

Doğuş Otomotiv

Temel dinamikler iyileşirken hak ettiği değerin altında...

Atasav Can TUĞLU

Analist

atuglu@sekeryatirim.com.tr

Doğuş Otomotiv için hedef fiyatımızı 259,90 TL'den 302,90 TL'ye revize ederken "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Hedef fiyat güncellememiz, Şirket'in orta-uzun vadeli sürdürülebilir operasyonel performansına ve nakit yaratma kapasitesine ilişkin varsayımlarımızın yeniden değerlendirilmesini yansıtmaktadır. Mevcut değerlememiz; 1) Fiyatlama disiplininin korunması, 2) FAVÖK görünürlüğünün orta vadede sürdürülebilir kalması ve karlılık marjlarındaki toparlanma beklentimiz, 3) güçlü ürün mixinin sağlamış olduğu rekabet avantajı ve 4) korunan pazar payı varsayımlarına dayanmaktadır. Devam eden makroekonomik zorluklara ve Uzakdoğu oyuncuların yarattığı fiyat rekabetindeki güçlükler rağmen, mevcut piyasa fiyatlamasının döngüsel riskleri önemli ölçüde yansıttığını düşünüyoruz. Buna karşılık FAVÖK'ten SNA yaratma kapasitesinin ve iştiraklerden/iş ortaklıklarından sağladığı kazanımların yeterince fiyatlanmadığını değerlendiriyoruz. Bu çerçevede, baz senaryomuz altında Şirket paylarının yukarı yönlü değerlendirme potansiyelinin korunmakta olduğu görüşündeyiz.

Yurtiçi pazar rekora koşarken Doğuş Otomotiv de güçlü satış performansı yakaladı... Zorlu makroekonomik koşullara rağmen yıl boyunca devam eden güçlü talep, marka yelpazesi & iyi konumlanmış bayi ağıyla satış adetlerinin, aralık ayında da devam eden kuvvetli seyrin sayesinde 12A25'te Škoda dahil (binek+hafif ticari) yıllık %10,3 artış göstererek 206.183 adete ulaşmasını bekliyoruz (Škoda hariç: yıllık +%12,8, 161.287 adet).

Rekabetçi ortamda istikrarlı pazar payı... Doğuş Otomotiv'in talebin yüksek, ürün bulunabilirliğinin ve fiyatlamasının belirleyici olduğu bir pazarda pazar payı istikrarını sağlayabilmesini takdir ediyoruz. Şirket'in 2025 yılını binek araçlarda %16,7 (11A25: %16,4, 12A24: %16,5) (Škoda hariç: 12A25: %10, 11A25: %9,7, 12A24: %9,5), hafif ticari araçlarda %8,8 (11A25: %8,8, 12A24: %8,7), Doğuş Otomotiv markalı araçların ise toplam pazarda (binek+hafif ticari araçlar) %15,1 (11A25: %14,9, 12A24: %14,9) (Škoda hariç: 12A25: %11,8, 11A25: %11,5, 12A24: %11,3) pazar payı ile kapatacağını tahmin ediyoruz. 10 yıllık model varsayımımızda ise Škoda dahil toplam pazar payının %15,5 seviyelerinde şekillenmesini modelliyoruz.

2026 ve sonrası için karlılık görünümünde iyileşme bekliyoruz... FAVÖK tarafında, güçlü satış görünümüne ek faaliyet giderlerinin görece kontrollü seyretmesiyle marjların kademeli biçimde toparlanacağını tahmin ediyoruz. FAVÖK marjının 2026 için yıllık 0.6 yp artış göstererek %6,8 seviyesinde gerçekleşmesini, FAVÖK'ün ise yıllık %36,8'lik artış göstermesini öngörüyoruz. Operasyonel temelli bir normalleşmeye dayanarak muhasebe etkilerinden görece sıyrılmış ve iştiraklerin/iş ortaklıklarının desteğiyle 2026 için net karın yıllık %48 artışla 11.195mn TL'ye ulaşabileceğini, net kâr marjının ise 0.5 yp iyileşerek %3,4 olarak gerçekleşmesini tahmin ediyoruz.

Emsallerine göre cazip iskonto... Doğuş Otomotiv, 2026T 3.00x FD/FAVÖK ve 2026T F/K 3.60x rasyoları ile benzerlerine göre %64 ve %60 iskontolu işlem görmektedir. Mevcut çarpanların, benzerlerine göre değerlendirme açısından cazip bir risk-getiri profili sunduğunu düşünüyoruz.

İstikrarlı temettü dağıtım politikasına yüksek temettü verimi eşlik ediyor... Şirket için 2025 ve 2026 yılları için sırasıyla %9,4 ve %13,9'luk temettü verimi hesaplayarak temettü politikasının, getiri açısından Şirket'i öne çıkaran bir unsur olduğunun altını çiziyoruz.

