



EKİNCİLER
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

3 Mart 2005

VESTEL

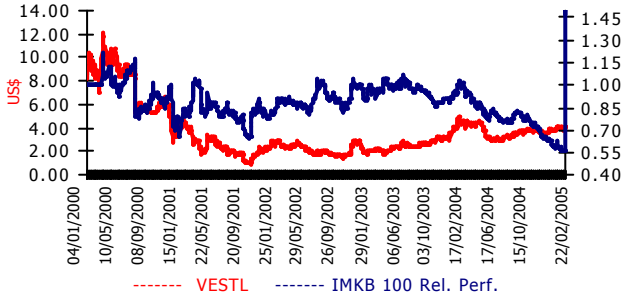
Dayanıklı Tüketim

AL

Fiyat :	YTL 5.20
	US\$ 4.04
Hedef Fiyat:	US\$ 5.25

Reuters / Bloomberg	VESTL.IS / VESTLTI
Piyasa Değeri (US\$ m)	645
12 Ay En Yüksek	733
12 Ay En Düşük	457
Firma Değeri (US\$ m)	384
Takasbank Saklama Oranı	58%
Takas Saklama PD (US\$ m)	374
Hisse Sayısı	159,099,887
Ort. Günlük Hacim (US\$)	11,140,580
YBB Değişim (TL)	-1.0%
YBB Değişim (US\$)	5.4%

Fiyat Grafik



Mali Rakamlar & Tahminler	2003	2004T	2005T
Net Satis	2,243	2,754	3,236
FAVÖK	200	423	440
FAVÖK Marjı	9%	15%	14%
Net Kar	50	78	88
Net Kar Marjı	2%	3%	3%
F/K x (US\$)	6.1	10.4	10.2
P/D x (US\$)	1.0	1.1	1.2
Firma Değeri/FAVOK x	6.6	5.7	6.3

- Vestel Avrupadaki BMarkali renkli TV pazarında sağlam pozisyonunu korumaya, ve Avrupalı sağlam perakendeci ve toptancılarla A-markali ürünlerden cirosunu artırmaya devam ediyor.
- Vestel'in ihracat ağırlıklı yapısı firmayı iç piyasa talebindeki dalgalanmalardan uzak tutuyor.
- Bilinmeyen veya zayıf markalara karşı gelisen tüketici trendi Vestel'e olumlu yansıyor. Daha yüksek kar marjı olan beyaz esya ürünlerinin firmanın ürün portföyündeki payı artıyor.
- Vestel, mevcut yatırımlarının önümüzdeki yıllarda devreye alınmasıyla büyüyen ölçek ekonomisinden daha çok yararlanacak. Firma sağlıklı bir şekilde büyüyen iç piyasa talebini karşılamak ve coğrafi dağılımını artırmak üzere hem beyaz esya hem de dijital ürünler alanında büyümek üzere yatırımlarına devam edecek.
- Vestel bir yandan ana ürün gamında fiyat baskısıyla, diğer yandan Zorlu Holding'in hızlı büyüme stratejisine bağlı olarak yüksek yatırım harcamaları ve çalışma sermayesi gereksiniminden kaynaklanan artan fon gereksinimi ile karşı karşıya.
- Vestel'in yılbaşından bu yana hisse fiyat performansı IMKB 100 Endeksinin %10 gerisinde kaldı. Vestel doğrudan katılmamakla beraber, ana grubun Tüpras ihalesine girmesi sebebiyle yabancı bir bankaya Vestel'in %6,9 oranındaki hisselerinin rehn edilmesi firmanın piyasa değerini olumsuz etkiledi. Tüpras'ın Vestel ve Tatneft'e satışına ilişkin Özelleştirme İdaresinin kararı daha sonra Anayasa Mahkemesi tarafından iptal edildi.
- Değerleme olarak firma için 835 milyon dolarlık bir rakama ulaşıyoruz. Olumsuzlukların kalkmasıyla firmanın olması gereken değerine yeniden ulaşacağına inanıyoruz.

Degerleme

Degerleme çalismamizda Indirgenmis Nakit Akimlari ve uluslararası benzerleri ile kıyaslama yöntemlerini kullanıyoruz. 10 yıllık projeksiyonları dikkate alan Indirgenmis Nakit Akimlari analizinde Türkiye için risksiz faiz oranını %7,9 ve hisse senedi risk primini ise %5,5 olarak kullanıyoruz.

Ind.Nakit Akimi Degerlemesi

AOSM	12%
Beta	1.01
Indirgenmis Serbest NA Topl. (US\$ m)	467
Indirgenmis Dönem Sonu Deg. (US\$ m)	441
NBD(US\$ m)	908
(-) Net Borç (US\$ m)	262
Ö.Kayn.Deg(US\$ m)	646
Hisse Deger (YTL)	6.59
Cari Fiyat (YTL)	5.15
Prim/Iskonto	28%

Öngörülen sermaye harcamalarıyla ve artan kapasiteye bağlı artan çalışma sermayesi gereksinimiyle nakit akımlarının önümüzdeki bir kaç sene için zayıf kalacağını öngörmekteyiz. Ancak, bu dönemden sonra ölçek ekonomisine erilmesiyle, gerçekleştirilen yatırımların firmanın nakit yaratma gücünü artıracığını tahmin etmekteyiz. Indirgenmis nakit analizine bağlı tahminlerimize göre projeksiyon dönemi sonunda %1 büyüme oranı ile 646 milyon dolarlık olması gereken deger rakamına ulaşyoruz.

