

## Doğuş Otomotiv

Operasyondaki iyileşmeye karşın pazar payı baskı altında kalmaya devam ediyor

Mehmet Mumcu  
Analist  
mmumcu@sekeryatirim.com

Doğuş Otomotiv yılın üçüncü çeyreğinde piyasa beklentisi olan 29mn TL ve bizim beklentimiz olan 31mn TL'nin üzerinde, 73mn TL net kâr açıkladı (3Ç16: 29mn TL). Beklentilerin üzerinde 3,287mn TL net satış rakamı açıklayan Doğuş Otomotiv, 3Ç16'daki brüt marjı olan 9.8%'in üzerine çıkarak 10.6% brüt kârlılık seviyesine ulaştı. Faaliyet giderlerinin net satışlara oranında ise hem 3Ç16 (7.2%) hem 2017'nin önceki çeyreklerine göre (1Ç17: 8.3% - 2Ç17: 6.6%) göre iyileşme göstererek 6.3% ile operasyonel giderler yönetiminde piyasa beklentilerinin ötesine geçebildi. Buna bağlı olarak şirket, 3Ç16'daki 3.2% (84mn TL) FAVÖK marjının 1.8 yp ötesinde, 5.0% FAVÖK marjı ile (164mn TL) 3Ç17'yi sonlandırdı. FAVÖK seviyesinde 3Ç17 için piyasa beklentisi TRY 106mn (Şeker: 105mn TL) ve 3.7% seviyesindeydi, dolayısıyla şirket, operasyonel anlamda piyasa beklentilerinin oldukça üzerine çıkmış oldu.

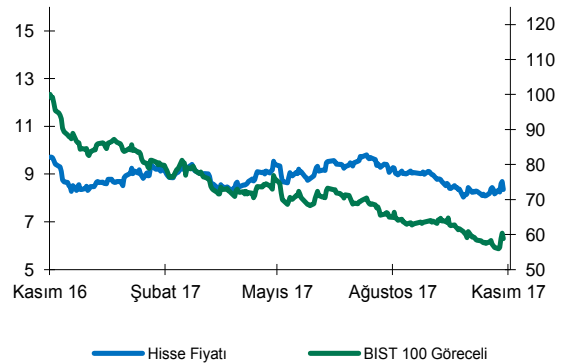
**2017 Beklentileri:** İlk 10 aylık verilere baktığımızda; sene başında beklenen bozulmadan çok daha iyi bir performans gösteren otomotiv pazarında Doğuş Otomotiv satışlarında önemli seviyede bozulmaların devam ettiğini görüyoruz. Buna karşın Temmuz, Eylül ve Ekim aylarında gösterilen iyi performansın devam etmesi durumunda bu bozulmanın bir nebze olsun toparlanabileceğini düşünüyoruz. Doğuş Otomotiv markalarının pazarda "orta-üst segment" olarak konumlanıyor olması, ÖTV artışının etkilerini fazlasıyla hissettiriyor.

Doğuş Otomotiv için 8.89 TL hedef fiyatı ile "TUT" önerimizi koruyoruz. 2017T 10.9x F/K oranı ve 10.0x FD/FAVÖK oranıyla işlem gören Doğuş Otomotiv'in yurtdışı benzer şirketleri 11.1x F/K oranı ve 8.9x FD/FAVÖK rasyoları ile işlem görmektedir.

	2015/12	2016/12	2016/09	2017/09	2017T	2018E
F/K	6,07	7,74	12,38	7,74	10,92	8,61
PD/DD	1,35	1,64	1,70	1,47	1,42	1,21
FD/FAVÖK	8,94	10,60	11,52	8,95	10,00	8,33
FD/Satışlar	0,40	0,36	0,40	0,35	0,39	0,32
Net Satışlar (TL Mn)	10.889	11.925	10.892	12.467	11.236	13.628
Net Kar (TL Mn)	303	238	149	238	168	214
Hisse Başına Kar (TL)	1,38	1,08	0,68	1,08	0,77	0,97