"AL"
Hedef Fiyat: 302,90 TL
Önceki: TRY 259,90
Getiri Potansiyeli: 65%

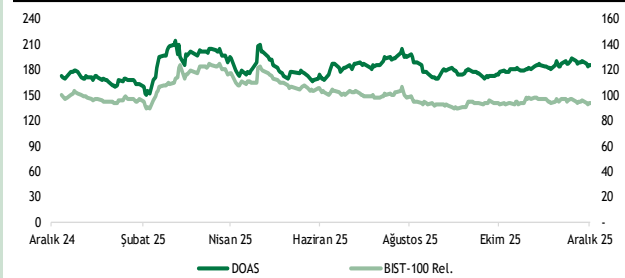
Şirket Pay Bilgileri

Sektör	Otomotiv ve Yedek Parça İthalatı, Satış, SSH
Bloomberg / Reuters Kodu	DOAS.TI/DOAS.IS
Son Kapanış Fiyatı (TL)	183,1
Piyasa Değeri (TL mn)	40.282
Firma Değeri (TL mn)	64.128
Yabancı Sahiplik Oranı (%)	19,61%
Halka Açıklık Oranı (%)	39,50%
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (TL mn)	11,24
52 Haftalık En Düşük Kapanış (TL)	148,48
52 Haftalık En Yüksek Kapanış (TL)	220,51
Beta (2 Yıllık, Günlük)	0,80
BİST-100 Ağırlığı (%)	0,48

Finansal Veriler (mn TL)	2023	2024	2025T	2026T
Satış Gelirleri	270.273	236.277	266.900	330.825
Büyüme (%)	0,0%	-12,6%	13,0%	24,0%
FAVÖK	44.687	20.997	16.538	22.629
FAVÖK Marjı (%)	16,5%	8,9%	6,2%	6,8%
Net Kar	35.534	9.523	7.577	11.195
Pay Başına Kar	161,5	43,3	34,4	50,9
Temettü Verimi	25,7%	17,6%	9,4%	13,9%
Net Borç / FAVÖK (x)	0,1	0,2	1,5	1,2
Net Borç / Özsermaye (x)	0,1	0,0	0,3	0,3
Ortalama Özsermaye Karlılığı	64,7%	13,1%	10,7%	14,4%
Ortalama Aktif Karlılığı	42,7%	8,0%	6,0%	7,6%

Değerleme Çarpanları	* 2023	* 2024	2025T	2026T
F/K	1,1	4,2	5,3	3,6
FD/FAVÖK	1,4	3,1	3,9	3,0
FD/Satışlar	0,2	0,3	0,2	0,2
F/DD	0,5	0,6	0,6	0,5
Getiri	1A	3A	YBB	12A
TL Getiri (%)	1,4	4,7	7,2	3,7
\$ Getiri (%)	0,5	1,4	-11,7	-14,6
BİST-100 Relatif (%)	-0,9	3,7	-5,5	-6,8

Ortaklık Yapısı	%
Doğuş Holding	60,5
Halka Açık	39,5
Toplam	100,0



Kaynak: KAP, Doğuş Otomotiv Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

Gelir Tablosu (TRY mn)	2024	2025T	2026T
Satış Gelirleri	236.277	266.900	330.825
Brüt Kar	37.920	36.604	45.877
Faaliyet Giderleri	19.688	23.506	27.612
Faaliyet Karı	18.233	13.098	18.265
Amortisman	2.765	3.439	4.364
FAVÖK	20.997	16.538	22.629
Özk. Yönt. Değ. Yat. Kar. Paylar	-1.101	2.036	2.495
Net Finansman Gelir/Giderleri	-2.438	-7.099	-7.621
Vergi Öncesi Kar	15.928	10.987	16.231
Vergi Giderleri	-6.341	-3.407	-5.033
Net Kar	9.523	7.577	11.195

Karlılık Marjları (%)	2024	2025T	2026T
Brüt Kar Marjı (%)	16,0%	13,7%	13,9%
Faaliyet Karı Marjı(%)	7,7%	4,9%	5,5%
FAVÖK Marjı (%)	8,9%	6,2%	6,8%
VÖK Marjı (%)	6,7%	4,1%	4,9%
Net Kar Marjı (%)	4,0%	2,8%	3,4%
Pay Başına Kar	43,29	34,44	50,89
Temettü Verimi	17,6%	9,4%	13,9%

Büyüme Oranları (%)	2024	2025T	2026T
Satış Gelirleri Büyümesi	-12,6%	13,0%	24,0%
Brüt Kar Büyümesi	-34,8%	-3,5%	25,3%
Faaliyet Karı Büyümesi	-57,8%	-28,0%	35,5%
FAVÖK Büyümesi	-53,0%	-21,2%	36,8%
Net Kar Büyümesi	-73,2%	-20,4%	47,8%