Indirgenmis Nakit Analizi

US\$ milyon	2003A	2004F	2005F	2006F	2007F	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F
Net Satışlar	2,242.5	2,754.0	3,235.9	3,511.0	3,616.3	3,724.8	3,836.5	3,951.6	4,070.2	4,192.3	4,318.0
Net Satışlar, Büyüme		23%	18%	9%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Brüt Kâr	408.4	685.1	744.3	754.9	777.5	800.8	824.9	829.8	814.0	817.5	842.0
Brüt Kâr Marjı	18%	25%	23%	22%	22%	22%	22%	21%	20%	20%	20%
ESAS FAALİYET KÂRI	146.9	330.5	356.0	388.0	398.8	409.0	405.3	434.1	435.5	464.5	479.3
Esas Faaliyet Kâr Marjı	7%	12%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
(+) Nakit Disi Kalemler	53.0	65.0	68.5	70.5	75.0	77.5	77.8	76.0	74.4	74.0	73.2
FAVÖK	199.9	395.5	424.5	458.5	473.8	486.5	483.1	510.1	509.9	538.5	552.5
FAVÖK Marjı	9%	14%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
Azinliklar Uyarlanmis FAVÖK	199.9	326.5	326.5	343.5	352.8	349.5	345.1	368.1	370.9	397.5	411.5
Azinliklar Uyarlanmis FAVÖK Majı	9%	12%	10%	10%	10%	9%	9%	9%	9%	9%	10%
(-) Vergi	45.0	82.8	108.0	115.0	135.0	155.0	160.0	165.0	155.0	151.0	148.0
İşletme Sermayesi Değişimi	161.0	-195.5	-145.0	-165.0	-115.0	-55.0	-25.0	-18.0	-10.0	-7.0	-11.0
(-) Yatırımlar	34.0	130.0	70.0	30.0	32.5	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0
Nakit Akımı	281.9	-81.8	3.5	33.5	70.3	104.5	125.1	150.1	170.9	204.5	217.5

Kaynak: Vestel, Ekinçiler Yatırım Tahminleri



EKİNCİLER

YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Vestel'in benzerleri 11,1x ve 9,3x 04Kari ve 05T kari ile işlem görürken sırasıyla 6,6x ve 5,1x Firma Değeri/FAVÖK ve 0,5x Firma Değeri/satışlar çarpanlarıyla işlem görüyor. Buna göre uluslararası benzerleri ile değerlendirildiğinde Vestel için 1.603 milyon dolar değere ulaşmaktayız.

Benzer Şirketler Karşılaştırması

Sirket	Piyasa Değeri (US\$ milyon)	2004T F/K	2005T F/K	2004T FD/FAVÖK	2005T FD/FAVÖK	2004T FD/Satışlar	2005T FD/Satışlar
Sony	35,340	n.a.	n.a.	9.47	8.26	0.67	0.66
Thomson	7,246	n.a.	16.98	4.19	3.95	0.78	0.84
Pioneer	3,213	n.a.	n.a.	8.29	6.43	0.51	0.48
Sanyko Seiki MFG	1,618	11.70	n.a.	n.a.	n.a.	1.30	1.23
TCL Corp	1,200	18.03	16.20	n.a.	n.a.	0.41	0.26
TCL International Holdings	654	10.82	11.64	9.42	8.77	0.21	0.14
ALBA Plc.	580	13.32	11.92	12.40	10.41	0.47	0.42
The Grande Holdings	434	4.74	5.54	3.52	4.40	0.62	0.55
Konka Group	345	18.46	n.a.	n.a.	n.a.	0.41	0.34
Alco Holdings	239	7.72	7.11	2.75	2.38	0.34	0.31
D & M Holdings	189	n.a.	n.a.	5.98	3.84	0.23	0.22
Loewe AG	117	n.a.	n.a.	9.35	1.79	0.36	0.32
Emerson Radio	99	15.91	n.a.	n.a.	n.a.	0.51	n.a.
Starlight International	70	3.51	2.89	3.55	3.03	0.24	0.21
Mitsumaru East Kit	63	9.04	5.57	n.a.	n.a.	0.76	0.53
Fujikon Ind Holdings	62	7.90	6.00	3.51	2.79	0.47	0.39
Ortalama		11.01	9.32	6.58	5.09	0.52	0.46
Vestel	635	33.67	16.79	16.13	11.61	0.93	0.68

Vestel'in ağırlıklı olarak Bmarkalar ve fason ürünler pazarında faaliyet gösterdiği, dolayısı ile marka priminden yoksun olduğu dikkate alındığında uluslararası benzerleri ile kıyaslamaya %20, indirgenmiş nakit akımları analizine ise %80 ağırlık verilmesini uygun görüyoruz. Bu şekilde Vestel için mevcut fiyat seviyesine göre %30 yukarı potansiyele işaret eden 835 milyon dolar olması gereken değer rakamına ulaşılıyor.

