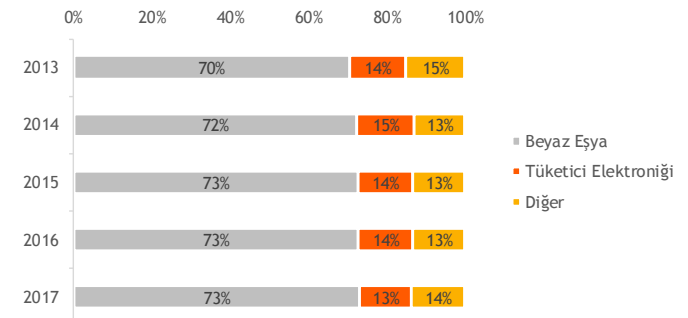
TV fiyat ve talebindeki dalgalı seyir Arçelik'in tüketici elektroniği gelirlerini etkilemektedir. Bununla birlikte tüketici tercihlerinin zaman içinde daha yüksek ekranlara kayışı ortalama TV fiyatlarının yukarı çıkmasını sağlamaktadır. 14 Haziran-15 Temmuz tarihleri arasında oynanacak ve Rusya'nın ev sahipliğini yaptığı Dünya Kupası nedeniyle TV satışlarında bir önceki yıla göre %10 artış yaşanabileceğini düşünüyoruz. 2018 yılının ilk yarısında gelirlerin nispeten güçlü olacağını tahmin ediyoruz.

Öte yandan yeni nesil yazar kasa gelirlerinin 2018'de sınırlı kalmasını bekliyoruz. Yurt içinde büyük işletmeler tarafından kullanılmaya başlanan ancak 2014 yılı cirosu 150 bin TL'nin altında olan esnaflar için yeni nesil yazar kasa kullanımının 1 Ocak 2018 itibarıyla zorunlu olması bekleniyordu. Ancak düzenlemenin yürürlüğe girmesine günler kala mükelleflerin mevcut eski nesil ödeme cihazlarının mali hafızaları doluncaya kadar kullanımına karar verilmişti. Dolayısıyla 2018'deki doğal talebin 2011'de satın alınan cihaz yenilemelerinden kaynaklanacağı söylenebilir. Buna paralel Arçelik'in 2018 için pos cihazı satış beklentimiz 50-60 bin adet olup, 80-95 mn TL gelir kaydedileceği yönündedir. Arçelik'in ayrıca bu cihazlardan yıllık yaklaşık 130 mn TL (cihaz başı 1,1 adet banka, yaklaşık 18 TL/aylık servis bedeli) servis geliri elde edeceğini öngörmekteyiz.

**Grafik 33: Satış Gelirlerinin Bölümlere Göre Dağılımı (mn TL)**



**Grafik 34: Satış Gelirlerinin Bölümlere Göre Dağılımı (%)**

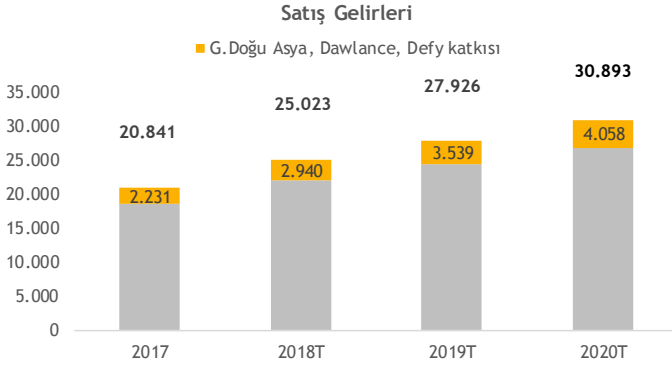


Kaynak: Arçelik, Vakıf Yatırım Araştırma

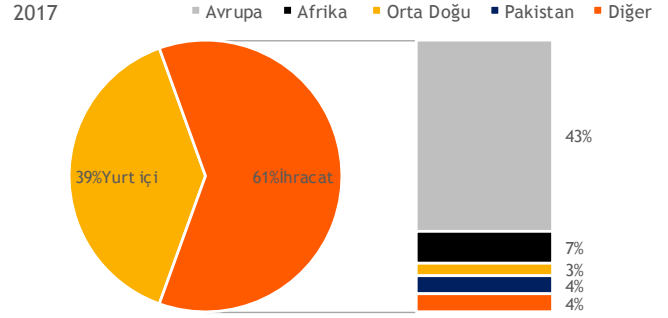


07 Mayıs 2018 Pazartesi

Grafik 35: Satış Gelirleri (G.Doğu Asya, Dawlance, Defy Katkısı)



Grafik 36: Satış Gelirlerinin Bölgesel Dağılımı (%)



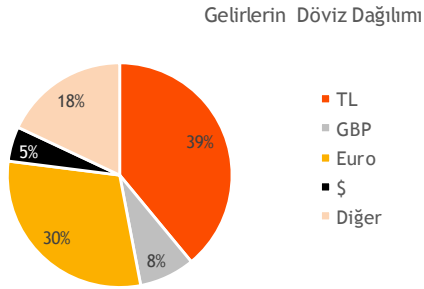
Kaynak: Arçelik, Vakıf Yatırım Araştırma

### Operasyonel marjlar

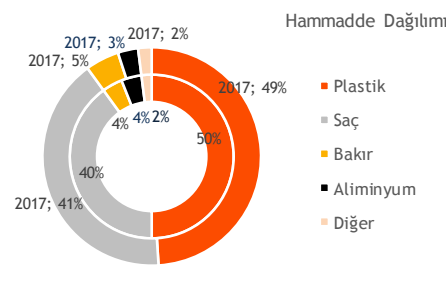
Arçelik'in satış maliyetlerinin büyük bir kısmını hammadde ve ticari mallar maliyeti oluşturmaktadır. Arçelik'in hammadde bazı maliyetlerinin farklı ülkeler ya da para birimlerinden yapılırsa da tamamına yakını \$ cinsindedir.

Beyaz eşyada temel hammadde maliyetleri ise yassı çelik ve plastiktir. Her ne kadar uzun vadeli kontratlarla çelik fiyatlarındaki artışın olumsuz etkisi sınırlandırılmaya çalışılsa da şirketin kar marjları 2017 yılında baskı altında kalmıştır. Plastik tedarikinin vadeli işlemler ile koruma altına alınamaması ve fiyatlardaki yükseliş karlılığı olumsuz etkilemiştir. 2018 yılında da çelik fiyatlarında gevşeme öngörmüyoruz ancak plastik fiyatlarında daha iyi seviyelerden satın alma fırsatlarının değerlendirilebileceğini düşünüyoruz. Hammadde fiyatlarındaki muhtemel düşüşler ile şirketin karlılığının öngörülerimizin ötesinde gerçekleşmesini olası görüyoruz.

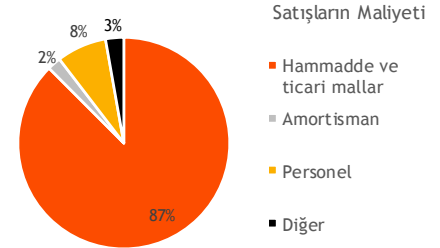
Grafik 37: Gelirlerin döviz dağılımı



Grafik 38: Hammadde dağılımı



Grafik 39: Satışların maliyeti dağılımı

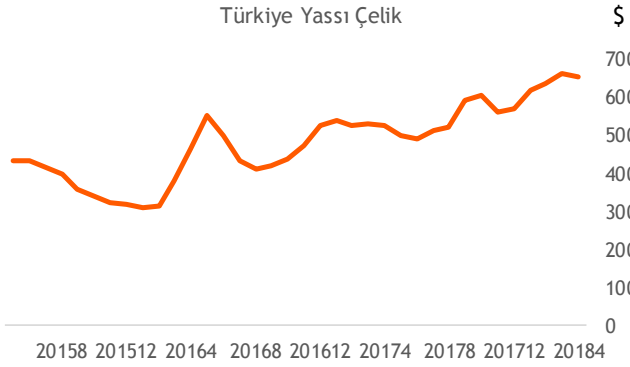


Kaynak: Arçelik, Vakıf Yatırım Araştırma

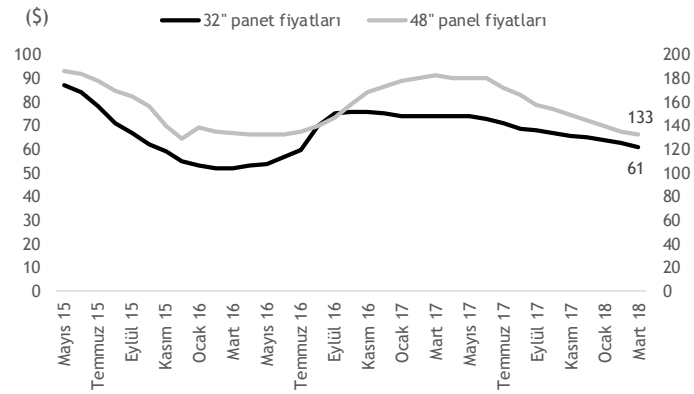
Elektronik segmentinin temel girdisini 32" ve 48" paneller oluşturmaktadır. Temmuz 2016-Haziran 2017 arasında panel fiyatlarında artış yaşansa da, Ağustos 2017'den beri yaşanan düşüş Arçelik'in 2017 yılı son çeyrek finansallarını olumlu etkilemişti. 2018 yılında dünya kupasının etkisiyle talepte yaşanacak canlanmanın ve panel fiyatlarındaki düşüşün elektronik segment tarafında şirket karlılığına katkı sağlamasını bekliyoruz.

07 Mayıs 2018 Pazartesi

Grafik 40: Türkiye sıcak yassı çelik fiyatları



Grafik 41: 32'' ve 40'' panel fiyatları



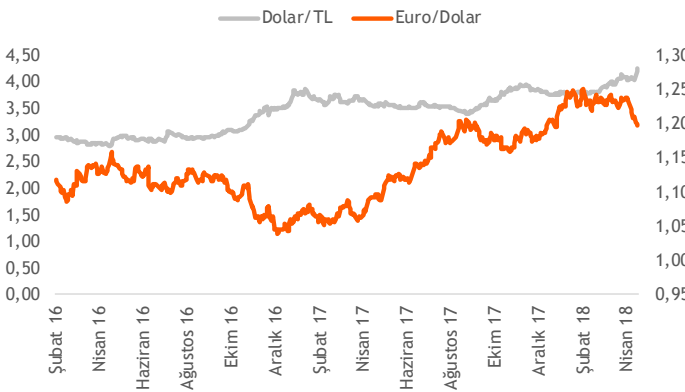
Kaynak: Bloomberg, IHS Markit, Vakıf Yatırım Araştırma

Arçelik tedarikçileri ile 3 aylık ve 6 aylık dönemlerde kontrat yapmaktadır. Maliyet artışları ürün satış fiyatlarına 3-6 aylık gecikmelerle yansıtılmaktadır. Ürün maliyetinin ürün fiyatına gecikmeli olarak yansımaları marjlarda oynaklığa neden olmaktadır.

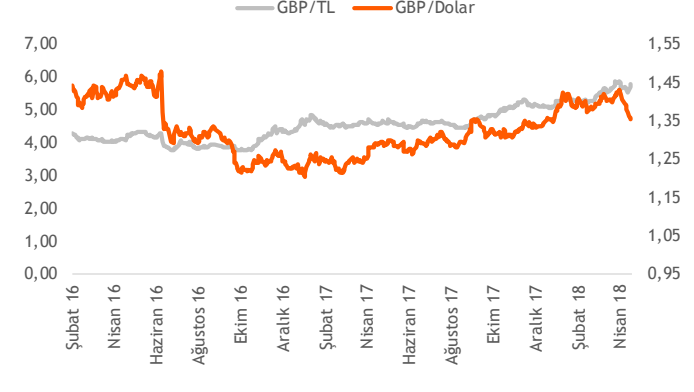
Marjlardaki baskı, gelirlerini farklı bölge ve para birimlerinden elde eden Arçelik'in fiyatlama gücüne göre değişkenlik göstermektedir. Öte yandan, GBP'nin dolar karşısındaki değer kazancı (2017 ortalama: 1,28, 1Ç18 ortalama: 1,39), gelirlerinin yaklaşık %8'ini İngiltere faaliyetlerinden elde eden Arçelik'in karlılığını olumlu etkilemektedir.

Şirketin \$ bazlı gelirlerin toplam gelirlerinin %5 ile sınırlı olması ve \$ bazlı hammadde maliyetlerinde artış yaşanmasına rağmen, €/ \$ paritesindeki yükseliş marjlardaki erozyonu sınırlamaktadır.

Grafik 42: Dolar/TL, Euro/Dolar



Grafik 43: GBP/TL, GBP/Dolar



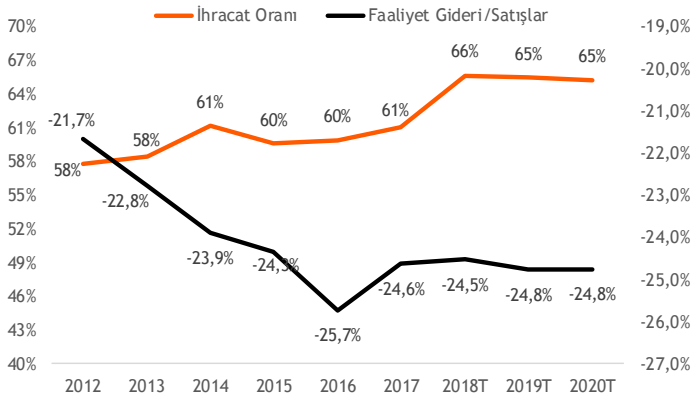
Kaynak: Rasyonet, Vakıf Yatırım Araştırma

Arçelik'in 2012'den bu yana yurt dışı gelirlerin toplam içindeki payı arttıkça, faaliyet giderlerinin satışlara oranı nakliye, garanti giderlerinde daha yüksek seviyeler ve yeni fabrika giderleri sebebiyle yükselmiştir. Projeksiyon döneminde faaliyet giderleri/satışlar oranının ortalama %24,8 seviyesinde gerçekleşeceğini öngörsek de uzun vadede pazarlama yatırımlarının normalleşmesiyle daha düşük seviyeler gözleyebiliriz.

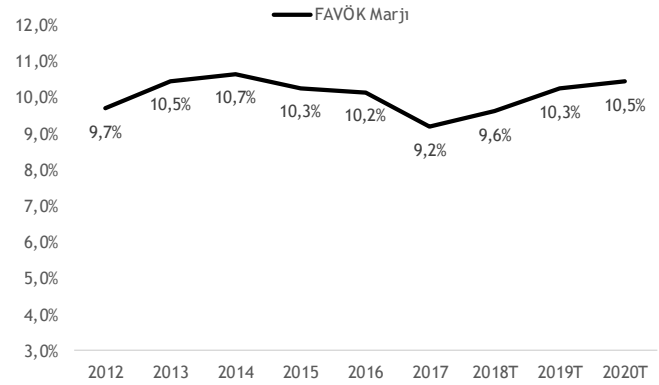


07 Mayıs 2018 Pazartesi

Grafik 44: İhracat oranı ve Faaliyet gideri/Satışlar



Grafik 45: FAVÖK Marjı



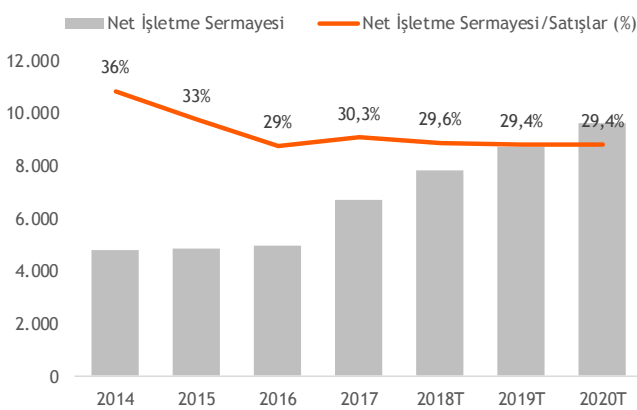
Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma

### Yatırım harcamaları ve işletme sermayesi

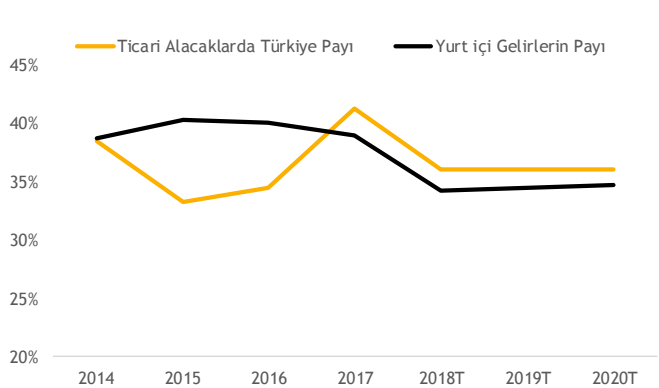
Arçelik'in 2018'de 290 mn € yatırım harcamasının yapacağını öngörüyor, bunun 45-50 mn € tutarındaki kısmının Romanya yatırımının bu yıla devreden kısmından, 40 mn € tutarındaki kısmının ise VOLTBEK'e yapılacak sermaye enjeksiyonundan oluşacağını öngörüyor. Projeksiyon dönemi boyunca ise şirketin satışlarının %4'ü oranında yenileme yatırımı yapacağını varsayıyoruz.