Rasyolar (%)	2024	2025T	2026T
F/K	4,23	5,32	3,60
FD/FAVÖK	2,08	3,92	3,00
FD/Satışlar	0,18	0,24	0,21
PD/DD	0,58	0,56	0,49
Ortalama Özsermaye Karlılığı	13,1%	10,7%	14,4%
Ortalama Aktif Karlılığı	8,0%	6,0%	7,6%

Borçluluk	2024	2025T	2026T
Net (Nakit) / Borç	3.375	24.476	27.705
Net Borç/FAVÖK (x)	0,16	1,48	1,22
Net Borç/Özsermaye (x)	0,05	0,34	0,33

Kaynak: Doğuş Otomotiv, KAP, Şeker Yatırım Araştırma

Bilanço(TRY mn)	2024	2025T	2026T
Dönen Varlıklar	53.437	70.646	81.329
Nakit & Nakit Benzerleri	11.807	2.861	3.377
Ticari Alacaklar	19.885	17.906	21.776
Stoklar	19.329	43.118	48.795
Diğer Dönen Varlıklar	2.415	6.761	7.381
Duran Varlıklar	62.221	66.963	74.746
Özk. Yön. Değ. Yat.	11.800	12.147	13.260
Maddi Duran Varlıklar	25.019	28.155	32.026
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.182	1.489	1.981
TOPLAM VARLIKLAR	115.658	137.610	156.075

Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	33.835	54.315	59.915
Kısa Vadeli Borçlar	5.003	11.802	13.538
U. V. Borç. K. V. Kısımları	2.774	8.367	8.528
Ticari Borçlar	17.980	29.918	32.806
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	8.079	4.228	5.044
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	11.910	11.070	13.276
Uzun Vadeli Borçlanmalar	7.406	7.168	9.016
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	4.504	3.902	4.259
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	45.745	65.385	73.191

TOPLAM ÖZSERMAYE	69.913	72.225	82.884
-------------------------	--------	--------	--------

TOPLAM KAYNAKLAR	115.658	137.610	156.075
-------------------------	---------	---------	---------

Kaynak: Doğuş Otomotiv, KAP, Şeker Yatırım Araştırma

Artan rekabet ortamı - makroekonomik dinamikler - elektrifikasyon üçgeninde şekillenen Pazar, yılı rekorla kapatmaya hazırlanırken Doğu Otomotiv sağlam performansını sürdürdü... 2025 yılı, Doğu Otomotiv açısından yalnızca güçlü bir satış yılı değil, yurtiçi otomotiv pazarının da tarihsel olarak en yüksek aktivite seviyelerinin yaşandığı bir dönem olmaya yakın. Doğu Otomotiv'in pazar payı görünümünün, rekabet koşullarının en yoğun olduğu 2025 yılında da konumunu büyük ölçüde koruduğuna inanıyoruz. Doğu Otomotiv'in satış performansının, güçlü pazar koşullarını aşan biçimde, dağıtım gücü ve satış organizasyonunun etkinliğini yansıttığını gözlemliyoruz. Rekor seviyelere yaklaşan Türkiye pazarı içerisinde şirketin satışlarının, yalnızca talep artışına paralel bir büyümeden ziyade; ürün bulunabilirliği, fiyatlandırma stratejisi ve müşterilerin markalara olan güveni & segment seçiciliği üzerinden şekillendiğini değerlendiriyoruz. Bu değerlendirmemizin temeli de Doğu Otomotiv'in başta VW olmak üzere birçok global OEM ile kurduğu ilişkilerin ve bayi-servis ağıının bulunabilirliğine dayanmaktadır.

