

Aşağıdaki rapor, Vestel (VESTL) hissesine dair son bir yıllık dönemde yaşanan gelişmeleri, finansal ve operasyonel performans; gerektiğinde son beş yılı da kapsayacak şekilde genel bir çerçevede incelemektedir. Rapor, kullanıcı tarafından paylaşılan iki çeyrek dönem analiz raporu (1Ç23 ve 2Ç23 – burada “Vestel Beyaz Eşya” (VESBE) adı altında faaliyet raporları görülse de ana grup olarak Vestel Elektronik/Vestel Beyaz ile ilişkili veriler yer almaktadır), Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) açıklamaları ve çeşitli analist yorumları esas alınarak hazırlanmıştır. Rapor yatırım danışmanlığı amacı taşımaz, yalnızca bilgilendirme amacına yöneliktir.

## 1. GİRİŞ

Vestel, Türkiye’nin önde gelen elektronik ve beyaz eşya üreticilerinden biridir. Zorlu Grubu bünyesinde faaliyet gösteren şirket, Vestel Elektronik ve alt iştiraklerini (Vestel Beyaz Eşya dahil) bünyesinde barındırır. Üretim portföyünde televizyon, dijital ürünler, tüketici elektroniği, beyaz eşya ve küçük ev aletleri gibi geniş bir yelpaze yer alır. İhracatta önemli bir paya sahip olup, başta Avrupa olmak üzere birçok ülkede ODM/OEM üretim modelini sürdürür.

- **Temel bilgi kaynağı:** [KAP – Vestel Elektronik/Vestel Beyaz Eşya](#)

- **Ek dokümanlar (kullanıcı tarafından paylaşılan raporlar):**

- 1Ç23 Kar Analizi ( )

- 2Ç23 Kar Analizi ( )

Bu raporda, **Vestel Elektronik (VESTL) ana çatısı** altında, özellikle **Vestel Beyaz Eşya (VESBE)** rakamları üzerinden yansıyan operasyonel/metrik veriler değerlendirilecek ve bu veriler Vestel’in bütünsel performansını anlamaya katkı sağlayacaktır. Devamında, son bir yıllık performansın yanı sıra, gerek görülürse son beş yılda yaşanan dönüşüm ve geleceğe dair beklentiler de ele alınacaktır.

## 2. ŞİRKET YAPISI VE SEKTÖREL DİNAMİKLER

### 2.1. Vestel Elektronik ve Vestel Beyaz Eşya Ayrımı

- **Vestel Elektronik:** Tüketici elektroniği (televizyonlar, set-top box’lar, vb.) ve dijital ürünler alanında faaliyet gösterir. İhracat payı yüksektir ve Avrupa’da çeşitli perakende zincirlerine ODM/OEM üretim yapar.

- **Vestel Beyaz Eşya (VESBE):** Buzdolabı, çamaşır makinesi, bulaşık makinesi, kurutma makinesi ve pişirici cihazlar gibi ana ürün gruplarını üretir. İhracat payı %70–75 düzeyinde olup, üretimde Türkiye’nin rekabetçi iş gücü ve lojistik avantajları etkin şekilde kullanılır.

## 2.2. Sektördeki Son Dönem Eğilimler

- **Yurt içi talep:** Türkiye beyaz eşya ve elektronik pazarları, 2023 başında deprem etkisi ve yüksek enflasyon nedeniyle dalgalı bir talep gösterirken, 2Ç23 ve 3Ç23 itibarıyla “normalleşme” sinyalleriyle birlikte yurtiçi satışlarda toparlanma gözlenmiştir.

- **İhracat pazarları:** Özellikle Avrupa’daki tüketici güvenindeki zayıflama ve enflasyonun yükselmesi talepleri baskılamak, Vestel Avrupa’da pazar payını artırma stratejisi ve “Avrupa dışı” bölgelerdeki büyüme çabalarıyla kapasite kullanımını yüksek tutmaya çalışmıştır.

- **Maliyet bileşenleri:** Hammadde (çelik, plastik, bakır vb.) ve lojistik maliyetleri son iki yılda pandemi sonrası yüksek seviyelerden gerileme eğilimine girmiş olsa da EUR/USD paritesi dalgalanmaları ve TL enflasyonist baskıları operasyonel marjlar üzerinde etkili olmaktadır.

