Şeker Yatırım

Doğuş Otomotiv

Pazar paylarındaki bozulma sürüyor

Mehmet Mumcu
Analist
mmumcu@sekeryatirim.com

"TUT"
Hedef Fiyat: 8.89 TL

Doğuş Otomotiv yılın ikinci çeyreğinde piyasa beklentisi olan 42mn TL ve bizim beklentimiz olan 43mn TL'ye paralel, 41mn TL net kâr açıkladı (2Ç16: 66mn TL). Beklentilere paralel olarak TRY 3,130mn TL net satış rakamı açıklayan Doğuş Otomotiv, 2Ç16'ya paralel brüt kârlılık seviyesini korurken; faaliyet giderlerinin net satışlara oranında ise hem 2Ç16 (7.3%) hem 1Ç17'ye (8.3% - 2010 yılından bu yana görülen en yüksek operasyonel giderler/net satışlar oranı) göre iyileşme gösterek 6.6% ile operasyonel giderler yönetiminde piyasa beklentirinin ötesine geçebildi. Buna bağlı olarak şirket, 2Ç16'daki 3.5% FAVÖK marjının 0.2 yp ötesinde, 3.7% FAVÖK marjı ile (TRY 117mn) 2Ç17'yi sonlandırdı. FAVÖK seviyesinde 2Ç17 için piyasa beklentisi TRY 107mn (Seker: TRY 109mn) ve 3.4% seviyesindeydi, dolayısıyla şirket, operasyonel anlamda piyasa beklentilerinin üzerine çıkmış oldu.

2017 Beklentileri: İlk 7 aylık verilere baktığımızda otomotiv pazarında görülen beklentilerin aşağısında gerilemenin Doğuş Otomotiv satışlarına olumlu bir katkı yapmadığını görüyoruz. Doğuş Otomotiv markalarının pazarda "orta-üst segment" olarak konumlanıyor olması, ÖTV artışının etkilerini fazlasıyla hissettiriyor. Şirket yaklaşık 900bin adetlik otomotiv pazarı beklerken (Eski: 835-855 aralığı) %20'lik pazar payı hedefini ise sürdürüyor.

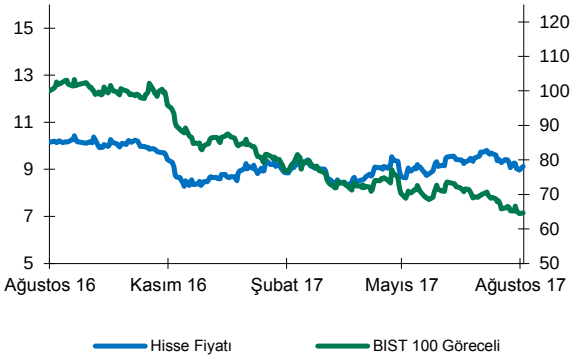
Doğuş Otomotiv için 8.89 TL hedef fiyatı ile "TUT" önerimizi koruyoruz. 2017T 12.0x F/K oranı ve 10.4x FD/FAVÖK oranıyla işlem gören Doğuş Otomotiv'in yurtdışı benzer şirketleri 11.1x F/K oranı ve 8.9x FD/FAVÖK rasyoları ile işlem görmektedir.

	2015/12	2016/12	2016/06	2017/06	2017T	2018E
F/K	6,62	8,44	9,97	10,32	12,00	9,53
PD/DD	1,47	1,79	1,70	1,69	1,55	1,32
FD/FAVÖK	9,33	11,06	10,60	11,19	10,43	8,69
FD/Satışlar	0,41	0,38	0,40	0,38	0,40	0,33
Net Satışlar (TL Mn)	10.889	11.925	11.280	11.781	11.236	13.628
Net Kar (TL Mn)	303	238	201	194	167	211
Hisse Başına Kar (TL)	1,38	1,08	0,91	0,88	0,76	0,96