Degerleme Özeti

	OG Değer	Ağırlık	Ağırlıklı D.
INA	646	80%	516
Uluslararası Benzer Kıyas	1,603	20%	319
OG Değer			835
Piyasa Değeri			645
Prim / İskonto			30%

Kaynak: Ekİnciler Tahmin

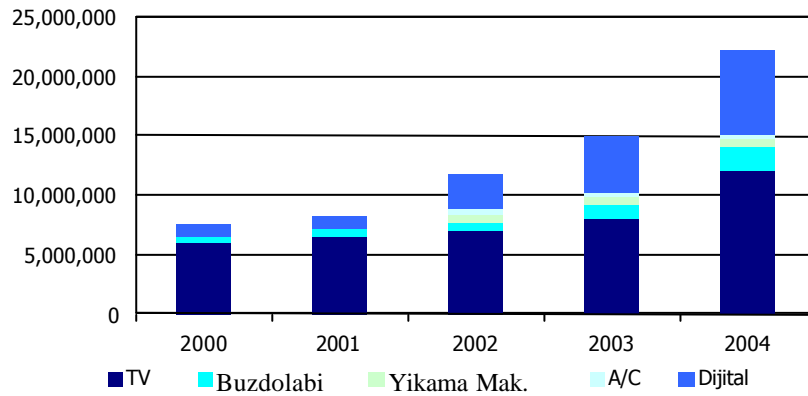
Sektöre Bakis

- Diğer imalat sektörleri için de temel bir sektör olan elektronik sektörünün dünya geneli pazar büyüklüğü 1.000 milyar dolar olarak tahmin ediliyor. Telekomünikasyon, bilgisayar, otomasyon ve iletişim teknolojilerinin giderek artan önemi ve elektronik tüketim mallarına olan talebin artmasıyla elektronik sektörünün 21. Yüzyılda liderlik pozisyonunu koruyacağı öngörülüyor.
- Hizla gelismesiyle dikkat çeken Türk elektronik sektörü, halen en hızlı büyüyen imalat sektörü durumunda. Türk elektronik sektöründe tüketim malları ve telekomünikasyon cihazlarının ağırlığı bulunuyor.
- Sektörün hızlı büyüme döneminde Türk üreticilerin ihracatları da önemli ölçüde artış gösterdi. Tüketim cihazı ihracatı grubunun %90'ından fazlası renkli TV ve renkli TV ihracatının %85'i basta Almanya ve İngiltere olmak üzere Avrupa ülkelerine yapıyor. GFK İstatistiklerine göre Avrupa renkli TV pazar büyüklüğü 35 milyon adet. Pazarda B-Marka ürünler adet olarak %70, değer olarak %50'lik paya sahipken, adet olarak geri kalan %30'luk ve değer olarak %50'lik pazar payı A-Marka ürünlere ait. Ürün adedi olarak bakıldığında Avrupa pazarına Vestel, Philips ve Beko'nun hükmettiği görülüyor. Ciroda ise Philips pazar lideri konumunda bulunuyor. Türk ihracatçılar ise Avrupa pazarına farklı ürünler sunma çabalarını sürdürüyor.
- Yerli elektronik sektörü daha çok tüketime hazır ürünler üretirken ithal edilen elektronik ürünlerin çoğunluğunu parçalar oluşturunuyor. Telekomünikasyon altyapı geliştirme yatırımlarıyla beraber Türkiye'nin telekomünikasyon ekibi ithalatında da hızlı çıkış oldu.
- Hızlı büyüme sonrasındaki 1999-2001 yıllarındaki kriz dönemine bakıldığında, Türkiye'deki tüketime yönelik elektronik ürün talebinin ne kadar kuvvetli olduğu görülebilir. 2003'de ise iç piyasa 2002'ye göre %35 oranında büyüme göstererek 2,3 milyon adede yükseldi. Benzer şekilde piyasa hacmi 2003'de yaklaşık %40 büyüdü ve 747 milyon dolar ciroya ulaştı.
- Belirtilen dönemdeki satışların büyümesi temel olarak dijital kameralar ve DVD çalarların piyasaya gelmesi ve yaygınlaşmasına bağlıydı. Adet ve değer olarak video ürünlerin satışlarındaki artış sırasıyla %22 ve %20 seviyesindeydi. Sesli ürünlerin geneldeki payı ise aynı kalmakla beraber ev tiyatro sistemleri gibi farklı ürünlerin piyasaya gelmesiyle ürün paletinde genişleme oldu. DVD çalarlar ve ev tiyatro sistemleri Türkiye'deki büyük şehirlerde yoğun ilgi gördü ve yayıldı. Bu arada devletin kontrol altına alma çabalarına rağmen kaçak yollarla ülkeye giren ve bu sebeple düşük fiyatla satılan ürünlerde piyasada yer aldı.
- Türkiye tüketim elektroniği pazarı satışlarının %90'ı yetkili satıcılar tarafından gerçekleştiriliyor. Büyük elektrikli cihaz üreticilerinin ise yine yetkili satıcı olan ancak bağlayıcı olarak anlaşma yapılmış bir bayilik ağı bulunuyor. Ayrıca TeknoSa ve Bimeks gibi sadece elektronik tüketim ürünleri konusunda faaliyet gösteren perakende mağaza zincirleri de piyasada yer alıyor. Bu firmalar büyüklükleri dolayısıyla sağladıkları satın alma gücü ile fiyat avantajı elde ederken hem mağaza sayısı hem de video, ses ve bilgisayar ürünleri satışlarından cirolarını hızla artırıyor.

