

Doğuş Otomotiv

Endekse Paralel Getiri - 12A hedef fiyat: 242.7TL

Arenada Rekabet Kızışıyor

- Elektrikli araç penetrasyonu, fiyat rekabeti ve yeni girişlerle şekillenen Arenada rekabet vites artırdı. Doğuş Otomotiv için 242.7TL hedef fiyat, %30 getiri potansiyeli ve **Endekse Paralel Getiri** (EP) tavsiyesi ile önerimizi başlatıyoruz.

Finansal koşullar iyileşirse iyi giden tempo diri kalabilir. Sektöre dair genel beklentiler 2025 yılı için %15-20 civarında düşüşü öngörmesine rağmen, ilk 6 aydaki artış otomotiv piyasasının güçlü dinamiklerine işaret ediyor. Yılın ilk yarısında taşıt kredileri ortalama faiz oranı yaklaşık %44 oldu. Kredi hacminde ise yıllık bazda yaklaşık %25 daralma var. Yılın kalanında görece finansal koşulların daha destekleyici bir ortam yaratması muhtemel. Toplam hafif araç pazarının 2025 yılında %6 oranında azalarak 1,163,675 adet olacağını öngörüyoruz.

Doğuş Otomotiv satışları yılbaşı projeksiyonlarını aşıyor. Pazar beklentimize paralel olarak, toplam şirket satışlarının (Skoda hariç) 137bin adete ulaşacağını tahmin ediyoruz (Şirket beklentisi 115bin). ODD verilerine göre Doğuş Otomotiv 6A25'te yıllık bazda %11.6 artışla 88,463 adet (Skoda hariç 68,282 adet) perakende satış yapmıştır. Haziran itibarıyla Skoda dahil pazar payında 1 puan artışa karşın, Skoda hariç pazar payı neredeyse aynı kalmıştır.

Başta elektrikli araçların piyasamıza girişiyle, yeni dönem rekabette pazar payını korumak oldukça güç. 2025'e ilişkin öngörülerimizde pazar payında önemli değişimler bulunmuyor. Ancak Doğuş Otomotiv'in rekabette uzun süre pazar payını %15 civarı seviyelerde korumasını beklemiyoruz. Özellikle elektrikli araçların piyasamızda karşılık bulmasıyla TOGG'un yanı sıra Çin'in BYD başta olmak üzere agresif satış politikaları rekabeti başka bir boyuta taşıyor.

Avrupa'da durgunluk iç piyasayı tehdit edebilir. Avrupa'da otomotiv piyasası her şeye rağmen beklentilerden daha iyi gidiyor. Nisan ve Mayıs'ta yıllık bazda binek segmentte yeni araç satışları sırasıyla %1.3 ve %1.6 artışla toparlanarak, devam eden öngörülemez küresel ekonomik ortama rağmen iyileşme sinyalleri verdi. Ancak yeterli değil. İlk 5 ay kümülide satışlar hala %0.6 düşüştü. Üstelik Trump tarifeleri yüzünden Çin otomotiv devleri direksiyonu Avrupa pazarına kırabilir. Söz konusu durum belirsizliğin üzerine tuz biber ekliyor. AB otomotiv piyasasına satılamayan otomobillerin yurtiçi piyasamıza yönelme ihtimali, Doğuş Otomotiv pazar payı savaşında başka bir cephenin daha kuvvetlenmesi demek.

Değerleme: DOAS, 2025T 2.7x FD/FVAÖK ve 3.2x F/K ile işlem görmektedir. Yüksek temettü verimi beklentimizin yanı sıra, piyasa çarpanlarının benzerlerine göre oldukça yüksek iskonto sunduğunu gözlemliyoruz. Ancak pazarda yaşanan yoğun rekabet, marjlarda aşağı yönlü normalleşmenin devam edeceği beklentimiz, Doğuş Holding'in ek hisse satış riski ve değerlendirme modelimizde kullandığımız EUR INA varsayımlarımız cazibeyi bir miktar törpülüyor

Riskler: i) Uzun süreli sıkı para politikası, ii) pazar payında beklenmedik kayıplar, iii) TL'de keskin volatilité, iv) TUVTÜRK taşınmazlarının devriyle ortaya çıkabilecek değer, v) tüketici eğilimindeki sapmaya bağlı alternatif ürün portföyü bulundurma gücü

07.07.2025
09:00

Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Artış Potansiyeli
TL186.80	TL242.7	30%
Piyasa Değeri		Firma Değeri
TL41,096mn		USD1,036mn
		TL52,397mn

Hisse Senedi Bilgileri (04.07.2025)			
Bloomberg/Reuters:	DOAS.TI / DOAS.IS		
Rel. Performans:	1 mth	3 mth	12mth
	-3%	-16%	-12%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	150.33 / 229.24		
Ortalama günlük hacim (TLmn) 3 ay:	451.8		
YBB Getiri:	9%		
Beta (2yıl, haftalık)	0.94		
BIST-100 ağırlığı	0.4%		
Hisse Adedi (mn):	220.0		
Yabancı Payı :	Current	12M ago	
	21.7%	16.7%	

Kısaca Şirket

Doğuş Otomotiv, Türkiye'nin lider otomotiv ithalatçısı ve en büyük otomobil distribütörlerinden biridir. Binek araç, hafif ticari araç, ağır vasıta, endüstriyel ve deniz motorları, soğutma sistemleri alanlarında, her biri kendi sektörünün lideri konumundaki 16 uluslararası marka ve bağlı 17 ürün grubunun temsilcisi olan Doğuş Otomotiv, bireysel ve kurumsal müşterilerine Volkswagen (binek ve ticari), Audi, SEAT, CUPRA, Škoda, Bentley, Lamborghini, Porsche, Scania gibi modellerden oluşan geniş bir ürün portföyü sunmaktadır. 740'ı aşkın müşteri hizmet noktası ile Türkiye'nin en geniş Yetkili Satıcı ve Servis ağına sahiptir.

Ortaklık Yapısı

Doğuş Holding	60.5%
Diğer	39.5%

Özet Finansallar*	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar (TLmn)	215,478	188,375	239,015	241,615
Yıllık Değişim	144%	-13%	27%	1%
FVAÖK (TLmn)	35,627	16,740	19,351	20,314
Yıllık Değişim	162%	-53%	16%	5%
Net Kar (TLmn)	28,330	7,592	12,732	12,909
Yıllık Değişim	81%	-73%	68%	1%
FVAÖK marjı	16.5%	8.9%	8.1%	8.4%
Net Kar marjı	13.1%	4.0%	5.3%	5.3%
F/K (X)	1.5	5.4	3.2	3.2
FD/FVAÖK (x)	1.5	3.1	2.7	2.6
FD/Net Satışlar (x)	0.2	0.3	0.2	0.2
Hisse Başına Kar(TL)	128.8	34.5	57.9	58.7
Hisse Başına Temettü	50.9	27.3	28.9	29.3
Temettü Verimi	27%	15%	15%	16%
Özkaynak karlılığı	47%	12%	18%	17%

*Rakamlar 2025 satın alma paritesi tahminlerimize göre hesaplanmıştır, sonraki yıllarda ise reel değişimler kullanılmıştır.