	TL	US$
Fiyat	9,12	2,60
BİST 100	108.615	30.936
US$ (MB Alış):	3,5084	
52 Hafta Yüksek:	10,42	3,56
52 Hafta Düşük:	8,27	2,21
Bloomberg/Reuters Kodu:	DOAS.TI / DOAS.IS	
Hisse Senedi Sayısı (Mn):	220	
	(TL Mn)	**(US$ Mn)**
Piyasa Değeri:	2.006	572
Halka Açık PD:	301	86

	S1A	S1Y	YB
YTL Getiri (%):	-6,4	-10,1	3,9
US$ Getiri (%):	-6,1	-25,4	4,2
BİST 100 Göreceli Getiri (%):	-7,9	-35,4	-25,3
Gün. Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	13,4		
Gün. Ort. İşlem Hacmi (US$ Mn):	3,9		
Beta	0,99		
Yıllık Volatilite (Hisse)	0,21		
Yıllık Volatilite (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, Doğuş Otomotiv'i konumlandırdığımız yer: Doğuş Otomotiv 2017'de, toplam araç pazarında yaklaşık 10%'luk (Yılbaşı tahmini: 15%) daralma beklerken, Doğuş Otomotiv markalarındaki toplam araç satışlarında da buna paralel bir daralma beklemektedir. Doğuş Otomotiv markalarında bizim beklentimiz de şirketin beklentilerine paralel olmasına karşın, pazarın şirket beklentilerden daha az bir oranla, %6 (Yılbaşı tahmini:13%) dolaylarında küçülmesini beklemekteyiz. Buna paralel olarak da Doğuş Otomotiv Pazar payının 20.9% (Skoda Hariç: 18%) seviyesinden 18.4 (Yılbaşı tahmini: 20.2%) seviyesine düşmesini bekliyoruz (Skoda Hariç: 16%). Revizyonumuzun ana sebebi ise 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 olarak sıralayabiliriz. Yurtiçi daralmayı ikame edebileceği bir yurtdışı pazar kanalının olmayışı ise gelirler üzerindeki baskıyı devam ettiriyor. Temmuz 2017 itibariyle Doğuş Otomotiv markalarının pazar payı 18.5%'tir. (Temmuz 2016: 21.1%)

Doğuş Otomotiv için 2017 yılı satış tahminimiz 11.2 milyar TL olarak sürdürüyoruz. 2017 yılında Türkiye otomotiv pazarındaki genel olumsuz beklentiye ve Doğuş Otomotiv'in beklentilerine paralel olarak beklediğimiz yaklaşık 925bin (Eski: 875 bin) adetlik otomotiv pazarında, Doğuş Otomotiv'in Ağır Ticari araç dışındaki segment satışlarında Binek Araçlar'da 21%'lik, Hafif Ticari Araçlar'da ise 9%'luk daralma bekliyoruz.

2017 yıl sonu hedef fiyatımızı 8.89 TL olarak sürdürüyoruz. 2Ç17 finansal sonuçlarının beklentilerin üzerinde gelmesine karşın, daralan Türkiye Otomotiv Pazarı'nda orta-üst segmentte konumlanan (ÖTV artışının ve yüksek kur seviyelerinin olumsuz etkisi) Doğuş Otomotiv için önerimizi **"TUT"** olarak sürdürüyor, cari fiyatına göre 2.5% kayıp potansiyeli öngörüyoruz.

Tablo 1: Özet Gelir Tablosu

Milyon TL	2Ç16	2Ç17	Yıllık	1Ç17	Çeyreklik
Satış Gelirleri	**3.107**	**3.130**	**0,7%**	**2.085**	**50,1%**
Brüt Kar	**302**	**305**	**0,9%**	**233**	**31,2%**
Brüt Kar Marjı	*9,7%*	*9,7%*		*11,2%*	
Operasyonel Kar	**94**	**98**	**4,5%**	**59**	**66,2%**
Operasyonel Kar Marjı	*3,0%*	*3,1%*		*2,8%*	
FAVÖK	**109**	**117**	**6,7%**	**80**	**46,4%**
FAVÖK Marjı	*3,5%*	*3,7%*		*3,8%*	
Net Kar	**66**	**41**	**-37,0%**	**28**	**46,5%**
Net Kar Marjı	*2,1%*	*1,3%*		*1,4%*	