Sirket

- Vestel, Türkiye'nin önde gelen ve tekstil, enerji, turizm, bankacılık ve finansal hizmetler alanlarında yatırımlarıyla geniş bir alanda faaliyet gösteren dev gruplarından Zorlu Grubu bünyesinde yer alıyor. 1984 Yılında kurulan Vestel 1994 yılında Zorlu Grubu'na geçti ve sonrasında Türkiye pazarının en büyük elektronik ürünleri üreticisi ve Dünya'da da en büyük üreticilerden birisi konumuna geldi.
- Halen 11.533 çalışanıyla Vestel Grubu elektronik ürünler imalat, teknoloji yönetimi, pazarlama ve dağıtım ile dijital teknoloji ve beyaz esya alanında faaliyet gösteren 15 şirketten oluşuyor. Vestel Grubunun ürünleri düz, plazma, TFT-LCD ve konvansiyonel TV'ler, TV-DVD setleri, IDTV'ler, digital ve analog alicılar, kişisel bilgisayarlar, monitörler, iklimlendiriciler, kar yapmayan ve statik buzdolapları ile yıkama makinalarından oluşuyor. Vestel 2005 yılında da pisirme cihazları üretimine girmeyi planlıyor.
- Vestel'in is stratejisi Arastırma ve Gelistirme'ye daha fazla yatırım yaparak piyasadaki öncü pozisyonunu korumayı ve A markalı ürünlerin toplam ürün portföyü içindeki payını artırmayı hedef alıyor. Halen esas olarak Avrupa pazarında aktif olan Vestel, önümüzdeki 10 yildaki büyüme stratejisini eski Sovyetler Birliği üyeleri ve orta asya ülkelerine odaklı bir coğrafi büyüme eksenini etrafında oluşturuyor. Vestel'in halen Rusya'da yıllık 1 milyon adet kapasiteli bir üretim tesisi bulunuyor ve bunu 2 milyon adete çıkarmayı planlıyor. Firma B markalı renkli TV alanında talepleri karşılamak üzere Hindistan'da da bir montaj tesisi kuracağını açıkladı ancak bu yatırımın potansiyel büyüklüğü ve yatırım tutarı hakkında henüz bir açıklama yapılmadı.
- Ürün bazında değerlendirildiğinde Vestel'in ana büyüme alanı tüketim elektroniği ve beyaz esya odaklı. Vestel'in 1994'de Zorlu Grubuna geçişinden bu yana üretim kapasitesi ciddi ölçüde artarak 22 milyon adete yükseldi. Firmanın dijital ürünlerdeki üretim kapasitesi de 2002 ve 2005 yılları arasında belirgin ölçüde arttı. Gerek iç gerek dış piyasada dijital ürünler talebinin kuvvetlenmesi beklentisine paralel olarak Vestel bu konuda da daha yoğun faaliyet için plan yapmakta. Vestel 2004'de 86 milyon doları yeni yatırım 46 milyon doları ise mevcut tesisleri yenileme ve bakım olmak üzere toplam 130 milyon dolarlık yatırım harcaması yaptı. Vestel 2005'den sonra esas olarak faaliyeti sürdürme/bakımla ilgili yatırım harcaması yapmayı ve firmanın pazarlama ve dağıtım giderlerine olumlu yansımaları beklenen orijinal ürün üretimi ile ilgili işlere ağırlık vermeyi planlıyor.