## 3. SON BİR YILLIK FİNANSAL PERFORMANS

### 3.1. 1Ç23 Analizi ( )

Vestel Beyaz Eşya verileri üzerinden:

- **Net Satış Geliri:** 1Ç23’te 9,8 milyar TL ciro (yıllık %81 artış). Bu büyüme:

1. Yurt içi ve ihracat hacimlerindeki çift haneli artış

2. TL’deki değer kaybı ve fiyat artışları

3. 1Ç22’de düşük bir baz etkisi (yeni ihracat modeline geçiş nedeniyle ertelenmiş gelir kaydetme)

- **FAVÖK:** 792 milyon TL (yıllık %8 düşüş), FAVÖK marjı %8,1 (önceki yıl %15,8). Marjdaki daralmanın ana nedenleri şunlar:

- Yüksek iş gücü ve enerji maliyetleri

- EUR/USD paritesindeki düşüş ve TL bazlı maliyetlerin hızla yükselmesi

- Yine de 4Ç22'deki %3,0 FAVÖK marjından toparlanma söz konusu
- **Net Kâr:** 415 milyon TL (yıllık %28 düşüş), tahminlerin üzerinde. Ertelenmiş vergi geliri (147 milyon TL) ve beklentileri aşan operasyonel performans pozitif katkı sağlamıştır.
- **Net Borç:** 1Ç23 sonunda 6,78 milyar TL, 4Ç22 sonundaki 5,60 milyar TL'ye kıyasla yükselmiş olup Net Borç/FAVÖK 1,9x'ten 2,4x'e çıkmıştır. İlişkili şirketlere verilen nakit avanslar ("Vestel Elektronik'ten alacaklar") bu yükselişte rol oynamıştır.

### 3.2. 2Ç23 Analizi ( )

- **Net Satış Geliri:** 2Ç23'te 11,4 milyar TL (yıllık %51 artış). Yurt içi satışlar %55 artarken, ihracatta da EUR bazında %13'lük artış kaydedilmiştir. Avrupa'da talep zayıflığı sürse de pazar payı kazanımları ihracatı desteklemiştir.
- **FAVÖK:** 1,8 milyar TL (yıllık %70 artış), FAVÖK marjı %15,8 (2Ç22: %14,0). Düşen hammadde ve navlun maliyetleri, EUR/USD paritesinin görece artışı ve TL'nin değer kaybı ihracat marjlarını olumlu etkilemiştir.
- **Net Kâr:** 597 milyon TL (yıllık %14 düşüş). Finansal giderlerdeki artış ve kur farkı zararları net kârı baskılamıştır.
- **Net Borç:** 2Ç23 sonunda 6,56 milyar TL (1Ç23: 6,78 milyar TL), Net Borç/FAVÖK 2,4x'ten 1,9x'e gerilemiştir. İşletme sermayesi optimizasyonu ve stok yönetimi iyileşmesi bu düşüşte etkili olmuştur.

### 3.3. 3Ç23 ve Yılın Devamına Dair Genel Beklentiler

Resmi 3Ç23 rakamları bu raporun yazıldığı anda paylaşılmamıştır (veya özetlenmemiştir). Ancak 2Ç23 sonunda alınan işaretlere göre:

- **İhracat:** Zayıf Avrupa talebine rağmen Vestel, alternatif pazarlar (Afrika, BDT, Kuzey Amerika vb.) ve model çeşitliliği ile ihracatını canlı tutmayı hedeflemektedir.
- **Yurt İçi Pazar:** Enflasyon beklentileri ve tüketici talebindeki dalgalanmalar, özellikle TV/beyaz eşya segmentindeki talebi etkilemektedir. Büyük ev aletleri pazarında %18–26 arası büyüme kaydedilmişti (yılın ilk yarısına dair veriler). Bu büyümenin 2Y23'te kısmen normalleşmesi bekleniyor.

## 4. OPERASYONEL DETAYLAR VE STRATEJİ

#### 4.1. Ürün Grupları ve Kapasite

- **Televizyon ve Dijital Ürünler (Vestel Elektronik):** Avrupa pazarında ODM/OEM anlaşmaları, markalı satışlar ve yurtiçi markalı TV satışları (Regal, Vestel) önem taşıyor.
- **Beyaz Eşya (Vestel Beyaz):** 6 ana grupta (buzdolabı, çamaşır, bulaşık, fırın, kurutucu, klima) yüksek kapasiteye sahiptir. Son dönemde kapasite artışı yatırımları sürmektedir.
- **ARGE ve ODM Modeli:** Vestel, rakiplerden farklı olarak tasarıma ve ARGE'ye büyük önem verir. Avrupa'daki bazı büyük zincir ve markalar için ODM üretim yapması pazar payı kazanmasında etkili.