Analist: Emin TAY

+90 (212) 384 1147

ETay@garantibbva.com.tr

ÖZET FİNANSAL TABLOLAR* (mnTL)

Gelir Tablosu	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar	215,478	188,375	239,015	241,615
Brüt Kar	46,389	30,232	35,838	36,227
Operasyonel Kar	33,872	14,536	16,554	17,487
Amortisman	1,755	2,204	2,797	2,827
FVAÖK	35,627	16,740	19,351	20,314
Diğer Gelir/Gider	5,489	2,293	2,752	2,541
Net finansal Gelir/Gider	-7,657	-3,252	-3,424	-3,862
Vergi Öncesi Kar	37,367	12,698	17,128	16,914
Vergi	-8,833	-5,055	-4,282	-3,890
Net Kar	28,330	7,592	12,732	12,909
Brüt Kar Marjı	21.5%	16.0%	15.0%	15.0%
FVAÖK Marjı	16.5%	8.9%	8.1%	8.4%
VÖK Marjı	17.3%	6.7%	7.2%	7.0%
Net Kar marjı	13.1%	4.0%	5.3%	5.3%
Satış Büyümesi	144%	-13%	27%	1%
FVAÖK büyümesi	162%	-53%	16%	5%
Net Kar büyümesi	81%	-73%	68%	1%
Bilanço	2023	2024	2025T	2026T
Dönen Varlıklar	47,955	46,890	61,155	65,434
Nakit ve Nakit Benzerleri	12,852	10,361	9,444	12,486
Ticari Alacaklar	18,595	17,449	25,629	25,971
Stoklar	15,376	16,961	23,453	24,246
Diğer Dönen Varlıklar	1,132	2,120	2,629	2,730
Duran Varlıklar	50,031	54,598	62,087	60,613
Toplam Varlıklar	97,985	101,488	123,242	126,047
Kısa Vadeli Yükümlülükler	26,635	29,690	41,693	38,287
Kısa Vadeli Borçlanmalar	6,634	6,824	8,939	9,207
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	12,302	15,777	24,006	20,237
Diğer Borçlar	7,699	7,089	8,748	8,842
Uzun Vadeli Yükümlülükler	10,934	10,451	12,412	12,713
Uzun Vadeli Borçlanmalar	8,931	6,499	7,236	7,453
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,003	3,952	5,176	5,260
Özkaynaklar	60,416	61,347	69,136	75,047
Toplam Kaynaklar	97,985	101,488	123,242	126,047
Nakit Akım Tablosu	2023	2024	2025T	2026T
FVAÖK	35,627	16,740	19,351	20,314
İşletme Sermayesindeki değişim	-7,392	6,418	-5,293	-4,912
Faaliyetlerden elde edilen nakit akım	14,446	13,646	10,739	10,847
Yatırımlar	-1,111	-3,763	-5,736	-5,146
Yatırım Faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akım	-7,451	-2,103	-4,077	-3,487
Temettü	-9,589	-13,145	-6,000	-6,366
Net borçtaki değişim	4,437	-73	3,828	0
Finansman faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akım	-378	-11,504	-2,172	-6,366
Dönem Başı Nakit ve Nakit Benz.	8,048	11,036	12,332	9,444
Dönem Sonu Nakit ve Nakit Benz.	11,036	9,414	9,444	12,486
Rasyo Analizi	2023	2024	2025T	2026T
Net Borç/FVAÖK	0.1	0.2	0.3	0.2
Net Borç/Sermaye	0.0	0.0	0.1	0.1
Yatırımlar/Satış gelirleri	0.5%	2.0%	2.4%	2.1%
İşletme sermayesindeki değişim/Satış gelirleri	-3.4%	3.4%	-2.2%	-2.0%
ROCE	47%	20%	20%	20%
ROIC	72%	30%	25%	26%
SNA Verimi (%)	17%	28%	16%	18%

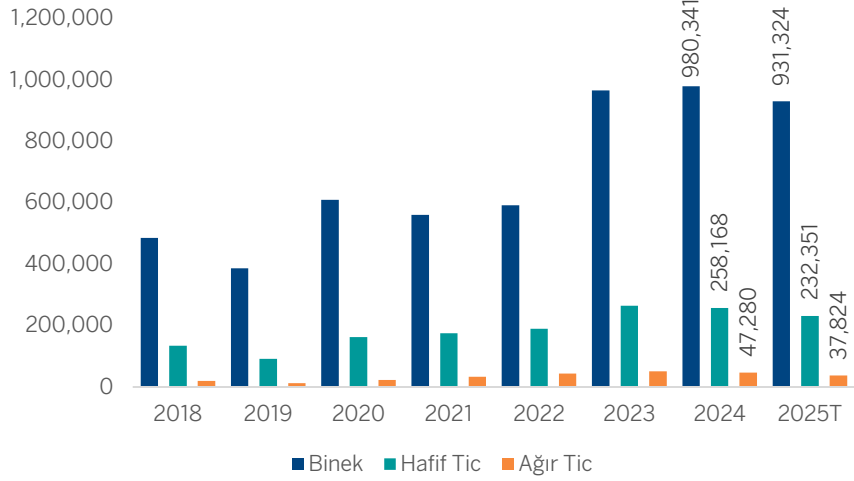
*Rakamlar 2025 satın alma paritesi tahminlerimize göre hesaplanmıştır, sonraki yıllarda ise reel değişimler kullanılmıştır.
Kaynak: Şirket Verileri, Garanti BBVA Yatırım

Yatırım Tezi

2025'te Türkiye Hafif Araç Pazarı Görünümü

İlk yarının son ayında rekor kapanış. Haziran ayında otomobil ve hafif ticari araç pazarı (HTA) yıllık bazda %11.6 artarak 118,611 adet oldu (otomobil: 6.6%; HTA: 35.7%). 107,730 adet olan Mayıs ayı satış rakamlarına göre %10.1 artış kaydedilmiş oldu. Bu satış adediyle hem 2025 yılının hem de son 30 yılın Haziran aylarının en yüksek seviyesine ulaşıldı. Mayıs'taki güçlü seyrin ardından rekor Haziran kapanışı oldukça pozitif.