Kaynak: Şeker Yatırım - Araştırma, Finnet, Denetim Raporları

Tablo 2: Temel Finansal Tablolar

BİLANÇO (TL Mn)	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2016/06	2017/06	% Değ
Maddi Duran Varlıklar	498	542	664	781	716	958	17,6
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	12	16	21	26	23	29	25,8
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	672	827	806	904	832	913	12,2
Ticari Alacaklar	619	745	1.104	1.214	1.095	1.025	10,0
Hazır Değerler	82	41	72	89	54	74	24,0
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	581	657	1.313	1.838	2.007	1.813	39,9
Toplam Aktifler	**2.464**	**2.827**	**3.980**	**4.852**	**4.727**	**4.813**	**21,9**
Uzun Vadeli Borçlar	259	47	296	28	15	11	(90,5)
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	12	15	17	20	17	32	17,6
Kısa Vadeli Borçlar	638	1.029	1.645	2.730	2.340	2.576	66,0
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	323	357	509	771	1.047	872	51,3
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	114	142	150	184	128	135	23,1
Toplam Yükümlülükler	1.346	1.591	2.617	3.733	3.547	3.626	42,6
Toplam Özsermaye	1.118	1.236	1.363	1.119	1.180	1.187	(17,9)
Toplam Pasifler	**2.464**	**2.827**	**3.980**	**4.852**	**4.727**	**4.813**	**21,9**

GELİR TABLOSU (TL Mn)	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2016/06	2017/06	%Değ
Net Satışlar	6.603	7.693	10.889	11.925	5.360	5.215	9,5
SMM	5.853	6.820	9.781	10.772	4.805	4.677	10,1
Brüt Kâr	750	873	1.109	1.153	555	538	4,0
Garanti Giderleri	68	60	75	-	-	-	A.D.
Faaliyet Giderleri	405	494	598	810	385	381	35,4
Net Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	276	319	435	343	170	157	(21,2)
Net Diğer Gelir/(Gider)	32	8	21	83	16	21	290,8
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/(Gider)	7	11	37	23	9	17	(38,3)
Finansman Gelir/(Gider)	(68)	(123)	(171)	(273)	(124)	(167)	A.D.
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatı	29	83	43	99	56	45	127,6
Vergi Öncesi Kâr	**276**	**296**	**365**	**275**	**128**	**74**	**(24,7)**
Vergi	51	43	63	37	15	5	(40,9)
Net Kâr/(Zarar)	**225**	**253**	**302**	**238**	**113**	**70**	**(21,3)**
Azınlık Payları	1	1	(0)	0	0	(0)	A.D.
Ana Ortaklık Payları	224	252	303	238	113	70	(21,5)

Kaynak: Şeker Yatırım - Araştırma, Finnet, Denetim Raporları

Tablo 3: Temel Finansal Rasyolar

FİNANSAL ORANLAR	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2016/06	2017/06
Özsermaye Kârlılığı	%20,0	%20,4	%22,2	%21,2	%17,0	%16,4
Aktif Kârlılığı	%7,9	%6,9	%4,9	%4,0	%4,1	%4,0
Brüt Kâr Marjı	%11,4	%11,3	%10,2	%9,7	%10,4	%10,3
Net Kâr Marjı	%3,4	%3,3	%2,8	%2,0	%2,1	%1,3
FAVÖK Marjı	%4,6	%4,6	%4,4	%3,4	%3,7	%3,8
U.V. Borç/Özsermaye	%23,2	%3,8	%21,7	%2,5	%1,3	%0,9

Kaynak: Şeker Yatırım - Araştırma, Finnet, Denetim Raporları

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 güvenirliliğine 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