Arçelik tarihsel olarak yüksek işletme sermayesi ile faaliyetlerini sürdürmektedir. 2014'ten bu yana işletme sermayesi/satışlar oranında iyileşme gözlenirse de, 2017'de gelirlerinin yaklaşık %39'unu yurt içi faaliyetlerden elde eden Arçelik'in bayilerini fonlama stratejisi işletme sermayesi ihtiyacını yükseltmiştir. Alacak tahsil süresi yurt içinde 120-150 gün, yurt dışında 70-100 gün arasındadır. Önümüzdeki dönemde yurt dışı gelirlerin payında gözleyeceğimiz artış ile işletme sermayesinin satışlara oranında daha düşük seviyeler görebileceğimizi düşünüyoruz. Bununla birlikte 2018'de yurt içi satışlardaki daralma, beklentimizin üzerinde gerçekleşirse Arçelik bayilerin ödeme süresini uzatabilir ve bu da işletme sermayesi ihtiyacını doğurabilir. Söz konusu olasılığı bir risk faktörü olarak görüyoruz.

Grafik 46: Net işletme sermayesi ve satışlara oranı



Grafik 47: Yurt içi gelirlerin oranı ve ticari alacaklarda Türkiye payı



Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma

### Borçluluk oranı

Pakistan'daki Dawlance satın almasıyla 2016 son çeyreğinde yaşanan nakit çıkışının ardından 2017 Şubat ayında devreye giren ÖTV teşviki işletme sermayesi finansmanına ihtiyacını artırarak şirketin net borcunun 2017 sonu itibarıyla 4,8 mlr TL'ye yükselmesine neden oldu.

07 Mayıs 2018 Pazartesi

Kısa vadeli borçların toplam içindeki oranı, teşvik nedeniyle bayilerin fonlama süresinin uzamasının etkisiyle %44'e yükseldi. Toplam finansal borçların yaklaşık %38'i TL, %26'sı \$, %22'si € cinsindedir. Şirketin Net Borç/FAVÖK oranı ise 2017 sonu itibarıyla 2,50(x) seviyesinde bulunmaktadır. Kredi notu açısından 3,0(x) seviyelerindeki oran tolere edilebilir olup, şirket satın alması durumunda 18-24 aylık bir zaman zarfında tekrar 3,0(x) ve aşağısına düşürmek kaydıyla daha yüksek borç taşınabilmektedir. 2018'de işletme sermayesinde iyileşme beklerken, devam eden yatırımların etkisiyle borç düzeyinde gerileme beklemiyoruz.

**Tablo 8: Arçelik borçluluk göstergeleri ve temettü dağıtımı**

Borçluluk	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	2.251	3.262	3.878	5.138	5.572
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	3.407	4.114	3.831	3.732	3.779
<b>Toplam Finansal Borçlar</b>	<b>5.658</b>	<b>7.376</b>	<b>7.709</b>	<b>8.870</b>	<b>9.350</b>
Net Borç	3.216	4.794	6.822	7.437	8.008
Özkaynaklar	6.005	6.915	7.593	8.445	9.381
Yatırılan Sermaye	9.220	11.709	14.415	15.882	17.389
Net Borç /Yatırılan Sermaye	35%	41%	47%	47%	46%
Toplam Finansal Borç /Özsermaye	94%	107%	102%	105%	100%
Toplam Finansal Borç /FAVÖK	3,46	3,84	3,20	3,10	2,90
Net Borç /Özsermaye	0,54	0,69	0,90	0,88	0,85
Net Borç /FAVÖK	1,97	2,50	2,83	2,60	2,48

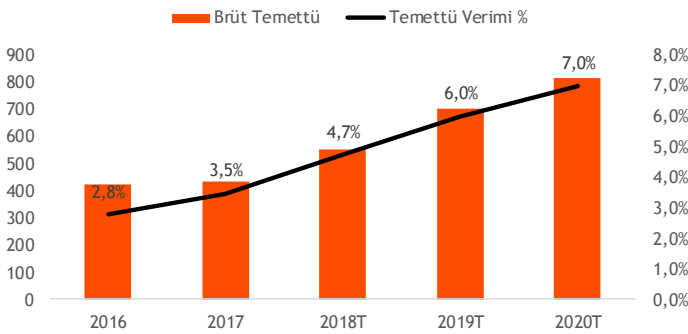
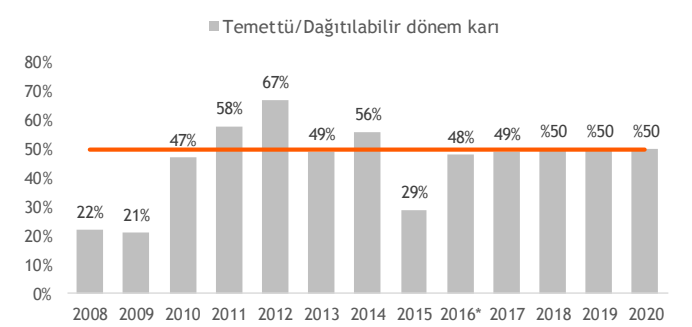
  

Temettü	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Net Kar	1.304	845	1.110	1.403	1.635
Brüt Temettü	425	435	555	701	817
Temettü Oranı %	32,6%	51,5%	50,0%	50,0%	49,9%
Temettü Verimi %	2,8%	3,5%	4,7%	6,0%	7,0%

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma

### Temettü dağıtımı

Arçelik'in temettü politikası dağıtılabilir dönem karının %50'sini nakit/bedelsiz hisse şeklinde dağıtılacağı şeklindedir. Şirketin son 10 yıllık ortalama bu oran yaklaşık %49 (2016 yılında KFK pay satışından elde edilen kar hariç tutulduğunda) seviyesindedir. Şirketin önümüzdeki dönemde net karın %50'si oranında temettü dağıtacağını varsayıyor, temettü veriminin ise ortalama %9,3 olmasını bekliyoruz.

**Grafik 48: Brüt temettü (mn TL) ve Temettü verimi (%)****Grafik 49: Temettünün dağıtılabilir dönem karına oranı**

Kaynak: Arçelik, Vakıf Yatırım Araştırma

\*2016 temettü dağıtım oranı, 2016 yılı net karından KFK satış karı düzeltilerek hesaplanmıştır.

07 Mayıs 2018 Pazartesi

## Değerleme ve öneri

Arçelik'in hedef değerini hesaplarırken %75 İNA ve %25 benzer şirket piyasa çarpanları ağırlıklandırılarak kullanılmıştır. İNA'nın daha yüksek ağırlıklandırılmasında modelin, yurt içi ve ihrac pazarlarındaki potansiyelin, ürün yelpazesindeki değişikliklerin etkisini daha iyi yansıtacağına inanmamızın yanında benzer şirket hisselerin piyasada farklı iskontoarla işlem görmesi gibi nedenler etkili olmuştur. Piyasa çarpanları yönteminde net kârın yüksek döviz borcu etkisiyle dalgalanmaya maruz kalabileceği düşünülerek F/K çarpanı kullanılmamış olup, daha stabil olmasını beklediğimiz 2018T FD/FAVÖK çarpanı dikkate alınmıştır.

Arçelik için hesaplamış olduğumuz hisse başı değer 22,98 TL olup, %33 yükselme potansiyeline işaret etmektedir. Hisse için uzun vadeli önerimizi "AL", kısa vadeli önerimizi ise "Endekse Paralel Getiri" olarak başlatıyoruz.

### Değerlememize ilişkin riskler ve potansiyeller

- Hammadde maliyetlerindeki aşağı/yukarı yönlü hareketler satışların maliyeti varsayımlarımızın sapmasında rol oynamaktadır.
- Yurt içi gelirlerin toplam içindeki payının artışı/azalışı brüt karlılığı yukarı/aşağı; yurt dışı gelirlerin toplam içindeki payının artışı/azalışı faaliyet giderleri/satışlar oranının yukarı/aşağı hareket etmesinde etkili olmaktadır.
- Şirketin gelirleri ağırlıklı olarak €, maliyetleri ise \$ cinsindedir. Dolayısıyla varsayımlarımızdan yüksek/düşük €/ \$ kuru şirket karlılığını pozitif/negatif etkileyebilir.
- Şirket satışlarının yaklaşık %61'i uluslararası operasyonlardan elde edilmektedir. Özellikle ana pazarı olan Avrupa talebindeki gelişmeler şirket için yukarı/aşağı yönlü risk oluşturmaktadır.
- Faaliyet gösterdiği ülkelerde pazar payı kazanımı/kaybetmesi şirketin sektördeki konumunu ve finansallarını yukarı/aşağı yönlü etkilemektedir.
- Yurt dışı üst sınıf marka satın alınması ya da gelişmemiş bölgelerde yerel markalar ile işbirliği yapılarak üretim/satış faaliyetlerinde bulunulması şirket için beklentilerimizi yukarı yönlü etkiler.
- Şirket çalışma sermayesi ihtiyacındaki yükseliş, borcun artması yoluyla karlılık ve temettü akışını olumsuz etkileyebilir.

**Tablo 9: Arçelik Değerleme Yöntemi**

Değerleme Yöntemi	Ağırlık	12 Aylık	
		Hedef Piyasa Değeri (mn \$)	Detay
İNA	%75	15.194	
Benzer Şirketler Çarpan Analizi	%25	16.521	2018T 8,3x FD/FAVÖK çarpanı
Hedef Piyasa Değeri		15.525	
Cari Piyasa Değeri		11.710	
Sermaye (mn adet)		676	
12A Hedef Hisse Fiyatı TL		22,98	
Kapanış (TL)		17,33	
Yükselme Potansiyeli		33%	

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma

### İNA Varsayımlarımız ve Finansal Tahminler

- İNA analizimizde iskonto oranı hesaplanırken %12,0 Risksiz Faiz Oranı (terminal yıl için %11,0), %5,5 Hisse Senedi Risk Primi (terminal yıl için %5,25), 0,7x beta (terminal yıl için 1,0x) ve %8 Sonsuz Büyüme Oranı kullanılmıştır.
- Gelirlerde 2017-2020T döneminde TL bazlı %14 yıllık bileşik büyüme oranı öngörüyoruz.
- FAVÖK marjının 2018'de 20 baz puan iyileşme ile %9,7, değerlendirme dönemi boyunca ortalama %10,6 olarak gerçekleşmesi bekliyoruz.
- Pakistan operasyonları modernizasyonu, VOLTBEK'e yapılacak sermaye enjeksiyonu ve yenileme yatırımlarından oluşmak üzere 2018'de 290 mn € civarında yatırım harcaması yapacağını öngörüyoruz, değerlendirme dönemi boyunca satış gelirlerinin %4'ü oranında yenileme yatırımı yapılacağını varsayıyoruz.
- Çalışma sermayesinin satış gelirlerine oranı 2017'de %30,3 olup, projeksiyon dönemi boyunca ortalama %29,6 seviyesinde oluşmasını bekliyoruz.
- Projeksiyon dönemi boyunca vergi oranını %13,5 (son 10 yıl ortalaması) olarak varsayıyoruz.

07 Mayıs 2018 Pazartesi

**Tablo 10: Arçelik - İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi**

Ağırlıklı Sermaye Maliyeti Hesaplama

	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T (TD)
Risksiz Faiz Oranı	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	11,00%
Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,25%
Beta	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	1,00
Özsermaye Maliyeti	15,85%	15,85%	15,85%	15,85%	15,85%	15,85%	15,85%	15,85%	15,85%	15,85%	16,25%
Borçlanma Maliyeti	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	12,50%
Vergi Oranı	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	11,68%	11,68%	11,68%	11,68%	11,68%	11,68%	11,68%	11,68%	11,68%	11,68%	10,81%
Özsermaye Oranı	35,96%	35,87%	36,95%	38,72%	40,88%	41,78%	42,85%	43,95%	44,01%	45,12%	46,20%
Ağırlıklı Sermaye Maliyeti	13,18%	13,17%	13,22%	13,29%	13,38%	13,42%	13,47%	13,51%	13,51%	13,56%	13,32%

İNA Yöntemi ile değerlendirme

(mn TL)	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T (TD)
Satış Gelirleri	25.023	27.926	30.893	33.990	37.374	41.118	45.261	49.850	54.934	60.570	65.415
Büyüme	20,1%	11,6%	10,6%	10,0%	10,0%	10,0%	10,1%	10,1%	10,2%	10,3%	8,0%
FAVÖK	1.818	2.185	2.493	2.771	3.074	3.409	3.779	4.172	4.607	5.083	5.233
Operasyonel Kar Marjı	7,3%	7,8%	8,1%	8,2%	8,2%	8,3%	8,3%	8,4%	8,4%	8,4%	8,0%
Vergi Oranı (%)	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%
Vergi	-245	-295	-337	-374	-415	-460	-510	-563	-622	-686	-706
Vergi Sonrası Net Operasyonel K/Z	1.573	1.890	2.156	2.397	2.659	2.948	3.269	3.609	3.985	4.397	4.527
+ Amortisman	589	680	736	804	884	978	1.087	1.213	1.356	1.528	1.674
FAVÖK	2.427	2.865	3.229	3.575	3.958	4.387	4.866	5.385	5.963	6.612	6.907
FAVÖK Marjı	9,7%	10,3%	10,5%	10,5%	10,6%	10,7%	10,8%	10,8%	10,9%	10,9%	10,6%
Yatırım Harcamaları / Amortisman	-248%	-164%	-168%	-169%	-169%	-168%	-167%	-164%	-162%	-159%	-104,0%
+/- Çalışma sermayesindeki değişimi	-1.118	-844	-898	-955	-1.046	-1.157	-1.281	-1.423	-1.578	-1.750	-1.940
Satışlardaki değişim	4.182	2.903	2.968	3.097	3.384	3.744	4.143	4.588	5.084	5.636	4.846
Çalışma sermayesindeki değişimi / Satışlardaki değişim	-27%	-29%	-30%	-31%	-31%	-31%	-31%	-31%	-31%	-31%	-40%
- Yatırım Harcamaları	1.462	1.117	1.236	1.360	1.495	1.645	1.810	1.994	2.197	2.423	1.741
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	-417	609	759	886	1.003	1.125	1.265	1.404	1.566	1.753	2.520

Sonsuz Büyüme Oranı											8,0%
Sonsuz Giden Değer											51.113
İskonto Faktörü	0,91	0,81	0,71	0,63	0,55	0,49	0,43	0,38	0,33	0,29	0,26
İskonto edilmiş Nakit Akımları - 31 Mart	-380	490	540	556	555	549	544	532	523	515	13.262
Firma Değeri - 31 Mart	17.687										
Net Borç	5.640						11,0%	11,5%	12,0%	12,5%	13,0%
Diğer Düzeltmeler*	908						6,0%	9.826	9.323	8.841	8.378
Özsermaye Değeri - 31 Mart	12.955						7,0%	11.699	11.123	10.571	10.041
Öz Sermaye Maliyeti	16%						8,0%	14.280	13.604	12.955	12.333
12A Hedef Özsermaye Değeri	15.194						9,0%	18.060	17.237	16.447	15.689
*VOLTBEK için değerlememizi ifade etmektedir.							10,0%	24.122	23.061	22.045	21.071

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma

**Arçelik Benzer Şirketler Çarpan Analizi**

Arçelik 2018T 10,7x F/K, 7,3x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmekte olup, uluslararası benzerlerine göre sırasıyla %20,8 ve %11,8 iskontolu işlem görmektedir. Arçelik'in cari FD/FAVÖK'ü 5 yıllık ortalaması olan 10,3x'ün %15 altındadır.