Türkiye — Segment Bazlı Satış Adetleri



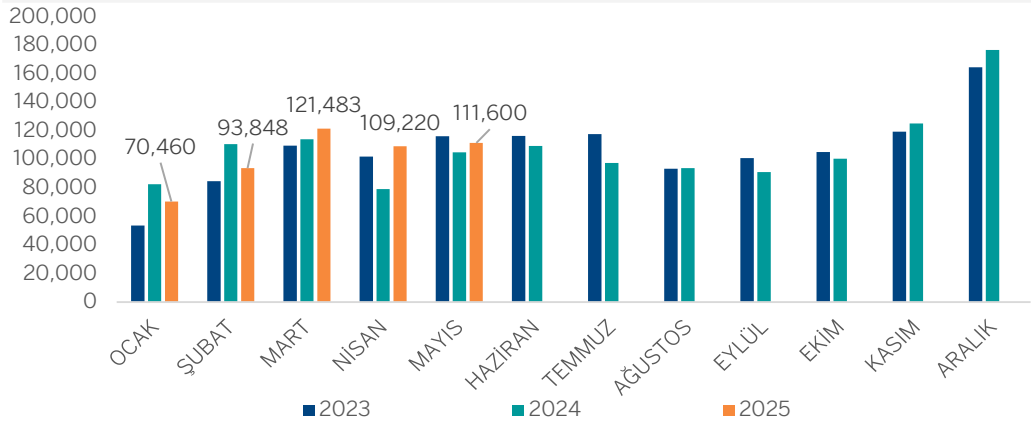
Kaynak: ODD, Garanti BBVA Yatırım

Beklentilerin aksine ilk yarıda frene basılmış değil. 2025'e girerken ilk 2 ay, yıllık bazda düşüşle başlamasına karşın, Mart ayı satışları tüm zamanların rekorunu kırarak ilk çeyrekteki düşüşü büyük oranda dengeleyebildi. Ocak-Mart döneminde otomobil ve hafif ticari araç (HTA) pazarı %6.5 oranında (otomobil: - 4.1%; HTA: -15.5%) azalarak 276,284 adet olarak gerçekleşti. 2024'ün aynı döneminde toplam 295,519 adet araç satılırken 2023'te ise toplam 235,971 adet hafif araç (HA) satılmıştı. Böylece 1Ç25'te 2023'e göre artış %17.1 oldu.

Devam eden aylarda yurtiçi hafif araç pazarında hareketlilik durmadı. 2025 yılı Ocak-Haziran döneminde otomobil ve HTA pazarı %5.2 oranında (otomobil: 5.4%; HTA: 4.3%) artarak 607,952 adet olarak gerçekleşti. Yılın ilk 6 ayında geçtiğimiz yılın toplam satışlarının neredeyse yarısı karşılanmış oldu. Sektöre dair genel beklentiler 2025 yılı için %15-20 civarında düşüşü öngörmesine rağmen, bu dönemdeki artış otomotiv piyasasının güçlü dinamiklerine işaret ediyor. Beklentiler şimdiden yukarı yönlü revize edilmeye muhtaç.

Ekonomik aktivitenin ticari segment tarafında etkisini binek segmente kıyasla daha fazla hissettireceğini düşünüyoruz. Bizim 2025 yılı yurt içi hafif araç piyasasına dair beklentimiz binek araçta %5 düşüş ile 931,324 adet satış ve hafif ticari araç segmentte ise %10 düşüş ile 232,351 adet satış olacağı yönünde. Böylece toplam hafif araç pazarının 2025 yılında %6 oranında düşerek toplam 1,163,675 adet olacağını öngörüyoruz. Bu da yurtiçi piyasa için 1mn üzeri satış adedinin 3 yıl üst üste aşılabileceği anlamına geliyor.

Türkiye— Toplam Otomotiv Pazarı Aylık Satış adetleri (Traktör Hariç)



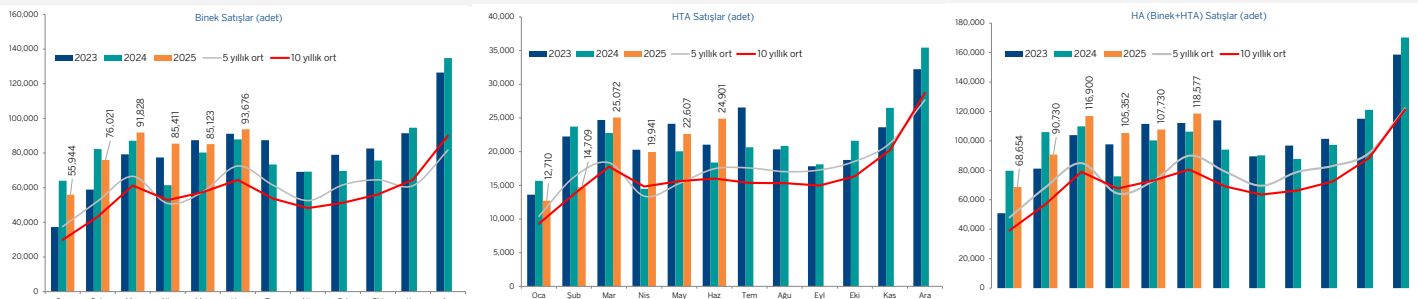
Kaynak: OSD, Garanti BBVA Yatırım

Ağır ticari segmentte ise bir miktar daha kötümseriz. 2024'te 47,280 adet olan satış adedinde %20 düşüş modelliyoruz ve 37,824 adete ulaşıyoruz. Ağır ticari segment toplam satışların %3 ila 5'i nispetinde küçük bir alan temsil ediyor.

Uzun Vadede Hafif Araç Pazarı Görünümü

2023'te 1,232,635 adet satış olurken, 2023'ün kendine has dinamikleri yıllık bazda %57'lik büyüme (HTA: %39 ve Binek: %63) getirmişti. Daha önce bu kadar büyük bir artışı pandemi senesi olan 2020'de %61 ile görmüştük. Ancak 2020 öncesinde piyasa 3 yıllık büyük daralma yaşıyordu. Böylesine kuvvetli bir rekor senesinin üzerine 2024 yılı % 0.5'lik sınırlı bir artış dahi olsa yeni bir rekor ekleyebildi. 2025 yılı da ilk 6 ay itibariyle hiç de fena olmayan bir hareketlilikle devam ederken, Türkiye açısından uzun vadeli perspektif olumlu bir görüntü sunuyor.

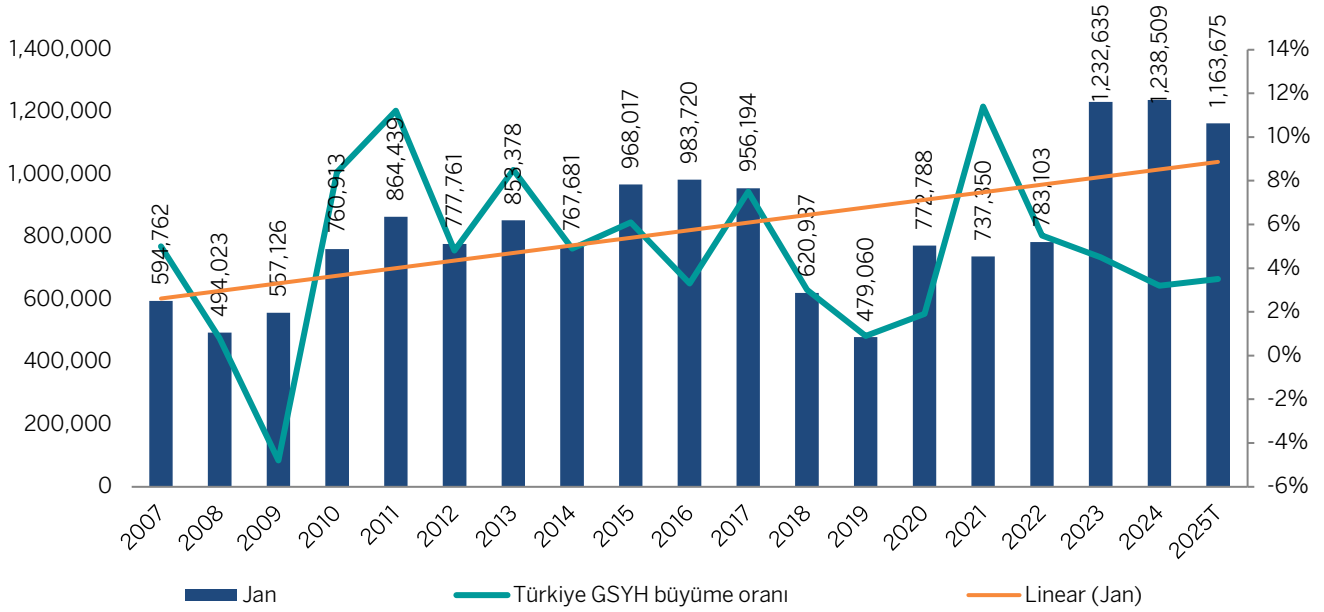
Otomotiv Piyasası 5 ve 10 Yıllık Ortalama Büyümler