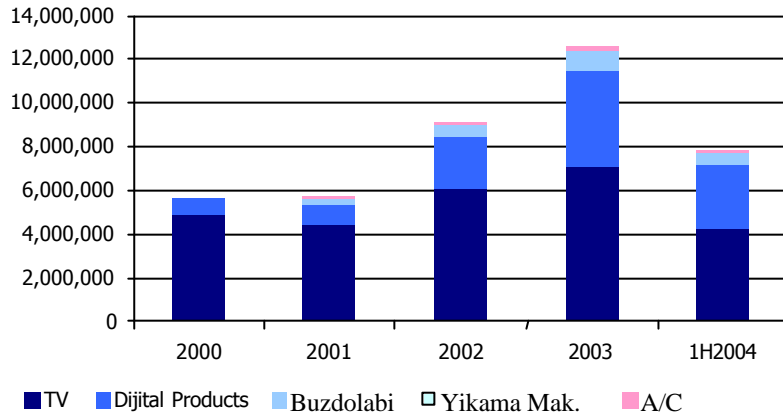
Vestel – Ürün Kapasiteleri (adet)



Kaynak: Vestel

- Renkli TV satışları Vestel'in toplam cirosu içinde önemli bir pay oluşturuyor. Son 3 yıl içinde Vestel, dijital ürünlere olan talep artışıyla bu alana odaklandı. Beyaz esya üretim hatlarını da genişleterek Vestel'in bu alandaki satış rakamları önceki yıllara göre dikkat çekici ölçüde artış kaydetti.
- Vestel'in satış hasılatında yurtdışı satışların ağırlığı bulunuyor. İhracatlar ise TV, dijital ürünler ve belli ölçüde beyaz esya ağırlıklı ürünlerden oluşuyor. Vestel'in ihracatında %80 payı B markalı ürünler oluştururken kalan %20'si ise A markalı ürünlerden oluşuyor. Firma A markalı ürünlerin satış hacmini daha çok artırmayı planlıyor ve bu konuda çalışıyor. Vestel'in ihracatının önemli bir kısmı baste %27,4 pazar payına sahip olduğu Almanya (2003 satışlarının %24'ü), olmak üzere Avrupa ülkelerine. Diğer önemli ihracat yapılan ülkeler İngiltere (2003 satışlarının %18'i), İspanya (2003 satışlarının %11,1'i), Fransa (2003 satışlarının %10,5'i) ve İtalya (2003 satışlarının %9,75'i) olarak sıralanıyor. Vestel'in bu ülkelerdeki pazar payları ise şöyle: İngiltere %15,6, İspanya %37,5, Fransa %14,2, İtalya %17,3.

Ihracat – Ürünlere göre dağılım (adet)

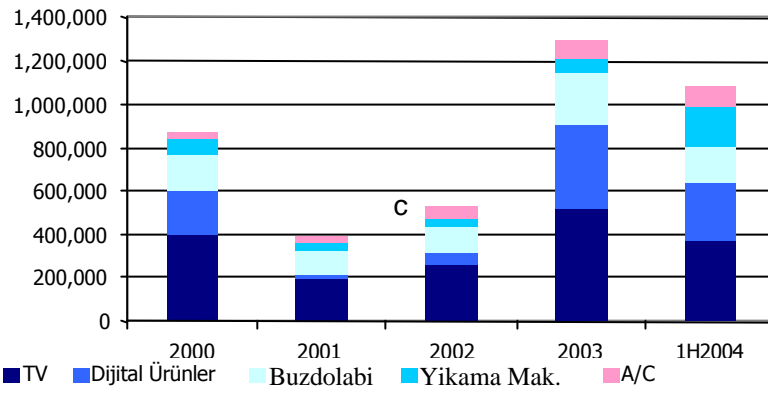


Kaynak: Vestel

- Vestel Avrupa pazarlarına olan yakınlığı yanında AB ile Gümrük Birliğinin avantajını yaşıyor. Vestel ayrıca Asya'daki üreticilerin renkli TL'leri için AB'nin uyguladığı anti-damping vergilerine de konu olmamakla avantaj sağlamış bulunuyor. Uzak Doğu ve Çin merkezli üreticilerin Avrupa pazarlarına girebilmeleri için ayrıca daha yüksek navlun, gümrük vergileri ve anti-damping tarifeleri gibi engeller bulunuyor.
- Vestel ihracatlarının döviz cinsinden tahsil ediyor ve böylece dövizli borçlarına karşılık risklerini dengeliyor. İhracatın içinde Euro bazlı satışlar 2004 1. Yarı itibarıyla %77 iken ABD Doları bazlı satışlar %6'lık paya sahip. Firmanın ihracatındaki Euro ağırlığının önümüzdeki orta vadede de devam etmesini bekliyoruz.
- Vestel aynı zamanda Japon markalı ürünlerin satışını da gerçekleştiriyor (2003 satışlarının %19'u) ve ithal satışlarının toplam satışlarına oranını 2007'de %25-30 seviyesine çıkarmayı planlıyor.

- Kiyaslama olarak küçük olması sebebiyle iç piyasa Vestel'in birim satışlarının büyümesinde kısmi bir paya sahip. Bununla beraber Vestel iç piyasaya da önem veriyor ve 800 adet yetkili satıcıdan oluşan bir dağıtım kanalına sahip. Renkli TV ve dijital ürünler satışları Vestel'in iç piyasa satışlarında da ağırlığa sahip. Bununla beraber beyaz esya (buzdolabı ve yıkama makineleri) ve iklimlendirme cihazları satışları ihracata göre iç piyasada daha yüksek bir paya sahip. Piyasada %41 paya sahip olan (2002 Mali yılında %44) Beko'dan sonra Vestel'in piyasa payı iç piyasadaki %144 oranındaki artışla 1,3 milyon birime çıkan talebe paralel olarak 2002'deki %25 seviyesinden, 2003'de %32'ye yükseldi.