**Tablo 11: Arçelik Benzer Şirket Çarpanları**

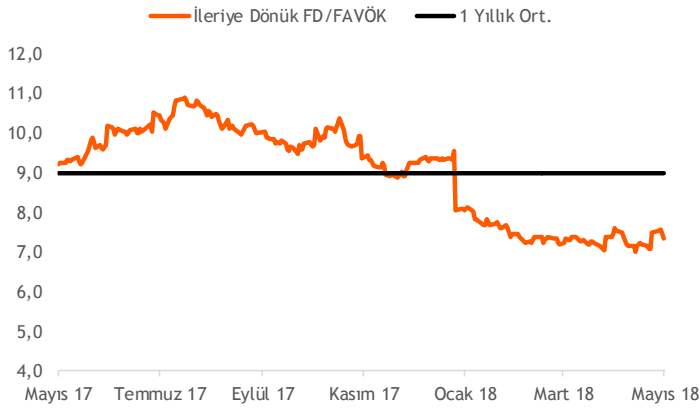
Arçelik: Benzer Şirketler Çarpanları

Şirket Adı	Ülke	Piyasa Değeri mn \$	Firma Değeri mn \$	PD/DD 12A	F/K				FD/FAVÖK				FD/SATIŞ			
					12A	2018T	2019T	2020T	12A	2018T	2019T	2020T	12A	2018T	2019T	2020T
DE'LONGHI SPA	İtalya	4.459	4.148	3,7	20,8	20,5	18,6	16,6	11,5	10,5	9,8	9,0	1,8	1,7	1,6	1,5
WHIRLPOOL CORP	ABD	10.769	16.541	2,5	11,3	10,0	9,2	8,5	9,8	7,3	6,8	6,3	0,8	0,8	0,7	0,7
ELECTROLUX AB-B	İsveç	8.119	8.283	3,1	12,8	12,9	11,8	11,0	6,9	6,4	5,9	5,6	0,6	0,6	0,6	0,6
SEB SA	Fransa	9.584	12.067	4,5	21,2	18,6	16,7	14,7	13,3	11,4	10,5	9,5	1,6	1,5	1,4	1,4
GÖRENJE VELENJE	Slovenya	187	616	0,4	166,3				6,7				0,4			
QINGDAO HAIER-A	Çin	16.953	22.095	3,2	15,0	13,3	11,4	9,9		9,5	8,3	7,0	0,9	0,8	0,7	0,6
GREE ELECTRIC-A	Çin	43.356	31.761	3,9	11,5	10,4	9,2	8,2		6,4	5,9	5,4	1,3	1,1	1,0	0,9
AMICA	Polonya	281	330	1,3	6,6	7,0	7,5		6,1	5,3	5,1		0,4		0,4	
HAIER ELECTRONIC	Hong Kong	9.374	7.132	2,9	17,7	14,7	12,6	10,7	10,2	8,3	7,0	6,0	0,6	0,5	0,4	0,4
QINGDAO HAIER-A	Çin	16.953	22.095	3,2	15,0	13,3	11,4	9,9		9,5	8,3	7,0	0,9	0,8	0,7	0,6
Ortalama		12.004	12.507	2,9	29,8	13,4	12,1	11,2	9,2	8,3	7,5	7,0	0,9	1,0	0,8	0,8
Medyan		9.479	10.175	3,1	15,0	13,3	11,4	10,3	9,8	8,3	7,0	6,7	0,8	0,8	0,7	0,7
Max		43.356	31.761	4,5	166,3	20,5	18,6	16,6	13,3	11,4	10,5	9,5	1,8	1,7	1,6	1,5
Min		187	330	0,4	6,6	7,0	7,5	8,2	6,1	5,3	5,1	5,4	0,4	0,5	0,4	0,4
ARÇELİK	Türkiye	2.752	4.483	1,7	13,9	10,6	8,4	7,2	9,0	7,3	6,2	5,5	0,8	0,7	0,6	0,6
Prim/İskonto					-7,6%	-20,8%	-26,8%	-30,3%	-8,6%	-11,8%	-11,9%	-17,7%	4,1%	-8,6%	-8,0%	-14,3%

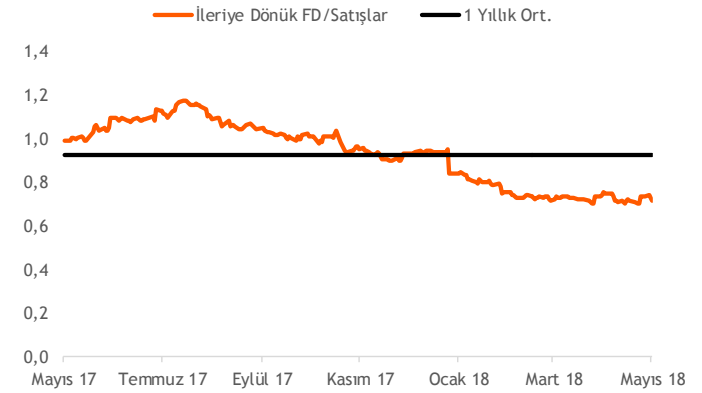
Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma, Bloomberg (04.05.2018)

07 Mayıs 2018 Pazartesi

Grafik 50: ARCLK ileriye dönük FD/FAVÖK



Grafik 51: ARCLK ileriye dönük FD/Satışlar



Kaynak: Bloomberg, Vakıf Yatırım Araştırma

Tablo 12: Arçelik - Vakıf Yatırım ve Konsensüs Karşılaştırma

mn TL	VKY	Kons.	Fark	VKY		Konsensüs		Fark	
				2018T	2019T	2018T	2019T	2018T	2019T
12A Hedef Değer	22,98	22,41	2,53%						
Net Satışlar				25.023	27.926	24.511	28.281	2%	-1%
FAVÖK				2.427	2.865	2.377	2.832	2%	1%
Net Kar				1.110	1.403	1.100	1.396	1%	1%
FAVÖK Marjı				9,7%	10,3%	9,7%	10,0%	0,0%	0,2%
Net Kar Marjı				4,4%	5,0%	4,5%	4,9%	-0,1%	0,1%

Kaynak: Bloomberg, Vakıf Yatırım Araştırma

Tablo 13: Arçelik finansallarında özkaynak yöntemiyle konsolide edilen şirketler

Şirket	Ülke	Şirketin Faaliyet Konusu	Ana faaliyeti	Ödenmiş Sermayesi	Para Birimi	Şirketin Sermayedeki Payı
Koç Finansman A.Ş.	Türkiye	Tüketici Finansmanı	Tüketici finansmanı	100.000.000	TRY	47,00%
Ram Dış Ticaret A.Ş.	Türkiye	Dış Ticaret	Satış	6.000.000	TRY	33,50%
Tanı Pazarlama ve İletişim Hizmetleri A.Ş.	Türkiye	Pazarlama ve İletişim	Danışmanlık	24.000.000	TRY	32,00%
Arçelik-LG Klima Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Türkiye	Dayanıklı Tüketim	Üretim/Satış	28.800.000	TRY	45,00%
Voltbek Home Appliances Private Ltd.	Hindistan	Dayanıklı Tüketim	Üretim/Satış	100.000	INR	49,00%

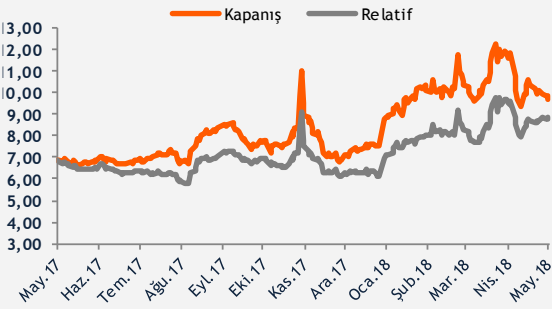
Kaynak: Arçelik, Vakıf Yatırım Araştırma

07 Mayıs 2018 Pazartesi

Sektör	: Dayanıklı Tüketim
Şirket	: Vestel
Hisse Kodu	: VESTL - VESTL TI, VESTL IS
Fiyat (TL)	: 9,69
Hedef Fiyatı (TL)	: 11,16
Yükselme Potansiyeli	: %15,17
Öneri / Kısa Vade	: Endekse Paralel Getiri
Öneri / Uzun Vade	: TUT
Hisse Adedi (mn)	: 335,5
HAO (%)	: 22%

Vestel Elektronik; beyaz eşya ve elektronik grubu ürünlerinin üretim ve satışını gerçekleştirmektedir. Şirket üretim faaliyetlerini, Manisa'da 703 bin m<sup>2</sup>'si kapalı olmak üzere toplam alanı 1,1 mn m<sup>2</sup> büyüklüğe sahip alan üzerinde, Avrupa'nın tek çatı altında konumlanmış en geniş kompleksi olan Vestel City'de yürütüyor. Vestel'in yıllık üretim kapasitesi TV için 10,18 mn adet, beyaz eşya için 9,7 mn adet ve dijital ürünler için 4 mn adet seviyesinde olup, toplam üretim kapasitesi yaklaşık 24 mn adet seviyesindedir. Yurt içinde 1136 Vestel, 251 Regal, 10 Vestel Outlet bayi; yurt dışında 2.750 satış noktası bulunmaktadır.

## Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	-16,61	-4,44	40,43
Relatif %	-7,36	10,02	27,35
En Yüksek (TL)	12,03	12,49	12,49
En Düşük (TL)	8,94	8,94	6,59

Analist İletişim : Serap KAYA  
: 0212 403 4132  
: [serap.kaya@vakifyatirim.com.tr](mailto:serap.kaya@vakifyatirim.com.tr)

## Vestel Elektronik - Operasyonel marjlarda stabilizasyon

Vestel Elektronik'in 2017'de yükselen hammadde fiyatlarının etkisiyle zayıflayan operasyonel kar marjlarının; gerileyen panel fiyatları, ürün karmasında karlılığı daha yüksek segmente kayış, fiyat düzeltmelerinin olumlu katkısıyla 2018'de toparlanmasını bekliyoruz. Dünya kupası nedeniyle TV satışlarının yükselmesini, Toshiba ile imzalanan anlaşmanın katkısının 2018'de artmasını bekliyoruz. Beyaz eşya segmentinde devam eden yatırımlara rağmen, işletme sermayesinde beklediğimiz normalleşme ile nakit akışının pozitif döneceğini tahmin ediyoruz. Beyaz eşya segmentindeki kapasite artışının etkisi ise 2018 ikinci yarısından itibaren hissedilecek olup tam etkisi ise 2019 satış hacminde gözlenecek. Ürün karmasında karlılığı yüksek segmente kayışın operasyonel kar marjlarını desteklemeye devam edeceğini öngörüyoruz. Vestel Elektronik için 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başı 11,16 TL olarak belirliyor, uzun vadeli önerimizi "TUT", kısa vadeli önerimizi "Endekse Paralel Getiri" olarak başlatıyoruz.

mn TL	Ciro	FAVÖK	Net Kar	HBT (TL)	F/K(x)	FD/FAVÖK(x)
2015	9.250	880	60	-	54,5 x	5,7 x
2016	9.540	882	168	-	19,4 x	5,7 x
2017	12.101	867	55	-	59,0 x	5,8 x
2018T	13.591	1.039	176	-	18,5 x	4,9 x
2019T	14.395	1.068	154	-	21,1 x	4,7 x
2020T	15.348	1.136	233	-	13,9 x	4,4 x

- **Operasyonel kar marjlarının öngörülebilirliğinde artış** - Vestel Elektronik'in FAVÖK marjı 2007-2017 döneminde %1,4 ile %12,0 aralığında dalgalansa da, 2013'ten bu yana atılmakta olan adımların etkisiyle daha öngörülebilir düzeylerde seyretmektedir. Önümüzdeki dönemde ürün karması içinde karlılığı daha yüksek modellere kayışın, şirketin operasyonel kar marjlarındaki artışı desteklemeye devam edeceğini öngörüyoruz.
- **Lisans anlaşmalarıyla büyüme devam edecek** - Vestel küresel bazda tanınmış markaların kullanım hakkını devralarak Avrupa pazarlarındaki rekabet gücünü artırmayı, gelir büyümesini ve karlılığını desteklemeye hedeflemektedir. Bu çerçevede beyaz eşya tarafında Sharp ve TV tarafında Toshiba ile yapılan anlaşmaların şirket finansallarına katkısının artmasını bekliyoruz.
- **Yeniden yapılanma çalışmaları pazar payında artışı destekleyebilir** - Vestel bayi ağıının optimizasyonu, Regal'in yeniden yapılandırılması, satış kanalları çeşitlendirmesi ve yenilikçi pazarlama stratejileri sayesinde beyaz eşya segmentinde pazar payı kazanırken; TV'de yeni satış kanalına giriş stratejisi paralelinde 2014 yılında lider konuma geldi ve 4 yıldır bu konumu koruyor. Vestel önümüzdeki dönemde bayi ağını genişleterek, satış sonrası hizmetlerini iyileştirmeye devam ederek müşteri memnuniyetini artırmayı hedeflerken, bunun pazar payı kazanımını destekleyebileceğini düşünüyoruz.
- **Yeni çamaşır ve kurutma makinesi yatırımı beyaz eşya ağırlığını artıracak** - Vestel 2018 yılı içerisinde yıllık 750 bin adet çamaşır makinesi, 750 bin adet kurutma makinesi yatırımını devreye alırken, bulaşık makinesi kapasitesini 900 bin adetten 1,8 mn adete çıkaracak. Böylece çamaşır ve bulaşık makinesi kapasitesi yükselirken, ürün portföyüne kurutma makinesi de eklenmiş olacak. Bu çerçevede Şirketin ODM olarak varlık gösterdiği Avrupa ülkelerindeki konumunu güçlendirmesini bekliyor, karlılığı daha yüksek ve öngörülebilir olan beyaz eşya segmentinin gelirler içerisindeki payının artacağını öngörüyoruz.
- **Kur hassasiyeti yüksek** - Operasyonel marjlar, dolar açık pozisyonu nedeniyle €/Ş paritesine bağlı dalgalanmaktadır. Bununla birlikte €/Ş paritesinde alınan koruma kontratları ile bu açığın bir kısmı kompanse edilmeye çalışılmaktadır. Öte yandan borç portföyünün %22'sinin \$ ve %34'ünün € cinsinden olması bilançosundaki kur hassasiyetini artırmaktadır.
- **Vestel Elektronik için 11,16 TL/hisse hedef fiyat ile uzun vadeli önerimiz "TUT" yönünde** - Vestel Elektronik FD/FAVÖK 2018 tahmini çarpanı olan 4,9(x), yurt dışı benzerlerine kıyasla %19 iskontoluyken, cari FD/FAVÖK'ü 5 yıllık ortalaması olan 5,4x'ün %24 üzerindedir. Vestel Elektronik için 12 aylık hedef fiyatımızı, hisse başı 11,16 TL olarak belirliyor, uzun vadeli önerimizi "TUT", kısa vadeli önerimizi "Endekse Paralel Getiri" olarak başlatıyoruz.