Kaynak: ODD, Garanti BBVA Yatırım

Son 5 yılın ortalama satış adedi 953bin araç ile son 10 yıl ortalaması olan 830bin adedin %9 üzerinde. 2025 yılında beklediğimiz daralmayı sektör için olağan bir soğuma olarak görüyoruz. 2025 ve 2026 yılı için GSYH büyüme oranı tahminlerimizin sırasıyla %3.5 ve %4.0 (2024:%3.2) olduğunu hatırlatmak istiyoruz. Önümüzdeki yıllarda uzun vadeli pozitif eğimli trendin yönünde bir değişiklik olmasını beklemiyoruz. Projeksiyonlarımızda traktör hariç toplam otomotiv pazarına ilişkin varsayımlarımız 2026 için %1 sonraki yıllar içinse %2 büyüme olacağı yönünde.

Uzun Vadede Türkiye ve Otomotiv Piyasasında Büyüme



Kaynak: ODD, Garanti BBVA Yatırım

Uzun vadeli perspektife olumlu bir diğer görünüm ise araç sahiplik oranında. Türkiye’de HA sahiplik oranı yaklaşık her 1,000 kişide 231 kişidir. Otomobil sahiplik oranı ise her 1,000 kişide 178 kişidir. 2007 yılından bu yana küresel ve yerel krizler, döviz şokları vb birçok konjonktürde sahiplik oranı artmış ve sahiplik oranının yıllık bileşik büyüme oranı %4 olmuştur.

Türkiye’de Ortalama Araç Yaşları Yüksek

Türkiye’de hem binek araçlar hem de ticari araç yaşları yüksek seviyede. 2015’te Avrupa’da 10.7 olan ortalama yaş 2021’de 12’ye kadar yükselirken Türkiye’de 14’ten 16.9’a yükseldi. Özellikle ticari araçlarda toplam sahip olma maliyeti oldukça önemli.

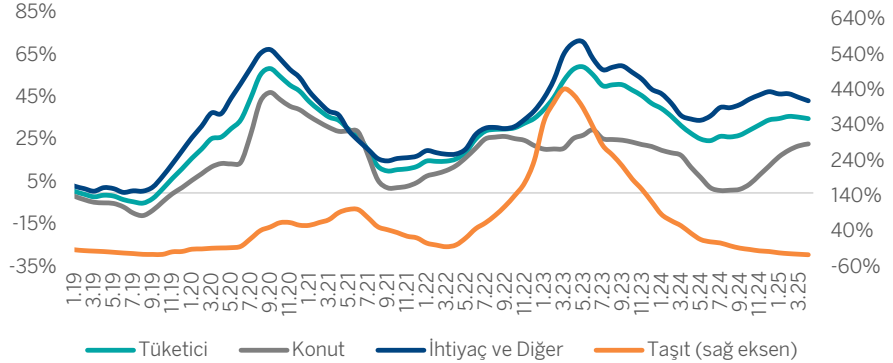
Yaşlanan filo, arıza sürelerini ve bakım maliyetlerini artırarak şirketlerin operasyonları ve maliyetleri üzerinde baskı yaratıyor. Ortalama araç yaşlarının yüksek seviyelerde olması uzun vade otomotiv piyasasının fırsatlara açık olduğunu gösteriyor.

2025 Yılı Görünümü

2024'te Türkiye toplam otomotiv pazarı (traktör hariç) 2023 rekor senesinin seviyelerini koruyarak 1,286bin adet olarak gerçekleşti (2023: 1,284bin). Ağır segment araçlar hariç toplam pazar büyümesi %0.5 artış ile 1,239bin adet oldu. Aynı dönemde Doğu Otomotiv'in toplam satışları Skoda dahil yıllık bazda %8 artış ile 189,094 adet oldu.

2025 yılında otomotiv piyasası mütevazı bir başlangıç yapsa da beklentilerden daha iyimser satış adetleriyle devam ediyor. Doğu Otomotiv'in 2025 yılı beklentisi ağır segment araçlar da dahil olmak üzere toplam pazarın 1mn üzeri satış adetine ulaşacağı yönünde. Ağır segmentin toplam pazar içerisinde payı %3-4 gibi düşük bir oranda (Ağır segment 2024 satış adedi: 47,280; 5A25: 17,245). Sektörün diğer önemli temsilcilerinden Ford Otosan'ın toplam otomotiv pazarı satış adedi beklentisi 950bin-1,050bin aralığı ile benzer seviyeyi işaret ediyor. Tofaş yönetiminin beklentisi ağır segmenti içermiyor ve 900bin-1,100bin aralığında. Genel beklentiler otomotiv piyasasının %15-20 oranında daralacağını söylüyor.

Yıllık Bazda Kredi Hacmi Büyümesi (Aylık, %)



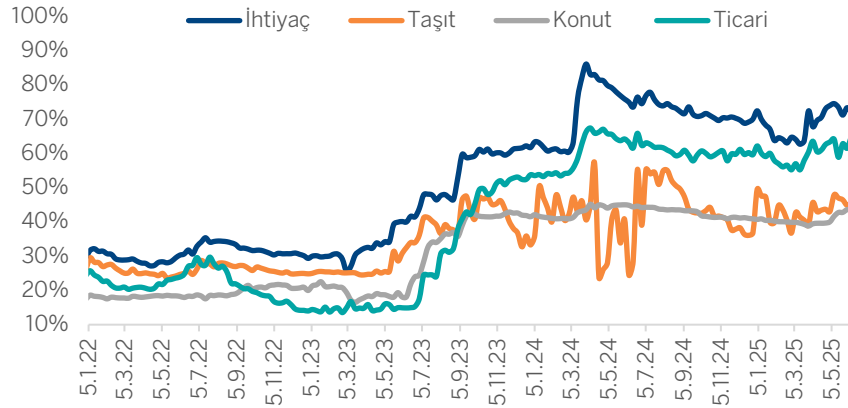
Kaynak: TCMB, Garanti BBVA Yatırım

Finansal koşullar iyileşirse iyi giden tempo diri kalabilir. Geçtiğimiz yılın ilk yarısında engelli vatandaşlara uygulanan ÖTV muafiyeti baz fiyatında artış, seçim dolayısıyla öne çekilen talep ve GSR-II-B (Genel Güvenlik Regülasyonları) sayesinde öne çekilen iskontolu satışlar etkili olmuştu. Yüksek baz etkisine rağmen 2025 ilk 6 ayda %5.2 artışla 607,952 adet satışa ulaşıldı.