Yurtiçi Satışlar – Ürün Dağılımı (adet)



Source: Vestel

- 3Ç2004 döneminde Vestel, renkli TV ve dijital ürünler ağırlıklı olarak 14,6 milyon adet satış gerçekleştirdi. Firmanın 3Ç2004 satış rakamı ise yıldan yıla %55 artış gösterdi. Firmanın ürün çeşitliliğini geliştirme konusunda fikir vermesi için satışların kompozisyonuna bakıldığında dijital ürünlerin yıldan yıla %74, renkli TV ise yıldan yıla %38 artarak 7 milyon adete ulaştı. Monitör satışları ise %99 azalırken bilgisayar satışları yıldan yıla %119 artış gösterdi. Vestel, Vestel Beyaz Eşya'nın yönetimini tam olarak elinde bulunduruyor ve Aralık 2003'de %25'ini alarak payını %35'e çıkardığı istikrarını tamamen konsolide ediyor. Vestel'in buzdolabı ve yıkama makinesi satışları ise sırasıyla 1.122 bin ve 493 bin oldu.

Mali Tablolar

- Vestel 2003 sonundan bu yana konsolide mali tablo yayınlıyor ve 3Ç2004 sonuçlarına göre Satışlar 1.979 milyon dolara ulaşmış durumda. Mali tablolardaki farklılık sebebiyle 2003 mali yılı rakamları ile kıyaslama yapmak anlamlı değil. Bununla beraber firmanın 2004 çeyrek dönemler itibarıyla performansını değerlendirmek uygun olabilir. Buna göre satışların 2004 2. Çeyrekte 1. Çeyreğe göre %18,3 oranında, 3. Çeyrekte ise 2. Çeyreğe göre %9 oranında arttığı görülüyor.
- Vestel'in maliyetlerinde parça maliyeti önemli bir yer tutuyor. Firmanın üretim maliyetlerinin %90'lık kısmı yabancı para cinsinden ve ağırlıklı olarak (%62'si) Euro bazlı. Bu da yaklaşık olarak %85 olan yabancı para cinsinden satışlara karşılık geliyor. Bununla beraber Dolar bazlı maliyetlerin toplam maliyetlerin %29'unu kapsaması, Dolar bazlı satışların ise toplam satışların yaklaşık %6'si olması sebebiyle firma belli ölçüde yabancı para riskine maruz durumda bulunuyor. Bu sebeple Dolar'daki değer kaybı ve yüksek Dolar/Euro paritesi Vestel'in karlılığına olumlu etki yapıyor. Bunların yanı sıra Vestel aktif olarak TL/Dolar vadeli kontratları ile potansiyel döviz risklerini kontrol altında tutuyor.



- Euro/Dolar paritesindeki gelişmelere bağlı olarak Vestel'in karlılık marjları 2004 3. çeyrekte olumlu yönde gelişti. Paritedeki gelişmelerin yılsonu rakamlarına daha net yansiyacağını beklemekle beraber firmanın brüt kar marjı 2003 sonundaki %18,2 değerine göre %4,3 artış göstererek %22,5'e ulaştı. Vestel'in 2004 3. çeyrekteki FAVOK rakamı ise 2003 mali yılına göre %37,8 oranında artarak 277,4 milyon dolara yükseldi. Brüt Kar marjındaki iyileşme doğrudan FAVOK rakamına yansidi ve FAVOK marjı 2003 sonundaki %9 değerinden 2004 3. çeyrekte %14'e ulaştı.
- 2004 3. Çeyrek sonuçlarına göre Vestel'in 38,4 milyon dolar net borcu bulunuyor. Bununla beraber ağırlıklı olarak ihracata çalışan Vestel çoğunlukla akreditif kredileri kullanıyor. Bu krediler de faiz içerdiği için borçlanma aracı olarak değerlendirilebilir. Bu yükümlülükler de eklendiğinde Vestel'in net borç pozisyonunun 2004 3. çeyrek sonunda 130 milyon dolarlık yatırımlar ve artan işletme sermayesi ihtiyacıyla 261,5 milyon dolara ulaştığını görüyoruz. (2003 mali yılı sonunda 73 milyon dolar) Vestel'in mali yükümlülükleri yabancı para ağırlıklı ve faiz oranları %2,5 ile %11,5 arasında değişirken TL yükümlülüklerin faiz oranları ise %25 ile %35 arasında değişiyor. 2004 yılındaki başlayan ve ilerdeki yatırımların nakit olarak finansmanı ile Vestel'in borç pozisyonunun daha artmasını bekliyoruz. TL'nin değer artışı mali giderlere olumlu etki yapmakla beraber borçların artmasıyla Vestel 2004 3. çeyrekteki finansal giderleri daha yükseğe çıkitti. Sonuç olarak Vestel 2004 3. çeyrekte 2003 yılına göre %19,6 oranında artışla 52,3 milyon dolarlık konsolide net kar açıkladı.