07 Mayıs 2018 Pazartesi

## Özet Göstergeler

Gelir Tablosu (TL mn)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Satış Gelirleri (net)	9.250	9.540	12.101	13.591	14.395	15.348
FVÖK	585	561	500	655	655	714
Amortisman Giderleri	295	321	367	384	413	423
FAVÖK	880	882	867	1.039	1.068	1.136
Diğer Gelir ve Giderler (Net)	-272	-197	-64	-71	-76	-81
Finansal Gelir/Gider (Net)	-238	-206	-452	-471	-478	-441
VÖK	74	164	-16	113	102	192
Vergiler	-6	21	87	80	70	60
Net Dönem Karı (ana ortaklık payı)	60	168	55	176	154	233
HBK	0,2	0,5	0,2	0,5	0,5	0,7

Bilanço (TL mn)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Nakit ve Benzerleri	728	1.264	2.000	2.112	2.574	2.623
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	2.767	2.435	3.663	3.904	4.114	4.386
Stoklar	2.203	1.818	2.944	3.276	3.469	3.691
Diğer Alacaklar	798	1.123	1.450	1.522	1.598	1.678
Maddi Duran Varlıklar	1.529	1.643	2.366	2.694	2.854	3.022
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	543	593	666	731	763	796
Diğerleri	767	775	756	714	680	653

Toplam Aktifler	9.336	9.651	13.846	14.953	16.052	16.850
Finansal Borçlar	2.461	3.094	4.508	4.753	5.243	5.405
Kısa Vadeli	741	860	3.484	2.852	3.433	3.397
Uzun Vadeli	1.720	2.233	1.024	1.901	1.810	2.009
Ticari Borçlar	4.537	3.683	5.751	6.460	6.842	7.294
Özsermaye	1.574	1.839	2.278	2.432	2.660	2.842
Net Borç	1.733	1.830	2.508	2.641	2.669	2.783

Nakit Akım Tablosu (mn TL)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
VÖK	74	164	-16	113	102	192
Amortisman	295	321	367	384	413	423
Δ İşletme Sermayesi İhtiyacı	499	136	286	-136	21	42
Vergi	-6	21	87	80	70	60
Yatırım Harcaması	332	364	647	759	576	614
Temettü Ödemesi	0	0	0	0	0	0
Bedelli Sermaye Artırımı	0	0	0	0	0	0
Δ Borçlanma Değişimi	812	632	1.415	245	490	163
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	-2.007	-1.103	-2.050	-1.333	-1.209	-1.444
Yıl boyunca yaratılan nakit	2.007	1.639	2.786	1.445	1.671	1.493
Dönemsonu Nakit	728	1.264	2.000	2.112	2.574	2.623

Büyüme	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Satış	%19,1	%3,1	%26,8	%12,3	%5,9	%6,6
FAVÖK	%21,5	%0,3	-%1,7	%19,9	%2,8	%6,4
Net Kar	-%38,8	%181,3	-%67,1	%218,6	-%12,2	%51,3

Çarpanlar	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
FD/Satışlar	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3
FD/FAVÖK	5,7	5,7	5,8	4,9	4,7	4,4
F/K	54,5	19,4	59,0	18,5	21,1	13,9
PEG Rasyo	-	0,1	-	0,1	1,7	0,3
PD/DD	2,1	1,8	1,4	1,3	1,2	1,1

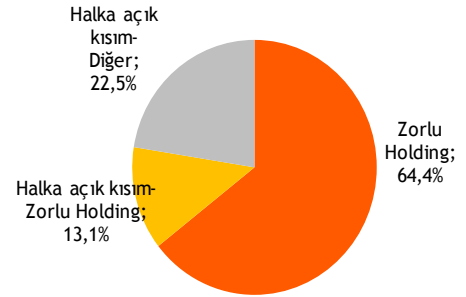
Finansal Rasyolar	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Özkaynak Karlılığı*	%3,9	%9,4	%2,5	%7,5	%6,0	%8,5
FAVÖK Marjı	%9,5	%9,2	%7,2	%7,6	%7,4	%7,4
Net Kar Marjı*	%0,6	%1,8	%0,5	%1,3	%1,1	%1,5
Net Borç/Özsermaye	%110	%99	%110	%109	%100	%98
Net Borç/FAVÖK	%197	%207	%289	%254	%250	%245
KV Borç/ UV Borç	%43	%39	%340	%150	%190	%169
Öz Sermaye/Aktif Toplamı	%17	%19	%16	%16	%17	%17
Borç/Öz Kaynak	%156	%168	%198	%195	%197	%190
Cari Oran	%107	%112	%88	%94	%93	%94
Nakit Temettü	%0	%0	%0	%0	%0	%0

Şirket	Vestel
Hisse Kodu	VESTL - VESTL TI, VESTL IS
Vakıf Yatırım Öneri	TUT
Kapanış (TL)	9,69
Hedef Fiyat (TL)	11,16
Mevcut Piyasa Değeri (mn TL)	3.251
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	3.744
Yükselme Potansiyeli	15,2%

## Vestel Hakkında

Vestel Elektronik; beyaz eşya ve elektronik grubu ürünlerinin üretim ve satışını gerçekleştirmektedir. Şirket üretim faaliyetlerini, Manisa'da 703 bin m<sup>2</sup>'si kapalı olmak üzere toplam alanı 1,1 mn m<sup>2</sup> büyüklüğe sahip alan üzerinde, Avrupa'nın tek çatı altında konumlanmış en geniş kompleksi olan Vestel City'de yürütüyor. Vestel'in yıllık üretim kapasitesi TV için 10,18 mn adet, beyaz eşya için 9,7 mn adet ve dijital ürünler için 4 mn adet seviyesinde olup, toplam üretim kapasitesi yaklaşık 24 mn adet seviyesindedir. Yurt içinde 1136 Vestel, 251 Regal, 10 Vestel Outlet bayi; yurt dışında 2.750 satış noktası bulunmaktadır.

## Ortaklık Yapısı



## SWOT Analiz

## Güçlü Yönler

Türkiye'nin lider TV üreticisi ve ihracatçısı  
Yurt içi beyaz eşya pazarının 3. büyük markası  
Türkiye'de güçlü bayi ağı

Kendi markaları ve lisansladığı markaların yanında özellikle Avrupa'da ODM olarak varlık  
Avrupa'ya yakınlığı ile Uzakdoğulu rakiplere karşı avantajlı

## Zayıf Yönler

Finansal ve operasyonel döviz açığı (bir kısmı hedge ediyor)  
Fiyat belirleyici olmaması  
Rakiplerine kıyasla premium marka payının az olması

## Fırsatlar

Elektronik sektöründe yeni iş alanlarına giriş  
Beyaz eşyada özellikle A.Pasifik'te olası satın alma/ortaklık kurma  
Zorlu Holding ve grup şirketlerinin olası halka arzı  
LED dönüşüm projeleri ihaleleri  
İhrac pazarlarında müşteri kazanımı & A markalı müşteri kazanımı  
Yurt içinde dayanıklı tüketim ürünleri ÖTV'sinin kaldırılması

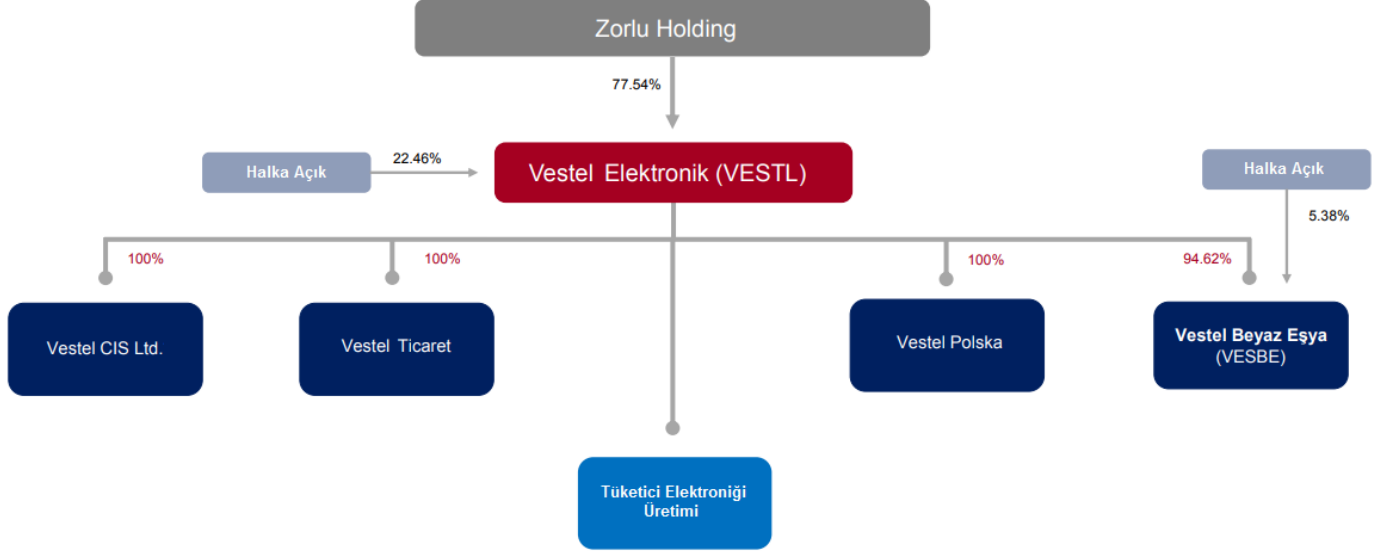
## Tehditler

Hammadde fiyatlarında artış  
Yurt içi ve yurt dışı pazarlarda talep zayıflığı  
€/\$/ paritesinde ve €/TL kurunda gerileme

07 Mayıs 2018 Pazartesi

## Vestel Grup ortaklık yapısı

Tablo 12: Vestel Grup Ortaklık Yapısı



Kaynak: Vestel Elektronik

\*Vestel CIS üretim faaliyetlerini 2015 sonlarına doğru durdururken, satış faaliyetlerine devam etmektedir.

## Avrupa'da güçlü konum



Avrupa'da düşük maliyetli üretim ve esnek üretim kabiliyetine sahip Vestel 10,2 m'n adet üretim kapasitesi ile 3 büyük TV üreticisinden biridir ve 9,7 m'n adet üretim kapasitesi ile ilk 5 beyaz eşya üreticisi arasındadır. Gelirleri içerisinde Avrupa'nın payı 2017 sonu itibarıyla %58 seviyesindedir. Vestel Avrupa'daki müşterilerine (A marka üreticiler, perakende market zincirleri ve distribütörler) ODM bazında hizmet verirken, Türkiye'de Vestel, Regal ve SEG markalı ürünleriyle satışlarını gerçekleştirmektedir. Şirket stratejisi gereği Avrupa pazarına gerçekleştirdiği "markasız" satışlar paralelinde müşterilerinin markaları ile doğrudan rekabete girmemektedir.

Vestel 2018 Haziran'dan itibaren yıllık 750 bin adet çamaşır makinesi ve 750 bin adet kurutma makinesi yatırımını devreye almayı planlamaktadır. Toplam yatırım 70 m'n € tutarındadır. Yeni fabrika ile Vestel'in çamaşır makinesi kapasitesi yükselirken, ürün portföyüne kurutma makinesi de eklenmiş olacak. Yeni devreye alınacak kapasite ile hedef pazar İskandinav ülkeleri olup, üretimin %80-85'inin ihracata yönelik olması planlanmaktadır. Vestel ayrıca bulaşık makinesi kapasitesini 2018 sonuna kadar kademeli olarak 900 bin adetten 1,8 m'n adete (1Ç18 itibarıyla 1,2 m'n adete çıktı) çıkaracak. Şirketin ODM olarak varlık gösterdiği Avrupa ülkelerindeki konumunu güçlendirmesini, karlılığı daha yüksek ve öngörülebilir olan beyaz eşya segmentinin gelirler içerisindeki payının artmasını bekliyoruz.

## Lisans anlaşmalarıyla büyüme devam edecek

Vestel küresel bazda tanınmış markaların kullanım hakkını devralarak Avrupa pazarlarındaki rekabet gücünü artırmayı, gelir büyümesi ve karlılığını desteklemeyi hedeflemektedir. Bu çerçevede Vestel, Sharp markasının beyaz eşya ürünleri geliştirme, üretme ve Avrupa'da satış ve pazarlama hak ve yetkilerini 2015'ten itibaren 5 yıllık süre için devralmıştı. Vestel, Vestel Beyaz Eşya fabrikalarında ve Sharp Corporation'ın Asya'daki tesislerinde Sharp markası altında üretilen ürünlerin Avrupa'daki münhasır satıcısı durumunda. Sharp'la söz konusu işbirliğinin Vestel'in Avrupa beyaz eşya pazarındaki rekabet gücünü artırması hedefleniyor. Sharp Avrupa'da beyaz eşya segmentindeki sınırlı ürün gamını çamaşır makinesi, fırın ve bulaşık makinesi ekleyerek genişletti. Anlaşma ile Vestel'in satış hacmi artışının yanı sıra,



07 Mayıs 2018 Pazartesi

**SHARP****TOSHIBA**  
Leading Innovation >>>**JVC****TELEFUNKEN****HITACHI**  
Inspire the Next

karlılığı daha yüksek ve öngörülebilir olan beyaz eşya segmentinin gelirler içerisindeki payının yükselmesini bekliyoruz. Üst sınıf ürün segmentinde konumlanan Sharp markalı ürünlerin daha yüksek karlılığa sahip olması nedeniyle, Vestel'in operasyonel kar marjlarına katkı sağlayacağını öngörüyoruz. Şirketin Sharp lisansı altında elde edeceği gelirlerin orta vadede 100-150 mn €'ya ulaşması hedeflenmektedir.

Vestel son olarak 2017 yılından itibaren geçerli olmak üzere, Toshiba Visual Solutions Corporation ile Avrupa pazarı için bir marka lisans anlaşması imzalamıştı. İlk etapta beş yıl süreyle geçerli olacak anlaşma, Toshiba markası lisansı altında televizyon üretimi, satışı, pazarlaması ve dağıtımına ilişkin hakları kapsıyor. Toshiba markalı televizyonların Avrupa'daki pazar payının orta vadede %5'in üzerine çıkarılması ve Vestel'in Avrupa televizyon pazarındaki rekabet gücünün ve markalı satışlarının artırılması hedefleniyor. Vestel'in 2. üretici konumunda olduğu Avrupa TV pazarında bu yeni anlaşma, şirketin pazar payını daha yükseğe taşımaya yardımcı olacak.

Vestel Elektronik; Sharp ve Toshiba markalarına ek olarak Telefunken, JVC ve Hitachi markalarının Avrupa pazarları için lisansını elinde bulundurmaktadır.