Yılın ilk yarısında taşıt kredileri ortalama faiz oranı yaklaşık %44 oldu. Kredi hacminde ise yıllık bazda yaklaşık %25 daralma var. Yılın kalanında görece finansal koşulların daha destekleyici bir ortam yaratması muhtemel.

Hafif araç (HA: binek ve HTA) pazarına ilişkin beklentimiz piyasa beklentilerinden daha iyimser. Binek segmentte %5 oranında daralma ile 931bin adet, HTA segmentte %10 daralma ile 232bin adet satış modelliyoruz. Böylece, 2025'te HA pazarının 1,163bin adete ulaşmasını ve geçtiğimiz yılın %6 oranında gerisinde kalmasını bekliyoruz.

Bankalarca Açılan Kredilere Uygulanan Ağırlıklı Ort. Faiz Oranları (Haftalık, %)



Kaynak: TCMB, Garanti BBVA Yatırım

Doğuş Otomotiv satışları yılbaşı projeksiyonlarını aşıyor. Doğuş Otomotiv'in 2025 yılı toplam satış adedi beklentisi –Skoda hariç– 115bin üzeri olarak belirtilmiştir. Bize göre oldukça muhafazakar bir projeksiyon olup, pazar beklentimize paralel olarak, toplam Doğuş Otomotiv satışlarının -Skoda hariç- 137bin adete ulaşacağını tahmin ediyoruz. İlk fırsatta şirket yönetiminin de beklentilerini yukarı yönlü revize etmesi kuvvetli ihtimal.

ODD verilerine göre Doğuş Otomotiv 6A25'te yıllık bazda %11.6 artışla 88,463 adet (Skoda hariç 68,282 adet) perakende satış yapmıştır. 6A24'te Skoda hariç toplam satış adedi 59,039 adet olmuştu. Haziran itibariyle Skoda dahil pazar payında 1 puan artışa karşın, Skoda hariç pazar payı neredeyse aynı kalmıştır.

Başta elektrikli araçların piyasamıza girişiyle, yeni dönem rekabette pazar payını korumak oldukça güç. 2025 yılına ilişkin öngörülerimizde pazar payında önemli değişimler bulunmuyor. Ancak Doğuş Otomotiv'in rekabette uzun süre pazar payını %15 civarı seviyelerde korumasını beklemiyoruz. Özellikle elektrikli araçların piyasamızda karşılık bulmasıyla TOGG'un yanı sıra Çin'in BYD başta olmak üzere agresif satış politikaları rekabeti başka bir boyuta taşıyor. Nisan 2025 itibariyle, yurtiçinde elektrikli otomobil pazarı elektrik motor gücüne göre; 160 kW altındaki elektrikli otomobil satışları %104 artarak %13.9 pay alırken 160 kW üstü satışlar %191 artarak %3.7 pay almayı başardı (Toplam: % 17.6). Avrupa'da da benzer şekilde elektrikli araçlar her geçen dönem içten motorlu yakıtlı araçlardan pay almaya devam ediyor. Mayıs 2025 itibariyle BEV payı %15.4 ve PHEV payı %8.2 oldu (5A24 BEV: %12.1, PHEV: %7.1).

2030 yılına gelindiğinde satılan otomobillerin yarısının elektrikli olması öngörülüyor. Devlet teşviklerinin devamıyla 2035'te bu oranın %80'lere doğru daha da yukarı çıkması beklenen senaryo. Türkiye'de ilk 6 ayda 85,894 adet elektrikli araç satıldı (6A24: 39,405). İlk 5 ayda satılan 59,092 adet elektrikli satışın 14bini TOGG iken yaklaşık 7bini BYD oldu. Devamında Tesla, Mini ve Kia markaları geldi.

Doğuş Otomotiv Perakende Satış Adetleri

Doğuş Otomotiv	Oca	Şub	Mar	1Ç25	Nis	May	Haz	2Ç24	Kümü.
AUDI	970	1,745	1,811	4,526	2,241	2,404	2,248	6,893	11,419
BENTLEY	2	2	2	6	3	3	3	9	15
CUPRA	423	436	1,178	2,037	1,211	1,198	942	3,351	5,388
LAMBORGHINI	-	1	2	3	1	3	3	7	10
PORSCHE	74	91	125	290	94	116	99	309	599
SEAT	300	563	751	1,614	829	816	876	2,521	4,135
*SKODA	2,359	2,262	3,767	8,388	3,489	3,792	4,512	11,793	20,181
VOLKSWAGEN	5,334	6,168	8,265	19,767	8,044	8,379	10,526	26,949	46,716
TOTAL	9,462	11,268	15,901	36,631	15,912	16,711	19,209	51,832	88,463

*Doğuş, Yüce Auto'nun (Skoda distribütörü) %50'sine iştirak etmesine rağmen, şirket faaliyetleri üzerinde kontrol gücü yoktur.

Özkaynak yönt. değerlendirilen yat. kalemiyle net kar üzerinde etkisi vardır

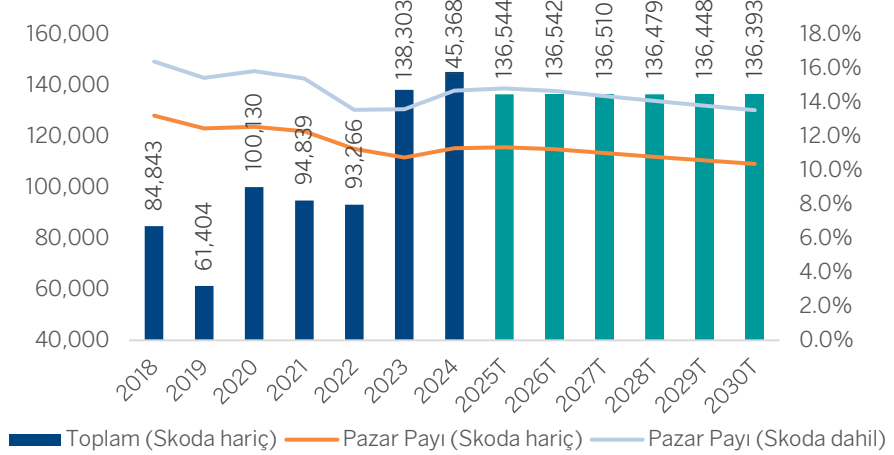
Büyüme, yıllık	Oca	Şub	Mar	1Ç25	Nis	May	Haz	2Ç25	Kümü.
2025	-16.5%	-18.7%	34.7%	-1.0%	46%	-1%	33%	23%	-51.9%

Doğuş Otomotiv ise sıralamaya 1,667 adet ile 12 numaradan Volkswagen ile girebildi. 2025'te VW'nin yanı sıra Audi, Skoda, Porsche, Cupra gibi markaların da elektrikli versiyonunu satan Doğuş Otomotiv'in 59,092 adetlik elektrikli pazarından alabildiği pay %5.7 gibi sınırlı bir oranda. Kısa vadede burada agresif bir pay alım stratejisinin uygulanması beklenmiyor.

