

# Doğuş Otomotiv

Operasyondaki iyileşmeye karşın, pazar payındaki baskı devam ediyor

Mehmet Mumcu  
Analist  
mmumcu@sekeryatirim.com

Doğuş Otomotiv yılın üçüncü çeyreğinde piyasa beklentisi olan 76mn TL'nin oldukça altında, bizim beklentimiz olan 30mn TL'nin ise bir miktar üzerinde, 41mn TL net kâr açıkladı (4Ç16: 95mn TL). Beklentilerin üzerinde 4,718mn TL net satış rakamı açıklayan Doğuş Otomotiv, 4Ç16'daki brüt marjı olan 8.7%'nin hafif üzerine çıkarak 8.8% brüt kârlılık seviyesine ulaştı. Faaliyet giderlerinin net satışlara oranında ise; 4Ç16 (6.0%) ve önceki çeyreklere (3Ç17: 6.3% - 2Ç17: 6.6% - 1Ç17: 8.3%) göre net satışlardaki önemli seviyedeki artışa bağlı olarak bu oranı 5.5% seviyesine düşürebildi. Buna bağlı olarak şirket, 4Ç16'daki 3.1% (124mn TL) FAVÖK marjınının 0.6 yp ötesinde, 3.7% FAVÖK marjı ile (175mn TL) 4Ç17'yi operasyonel anlamda başarılı tamamladı. FAVÖK seviyesinde 4Ç17 için piyasa beklentisi TRY 164mn ve 3.7% seviyesindeydi.

**2018 beklentileri:** Doğuş Otomotiv markalarının pazarda "orta-üst segment" olarak konumlanıyor olması, ÖTV artışının etkilerini fazlasıyla hissettiriyor. İthal ürün gamının hem marjları hem de satış adetlerini baskıladığı bu konjonktürde şirkete olan muhafazakar bakışımızı sürdürüyoruz. Şirket; 2018 yılında otomotiv pazarında 850-875bin adet aralık öngörürken, Doğuş Otomotiv markalarının satış adetlerinin ise Skoda markası satışları dahil 165-175bin adet olmasını bekliyoruz. Biz ise pazarın daralma beklentilerine 2018 yılı strateji raporumuzun otomotiv sektörü analizi kapsamında bahsettiğimiz sebeplerden ötürü daha optimistik yaklaşıyoruz ve pazarın 1mn adet bandına yakın seyretmesini bekliyoruz. Buna bağlı olarak Binek+Hafif Ticari+Ağır Ticari araçlarda iyileşme göstererek 19.1% pazar payına ulaşmasını (Skoda Dahil) beklediğimiz Doğuş Otomotiv'in yılı 190bin adet satış ile tamamlayacağını düşünüyoruz. Buna karşın FAVÖK marjında ise minör gerileme bekliyoruz.

**Temettü:** Şirket, 2017 yılının beklentilerden de negatif gerçekleşmesine karşın, hisse başına 0.65 TL brüt temettü öneceğini açıklayarak, beklentilerimizin üzerine çıktı. Zor geçen bir yılın ardından verilen %7.5 temettü verimine işaret eden bu kâr payı dağıtımını olumlu karşılıyoruz. Kâr dağıtım oranında geçmiş yıllarda iyi geçen senelerde %100'e yaklaşan ödemeler yapan şirketin, iyi geçmeyen senelerde de (2016: %60 - 2017: %78) yüksek oranda temettü dağıtma arzunu ise oldukça olumlu buluyoruz.

**Doğuş Otomotiv için 8.89 TL hedef fiyatı ile "TUT" önerimizi koruyoruz.** 2018T 13.1x F/K oranı ve 8.8x FD/FAVÖK oranıyla işlem gören Doğuş Otomotiv'in yurtdışı benzer şirketleri 10.2x F/K oranı ve 8.7x FD/FAVÖK rasyoları ile işlem görmektedir.

	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12	2018E	2019E
F/K	7,55	6,27	7,99	10,36	13,11	10,52
PD/DD	1,54	1,39	1,70	1,43	1,41	1,32
FD/FAVÖK	13,21	9,74	11,55	8,81	8,75	7,48
FD/Satışlar	0,61	0,43	0,40	0,36	0,32	0,29
Net Satışlar (TL Mn)	7.693	10.889	11.925	13.220	14.661	16.385
Net Kar (TL Mn)	252	303	238	183	145	180
Hisse Başına Kar (TL)	1,14	1,38	1,08	0,83	0,66	0,82