#### 4.2. Maliyet Yapısı ve Marjlar

- **Hammadde:** Çelik, plastik, bakır, elektronik bileşenler gibi girdilerde 2021–2022 yıllarındaki sert fiyat artışları 2023'te görece gevşeme eğilimine girmiş olsa da halen uzun dönem ortalamasının üzerindedir.
- **Kur Dinamikleri:** Vestel'in ihracat payı %70–75 bandında seyrettiği için döviz gelirleri yüksektir. TL'deki değer kaybı ihracat gelirlerini artırırken, iç piyasaya alınan girdilerdeki maliyet baskısı ve EUR/USD paritesindeki dalgalanma marjları etkiler.
- **Enerji ve İşçilik:** Artan enerji fiyatları, işçilik maliyetlerindeki yükseliş (özellikle 2023 başında ve 1Ç23-2Ç23 maaş zamları) operasyonel giderleri artıran faktörlerdir.

#### 4.3. Yatırımlar ve Borçluluk

- **Yatırım Harcamaları:** Üretim kapasitesini artırma, yeni ürün hattı geliştirme ve ARGE alanlarında sürmektedir. Bu nedenle Capex (sermaye harcamaları) son yıllarda yükselmiştir.
- **Net Borç Seviyesi:** 2Ç23 itibarıyla 6,56 milyar TL (Net Borç/FAVÖK ~1,9x). Vestel'in sermaye yoğun modeli ve devasa üretim kapasitesi nedeniyle borçluluk zaman zaman artış gösterebilmektedir. Yine de, güçlü ihracat ve nakit yaratımıyla finansman yükü yönetilebilir düzeydedir.

### 5. BEŞ YILLIK BAKIŞ (2019–2023)

#### 1. 2019 – 2020 Başlangıcı:

- Pandemi öncesi dönemde Vestel, Avrupa'daki talep dalgalanmaları ve döviz kurlarındaki hareketlerden etkilenmiştir. ODM modelini güçlendirmiş, ARGE yatırımlarına devam etmiştir.

## **2. 2020 – 2021 (Pandemi Dönemi):**

- Pandemi ile birlikte tedarik zincirinde aksaklıklar, navlun maliyetlerinde artışlar, hammadde fiyatlarındaki yükseliş yaşandı. Vestel, ev elektroniği ve beyaz eşyaya yönelik talepte (evde kalma trendiyle) artıştan faydalandı.

## **3. 2022 (Yüksek Enflasyon ve Lojistik Krizi):**

- Enflasyonun hızlanması, enerji maliyetlerinde ciddi artış ve navlun ücretlerinin yüksek seyri marjları baskıladı. Avro/dolar paritesindeki dalgalanma ise Avrupa gelirlerini etkiledi. Kapasite artırımı yatırımları hızlandırıldı.

## **4. 2023 (Normalleşme ve Avrupa Resesyon Endişesi):**

- Bazı hammadde fiyatları ve lojistik maliyetleri gerilerken, Avrupa talebindeki zayıflık ve yurt içi enflasyonist ortam yeni zorluklar doğurmuştur. Yine de Vestel, pazar payı kazanımlarıyla ihracat hacmini artırmaya çalışmaktadır.

## **6. RİSKLER ve FIRSATLAR**

### **6.1. Temel Riskler**

- 1. Avrupa Talebindeki Belirsizlik:** Ekonomik yavaşlama, yüksek enflasyon ve tüketici güvenindeki dalgalanmalar ihracatı olumsuz etkileyebilir.
- 2. Kur Riski ve Parite:** Dolar/Avro ve TL'deki hareketler, marjları doğrudan etkileyebilir.
- 3. Hammadde ve Enerji Maliyetleri:** Çelik, bakır, plastik gibi girdilerde yeniden yükseliş veya enerji maliyetlerinin artması kar marjlarını baskılayabilir.
- 4. Rekabet ve Teknoloji Değişimleri:** Beyaz eşya ve tüketici elektroniği hızla dijitalleşmekte, IoT entegrasyonu vs. gerektirmektedir. Rakiplerin inovasyon hızına yetişememek risk olabilir.