Avrupa'da durgunluk iç piyasayı tehdit edebilir. Doğuş Otomotiv ihracatçı olmayabilir ancak Avrupa otomotiv piyasasından yine de dolaylı olarak etkileniyor. Avrupa'da otomotiv piyasası her şeye rağmen beklentilerden daha iyi gidiyor. Nisan ve Mayıs'ta yıllık bazda binek segmentte yeni araç satışları sırasıyla %1.3 ve %1.6 artışla toparlanarak, devam eden öngörülemeyen küresel ekonomik ortama rağmen iyileşme sinyalleri verdi. Ancak yeterli değil. İlk 5 ay kümüleda satışlar hala %0.6 düşüştü. Üstelik Trump tarifeleri yüzünden Çin otomotiv devleri direksiyonu Avrupa pazarına kırabilir. Söz konusu durum belirsizliğin üzerine tuz biber ekliyor.

AB otomotiv piyasasına satılamayan otomobillerin yurtiçi piyasamıza yönelme ihtimali, Doğu Otomotiv pazar payı savaşında başka bir cephenin daha kuvvetlenmesi demek.

Doğu Otomotiv Pazar Payı

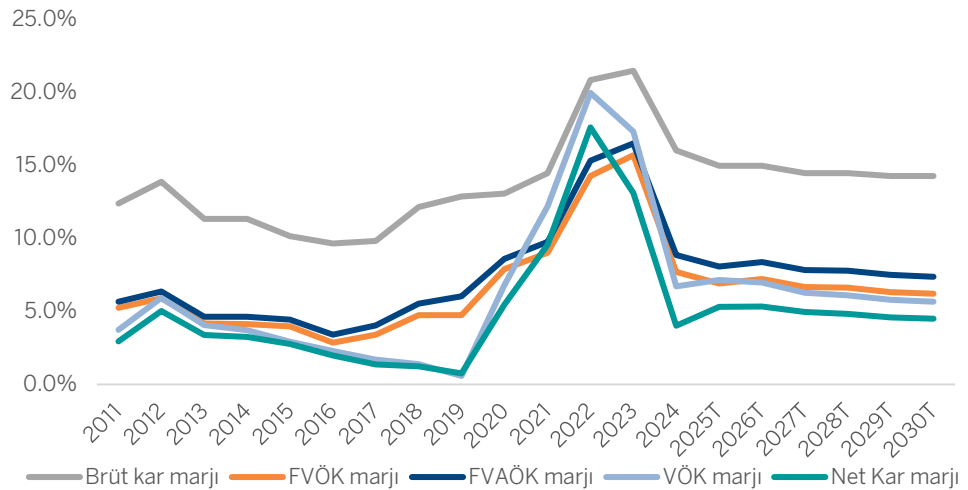


Kaynak: Şirket verileri, Garanti BBVA Yatırım

Tüm bunları dikkate aldığımızda 2025 yılı için pazar payında bir kayıp öngörmüyor olmamıza rağmen uzun vadeli perspektifte Stellantis/ Tofaş sinerjisiyle de yarışacak olan Doğu Otomotiv'in pazar payı kaybı riskiyle karşı karşıya olduğunu düşünüyoruz. Buna göre Skoda dahil pazar payı için 2030'a kadar 1.2 puanlık ve Skoda hariç pazar payı için 0.9 puanlık kayıp modelliyoruz.

Kâr marjlarında normalleşme devam edebilir. Şirketin son dönemlerde alışkın olduğumuz yüksek marjlarının geçmişi çok eskiye dayanmıyor. 2011-2019 dönemi FVAÖK marjı %3.4-%6.4 aralığındaydı.

Kâr Marjları



Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket Verileri

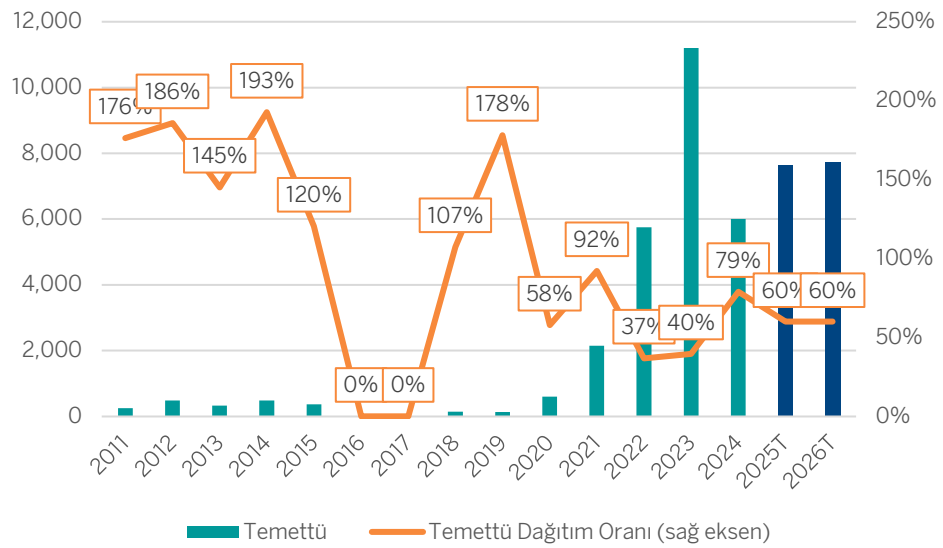
Aynı dönemde net kar marjı ortalaması %2.5 olup, en yüksek %5.0 oranına sahipti. 2019 sonrası pandeminin yarattığı etki sonrası araç bulunabilirliğinin azalması şirkete altın dönemini yaşattı. Talepteki patlama kârlılığa da yansdı ve FVAÖK marjı 2023'te %16.5 seviyesine kadar ulaştı. 2022 ve 2023'te net kar marjı da sırasıyla %17.6 ve %13.1'i buldu.

Dünya otomotivinin pandemi etkisinden kurtulup normalleşmesiyle araç bulunabilirliği arttı. Bu durum da Doğu Otomotiv'in marjlarının eski seviyelerine doğru hızla gerilemesine yol açtı. 2024'te FVAÖK marjı %8.9 oldu. 2025'te marjlarda gerilemenin devam ederek %8.1'e inmesini bekliyoruz. Devam eden yıllarda artan yoğun rekabet ortamının fiyatlamayı baskı altına alacağını öngörerek FVAÖK marjında 2030'a kadar %7.4'lü seviyelere gerileme bekliyoruz.