"TUT"  
Hedef Fiyat: 8.89 TL

	TL	US\$	
Fiyat	8,63	2,27	
BİST 100	117.632	30.889	
US\$ (MB Alış):	3,8055		
52 Hafta Yüksek:	9,80	2,76	
52 Hafta Düşük:	7,42	1,88	
Bloomberg/Reuters Kodu:	DOAS.TI / DOAS.IS		
Hisse Senedi Sayısı (Mn):	220		
	(TL Mn)	(US\$ Mn)	
Piyasa Değeri:	1.899	499	
Halka Açık PD:	285	75	
	S1A	S1Y	YB
YTL Getiri (%):	-1,9	-7,9	4,7
US\$ Getiri (%):	-3,1	-12,5	5,0
BİST 100 Göreceli Getiri (%):	-0,8	-30,1	2,7
Gün. Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	13,6		
Gün. Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	3,7		
Beta	0,83		
Yıllık Volatilite (Hisse)	0,24		
Yıllık Volatilite (BİST 100)	0,16		
Ortaklık Yapısı	%		
Doğuş Holding	35,2		
Doğuş Araştırma Geliştirme	30,3		
Halka Açık	34,5		
<b>Toplam</b>	<b>100,0</b>		



**2018 Otomotiv Pazarı ve pazar payı beklentilerimiz, Doğu Otomotiv'i konumlandırdığımız yer:** Doğu Otomotiv 2018'de, toplam araç pazarında yaklaşık %12'lik daralma beklerken, Doğu Otomotiv markalarındaki toplam araç satışlarında da yaklaşık %6'lık bir daralma beklemektedir. Doğu Otomotiv markalarında bizim beklentimiz ise marketin 1mn adet bandına artık oturduğunu düşünmemizde ötürü daha optimistik olmakla birlikte yaklaşık %5'lik bir satış artışı şeklindedir. Buna paralel olarak da Doğu Otomotiv pazar payının 2017 yıl sonundaki %18.7 seviyesinden %19.1 seviyesine çıkmasını bekliyoruz. (2016 yıl sonu: %20.9) Doğu Otomotiv markalı araç satışlarının yaklaşık %65'ini oluşturan Volkswagen'ın pazarın daralmasından beklentilerden daha büyük oranda etkilenişi, Volkswagen grubundaki sadece orta lüks segmentin değil orta-alt segmentin de beklentilerin hayli üstünde düşüş göstermesi, Doğu Otomotiv'in orta-alt segmentte rekabetçi fiyatlar konusunda üretici firmalara oranla daha çok zorlanması pazar payındaki baskının ve bizim şirkete optimistik yaklaşmamamızın temel sebepleridir. Buna karşın hem pazarda hem Doğu Otomotiv marka araç satışlarında ise iyileşme bekliyoruz. Genel olarak ise; yurtdışındaki satış adetleri daralmasını ikame edebileceği bir yurtdışı pazar kanalının olmayışı ise gelirler üzerindeki baskıyı devam ettiriyor.

**Doğu Otomotiv için 2018 yılı satış tahminimiz 14.6 milyar TL'dir.** 2018 yılında Türkiye otomotiv pazarındaki genel minör olumsuz beklentiye ve Doğu Otomotiv'in olumsuz beklentilerine karşın 1mn adet bandına oturmasını beklediğimiz otomotiv pazarında, Doğu Otomotiv'in binek araç+hafif ticari araç+ağır ticari araç satışlarında adet bazında %6 artış beklentimiz bulunmaktadır.

**2018 yıl sonu hedef fiyatımızı 8.89 TL olarak sürdürüyoruz.** 4Ç17 finansal sonuçlarının operasyonel tarafı beklentilerin üzerinde gelmesine karşın, TL'nin değer kaybettiği makro konjunktürde ve ÖTV oranlarının yüksek seyrettiği iç pazarda orta-üst segmentte konumlanan Doğu Otomotiv için, pazar paylarının baskı altında kalışının devam etmesini bekliyoruz ve 2017 başından bu yana koruduğumuz (yüksek ÖTV ortamı ve kur tahminlerimiz dolayısıyla) muhafazakar yaklaştığımız modelimizde önerimizi "TUT" olarak sürdürüyor, cari fiyatına göre %3 getiri potansiyeli öngörüyoruz.