Vestel Konsolide Mali Tablolar, Özet

Bilanço (TRL milyon)	30/09/2004	30/06/2004	31/03/2004	31/12/2003
Cari Aktifler	3,030,441,556	2,900,642,337	2,503,871,706	2,328,290,669
Likit Varlıklar	678,981,894	634,404,500	708,594,928	686,180,941
Satılabilir MK	0	0	478,381	819,985
KV Ticari Alacak	899,857,256	989,254,836	890,765,769	867,255,581
Diğer Alacak	78,157,186	66,722,398	69,674,013	80,511,585
Stoklar	1,155,199,120	975,510,698	713,707,352	589,655,404
Diğer Cari Varlık	218,246,100	234,749,905	120,651,264	103,867,174
UV Varlıklar	854,751,058	826,186,509	769,603,589	761,005,284
UV Ticari Alacak	9,205,435	9,068,494	99,553	113,038
Diğer UV Alacak	0	0	0	0
UV Finansal Alacak	4,638,619	4,440,680	4,523,936	4,552,988
Maddi Sabit Kıymetler	686,533,299	656,575,327	611,317,719	590,879,452
Gmaddi Sabit Kıymetler	137,214,649	137,648,852	139,075,451	141,472,364
Diğer UV Varlıklar	17,159,056	18,453,156	14,586,931	23,987,442
Toplam Varlıklar	5,505,783,381	5,068,138,565	4,774,919,193	4,743,825,352
KV Borçlar	2,144,979,389	2,056,729,937	1,645,364,756	1,500,204,232
Finansal Borçlar	208,460,167	117,375,602	109,949,879	97,694,739
Ticari Borçlar	1,709,426,723	1,697,205,502	1,387,298,667	1,244,264,945
Diğer KV Borçlar	5,689,617	17,052,561	78,261,891	72,994,826
Siparis Avansları	4,650,993	14,600,450	303,498	31,227,564
Vergi ve Benzerleri Karsılığı	216,751,889	210,495,822	69,550,821	54,022,158
UV Borçlar	702,811,849	665,030,337	659,088,988	671,762,807
Finansal Borçlar	528,076,671	499,737,473	473,906,370	517,057,621
Ticari Borçlar	0	0	0	0
Diğer UV Borçlar	0	0	0	47,210
Siparis Avansları	0	0	0	0
Karsılıklar	174,735,178	165,292,864	185,182,618	154,657,976
Azinlik Hakları	99,980,435	94,932,642	75,547,426	57,730,041
Özsermaye	937,420,941	910,034,839	893,474,126	859,598,874
Sermaye	159,099,887	160,833,848	163,298,868	173,919,123
Sermaye Taahhütleri	0	0	0	0
İhraç Primleri	0	0	0	0
Y Degerleme Farkları	2,597,194	2,402,420	1,630,809	2,499,032
Karsılıklar	171,198,823	306,977,981	946,297,099	936,766,503
Cari Yıl Karı	78,340,559	50,503,992	35,843,242	66,607,890
Cari Yıl Zararı	0	0	0	0
Birikmiş Zararlar	-235,440,866	-368,208,418	-253,577,170	-319,941,752
Ayarlama Farkları	761,625,344	757,525,016	-18,721	-251,923
Toplam Pasifler	3,885,192,614	3,726,727,755	3,273,475,295	3,089,295,953

Gelir Tablosu(US\$ mn)	30/09/2004	30/06/2004	31/03/2004	31/12/2003
Brüt Satışlar	3,054,082,174	1,892,476,921	821,386,911	3,497,179,194
Y.İç Satışlar	754,592,663	481,161,729	196,075,571	1,015,528,577
İhracat	2,290,876,943	1,403,011,731	624,822,568	2,481,650,617
Diğer Satışlar	8,612,568	8,303,461	488,772	0
Satis İskontoları	-90,879,820	-55,326,340	-23,362,980	-81,683,548
Net Satis	2,963,202,354	1,837,150,581	798,023,930	3,415,495,645
SMM	-2,297,123,881	-1,352,187,511	-646,568,100	-2,793,439,099
Brüt Kar/(Zarar)	666,078,473	484,963,070	151,455,830	622,056,546
Faaliyet Giderleri	-327,451,004	-204,836,754	-87,316,067	-398,354,955
Faaliyet Karı / (Zararı)	338,627,469	280,126,315	64,139,763	223,701,591
Diğer Faaliyet Gelir ve Karları	231,657,766	194,477,693	154,113,402	349,957,950
Diğer Faaliyet Gider ve Zararları	-73,919,871	-62,706,269	-90,281,584	-140,795,469
Finansal Giderler	-339,310,239	-291,807,781	-44,143,133	-284,137,835
Olaganüstü Gelir ve Kar	11,433,827	8,132,147	1,013,076	13,844,842
Olaganüstü Gider ve Zarar	-21,043,528	-19,962,673	-1,952,325	-19,731,565
Net Parasal Kar/(Zarar)	-8,841,468	-12,396,991	-12,793,906	-32,253,530
Vergi Öncesi Kar	138,603,957	95,862,442	70,095,292	110,585,984
Vergi ve Benzerleri	-19,578,026	-8,322,029	-15,460,651	-43,714,233
Azinlik Hakları	-40,685,372	-37,036,420	-18,791,399	-263,861
Net Kar/(Zarar)	78,340,559	50,503,992	35,843,242	66,607,890