Bir Temettü Şirketi Olarak Doğu Otomotiv

Şirket 2024'te elde ettiği kârın %79'unu kullanarak 6mlrTL (pay başına 27.3TL) temettü dağıttı. Şirket son 10 yılda ortalama kârın yaklaşık % 50'sini dağıttı. Son 10 yıllık periyotta ortalama temettü verimi %8.5 olan şirketin 2025 ve 2026'da tahmin ettiğimiz net kâr rakamlarına göre sırasıyla pay başına yaklaşık brüt 29'ar TL temettü dağıtacağını, dolayısıyla %16 gibi yüksek bir temettü verimi öngörüyoruz. Şirketin konjonktürel sebeplerden 2016 ve 2017 gibi kârdan pay dağıtmadığı yıllar mevcut olmasına karşın, bize göre dönem dönem yükselen temettü verimi pozitif katalizör olmaya devam edecek.

Doğu Otomotiv Temettü Gelişimi



Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket verileri

TÜVTÜRK 2027'de El Değiştiriyor

TÜVTÜRK; Türkiye'de periyodik araç muayenesinde yetkili ve görevli tek kuruluştur. Şirket, 2024 yılında 12.5mn aracın periyodik muayenesini tamamlamış ve 3.9mn aracın egzoz gazı emisyon ölçümlerini yapmıştır. 2024'te 19.6mlrTL hasılat ve 15.8mlrTL kamuya katkı sağlamıştır.

TÜVTÜRK Kuzey-Güney İstasyonları'nda Doğuş Otomotiv'in %33.33 oranında iş ortaklığı bulunuyor. 1Ç25 itibariyle bilançoda taşınan değer 2.1mlrTL. Lisans süresinin sonuna yaklaşıldığı için yeni bir ihale düzenlendi. İhale sonucunda 1.Bölge Araç Muayene İstasyonları 830mnUSD, 2. Bölge Araç Muayene İstasyonları'ysa 890mnUSD karşılığında MOI Ortak Girişim Grubu'na devredildi. İmtiyaz sözleşmeleri 2027'den itibaren geçerli olacak. Bir önceki ihale 2007'de yapılmış ve imtiyaz sözleşmeleri 20 yıllığına imzalanmıştı.

TÜVTÜRK özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar kalemi üzerinden bilançoya giriyor. 2027'den sonra ise artık TÜVTÜRK'ü göremeyeceğiz. Ancak buradaki taşınmazların devrolunması durumunda ortaya çıkacak değerın Doğuş Otomotiv için önemli bir nakit potansiyeli taşıdığını düşünüyoruz.

DOAS Hisselerinde Ortak Satışı

Doğuş Holding Doğuş Otomotiv'de %65.5 pay ile ana ortak konumunda. 4Ç22'de ise Doğuş Holding'in DOAS'taki payı %75.3 oranındaydı. O günden bu yana Doğuş Holding kademeli olarak şirketteki payını azalttı. Nisan'da MKK'ya satışa konu etmek için kaydettirilen %10'luk payın %5'i 2024'un son ayında satıldı. Kalan %5'lik payın satışı adına henüz bir aksiyon alınmadı. Söz konusu gelişme, şirket adına izlenecek başlıklar arasında yer alıyor.

Doğuş Holding'in Doğuş Otomotiv'de 2022'den bu yana paylarını azaltıyor oluşu DOAS hisseleri üzerinde baskı oluşturuyor.

Değerleme

DOAS için 12 aylık hedef fiyat çalışmamızda indirgenmiş nakit akımları (İNA) ve benzer şirket çarpanları yaklaşımını kullandık. Ancak çarpan analizini hedef fiyatı bulurken değerlemeye konu etmemeye karar verdik. Buna ilişkin görüşümüze “Doğuş Otomotiv ve Benzer Şirket Çarpanları” başlığı altında yer verdik. Tüm ağırlığı INA’ya vererek ulaştığımız hedef fiyat 242.7TL ile %30 artış potansiyeline işaret etmektedir.

Değerleme Özeti	Hesaplanan Değer (mnTL)	Ağırlık	(mnTL)
INA Analizi	53,397	100%	53,397
Çarpan Analizi	143,554	0%	-
Hedef Şirket Değeri			53,397
Piyasa Değeri			41,096
12 Aylık Hisse Hedef Fiyatı			242.7
Hisse Fiyatı			186.8
Yükselme Potansiyeli			30%

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

2025-2030 yıllarını içeren İNA değerlendirme modellememizde;

- nihai büyüme oranı %1.0,
- risksiz faiz oranını %8.5 (3.0 puan spesifik risk primi içerir),
- piyasa risk primini %5.0 ve
- Beta’yı 0.94 (Bloomberg 2 yıl, haftalık)

alıyoruz. Böylece ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini (AOSM) tüm dönemler için %11.0 kullanarak hedef fiyata ulaşıyoruz.

Serbest Nakit Akımı (EURmn)	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net Satışlar	6,615	5,128	4,605	4,655	4,712	4,793	4,856	4,893
Faaliyet Kârı	1,040	396	319	337	315	318	308	305
Vergi	-246	-158	-80	-77	-63	-64	-62	-61
Vergi Sonrası Faaliyet Kârı	794	238	239	259	252	255	247	244
Amortisman	54	60	54	54	55	56	57	57
Brüt Nakit Akımı	848	298	293	314	307	311	303	301
İşletme Sermayesindeki Değişim	463	-83	124	95	78	83	78	104
Yatırım Harcamaları	34	102	111	99	93	95	96	97
Firmaya Serbest Nakit Akımı (FSNA)	351	278	58	120	136	133	129	100
FVAÖK	1,094	456	373	391	370	374	365	362
FVAÖK Marjı	16.5%	8.9%	8.1%	8.4%	7.9%	7.8%	7.5%	7.4%
Yatırım Harc./Satışlar	0.5%	2.0%	2.4%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
İşletme Ser.'deki Değişim/Satışlar	7.0%	-1.6%	2.7%	2.0%	1.6%	1.7%	1.6%	2.1%

Varsayım ve Sonuçlar

Nihai Büyüme Oranı	1.0%
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	493
Nihai Değerin Bugünkü Değeri	571
Firma Değeri	1,064
Net Nakit (Son Çeyrek)	-278
İştirakler&Bağlı Ortaklıklar	249
12A Hedef Değer (EUR mn)	1,173
12A Hedef Değer (EUR mn)	53,397

AOSM

(%)	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
*Risksiz Faiz Oranı	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
Piyasa Risk Primi	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta	94.0%	94.0%	94.0%	94.0%	94.0%	94.0%	94.0%
Özsermaye Maliyeti	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%
Borçlanma Maliyeti	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
Efektif Vergi Oranı	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%
Özsermaye Ağırlığı	39.6%	39.6%	39.6%	39.6%	39.6%	39.6%	39.6%
AOSM	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%

*3.0 puan spesifik risk primi içerir

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket verileri

Doğuş Otomotiv ve Benzer Şirket Çarpanları

İNA analizinin yanı sıra DOAS'ı benzer şirket çarpanlarına göre de inceledik. DOAS için 2025 ve 2026 tahmini kârlarımızı referans alarak FD/FVAÖK, F/K ve FD/Satışlar çarpanlarını hesapladık. FD/FVAÖK için 15x üstü çarpanları, F/K için 15x üzeri çarpanları ve FD/Satışlar için 1.4x üstü çarpanları uç değer kabul ederek ortalama hesaplamasından arındırsak da ortaya çıkan değerler -aşağıdaki tabloda gösterildiği üzere – muhafazakar bakış açımızı yansıtmaktan da çok uzak kaldı.