"TUT"  
Hedef Fiyat: 8.89 TL

	TL	US\$	
Fiyat	8,36	2,16	
BİST 100	108.949	28.193	
US\$ (MB Alış):	3,8617		
52 Hafta Yüksek:	9,80	2,99	
52 Hafta Düşük:	8,04	2,12	
Bloomberg/Reuters Kodu:	DOAS.TI / DOAS.IS		
Hisse Senedi Sayısı (Mn):	220		
	(TL Mn)	(US\$ Mn)	
Piyasa Değeri:	1.839	476	
Halka Açık PD:	276	71	
	S1A	S1Y	YB
YTL Getiri (%):	2,7	-14,3	-4,8
US\$ Getiri (%):	-1,5	-29,2	-12,7
BİST 100 Göreceli Getiri (%):	-2,5	-40,0	-31,7
Gün. Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	13,3		
Gün. Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	3,7		
Beta	0,93		
Yıllık Volatilité (Hisse)	0,23		
Yıllık Volatilité (BİST 100)	0,15		
Ortaklık Yapısı	%		
Doğuş Holding	35,2		
Doğuş Araştırma Geliştirme	30,3		
Halka Açık	34,5		
Toplam	100,0		



**2017 Pazar ve Pazar Payı Beklentileri, Doğu Otomotiv'i konumlandığımız yer:** Doğu Otomotiv 2017'de, toplam araç pazarında yaklaşık 5-10%'luk (Yılbaşı tahmini: 15%) daralma beklerken, Doğu Otomotiv markalarındaki toplam araç satışlarında da buna paralel bir daralma beklemektedir. Doğu Otomotiv markalarında bizim beklentimiz de şirketin beklentilerine paralel olmakla birlikte pazarda %6 (Yılbaşı tahmini: 13%) dolaylarında küçülmesini beklemekteyiz. Buna paralel olarak da Doğu Otomotiv Pazar payının 20.9% (Skoda Hariç: 18%) seviyesinden 18.4 (Yılbaşı tahmini: 20.2%, 2Ç17 sonuçları ardından yaptığımız revizyon: 18.4%, 3Ç17 sonuçlarının ardından değişikliğe gitmiyoruz) seviyesine düşmesini bekliyoruz (Skoda Hariç: 16%). Lüks Segment olan ve 2016 yılında şirket Binek Araç satışlarının yaklaşık 12.6%'sını oluşturan Audi'nin pazarın daralmasından daha büyük oranda etkilenişi, Volkswagen grubundaki orta-orta üst ve lüks segmentin de beklentilerimizin hayli üstündeki düşüş göstermesi, alt segmentte rekabetçi fiyatlar konusunda üretici firmalara oranla daha çok zorlanması Pazar payındaki düşüşün ana sebepleridir. Yurtiçi daralmayı ikame edebileceği bir yurtdışı pazar kanalının olmayışı ise gelirler üzerindeki baskıyı devam ettiriyor. Ekim 2017 itibariyle Doğu Otomotiv markalarının pazar payı 19.0%'dur. (Ekim 2016: 21.7%)

**Doğu Otomotiv için 2017 yılı satış tahminimiz 11.2 milyar TL olarak sürdürüyoruz.** 2017 yılında Türkiye otomotiv pazarındaki genel olumsuz beklentiye ve Doğu Otomotiv'in beklentilerine paralel olarak beklediğimiz yaklaşık 925bin (Eski: 875 bin) adetlik otomotiv pazarında, Doğu Otomotiv'in binek araç+hafif ticari araç+ağır ticari araç satışlarında adet bazında 15% daralma beklentimizi sürdürüyoruz.

**2017 yıl sonu hedef fiyatımızı 8.89 TL olarak sürdürüyoruz.** 3Ç17 finansal sonuçlarının beklentilerin üzerinde gelmesine karşın, daralan Türkiye Otomotiv Pazarı'nda orta-üst segmentte konumlanan (ÖTV artışının ve yüksek kur seviyelerinin olumsuz etkisi) Doğu Otomotiv için önerimizi "TUT" olarak sürdürüyor, cari fiyatına göre 6.3% getiri potansiyeli öngörüyoruz.

**Tablo 1: Özet Gelir Tablosu**

Milyon TL	3Ç16	3Ç17	Yıllık	2Ç17	Çeyreklik
<b>Satış Gelirleri</b>	<b>2.601</b>	<b>3.287</b>	<b>26,4%</b>	<b>3.130</b>	<b>5,0%</b>
<b>Brüt Kar</b>	<b>255</b>	<b>349</b>	<b>37,2%</b>	<b>305</b>	<b>14,4%</b>
<i>Brüt Kar Marjı</i>	9,8%	10,6%		9,7%	
<b>Operasyonel Kar</b>	<b>67</b>	<b>142</b>	<b>110,7%</b>	<b>98</b>	<b>45,0%</b>
<i>Operasyonel Kar Marjı</i>	2,6%	4,3%		3,1%	
<b>FAVÖK</b>	<b>84</b>	<b>164</b>	<b>94,7%</b>	<b>117</b>	<b>40,6%</b>
<i>FAVÖK Marjı</i>	3,2%	5,0%		3,7%	
<b>Net Kar</b>	<b>29</b>	<b>73</b>	<b>146,6%</b>	<b>41</b>	<b>74,9%</b>
<i>Net Kar Marjı</i>	1,1%	2,2%		1,3%	