### **6.2. Temel Fırsatlar**

- 1. Kapalı Kapasite Sınırı Olan Rakipler:** Bazı Avrupa üreticilerinin yüksek maliyetleri nedeniyle kapasite artıramaması Vestel'e talep kayması oluşturabilir.

**2. Yeni Pazarlar ve Ürün Genişlemesi:** Afrika, BDT, Kuzey Amerika gibi pazarlarda pay artışı, küçük ev aletleri vb. ürün gamının genişlemesi büyümeyi destekleyebilir.

**3. Türkiye'nin Jeopolitik Konumu ve Lojistik Avantajı:** Avrupa'ya yakınlık, gümrük birliği avantajları ve düşük iş gücü maliyeti rekabette öne çıkmayı sağlayabilir.

## **7. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME**

### **Son Bir Yılın Özeti:**

Vestel (VESTL), 2023 yılında zorlayıcı makro şartlara rağmen hem yurt içinde hem de ihracat pazarlarında çeşitli fırsatlar değerlendirerek ciro büyümesini sürdürmüştür. Beyaz eşya segmentinde 1Ç23 ve 2Ç23 sonuçları incelendiğinde, marjlarda dalgalanmalar (özellikle 1Ç23'te düşük, 2Ç23'te güçlü toparlanma) gözlenmiştir. Net kâr tarafında finansal giderler ve kur farkı zararları baskı oluştursa da, ihracat gelirlerindeki artış ve hammadde/lojistik maliyetlerinde göreceli iyileşme 2Ç23'te operasyonel kârlılığı yukarı çekmiştir.

### **Beş Yıllık Dönemdeki Önemli Noktalar:**

1. 2019–2020 arasındaki normalleşme ve pandemi başlangıcı;
2. 2021–2022'de küresel lojistik ve hammadde fiyat şokları;
3. 2022 sonunda başlayan normalleşme sinyalleri ve 2023'te Avrupa'daki talep zayıflığına rağmen kapasite ve ihracatta devam eden artış.

### **Riskler ve Potansiyel:**

Kur ve hammadde riski en temel konular olarak göze çarptıkça, Vestel'in güçlü ARGE altyapısı, ölçek ekonomisi, ODM tecrübesi ve ihracattaki rekabetçi konumu şirketi öne çıkarır. Net borçta artış olup Net Borç/FAVÖK zaman zaman yükselmiş olsa da, şirketin nakit yaratma gücü ve ilişkili şirketler arasındaki finansal destek mekanizması riskleri sınırlayıcı rol oynar.

### **Son Söz:**

Vestel, Türkiye'nin en büyük beyaz eşya ve elektronik ürün ihracatçılarından biri olarak, küresel ekonomik çalkantı ve yerel enflasyonist ortamda marj dalgalanmalarına rağmen uzun vadeli büyüme potansiyelini koruyan bir şirket izlenimi vermektedir. 2023 başı ve 2Ç23 itibarıyla

finansallar, talep zayıflığına rağmen pazar payı kazanımları ve yeni pazarlara yönelme stratejisiyle operasyonel performansı desteklediğini göstermektedir. Yatırımcılar açısından, yüksek ihracat payı ve ölçek avantajı olumlu görülse de kur ve hammadde maliyeti riskleri, Avrupa talebindeki oynaklık gibi faktörler kısa vadede hisse performansında oynaklık yaratabilir.

## 8. KAYNAKLAR ve EK BİLGİLER

1. [KAP – Vestel Elektronik / Vestel Beyaz Eşya](#)
2. **1Ç23 Kar Analizi** (Vestel Beyaz Eşya odaklı) ( )
3. **2Ç23 Kar Analizi** (Vestel Beyaz Eşya odaklı) ( )
4. Çeşitli analist ve sektör raporları (2023).

**Yasal Uyarı:** Bu rapor, yatırım danışmanlığı faaliyeti niteliği taşımamakta olup, genel bilgilendirme amaçlıdır. Herhangi bir yatırım kararı, kişinin kendi risk-getiri profili göz önünde bulundurularak ve gerekiyorsa uzman desteğiyle alınmalıdır.

Bu kapsamda, Vestel (VESTL) hissesi, **yüksek ihracat payına sahip olması, ölçek ve lojistik avantajları ve güçlü ARGE/ODM tecrübesiyle uzun vadede potansiyel sunarken, kısa vadede kur ve hammadde fiyat dalgalanmaları, Avrupa talebindeki zayıflık ve finansal giderler** gibi riskler göz önünde bulundurulmalıdır.