Çarpanlar	Hesaplanan Değer (mn TL)	Ağırlık	(mn TL)	İskonto/ Prim
FD/FVAÖK	149,413	33.3%	49,799	-72%
F/K	140,775	33.3%	46,920	-71%
FD/Satışlar	140,475	33.3%	46,834	-71%
Toplam		100%	143,554	-71%

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

Bu yüzden hedef fiyat çalışmamızda benzer şirket çarpanları yöntemini kullanmamayı uygun gördük.

Şirket Adı	Ülke	Piy. Değeri (mnUSD)	FD/FVAÖK		F/K		FD/Satışlar	
			2025T	2026T	2025T	2026T	2025T	2026T
Uluslararası								
Asbury Automotive Group	US	4,669	9.8	9.3	9.1	8.8	0.55	0.52
AutoNation Inc	US	7,135	7.4	7.4	11.2	10.2	0.43	0.42
Bilia AB	SWEDEN	1,265	8.8	8.0	15.63	12.7	0.52	0.50
Group 1 Automotive Inc	US	5,573	10.5	10.3	11.2	10.6	0.55	0.49
Inchcape PLC	BRITAIN	3,421	4.3	4.3	9.8	8.7	0.33	0.34
MBM Resources BHD	MALAYSIA	473	25.01	25.21	6.3	6.5	0.86	0.86
Penske Automotive Group	US	11,055	11.6	11.4	12.3	12.1	0.63	0.62
D'ieteren Group	BELGIUM	10,848	18.01	17.46	12.8	13.5	1.42	1.43
Uluslararası Ort			8.7	8.4	10.4	10.4	0.56	0.53
Türkiye								
Ford Otomotiv Sanayi AS	TURKEY	7,751	9.0	5.9	0.8	0.6	0.66	0.47
Tofas Turk Otomobil Fab.	TURKEY	2,319	8.8	6.8	14.2	9.2	0.79	0.45
Turk Traktor ve Ziraat Mak.	TURKEY	1,525	5.8	9.5	9.4	35.1	0.97	0.97
Türkiye Ort	0.00	-	7.9	7.4	8.1	15.0	0.81	0.63
Ortalama (Uluslararası ve TR)			8.3	7.9	9.3	12.7	0.7	0.6
DOAS Çarpanları			2.7	2.6	3.2	3.2	0.22	0.22
Prim/İskonto			-67%	-67%	-65%	-75%	-68%	-63%
DOAS için Hesaplanan Değerler			149,149	149,676	117,978	163,571	151,531	129,418
DOAS için Hesaplanan Ortalama Değerler				149,413		140,775		140,475

Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

EK-1: Son Çeyrek Finansal Sonuçlar

Dogus Otomotiv Özet Finansal Sonuçlar					Değişim		
(mn TL)	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	1Ç24	1Ç25/ 1Ç24	1Ç25/ 4Ç24
Net Satışlar	49,603	44,362	66,243	42,040	47,121	-11%	-37%
Brüt Kar	9,537	5,536	9,808	6,798	8,394	-19%	-31%
Faaliyet Karı	6,089	1,979	2,391	2,198	5,540	-60%	-8%
FVAÖK	6,665	2,594	3,060	2,878	6,105	-53%	-6%
Net Diğer Gelir/Gider	121	727	617	566	414	37%	-8%
Yatırım Faal. Gelirler	109	159	106	52	270	-81%	-51%
Finansal Gelirler (net)	-812	-568	-719	-1,588	-1,481	a.d.	a.d.
Finansal Gelirler	626	459	433	636	930	-32%	47%
Finansal Giderler	-1,438	-1,027	-1,153	-2,224	-2,411	a.d.	a.d.
Parasal Kazanç/Kayıp	-441	526	-602	-603	-923	a.d.	a.d.
VÖK	4,725	1,336	2,695	1,403	5,221	-73%	-48%
Vergi	-2,159	-1,004	-1,317	-832	-1,085	a.d.	a.d.
Net Kar	2,541	328	1,376	577	4,111	-86%	-58%
Net Nakit	-6,472	-10,112	-2,962	-11,301	2,599		
Çalışma Sermayesi	-20,181	-21,183	-18,633	-22,736	-16,816		
Esas Faaliyet ile İlgili Oluşan Nakit	406	1,219	15,731	-5,727	8,738		
Özsermaye	63,179	60,698	61,347	55,947	72,409		
Rasyolar							
Brüt Kar Marjı	19.2%	12.5%	14.8%	16.2%	17.8%	-1.6 puan	1.4 puan
Faaliyet Kar Marjı	12.3%	4.5%	3.6%	5.2%	11.8%	-6.5 puan	1.6 puan
FVAÖK Marjı	13.4%	5.8%	4.6%	6.8%	13.0%	-6.1 puan	2.2 puan
VÖK Marjı	9.5%	3.0%	4.1%	3.3%	11.1%	-7.7 puan	-0.7 puan
Net Kar Marjı	5.1%	0.7%	2.1%	1.4%	8.7%	-7.4 puan	-0.7 puan

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket verileri

UYARI NOTU

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü'nün Endeks Üzeri (EÜ) ve Endekse Paralel (EP) tavsiyesi verdiği hisseler arasından; şirketlerin uzun dönemli mali verilerine dayalı olarak yapılan temel analiz ve kısa vadeli beklentiler bir arada değerlendirilerek oluşturulmuştur. Tercih etmediğimiz hisseler ise benzer analizler ile, Araştırma Bölümü'nün Endekse Paralel (EP) ve Endeks Altı (EA) tavsiyesi verdiği hisseler arasından seçilir. Model Portföy değişiklik raporunda, hissenin portföye giriş ya da çıkış gerekçesi belirtilir. Bir hissenin Model Portföy'e girmesi ya da çıkması uzun vadeli temel tavsiyesinin değiştiği anlamına gelmemektedir. Model Portföy, sanal bir portföy olup; piyasa beklentimiz ve de içerisinde yer alan hisselerin beklentileri doğrultusunda ağırlıklandırılarak kümülatif performansı ile değerlendirilmektedir. Dolayısıyla Model Portföy ve Model Portföy kapsamında yapılan değişimler, yatırımcının risk ve getiri tercihleri ile birebir örtüşmeyebilir.

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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Veri ve grafikler güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, yapılan yorumlar sadece GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşünü yansıtmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. İleti, gönderilen kişiye özel ve münhasırdır. İlave olarak, bu raporun gönderildiği ve yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.

Garanti BBVA Yatırım ile ilgili detay bilgilere <https://www.garantibbvayatirim.com.tr/hakkimizda> aracılığıyla erişebilirsiniz.

GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Nispetiye Mahallesi Barbaros Bul. Çiftçi Tovvers Kule 1,
34340 Beşiktaş / İstanbul
Telefon: 212 384 11 21
Faks: 212 352 42 40

Hisse Senedi Tavsiye Tanımları

EÜ	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin üzerinde olması beklenmektedir.
EP	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisine yakın olması beklenmektedir.
EA	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin altında olması beklenmektedir.