### Yurt içinde pazar payı kazanımının devam etmesini bekliyoruz

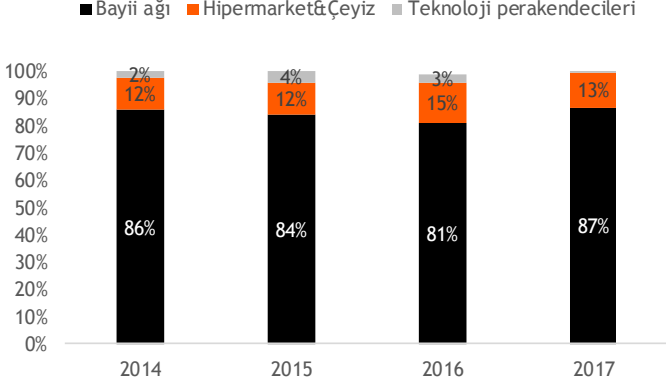
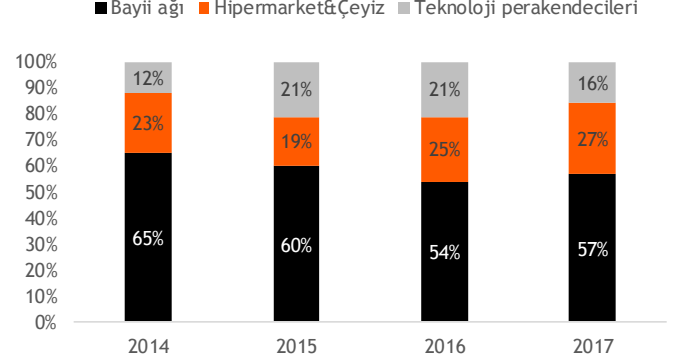
Bayi ağı, dayanıklı tüketim pazarında müşteri güveni, finansmanı ve müşteriye ulaşımın kolaylığı gibi avantajlar nedeniyle şirketin en önemli satış kanalı olarak öne çıkıyor. Yurt içinde ağırlıklı olarak bayi kanalıyla faaliyet gösteren Vestel, daha geniş müşteri kitlesine ulaşarak pazar payını artırma stratejisi kapsamında 2013 yılında, hipermarket&çeyizci ve teknoloji perakende mağazalarına giriş yaptı. Bu strateji şirketin satış kanallarındaki penetrasyonu yükseltirken, Vestel ürünlerinin görünürlüğünü artırması sonucu özellikle TV pazarındaki payını artırmasına yardımcı oldu. 2014 yılında TV pazarında ilk sıraya yükselen Vestel bu konumunu 2014'ten bu yana korumaya devam ediyor. Yurt içi TV satışlarında 2013 yılı başarılarında %91 olan bayi kanalının payı 2017 yılı sonu itibarıyla %56'ya kadar gerilerken; hipermarket&çeyiz kanalının payı %25'e, teknoloji marketlerinin payı da %4'lerden %19'a yükseldi. Yurt içi TV pazarında, TL'nin zayıflığı ve teknoloji market kanalının daralmasından olumsuz etkilenen uluslararası oyunculara kıyasla güçlü bayi ağı sayesinde avantajlı pozisyonda olan Vestel'in pazardaki lider konumunu sürdürmesini bekliyoruz.

Vestel, Arçelik ve Bosch Ev Aletleri'nin ardında yurt içi beyaz eşya sektöründe 3. büyük oyuncu olarak faaliyet göstermektedir. Satışlarını ağırlıklı olarak Vestel olmak üzere Regal, SEG, Finlux, Telefunken markaları altında yapmaktadır. Vestel'in gelirler içinde yurt içi payı düşük olmasına ve beyaz eşya segmentinin sınırlı oranına rağmen son yıllarda artan pazar payını daha yüksek seviyelere çıkarmayı hedeflemektedir. Şirket yurt içinde 2013 yılı başarılarında adet bazında beyaz eşya satışlarının %90'ını bayi kanalıyla gerçekleştirirken; 2016 sonu itibarıyla bu oranın %81'lere kadar gerilediğini, özellikle de hipermarket&çeyiz kanalının payında artış yaşandığını gözlemliyoruz. Önümüzdeki dönemde Vestel'in bayi kanalıyla satışlarının payını, bayi ağını genişleterek ve güçlendirerek artırmasını bekliyoruz.

Vestel'in bayi ağını genişletmesinin ve yeni kanallardaki payını artırmasının yanı sıra, satış ve satış sonrası hizmetlerde yeniden yapılanmaya gitmesi, marka algısını ve bilinirliğini geliştirmeye yönelik attığı adımlar pazardaki konumunu güçlendirdi. Şirketin önümüzdeki yıllarda devam etmesini beklediğimiz söz konusu iyileştirmelerin pazardaki payını artırdığını düşünüyoruz.

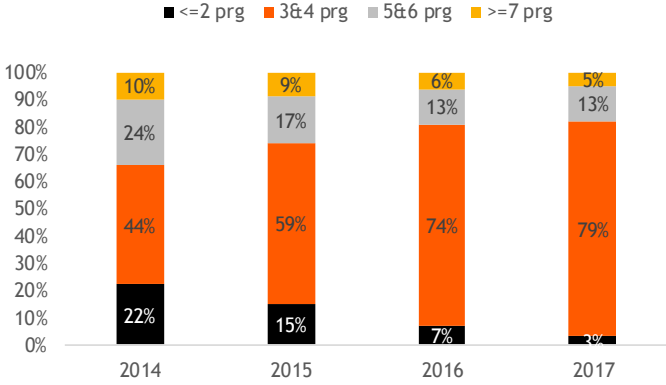
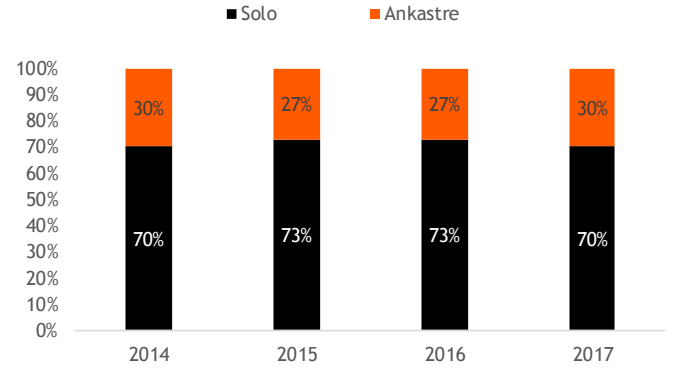
**VESTEL****REGAL****SEG****FINLUX****LUXOR****TELEFUNKEN****TECHWOOD**

07 Mayıs 2018 Pazartesi

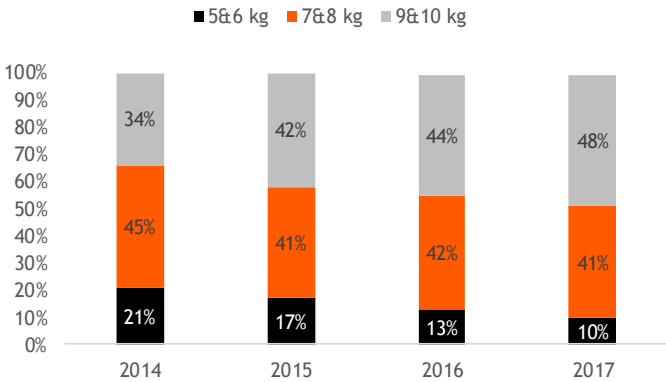
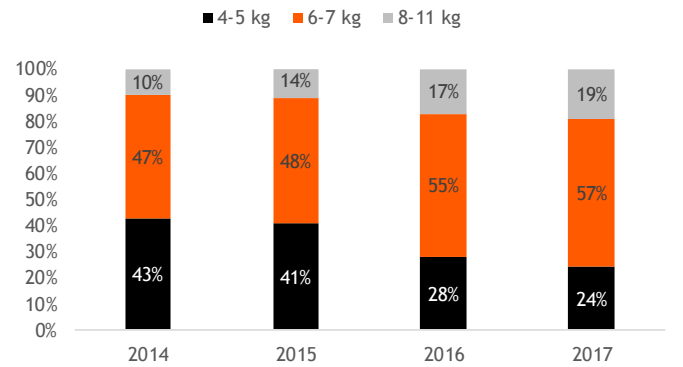
**Grafik 52: Vestel'in satış kanalına göre yurt içi beyaz eşya satışları (adet, %)\*****Grafik 53: Vestel'in satış kanalına göre yurt içi TV satışları (adet, %)**

Kaynak: Vestel Elektronik

\*2017 itibarıyla teknoloji perakendecileri bayi kanalı altında gösterilmeye başlanmıştır.

**Grafik 54: Vestel'in yurt içi bulaşık makinesi satışları, TL****Grafik 55: Vestel'in yurt dışı bulaşık makinesi satışları, Euro**

Kaynak: Vestel Elektronik

**Grafik 56: Vestel'in yükleme kapasitesine göre yurt içi çamaşır makinesi satışları, TL****Grafik 57: Vestel'in yükleme kapasitesine göre yurt dışı bulaşık makinesi satışları, Euro**

Kaynak: Vestel Elektronik

### İnorganik büyüme stratejisi Vestel'in hikayesinde önemli yere sahip

Vestel yakın dönemde, Daewoo'nun satışına ilişkin Vestel Beyaz Eşya aracılığıyla teklif vermiş ancak Daewoo başka bir firmaya satılmıştı. Vestel'in önümüzdeki dönemde stratejisini yüksek büyüme ve düşük penetrasyona sahip pazarlarda satın alma ya da stratejik ortaklık üzerine kuracağını düşünüyoruz. Şirket yatırım ufkunda beyaz eşya tarafında özellikle Asya Pasifik Bölgesi'ndeki fırsatlar yer almaktadır. Öte yandan elektronik segmentinde otomotiv elektroniği, medikal cihazlar ve enerji depolama sistemleri gibi yeni iş alanlarına giriş hedeflenmektedir.

### Büyümesini beklediğimiz LED aydınlatma sektöründe önemli bir oyuncu

Vestel LED aydınlatma sektöründe 2011'den bu yana faaliyet göstermekte olup, dünyadaki öncü firmalardan biri olan US Cree ile stratejik işbirliği yapmaktadır. Tahmini büyüklüğü 150 mn \$ olan LED aydınlatma pazarında lider olan Vestel'in payı %17-20 aralığındadır. Bununla birlikte LED aydınlatma gelirleri konsolide satış gelirleri içerisinde henüz %1 gibi sınırlı seviyede bulunmaktadır.

2020 yılında Türkiye aydınlatma pazarında LED ürünlerin %60-80 gibi bir paya sahip olacağı öngörülmektedir. İnşaat ve müteahhitlikte dünyada ikinci sırada bulunan Türkiye'nin mega projeleri de aydınlatma sektörüne olumlu katkı yapmaya devam edecektir. Konvansiyonel aydınlatma çözümleriyle karşılaştırıldığında, LED ürünlere yatırım anlamlı hale geldi. Özellikle Uzak Doğu'dan ithal edilen ürünlerin enerji verimliliği konusundaki yetersizlikleri yatırım maliyetini artırmıştı. Bu çerçevede devlet, enerji tüketiminin azaltılarak verimliliği artırmaya yönelik olarak ithalat edilen verimsiz ürünleri test etmeye başladı. İlk aşamada 4 ürün grubuna enerji verimliliği testleri yapılması planlanıyor. LED ampullerin testlerine 15 Mart 2018'de, elektrik motorlarının enerji verimliliği testlerine 2 Nisan 2018'de, klima ve soğutucuların testine ise 2 Mayıs 2018'de başlandı. Uygunuz bulunan ürünlerin ithalatı engellenecek. Söz konusu düzenlemelerin Vestel'in konumunu güçlendireceğini düşünüyoruz.

Uzun süredir gündemde olan 6,5 mn adet sokak lambasının LED'e dönüşüm çerçevesinde yaklaşık 2,5 mlr \$'lık bir yatırım yapılması öngörülmektedir. Pilot projeler uygulanmaya başladı ancak ne zaman hızlanacağına dair henüz net bir bilgi yok. Ancak bu dönüşümün yerli kaynaklarla yapılması şartı Vestel'in bu segmentten elde edeceği gelirlerin oldukça yüksek seviyelerde gerçekleşebileceğine işaret ediyor. LED ürünlerin fiyatının gerilemesiyle yatırım maliyetinin daha makul seviyelerde olması, enerji tasarrufuna yönelik adımların hızlanması ve devlet desteklerinin artmasıyla LED pazarında büyümenin güçlenmesini bekliyoruz.

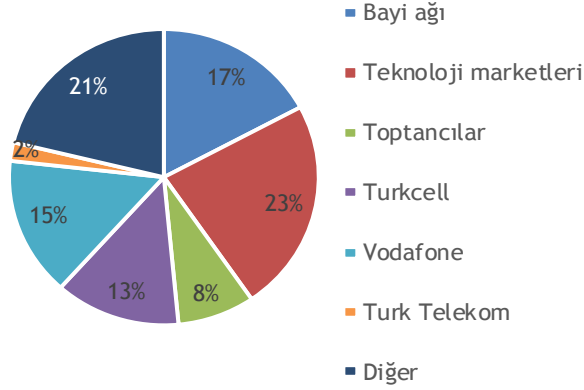
### Akıllı telefonda yurt içi pazar payı %5-6 aralığında

Vestel 2014 yılının ikinci yarısında piyasaya sürdüğü Venus markalı akıllı telefonuyla yurt içinde %5-6 aralığında pazar payına sahip olup, sektördeki ilk dört markadan biri marka durumundadır. Şirketin orta vadeli hedefi pazarın %10'unu elde etmek yönündedir.

Dünya akıllı telefon pazarı 1,4 mlr adet olup, Türkiye yaklaşık 12,5 mn adet ile dünya satışlarında %1'lik paya sahiptir. Venus'ün GSM operatörleri kanalıyla yaptığı satışların yurt içinde pazar payını kademeli olarak artırmaya yardım edeceğini düşünüyoruz. İthal markalara kıyasla daha düşük fiyatı ve ülkemizin yerleşme stratejisinin markanın pazardaki payını güçlendireceğini düşünüyoruz. Akıllı telefon satışlarını 2018 projeksiyonlarımıza 550 mn TL ile dahil ediyoruz. Akıllı telefon satışlarının toplam gelirlerin içinde ağırlığının %5'in altında olması nedeniyle henüz Vestel finansallarına katkısının anlamlı düzeyde olmadığını, ancak operatörlerle yapılacak anlaşmalarla ihracatta yakalanacak ivme ile akıllı telefon satışlarında daha yüksek seviyeler görebileceğimizi düşünüyoruz.

07 Mayıs 2018 Pazartesi

Grafik 58: Venus'ün satış kanalları



Kaynak: Vestel Elektronik

### Zorlu Holding alacaklarının tahsili durumunda değerlememiz olumlu etkilenir

Vestel'in ana ortağı Zorlu Holding'den 2017 sonu itibarıyla 1,24 mlr TL (2016: 1,08 mlr TL) düzeyinde ticari olmayan alacağı bulunmaktadır. Yaklaşık 330 mn \$ düzeyindeki bu alacağın faiz oranı %6'dır. Zorlu Holding'den olan bu alacağın tahsil edilmesi durumunda şirketin net borcu azalacaktır. Zorlu Holding'den alacakların net borcun yaklaşık %45'ine tekabül etmektedir. Zorlu Holding'in borçluluk oranını azaltma stratejisi çerçevesinde varlık satışının gündeme gelebileceğini ya da söz konusu borcun muhtemel Zorlu Holding halka arzı öncesi kapatılabileceğini düşünüyoruz. Kısa vadede Vestel'in alacağı ile ilgili bir gelişme olmasını beklemesek de değerlememiz için potansiyel oluşturan etmen olarak görüyoruz.

### Yerli otomobil projesi

Zorlu Holding, Yerli Otomobil Projesinde yerini alırken, Vestel Elektronik'in rolü önümüzdeki dönemde netleşecektir. Türkiye'nin Otomobili Ortak Girişim Grubu'nda Anadolu Grubu, BMC, Kıraca Holding, Turkcell ve Zorlu Holding'in yer aldığı açıklanmıştır. 2 Kasım 2017'de imzalanan protokol sonrasında yürütülen çalışmaların sonuçlarına bağlı olarak, kurulacak şirketin sermaye, hissedarlık ve yönetim yapısı ileriki dönemlerde belirlenecek. Proje tek bir platform üzerinde üretilecek C Segmentinde olması muhtemel, 3 farklı elektrikli araç modelinden oluşacak. Üç fazdan oluşacak proje için yaklaşık 15 yıllık bir yatırım yapılacaktır. Yatırım bedelinin yaklaşık 3 mlr \$ civarında olduğu tahmin ediliyor. Nisan ayında bir şirket kurulması ve CEO'sunun açıklanması bekleniyor. 2019 yılı sonuna kadar ilk prototipin, 2022 yılı içerisinde ilk üretimin gerçekleştirilmesi amaçlanıyor. Yerli otomobil projesinde yer alacak şirketler, kendi uzmanlık alanlarına göre projede yer alacak. Buna göre yazılımı Turkcell, elektronik aksamı Vestel, üretimi BMC, satış ve pazarlamayı Anadolu Grubu, tasarım ve mühendisliği ise Kıraca Holding'in yapması bekleniyor. Vestel'in projedeki konumunun, finansal yükümlülüğünün ve muhtemel gelirlerin netleşmemesi nedeniyle değerlememiz dahil etmedik. Bununla birlikte hedef fiyatımız için potansiyel oluşturduğunu belirtelim.