Kaynak: Şeker Yatırım - Araştırma, Finnet, Denetim Raporları

Tablo 2: Temel Finansal Tablolar

BİLANÇO (TL Mn)	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2016/09	2017/09	% Değ
Maddi Duran Varlıklar	498	542	664	781	740	963	17,6
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	12	16	21	26	25	30	25,8
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	672	827	806	904	863	935	12,2
Ticari Alacaklar	619	745	1.104	1.214	758	1.045	10,0
Hazır Değerler	82	41	72	89	61	75	24,0
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	581	657	1.313	1.838	2.512	1.992	39,9
<b>Toplam Aktifler</b>	<b>2.464</b>	<b>2.827</b>	<b>3.980</b>	<b>4.852</b>	<b>4.959</b>	<b>5.040</b>	<b>21,9</b>
Uzun Vadeli Borçlar	259	47	296	28	14	11	(90,5)
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	12	15	17	20	17	33	17,6
Kısa Vadeli Borçlar	638	1.029	1.645	2.730	2.695	2.555	66,0
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	323	357	509	771	1.027	1.034	51,3
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	114	142	150	184	123	154	23,1
Toplam Yükümlülükler	1.346	1.591	2.617	3.733	3.877	3.787	42,6
Toplam Özsermaye	1.118	1.236	1.363	1.119	1.082	1.253	(17,9)
<b>Toplam Pasifler</b>	<b>2.464</b>	<b>2.827</b>	<b>3.980</b>	<b>4.852</b>	<b>4.959</b>	<b>5.040</b>	<b>21,9</b>
<b>GELİR TABLOSU (TL Mn)</b>	<b>2013/12</b>	<b>2014/12</b>	<b>2015/12</b>	<b>2016/12</b>	<b>2016/09</b>	<b>2017/09</b>	<b>%Değ</b>
Net Satışlar	6.603	7.693	10.889	11.925	7.961	8.503	9,5
SMM	5.853	6.820	9.781	10.772	7.151	7.616	10,1
Brüt Kâr	750	873	1.109	1.153	810	887	4,0
Garanti Giderleri	68	60	75	-	-	-	A.D.
Faaliyet Giderleri	405	494	598	810	572	589	35,4
Net Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	276	319	435	343	238	298	(21,2)
Net Diğer Gelir/(Gider)	32	8	21	83	36	25	290,8
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/(Gider)	7	11	37	23	9	22	(38,3)
Finansman Gelir/(Gider)	(68)	(123)	(171)	(273)	(196)	(250)	A.D.
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırı	29	83	43	99	75	66	127,6
<b>Vergi Öncesi Kâr</b>	<b>276</b>	<b>296</b>	<b>365</b>	<b>275</b>	<b>161</b>	<b>162</b>	<b>(24,7)</b>
Vergi	51	43	63	37	19	20	(40,9)
<b>Net Kâr/(Zarar)</b>	<b>225</b>	<b>253</b>	<b>302</b>	<b>238</b>	<b>143</b>	<b>142</b>	<b>(21,3)</b>
Azınlık Payları	1	1	(0)	0	0	0	A.D.
Ana Ortaklık Payları	224	252	303	238	142	142	(21,5)

Kaynak: Şeker Yatırım - Araştırma, Finnet, Denetim Raporları

Tablo 3: Temel Finansal Rasyolar

FİNANSAL ORANLAR	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2016/09	2017/09
Özsermaye Kârlılığı	%20,0	%20,4	%22,2	%21,2	%13,7	%19,0
Aktif Kârlılığı	%9,6	%8,4	%6,0	%4,9	%4,8	%4,7
Brüt Kâr Marjı	%11,4	%11,3	%10,2	%9,7	%10,2	%10,4
Net Kâr Marjı	%3,4	%3,3	%2,8	%2,0	%1,8	%1,7
FAVÖK Marjı	%4,6	%4,6	%4,4	%3,4	%3,6	%4,2
U.V. Borç/Özsermaye	%23,2	%3,8	%21,7	%2,5	%1,3	%0,8

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)