EKİNCİLER

YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Vestel Konsolide Finansal Tablolar, Özet

Bilanço (US\$ million)	30/09/2004	30/06/2004	31/03/2004	31/12/2003
Cari Varlıklar	2,024	1,938	1,862	1,529
Likit Varlıklar	453	424	527	451
Satılabilir MK	0	0	0	1
KV Ticari Alacaklar	601	661	662	569
Diğer KV Alacak	52	45	52	53
Stoklar	771	652	531	387
Diğer Cari Varlıklar	146	157	90	68
UV Varlıklar	571	552	572	500
UV Ticari Alacaklar	6	6	0	0
Diğer UV Alacaklar	0	0	0	0
UV Finansal Varlıklar	3	3	3	3
Maddi Sabit Kıymetler	458	439	455	388
Gmaddi Sabit Kıymetler	92	92	103	93
Diğer UV Varlıklar	11	12	11	16
Toplam Varlıklar	2,595	2,489	2,434	2,028
KV Borçlar	1,433	1,374	1,224	985
Finansal Borçlar	139	78	82	64
Ticari Borçlar	1,142	1,134	1,032	817
Diğer KV Borçlar	4	11	58	48
Sipariş Avansları	3	10	0	21
Vergi ve Benzerleri Karşılıkları	145	141	52	35
UV Borçlar	469	444	490	441
Finansal Borçlar	353	334	352	339
Ticari Borçlar	0	0	0	0
Diğer UV Borçlar	0	0	0	0
Sipariş Avansları	0	0	0	0
Karşılıklar	117	110	138	102
Azınlık Hakları	67	63	56	38
Özsermaye	625	607	664	564
Sermaye	106	107	121	114
Sermaye Taahhütleri	0	0	0	0
Hisse İhraç Primleri	0	0	0	0
YD Farkları	2	2	1	2
Karşılıklar	114	205	704	615
Cari Yıl Karı	52	34	27	44
Cari Yıl Zararı	0	0	0	0
Birikmiş Zararlar	-157	-246	-189	-210
Ayarlama Farkları	507	505	0	0
Toplam Pasifler	2,593	2,488	2,434	2,028

Gelir Tablosu(US\$ mn)	30/09/2004	30/06/2004	31/03/2004	31/12/2003
Brüt Satış	2,040	1,264	611	2,296
İç Piyasa Satış	504	321	146	667
İhracat	1,530	937	465	1,629
Diğer Satış	6	6	0	0
Satış İskontoları	-61	-37	-17	-54
Net Satış	1,979	1,227	593	2,243
SMM	-1,534	-903	-481	-1,834
Brüt Kar/(Zarar)	445	324	113	408
Faaliyet Giderleri	-219	-137	-65	-262
Faaliyet Karı / (Zararı)	226	187	48	147
Diğer Faaliyet Gelir ve Karları	155	130	115	230
Diğer Faaliyet Gider ve Zararları	-49	-42	-67	-92
Finansal Giderler	-227	-195	-33	-187
Olaganüstü Gelir ve Kar	8	5	1	9
Olaganüstü Gider ve Zarar	-14	-13	-1	-13
Net Parasal Kar/(Zarar)	-6	-8	-10	-21
Vergi Öncesi Kar	93	64	52	73
Vergi ve Benzerleri	-13	-6	-11	-29
Azınlık Hakları	-27	-25	-14	0
Net Kar/(Zarar)	52	34	27	44



**Ekinciler Yatırım Menkul Değerler A.S.
Araştırma**

Yıldız Posta Cad. Dedeman Tic. Merkezi No:52 K:5
34349 Esentepe / İSTANBUL - TÜRKİYE

Santral	:+90 (212) 266 2766
Araştırma	:+90 (212) 266 1624
Fax	:+90 (212) 266 1630

© 2005 Ekinciler Yatırım Menkul Değerler A.S.

Bu rapordaki bilgiler Ekinciler Yatırım Menkul Değerler A.S.'nin güvenilirliğine inandığı kaynaklardan derlenmiştir, ancak Ekinciler Yatırım Menkul Değerler A.S. bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti vermemekte ve doğabilecek hatalarda sorumluluk üstlenmemektedir. Belirtilen görüşler Araştırma Bölümü'ne ait olup, önceden belirtilmeden değişiklik yapma hakkı saklıdır.