### Fatih projesi

FATİH Projesi Milli Eğitim Bakanlığı'nın eğitim ve öğretim faaliyetinde bilişim teknolojilerinin etkin kullanımı için 2011 yılında başlattığı bir projedir. Vestel bu kapsamda şimdiye kadar 1,36 mlr TL'ye tekabül eden toplam 49 bin adetlik tablet ve 432 bin adetlik akıllı tahta teslimatı yapmıştır. Bakanlık tarafından, 2016'dan itibaren 4 yıllık süre içinde 8 mn adetten fazla tablet dağıtılacağı açıklanmıştır. Süreçle ilgili yeni bir gelişme bulunmamaktadır. FATİH Projesi'nde anlaşmanın TL cinsinden yapılması ancak maliyetlerin dolar cinsinden olmasının yanı sıra teslimat ve tahsilat arasında geçen sürenin uzunluğu nedeniyle Vestel'in yeni projede yapacağı satışların kar marjlarını olumsuz etkileyebileceğini düşünülüyor. Basında, yeni ihalenin tablet yerine klavyeli bilgisayarların dağıtımına üzerine yapılacağı haberleri yer

07 Mayıs 2018 Pazartesi

almaktadır. Yeni projede yer alınmamasının, şirket finansallarında önemli düzeyde bir etki yaratmasını beklemiyoruz.

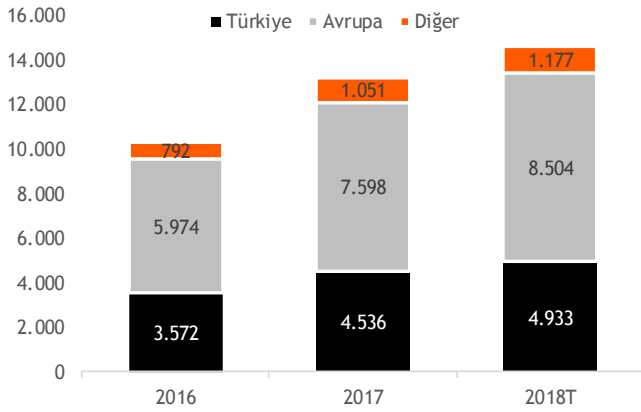
### Finansal projeksiyonlar

#### Satış gelirleri

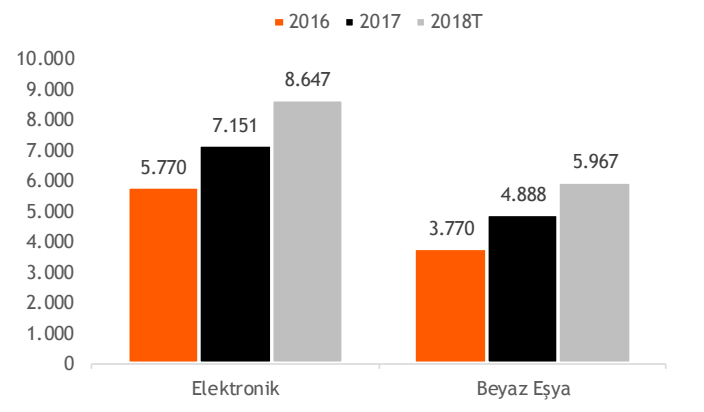
Vestel Elektronik 2017 yılında satış gelirlerinin yaklaşık %66'sını yurt dışı satışlardan elde etmiştir. Gelirleri içerisinde Avrupa'nın payı %58, diğer ülkelerin payı ise %8 seviyesindedir. 2018'de yurt içinde TV ve beyaz eşya pazarında daralma beklentimize rağmen Vestel'in pazar payı kazanacağını düşünüyor, Avrupa pazarlarında yükseliş gerçekleşeceği öngörümüz ile gelirler içinde yurt dışı payının %71'e ulaşacağını tahmin ediyoruz.

2017 sonu itibariyle, satış gelirleri içerisinde elektronik segmentinin payı yaklaşık %59 iken, beyaz eşyanın payı %40 seviyesindedir. Beyaz eşya segmentinin karlılığı ile kıyaslandığında elektronik segmentinin karlılığı daha düşüktür ve yıllar itibariyle dalgalı seyretmektedir.

Grafik 59: Vestel satış gelirleri (milyon TL)

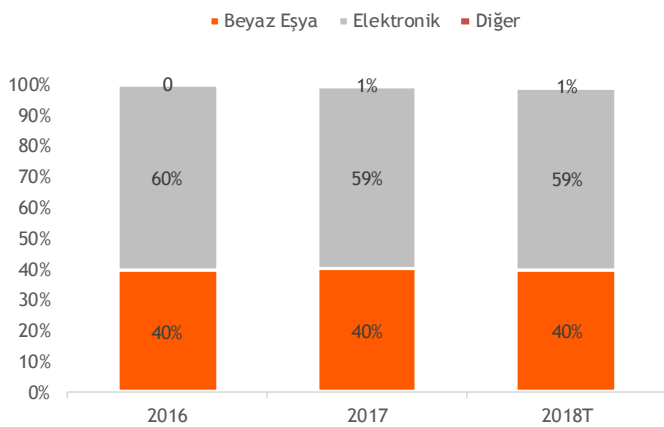


Grafik 60: Vestel satış gelirlerinin dağılımı (milyon TL)

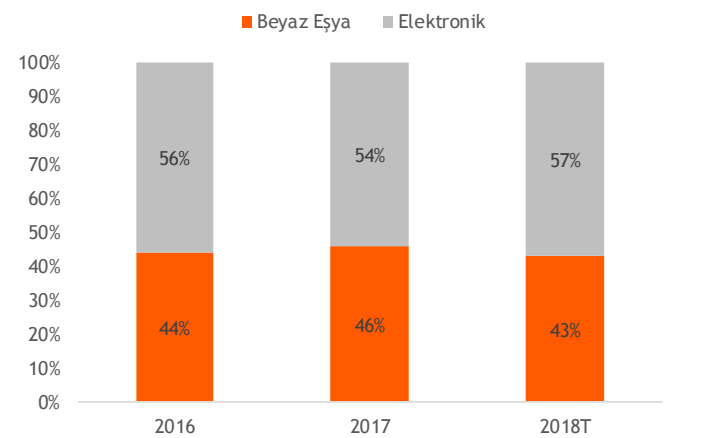


Kaynak: Vestel Elektronik, Vakıf Yatırım Araştırma

Grafik 61: Vestel satış gelirlerinin dağılımı (%)



Grafik 62: Vestel brüt karın dağılımı (%)



Kaynak: Vestel Elektronik, Vakıf Yatırım Araştırma

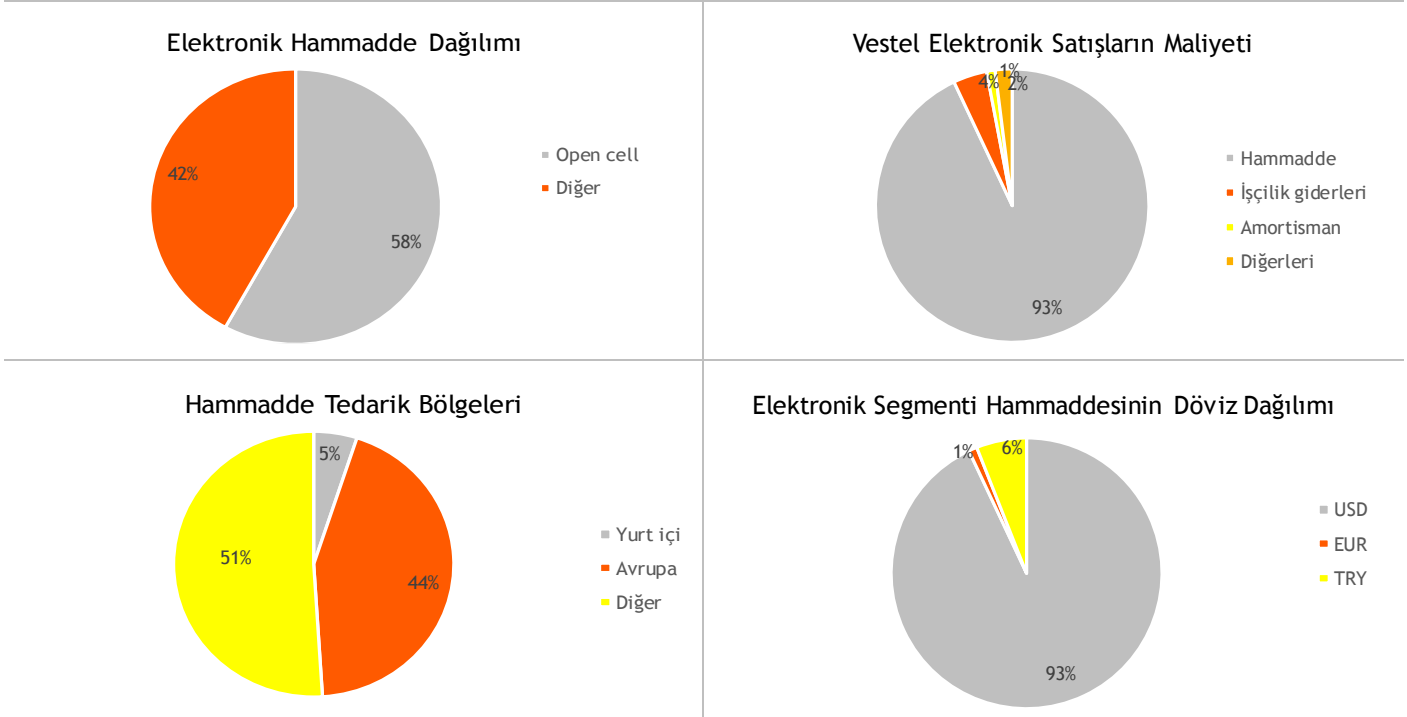
#### Operasyonel marjlar

Vestel Elektronik'n ihracat gelirlerinin büyük çoğunluğu Euro, maliyetleri ise ağırlıklı Dolar bazlıdır. Operasyonel dolar açığı marjların dalgalanmasına neden olmaktadır. Satış maliyetlerinin yaklaşık %93'ünü hammadde ve ticari mallar maliyeti oluşturmaktadır.

07 Mayıs 2018 Pazartesi

Euro/Dolar paritesinde pozisyon olarak operasyonel döviz açık pozisyonunu sınırlandırmaya çalışan Şirket, Euro bazlı TV gelirlerini ve dolar bazlı beyaz eşya maliyetlerini uzun vadeli kontratlarla koruma altına almaktadır. Hammadde maliyetlerinin düşük olduğu seviyelerde alımlarını artırarak marjlarda daha yüksek seviyelere fırsat yaratmaktadır.

Elektronik segmentin temel girdisini paneller oluşturmaktadır. Bu segmentte maliyetlerin tamamına yakını, gelirlerin ise yarısına yakını dolar cinsindedir. Elektronik ürün grubu hammadde maliyetlerinin görece fazla kur riski taşıması, bu segment karlılığının daha dalgalı seyretmesine yol açmaktadır. Bununla birlikte 2018 yılında dünya kupasının etkisiyle talepte yaşanacak canlanma ve panel fiyatlarındaki düşüşün şirketin elektronik segment karlılığına olumlu katkı sağlamasını bekliyoruz.

**Grafik 63: Vestel, elektronik segmentinin maliyet yapısı (31.12.2017 itibariyle)**


Kaynak: Vestel Elektronik

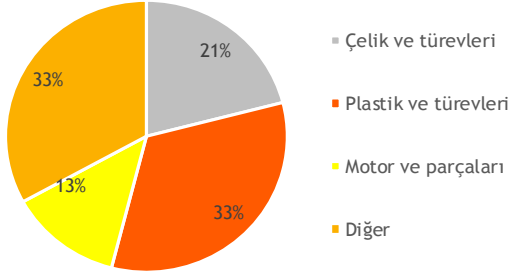
Beyaz eşyada temel hammadde maliyetleri ise yassı çelik ve plastiktir. Beyaz eşya segmentinde gelirlerin yaklaşık %60'ı Euro bazlı iken, maliyet yapısı Dolar, Euro ve TL cinsinden birbirine yakın şekilde dağılım göstermektedir. Beyaz eşya segmentinin karlılığı, ürün fiyatları ve hammadde maliyetleri oynak olan hızlı değişen teknolojiye sahip TV'ye kıyasla, daha yüksek ve öngörülebilirdir. Ancak 2018 yılında plastik fiyatlarında daha iyi seviyelerden satın alma fırsatlarının değerlendirilebileceğini düşünmekle birlikte çelik fiyatlarında gevşeme öngörmüyoruz.

Sonuç olarak dünya kupasının etkisiyle talepte yaşanacak canlanma ve panel fiyatlarındaki düşüşün şirket karlılığına elektronik segment tarafında katkı sağlamasını bekliyoruz. Beyaz eşyada çelik ve plastik fiyatlarındaki yüksek seviyeler nedeniyle gerileme gözlenebilir. Elektronik segment gelirlerinin payına ve ihracat oranındaki artışa paralel marjlarda bir miktar toparlanma göreceğimizi tahmin ediyoruz. 2018'de hammadde fiyatlarındaki muhtemel düşüşler şirketin karlılığının öngörülerimizin ötesinde gerçekleşmesine neden olabilir. €/Ş paritesinde 2017'de ortalamasında olan 1,13 üzerindeki mevcut seviyelerin de, Vestel'in marjlarına destek olmasını bekliyoruz.