Tablo 1: Özet Gelir Tablosu

Milyon TL	2014	2015	2016	2017	Yıllık	4Ç15	4Ç16	Yıllık	3Ç16	Çeyreklik
Satış Gelirleri	7.693	10.889	11.925	13.220	%10,9	3.964	4.718	%19,0	3.287	%43,5
Brüt Kâr	873	1.109	1.153	1.301	%12,8	343	414	%20,6	349	%18,5
Brüt Kâr Marjı	%11,3	%10,2	%9,7	%9,8		%8,7	%8,8		%10,6	
Operasyonel Kâr	319	435	343	453	%32,2	105	154	%47,3	142	%8,9
Operasyonel Kar Marjı	%4,1	%4,0	%2,9	%3,4		%2,6	%3,3		%4,3	
FAVÖK	357	484	408	535	%31,0	124	175	%41,7	164	%6,7
FAVÖK Marjı	%4,6	%4,4	%3,4	%4,0		%3,1	%3,7		%5,0	
Net Kâr	252	303	238	183	-%22,9	95	41	-%57,0	73	-%43,5
Net Kâr Marjı	%3,3	%2,8	%2,0	%1,4		%2,4	%0,9		%2,2	

Kaynak: Şeker Yatırım - Araştırma, Finnet, Denetim Raporları

Tablo 2: Temel Finansal Tablolar

BİLANÇO (TL Mn)	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12	% Değ
Maddi Duran Varlıklar	498	542	664	781	975	17,6
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	12	16	21	26	32	25,8
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	672	827	806	904	966	12,2
Ticari Alacaklar	619	745	1.104	1.214	1.375	10,0
Hazır Değerler	82	41	72	89	156	24,0
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	581	657	1.313	1.838	1.663	39,9
<b>Toplam Aktifler</b>	<b>2.464</b>	<b>2.827</b>	<b>3.980</b>	<b>4.852</b>	<b>5.167</b>	<b>21,9</b>
Uzun Vadeli Borçlar	259	47	296	28	11	(90,5)
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	12	15	17	20	36	17,6
Kısa Vadeli Borçlar	638	1.029	1.645	2.730	2.964	66,0
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	323	357	509	771	634	51,3
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	114	142	150	184	195	23,1
Toplam Yükümlülükler	1.346	1.591	2.617	3.733	3.839	42,6
Toplam Özsermaye	1.118	1.236	1.363	1.119	1.327	(17,9)
<b>Toplam Pasifler</b>	<b>2.464</b>	<b>2.827</b>	<b>3.980</b>	<b>4.852</b>	<b>5.167</b>	<b>21,9</b>

GELİR TABLOSU (TL Mn)	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12	%Değ
Net Satışlar	6.603	7.693	10.889	11.925	13.220	9,5
SMM	5.853	6.820	9.781	10.772	11.919	10,1
Brüt Kâr	750	873	1.109	1.153	1.301	4,0
Garanti Giderleri	68	60	75	-	-	A.D.
Faaliyet Giderleri	405	494	598	810	848	35,4
Net Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	276	319	435	343	453	(21,2)
Net Diğer Gelir/(Gider)	32	8	21	83	21	290,8
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/(Gider)	7	11	37	23	20	(38,3)
Finansman Gelir/(Gider)	(68)	(123)	(171)	(273)	(349)	A.D.
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırı	29	83	43	99	81	127,6
<b>Vergi Öncesi Kâr</b>	<b>276</b>	<b>296</b>	<b>365</b>	<b>275</b>	<b>226</b>	<b>(24,7)</b>
Vergi	51	43	63	37	42	(40,9)
<b>Net Kâr/(Zarar)</b>	<b>225</b>	<b>253</b>	<b>302</b>	<b>238</b>	<b>184</b>	<b>(21,3)</b>
Azınlık Payları	1	1	(0)	0	0	A.D.
Ana Ortaklık Payları	224	252	303	238	183	(21,5)

Kaynak: Şeker Yatırım - Araştırma, Finnet, Denetim Raporları

Tablo 3: Temel Finansal Rasyolar

FİNANSAL ORANLAR	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12
Özsermaye Kârlılığı	%20,0	%20,4	%22,2	%21,2	%13,8
Aktif Kârlılığı	%7,4	%6,5	%4,6	%3,8	%3,5
Brüt Kâr Marjı	%11,4	%11,3	%10,2	%9,7	%9,8
Net Kâr Marjı	%3,4	%3,3	%2,8	%2,0	%1,4
FAVÖK Marjı	%4,6	%4,6	%4,4	%3,4	%4,0
Toplam Borç/Özsermaye	%80,3	%87,0	%142,4	%246,6	%224,1

Kaynak: Şeker Yatırım - Araştırma, Finnet, Denetim Raporları

# Şeker Yatırım

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

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

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5

ŞİŞLİ /İSTANBUL Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34,

[arastirma@sekeryatirim.com](mailto:arastirma@sekeryatirim.com)