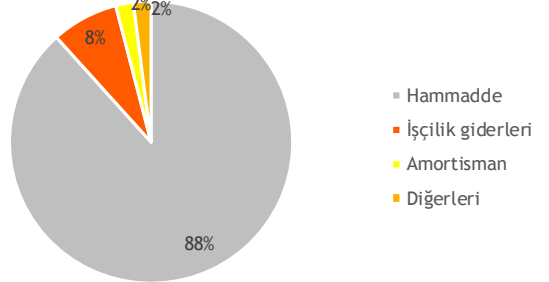
07 Mayıs 2018 Pazartesi

Grafik 64: Vestel, beyaz eşya segmenti maliyet yapısı (31.12.2017 itibariyle)

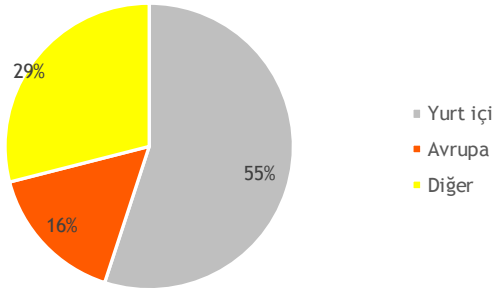
## Beyaz Eşya Hammadde Dağılımı



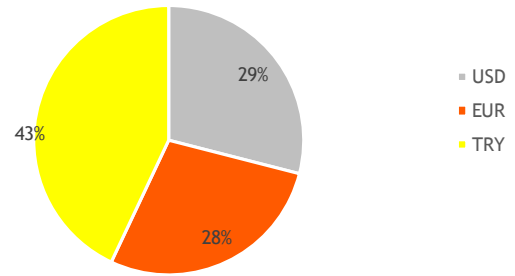
## Vestel Beyaz Eşya Satışlarının Maliyeti



## Beyaz Eşya Hammadde Tedarik Bölgeleri



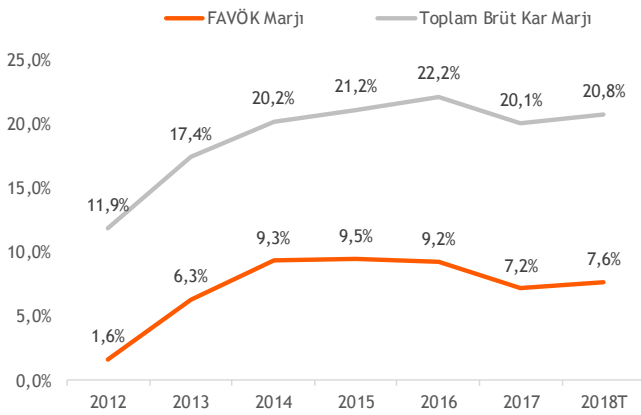
## Beyaz Eşya Segmenti Hammaddesinin Döviz Dağılımı



Kaynak: Vestel Elektronik

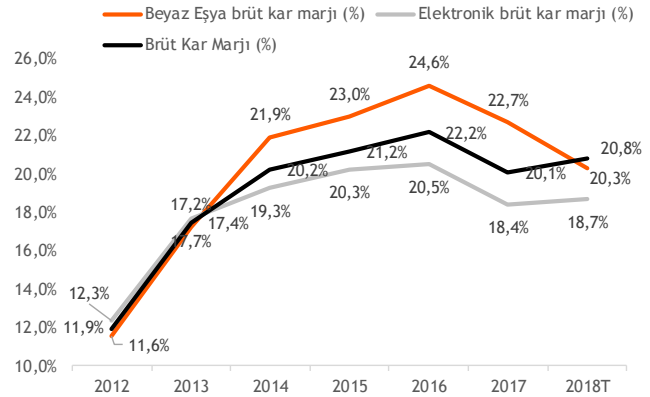
Hem yurt içi hem de yurt dışı ürün karmasında daha karlı segmentlerin payının artışı, operasyonel verimlilik ve aktif hammadde yönetim stratejisi Vestel'in FAVÖK marjını yıllar itibariyle yukarı taşıdı. FAVÖK marjı 2015'te %9,5'e kadar yükselse de, 2017'de hammadde maliyetlerindeki artış ile %7,2'ye geriledi. Şirketin orta-uzun vadeli hedefi ise FAVÖK marjının %7-8 aralığında gerçekleşmesi yönündedir. 2018 yılında FAVÖK marjının %7,6 seviyesine yükselmesini bekliyoruz.

Grafik 65: Vestel brüt kar marjı ve FAVÖK marjı



Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma

Grafik 66: Vestel segmentler bazında brüt kar marjı



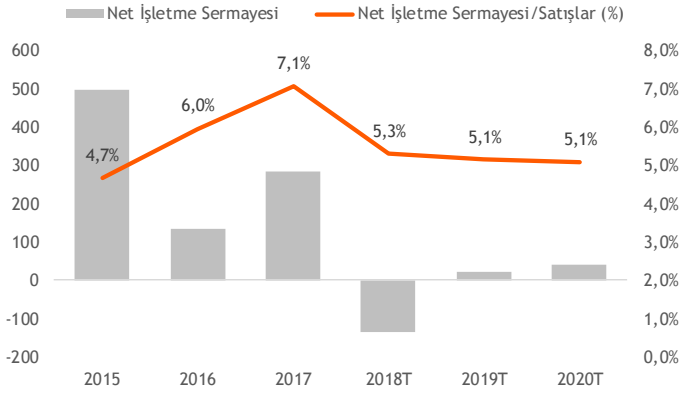
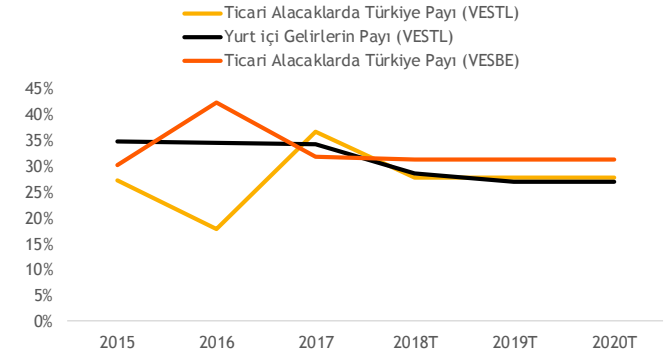


07 Mayıs 2018 Pazartesi

### Yatırım harcamaları ve işletme sermayesi

Vestel bulaşık makinesindeki kapasite artırımının yanı sıra 2018 sonuna kadar kademeli olarak yıllık 750 bin adet çamaşır makinesi ve 750 bin adet kurutma makinesi yatırımını devreye alacak. Söz konusu kapasite artışı için planlanan toplam yatırım tutarı 70 mın €'dur. 2018'de planlanan beyaz eşya kapasite yatırımları nedeniyle 2017'ye kıyasla yatırım harcamalarında artış bekliyoruz. Projeksiyon dönemi boyunca ise satışların %4'ü oranında yenileme yatırım yapılacağını öngörüyoruz.

Net işletme sermayesi ihtiyacı ise 2017'de ÖTV indirimin etkisiyle artış göstermişti. Yurtiçi satışların toplam gelirler içindeki payının artması iç pazarda bayiler kanalıyla satış yapan Vestel'in işletme sermayesinin cirosuna oranını artırmıştır. 2018'de yurt içi gelirlerin payının %34'ten %29'a gerilemesini bekliyoruz. Buna paralel beyaz eşya satışlarından kaynaklı alacak tahsil sürelerinde kısalma olacağını öngörüyoruz. Dolayısıyla 2018'de şirketin işletme sermayesinde azalma olacağını ve bunun serbest nakit akışını olumlu etkileyeceğini tahmin ediyoruz.

**Grafik 67: Net işletme sermayesi ve satışlara oranı**

**Grafik 68: Yurt içi gelirlerin oranı ve ticari alacaklarda Türkiye payı**


Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma

### Borçluluk oranı

Vestel Elektronik'in net borcu 2017 sonu itibariyle 2,5 mlr TL'ye yükseldi. Vestel'in ana ortağı Zorlu Holding'den 1,24 mlr TL düzeyinde ticari olmayan alacağını düzelterek hesapladığımız net borç ise 1,27 mlr TL düzeyindedir. Şirketin Net Borç/FAVÖK oranı 2017 sonu itibariyle 2,9(x) seviyesine yükselmiştir.

Şirketin 2017 sonu itibariyle toplam finansal borçlarının yaklaşık %44'ü TL, %34'ü €, %22'si \$ cinsindedir. Bu dönemde kısa vadeli borçların toplam içindeki oranının yükselmesinde, uzun vadeli borçların kısa vadeye düşmesi etkili olmuştur. 2018'de yatırım harcamalarındaki artışa rağmen, işletme sermayesindeki iyileşme ve artmasını beklediğimiz nakit akımı sayesinde borç oranlarında yükseliş beklemiyoruz.



07 Mayıs 2018 Pazartesi

Tablo 14: Vestel Elektronik borçluluk göstergeleri

Borçluluk	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	860	3.484	2.852	3.433	3.397
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	2.233	1.024	1.901	1.810	2.009
<b>Toplam Finansal Borçlar</b>	<b>3.094</b>	<b>4.508</b>	<b>4.753</b>	<b>5.243</b>	<b>5.405</b>
Net Borç	1.830	2.508	2.641	2.669	2.783
<i>Zorlu Holding</i>	1.082	1.242			
<i>Düzeltilmiş Net Borç*</i>	748	1.266			
Ozkaynaklar	1.839	2.278	2.432	2.660	2.842
Toplam Varlıklar	9.651	13.846	14.953	16.052	16.850
FX Varlıklar	3.426	3.782			
FX Yükümlülükler	- 4.329	- 7.447			
Bilanço dışı türev araçlar	98	2.346			
Stok Düzeltmesi	1.188	1.843			
Net Düzeltilmiş FX Pozisyonu	383	524			
Toplam Finansal Borç/Özsermaye	168%	198%	195%	197%	190%
Toplam Finansal Borç/FAVÖK	3,51	5,20	4,57	4,91	4,76
Net Borç/Özkaynak	0,99	1,10	1,09	1,00	0,98
Net Borç/FAVÖK	2,07	2,89	2,54	2,50	2,45
<i>Düzeltilmiş Net Borç/FAVÖK</i>	0,85	1,46			

\*Zorlu Holding'den alacaklar hariç olarak düzeltilmiştir.  
Kaynak: Vestel Elektronik, Vakıf Yatırım Araştırma

## Değerleme ve öneri

Vestel Elektronik'in hedef değerini hesaplarken %75 İNA ve %25 benzer şirket piyasa çarpanları ağırlıklandırılarak kullanılmıştır. İNA'nın daha yüksek ağırlıklandırılmasında modelin, yurt içi ve ihrac pazarlarındaki potansiyelin, ürün yelpazesindeki değişikliklerin etkisini daha iyi yansıtacağına inanmamızın yanında benzer şirket hisselerin piyasada farklı iskontoarla işlem görmesi gibi nedenler etkili olmuştur. Piyasa çarpanları yönteminde net kâın yüksek döviz borcu etkisiyle dalgalanmaya maruz kalabileceği düşünülerek F/K çarpanı kullanılmamış olup, daha stabil olmasını beklediğimiz 2018T FD/FAVÖK çarpanı dikkate alınmıştır.

Vestel Elektronik için 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başı 11,16 TL olarak belirliyor, uzun vadeli önerimizi "TUT", kısa vadeli önerimizi "Endekse Paralel Getiri" olarak başlatıyoruz.

### Değerlememize ilişkin riskler ve potansiyeller

- Hammadde maliyetlerindeki aşağı/yukarı yönlü hareketler satışların maliyeti varsayımlarımızın sapmasında rol oynamaktadır.
- Şirketin gelirleri ağırlıklı olarak €, maliyetleri ise \$ cinsindedir. Dolayısıyla varsayımlarımızdan yüksek/düşük €/ \$ kuru şirket karlılığını pozitif/negatif etkileyebilir.
- Şirket satışlarının yaklaşık %66'sı ihracattan oluşmaktadır. Özellikle ana pazarı olan Avrupa'da tüketici talebindeki gelişmeler şirket için yukarı/aşağı yönlü risk oluşturmaktadır.
- Yurt dışı üst sınıf marka satın alınması ya da gelişmemiş bölgelerde yerel markalar ile işbirliği yapılarak üretim/satış faaliyetlerinde bulunulması şirket için beklentilerimizi yukarı yönlü etkiler.

07 Mayıs 2018 Pazartesi

Tablo 15: Vestel Elektronik Değerleme Yöntemi

Değerleme Yöntemi	Ağırlık	12 Aylık	
		Hedef Piyasa Değeri (mn \$)	Detay
İNA	%75	3.531	
Benzer Şirketler Çarpan Analizi	%25	4.381	2018T 6,0x FD/FAVÖK çarpanı
Hedef Piyasa Değeri		3.744	
Cari Piyasa Değeri		3.251	
Sermaye (mn adet)		335	
12A Hedef Hisse Fiyatı TL		11,16	
Kapanış (TL)		9,69	
Yükselme Potansiyeli		15%	

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma, Bloomberg

### İNA Varsayımlarımız ve Finansal Tahminler

- İNA analizimizde iskonto oranı hesaplanırken %12,0 Risksiz Faiz Oranı (terminal yıl için %11,0), %5,5 Hisse Senedi Risk Primi (terminal yıl için %5,25), 1,2x beta (terminal yıl için 1,0x) ve %3 Sonsuz Büyüme Oranı kullanılmıştır.
- Gelirlerde 2017-2020T döneminde TL bazlı %8,2 yıllık bileşik büyüme oranı öngörüyoruz.
- FAVÖK marjının 2018'de 40 baz puan iyileşme ile %7,6, değerlendirme dönemi boyunca ortalama %7,5 olarak gerçekleşmesi bekliyoruz.
- 2018'de beyaz eşyadaki kapasite artırımını nedeniyle yatırım harcamalarının yaklaşık 759 mn TL olmasını bekliyoruz. Projeksiyon dönemi boyunca ise satışların %4'ü oranında yenileme yatırım yapacağını öngörüyoruz.
- İşletme sermayesinin satışlara oranının projeksiyon dönemi boyunca ortalama %5,0 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.
- Projeksiyon dönemi boyunca vergi oranını %10 olarak varsayıyoruz.

07 Mayıs 2018 Pazartesi

Tablo 16: Vestel Elektronik - İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

Ağırlıklı Sermaye Maliyeti Hesaplama

	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T (TD)
Risksiz Faiz Oranı	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	11,00%
Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,25%
Beta	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,00
Özsermaye Maliyeti	18,60%	18,60%	18,60%	18,60%	18,60%	18,60%	18,60%	18,60%	18,60%	18,60%	16,25%
Borçlanma Maliyeti	14,25%	14,25%	14,25%	14,25%	14,25%	14,25%	14,25%	14,25%	14,25%	14,25%	13,25%
Vergi Oranı	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	20,00%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	12,83%	12,83%	12,83%	12,83%	12,83%	12,83%	12,83%	12,83%	12,83%	12,83%	10,60%
Özsermaye Oranı	16,45%	16,45%	16,45%	16,45%	16,45%	16,45%	16,45%	16,45%	16,45%	16,45%	16,45%
Ağırlıklı Sermaye Maliyeti	13,78%	13,78%	13,78%	13,78%	13,78%	13,78%	13,78%	13,78%	13,78%	13,78%	11,53%

İNA Yöntemi ile değerlendirme

(mn TL)	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T (TD)
Satış Gelirleri	13.591	14.395	15.348	16.319	17.361	18.470	19.652	20.912	22.254	23.685	24.395
<i>Büyüme</i>	12,3%	5,9%	6,6%	6,3%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	3,0%
FVÖK	655	655	714	763	815	902	951	1.027	1.093	1.164	1.073
<i>Operasyonel Kar Marjı</i>	4,8%	4,6%	4,7%	4,7%	4,7%	4,9%	4,8%	4,9%	4,9%	4,9%	4,4%
Vergi Oranı (%)	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	20%
Vergi	-65	-66	-71	-76	-82	-90	-95	-103	-109	-116	-215
Vergi Sonrası Net Operasyonel K/Z	589	590	642	687	734	812	856	924	983	1.048	859
+ Amortisman	384	413	423	437	454	476	503	547	630	719	750
FAVÖK	1.039	1.068	1.136	1.200	1.270	1.378	1.454	1.574	1.723	1.883	1.823
<i>FAVÖK Marjı</i>	7,6%	7,4%	7,4%	7,4%	7,3%	7,5%	7,4%	7,5%	7,7%	8,0%	7,5%
Yatırım Harcamaları / Amortisman	-198%	-140%	-145%	-150%	-153%	-155%	-156%	-153%	-141%	-132%	-105,0%
+/- Çalışma sermayesindeki değişimi	136	-21	-42	-43	-46	-48	-64	-60	-64	-67	-72
Satışlardaki değişim	1.490	804	952	971	1.042	1.109	1.182	1.260	1.342	1.431	711
<i>Çalışma sermayesindeki değişimi / Satışlardaki değişim</i>	9%	-3%	-4%	-4%	-4%	-4%	-5%	-5%	-5%	-5%	-10%
- Yatırım Harcamaları	759	576	614	653	694	739	786	836	890	947	787
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	350	406	410	427	448	501	508	575	660	752	749

Sonsuz Büyüme Oranı											3,0%
Sonsuza Giden Değer											9.051
İskonto Faktörü	1,00	0,88	0,77	0,68	0,60	0,52	0,46	0,41	0,36	0,31	0,28
İskonto edilmiş Nakit Akımları - 31 Aralık	350	357	316	290	267	263	234	233	235	235	2.540
Firma Değeri - 31 Aralık	5.321										
Net Borç	2.508						11,0%	11,5%	12,0%	12,5%	13,0%
Özsermaye Değeri - 31 Aralık	2.813						2.488	2.365	2.246	2.131	2.020
Öz Sermaye Maliyeti	19%						2,0%	2.761	2.628	2.499	2.375
12A Hedef Özsermaye Değeri	3.531						3,0%	3.098	2.953	2.813	2.678
							4,0%	3.526	3.365	3.211	3.061
							5,0%	4.085	3.905	3.731	3.563
											3.401

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma

07 Mayıs 2018 Pazartesi

## Vestel Elektronik Benzer Şirketler Çarpan Analizi

Vestel Elektronik 2018T 18,5 F/K ve 4,9x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmekte olup, uluslararası benzerlerine göre sırasıyla %13,2 primli ve %18,6 iskontolu işlem görmektedir. Vestel Elektronik'in mevcut FD/FAVÖK'ü geçmiş 5 yıllık ortalaması olan 5,4x'ün %24 üzerindedir.

Tablo 17: Vestel Elektronik Benzer Şirket Çarpanları

Vestel Elektronik: Benzer Şirketler Çarpanları

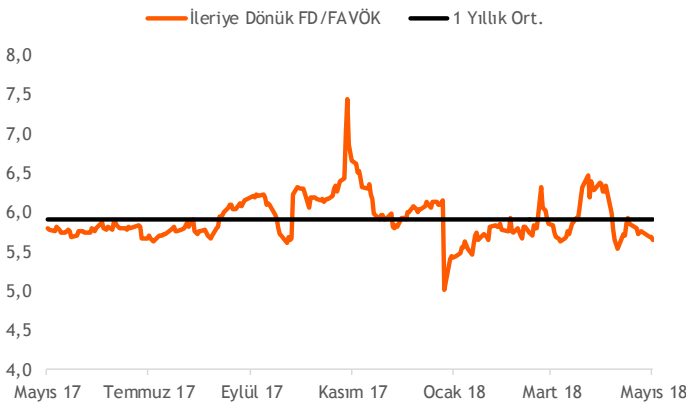
Şirket Adı	Ülke	Piyasa Değeri mn \$	Firma Değeri mn \$	PD/DD 12A	F/K				FD/FAVÖK				FD/SATIŞ			
					12A	2018T	2019T	2020T	12A	2018T	2019T	2020T	12A	2018T	2019T	2020T
Beyaz Eşya		9.479	10.175	3,1	15,0	13,3	11,4	10,3	9,8	7,3	7,0	6,7	0,8	0,8	0,7	0,7
DE'LONGHI SPA	İtalya	4.459	4.148	3,7	20,8	20,5	18,6	16,6	11,5	10,5	9,8	9,0	1,8	1,7	1,6	1,5
WHIRLPOOL CORP	ABD	10.769	16.541	2,5	11,3	10,0	9,2	8,5	9,8	7,3	6,8	6,3	0,8	0,8	0,7	0,7
ELECTROLUX AB-B	İsveç	8.119	8.283	3,1	12,8	12,9	11,8	11,0	6,9	6,4	5,9	5,6	0,6	0,6	0,6	0,6
SEB SA	Fransa	9.584	12.067	4,5	21,2	18,6	16,7	14,7	13,3	11,4	10,5	9,5	1,6	1,5	1,4	1,4
GORENJE VELENJE	Slovenya	187	616	0,4	166,3				6,7				0,4			
QINGDAO HAIER-A	Çin	16.953	22.095	3,2	15,0	13,3	11,4	9,9		9,5	8,3	7,0	0,9	0,8	0,7	0,6
GREE ELECTRIC-A	Çin	43.356	31.761	3,9	11,5	10,4	9,2	8,2		6,4	5,9	5,4	1,3	1,1	1,0	0,9
AMICA	Polonya	281	330	1,3	6,6	7,0	7,5		6,1	5,3	5,1		0,4		0,4	
HAIER ELECTRONIC	Hong Kong	9.374	7.132	2,9	17,7	14,7	12,6	10,7	10,2	8,3	7,0	6,0	0,6	0,5	0,4	0,4
QINGDAO HAIER-A	Çin	16.953	22.095	3,2	15,0	13,3	11,4	9,9		9,5	8,3	7,0	0,9	0,8	0,7	0,6
Elektronik		15.040	22.070	1,5	13,1	18,5	12,5	11,9	5,6	5,1	4,5	4,0	0,5	0,5	0,5	0,5
JVC KENWOOD CORP	Japonya	467	779	0,8	13,0	18,9	19,9	16,3	4,1	4,0	3,8	3,6	0,3	0,3	0,3	0,3
LG ELECTRONICS	Güney Kore	15.040	22.070	1,2	10,3	8,0	7,2	6,3	5,6	4,5	4,2	3,9	0,4	0,4	0,3	0,3
PANASONIC CORP	Japonya	36.071	38.998	2,1	24,7	18,5	16,1	13,7	7,1	6,7	5,6	5,1	0,5	0,5	0,5	0,5
SHARP CORP	Japonya	14.358	18.399	2,9	29,7	20,6	21,2	18,6	12,0	11,8	10,1	8,9	0,8	0,8	0,8	0,8
SKYWORTH DIGITAL	Hong Kong	1.380	1.744		36,9	19,9	7,2	6,1	11,7	7,7	4,5	4,0	0,3	0,3	0,3	0,3
SONY CORP	Japonya	58.982	52.033	2,2	13,1	12,6	12,5	11,9	5,2	5,1	5,0	4,7	0,7	0,7	0,7	0,6
SAMSUNG ELECTRON	Güney Kore	309.295	248.545	1,5	8,6	6,7	6,6	6,5	3,5	2,9	2,8	2,7	1,1	1,0	1,0	1,0
Yurtdışı Benzer Şirket Ort.		31.704	29.428	2,4	24,9	14,4	12,5	11,3	8,0	7,2	6,4	5,8	0,9	0,8	0,8	0,8
Ortalama		31.704	29.428	2,4	24,9	14,4	12,5	11,3	8,0	7,2	6,4	5,8	0,9	0,8	0,8	0,8
Medyan		12.564	17.470	2,3	13,9	16,4	12,0	11,2	7,3	6,0	5,6	5,1	0,7	0,6	0,6	0,6
Max		309.295	248.545	4,5	166,3	20,6	21,2	18,6	13,3	11,8	10,5	9,5	1,8	1,7	1,6	1,5
Min		187	330	0,4	6,6	6,7	6,6	6,1	3,5	2,9	2,8	2,7	0,3	0,3	0,3	0,3
VESTEL ELEKTRONİK	Türkiye	764	1.338	0,3	59,0	18,5	21,1	13,9	5,8	4,9	4,7	4,4	0,4	0,4	0,4	0,3
Prim/İskonto					324,7%	13,2%	75,2%	24,1%	-20,6%	-18,6%	-14,9%	-12,3%	-36,4%	-41,5%	-39,7%	-41,5%

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma, Bloomberg (04.05.2018)

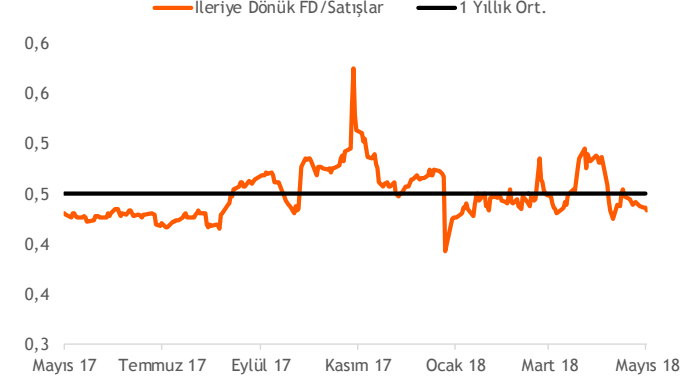
Not 1: DE'LONGHI SPA ve SEB SA 2018T çarpanları hesaplamaya dahil edilmemiştir.

Not 2: Benzer şirket çarpanları medyanı; beyaz eşya ve elektronik segmenti olarak ayrı bölümlendirilmiş ve Vestel Elektronik'in faaliyetlerinde elektronik ve beyaz eşya ağırlıklarıyla hesaplanmıştır.

Grafik 71: VESTL ileriye dönük FD/FAVÖK



Grafik 72: VESTL ileri dönük FD/Satışlar



Kaynak: Bloomberg, Vakıf Yatırım Araştırma

## Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Öneri Metodolojisi

### Hisse Senedi Öneri Metodolojisi

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Vakıf Yatırım") araştırma raporlarında izleme listesinde yer alan şirketler için "Gelecek 12 aya yönelik öneri" ve "Kısa Vadeli Öneri" olmak üzere ikili bir öneri sistemi uygulamaktadır.

1. **Gelecek 12 aya yönelik öneri:** Şirket ile ilgili yapılan detay analiz ve değerlendirme çalışması sonrası ulaşılan özkaynak getiri beklentisi dikkate alınarak ve nakit temettü getirisi dahil hissenin 12 aya kadar elde tutulması durumunda sağlanması beklenen getiri oranları çerçevesinde verilmektedir.

Burada AL, TUT, SAT olmak üzere üç temel öneri verilmektedir.

Bu önerilerin hangi yüzdesel yükseliş beklentileri doğrultusunda verileceği konusunda ise dinamik bir modelleme kullanıyoruz. Buna göre;

- **TUT (T)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" kadar (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) yükseliş veya düşüş potansiyeli içermesi.
- **AL (A)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" den fazla (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) yükseliş potansiyeli içermesi
- **SAT (S)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" den fazla (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) düşüş potansiyeli içermesi.

Yukarıdaki tabloda belirlenen sınırlar, piyasanın doğası gereği geçici sürelerle ihlal edilebilir. Örneğin değerlemelerde dikkate alınmayan olumlu bir gelişmenin fiyatlanmasıyla AL önerimiz olan hisse senedi, hedef değerinin üstüne çıkabilir veya tersi bir durum söz konusu olabilir. Bu tür ihlallerin 3 aydan fazla sürmesi durumunda hedef değer ve öneri güncellemesi yayınlanması gereklidir. Bu durumda yeni güncel rapor yayınlanıncaya kadar öneri Revize Ediliyor (RE) olarak belirtilir.

Gelecek 12 aya yönelik öneri değişikliği şirket değerlemesini etkileyecek her türlü gelişme ve piyasa fiyatındaki hareketler dikkate alınarak ve şirket ile ilgili bir güncelleme raporu yayınlanarak yapılır. Nakit temettü ödemesi ve sermaye artırımları nedeniyle hedef fiyatlarda uyarlamalar ise rapor yayınlamaksızın gerçekleştirilir.

Eğer değerlendirme değişimine sebep olan etken şirkete özel bir gerekçe ile değil, değerlendirme parametrelerinin (kur, faiz, büyüme, iskonto oranları vs) değişimi sonucu oluyorsa hedef değer güncellemesi tek tek şirketler için rapor yazılmaksızın topluca ve herhangi bir zamanlama kısıtlaması olmaksızın yapılabilir.

2. **Kısa Vadeli Öneri:** Hisse senedinin çeşitli gerekçelerle kısa vade için (3 ay) gelecek 12 aya yönelik öneri paralelinde hareket edeceği veya ayrışacağı düşünülüyorsa bu görüşümüz kısa vadeli öneriler ile vurgulanacaktır. Bu öneri sistemimiz ise aşağıdaki gibi üç şekildedir.

- **Endekse Paralel Getiri (EPG)** : Kısa vadede endekse veya sektör endeksine paralel getiri beklentisi
- **Endeksin Üzerinde Getiri (EAG)**: Kısa vadede endeksin veya sektör endeksinin üzerinde getiri beklentisi
- **Endeksin Altında Getiri (EAG)** : Kısa vadede endeksin veya sektör endeksinin altında getiri beklentisi

Endeksin üzerinde ve altında getiri için herhangi bir rölatif getiri sınırı bulunmamaktadır.

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan çalışmalarda ilgili hisse ile ilgili kullanılacak diğer tanımlamalar ve kısaltmalar;

- **Kapsam Dışı (KD)** - Herhangi bir hedef değer ve önerimiz olmayan hisse senetlerini ifade eder.
- **Öneri Yok (OY)** - Herhangi bir hedef değer ve önerimiz olmayan ancak izleme listemizde olan hisse senetlerini ifade eder. Hedef değer ve öneri ile ilgili 180 takvim günü içerisinde herhangi bir revize rapor yayınlanmamış hisse senetleri de bu kapsama girmiş sayılır.
- **Revize Ediliyor (RE)** - Öneri Listemizde olan ancak çeşitli gerekçelerle öneri ve hedef değerimizi güncelleme gereği duyulan şirketlerin bu geçiş periyodunda olduğunu ifade etmek için kullanılır.
- **Kısıtlı (K)** - Yasal, düzenleyici kuruluş veya sözleşmelerden doğan yükümlülükler nedeniyle ilgili şirket hisseleri için herhangi bir hedef değer ve öneri verilmesinin kısıtlanmış olduğunu ifade eder.

## Sektör Öneri Metodolojisi

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan sektör raporlarında;

- **İYİMSER** - 12 aylık dönemde sektördeki koşullarının olumlu gelişmesi
- **KÖTÜMSER**- 12 aylık dönemde sektördeki fiyatlama ve rekabet koşullarının olumsuz gelişmesi
- **NÖTR** - 12 aylık dönemde sektörde önemli bir değişiklik yaşanmaması beklentilerini ifade eder.

## Piyasa Öneri Metodolojisi

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan piyasaya yönelik strateji raporlarında;

- **AĞIRLIĞI ARTIR** - 12 aylık dönemde Piyasaya yönelik olumlu beklentiler nedeniyle hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının artırılmasını ifade eder
- **AĞIRLIĞI AZALT** - 12 aylık dönemde Piyasaya yönelik olumsuz beklentiler nedeniyle hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının azaltılmasını ifade eder
- **NÖTR** - 12 aylık dönemde Mevcut durumu değiştirecek önemli bir beklentinin olmaması durumunu ifade eder.

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan önerilerin işaret ettiği endeks hedef değeri ile piyasa önerisi paralel olmalıdır. Buna göre örneğin endeks için AĞIRLIĞI ARTIR şeklinde bir öneri yapılmışken Vakıf Yatırım izleme listesindeki hisselerin işaret ettiği yükselme potansiyelinin bu öneriyi teyit etmesi gerekmektedir.

Ayrıca Vakıf Yatırım izleme listesindeki şirketlerin adet olarak ve/veya halka açık piyasa değeri ağırlıklı olarak öneri dağılımının piyasa önerisine paralel olması beklenirken, daha dengeli bir izleme listesi oluşturulması amacıyla herhangi bir dönemde AL ve SAT önerilerinin toplam öneriler içindeki ağırlığının %20'den az olmaması hedeflenmektedir.

Yukarıdaki her iki durum için dönemsel ve geçici ihlaller olabileceği kabul edilmekle birlikte 3 ayı geçen uyumsuzluklarda öneri revizyonu yapılması gerekliliği bulunmaktadır.

## Yasal Çekince Bildirimi

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 olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.

## Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

**Sezai ŞAKLAROĞLU**

Genel Müdür Yardımcısı - Hisse Senedi Strateji, SGMK

**Mehmet Emin ZÜMRÜT**

Direktör - Hisse Senedi Strateji, SGMK

**Selahattin AYDIN**

SELAHATTIN.AYDIN@vakifyatirim.com.tr

Müdür Yardımcısı

Teknik Strateji, Çimento, Cam

**Mehtap İLBİ**

MEHTAP.ILBI@vakifyatirim.com.tr

Müdür Yardımcısı

Enerji, Telekomünikasyon, Havacılık,  
Taahhüt, Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler

**Tuğba SAYGIN**

TUGBA.SAYGIN@vakifyatirim.com.tr

Kıdemli Analist

Bankacılık, Sigortacılık, GYO

**Serap KAYA**

SERAP.KAYA@vakifyatirim.com.tr

Kıdemli Analist

Otomotiv, Beyaz Eşya, Demir Çelik,  
Perakende, Gıda-İçecek

**Nazlıcan ŞAHAN**

NAZLICAN.SAHAN@vakifyatirim.com.tr

Analist

Makro Ekonomi, Strateji, SGMK

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 dayanılarak 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.