Markalar Bazında Kırılım (Adet) (12A)	12A20	12A21	12A22	12A23	12A24	11M25
VW Binek	54.886	51.547	50.015	71.846	75.634	76.125
SEAT	11.866	12.367	5.933	11.089	12.369	8.056
CUPRA	0	288	2.810	10.315	10.366	10.972
Binek Araçlar	66.752	64.202	58.758	93.250	98.369	95.153
Škoda	25.965	23.931	18.916	36.274	43.726	40.208
Binek Araçlar (Equity Pick-Up)	25.965	23.931	18.916	36.274	43.726	40.208
Audi	19.537	13.219	14.100	23.132	20.433	21.658
Porsche	648	602	669	1.246	1.139	1.205
Bentley	11	11	15	36	37	37
Lamborghini	19	16	14	22	22	25
Lüks & Spor Binek Araçlar	20.215	13.848	14.798	24.436	21.631	22.925
Toplam Binek Araçlar	112.932	101.981	92.472	153.960	163.726	158.286
VW Ticari	12.006	14.597	10.568	17.842	22.500	21.815
Hafif & Orta Ticari Araçlar	12.006	14.597	10.568	17.842	22.500	21.815
Toplam Binek & Hafif & Orta Ticari Araçlar	124.938	116.578	103.040	171.802	186.226	180.101
Scania	1.157	2.192	1.804	2.775	2.868	2.359
Ağır Ticari Araçlar	1.157	2.192	1.804	2.775	2.868	2.359
Toplam Ticari Araçlar	13.163	16.789	12.372	20.617	25.368	24.174
Toplam Satılan Araçlar	126.095	118.770	104.844	174.577	189.094	182.460
DOD Perakende 2. El Satışları	0	17.001	16.893	18.229	19.096	18.129
TOPLAM	126.095	135.771	121.737	192.806	208.190	200.589

Kaynak: Doğu Otomotiv, TAİD, ODMD

Markalar bazında satış kırılımlarına baktığımızda; 2025 yılı boyunca Doğu Otomotiv'in satış performansının yalnızca hacim artışına değil, segment bazlı dengeli bir ölçeklenmeye dayandığını gözlemliyoruz. Binek araç satışlarının yıl boyunca ana markaların (VW, Audi, Škoda ve SEAT) satışlara güçlü ve süreklilik arz eden katkı sağladığını ölçümlüyoruz. Burada dikkat çekmek istediğimiz hassas noktalardan birisi, Şirket'in satış artışının tekil bir marka veya markalar bazında geçici kampanya etkisine bağlı olmamasıdır. Aynı zamanda, hafif ve orta ticari araç satışlarının yıl boyunca kademeli olarak artması toplam satış büyümesini destekleyen ikinci bir kolon oluştururken; ağır ticari araç segmentinin daha sınırlı fakat düzenli katkısı, portföyde dengeleyici bir rol üstlenmektedir. Bu sebeple modelimizde dayanak olarak aldığımız en kuvvetli varsayım; Doğu Otomotiv'in dönemsel talep dalgalanmalarına duyarlı bir hacim artışından ziyade, ürün bulunabilirliği, marka çeşitliliği ve satış sonrası hizmetler üzerinden şekillenen satış performansdır.

Güçlü marka yelpazesiyle pazarda satılan ithal araçlarda lider... Doğu Otomotiv'in güçlü ve çeşitlendirilmiş marka portföyü sayesinde ithal araç pazarındaki lider konumunu pekiştirdiğini değerlendiriyoruz. Açıklanan 11A25 verilerine göre VW Grubu'nun (binek + hafif ticari) satış adetleri yıllık bazda %15 artış göstererek 97.940 adede ulaşmıştır. ODMD verileri, Doğu Otomotiv'in binek araç pazar payının %7,9'a (12A24: %7,5), hafif ticari araç pazar payının ise %8,8'e (12A24: %8,7) yükseldiğine işaret ederken, söz konusu artışın marka bazlı geniş tabanlı bir katkıdan beslendiğini gözlemliyoruz. VW markasını takiben, 11A25 döneminde binek araç satışlarına Škoda'nın 40.208 adet

ve Audi'nin 21.658 adetlik güçlü katkısı, 2025 dönemindeki kuvvetli satış performansının dengeli bir marka dağılımıyla desteklendiğini gösteriyor.

Pazar Payı (%)	12M19	12M20	12M21	12M22	12M23	12M24	11M25
VW Binek	38.820	52.740	53.523	49.695	71.093	74.533	74.547
ODMD İthal Binek Araçlar Pazar Payı (%)	16,9%	14,6%	15,9%	13,7%	10,8%	10,8%	11,3%
ODMD Toplam Binek Araçlar Pazar Payı (%)	10,0%	8,6%	9,5%	8,4%	7,3%	7,6%	7,9%
ODMD Toplam Pazar Payı (%)	8,1%	6,8%	7,3%	6,3%	5,8%	6,0%	6,3%
SEAT	5.914	11.551	12.457	6.142	10.929	12.470	7.412
ODMD İthal Binek Araçlar Pazar Payı (%)	2,6%	3,2%	3,7%	1,7%	1,7%	1,8%	1,1%
ODMD Toplam Binek Araçlar Pazar Payı (%)	1,5%	1,9%	2,2%	1,0%	1,1%	1,3%	0,8%
ODMD Toplam Pazar Payı (%)	1,2%	1,5%	1,7%	0,8%	0,9%	1,0%	0,6%
CUPRA			230	2.792	10.165	9.663	10.485
ODMD İthal Binek Araçlar Pazar Payı (%)			0,1%	0,8%	1,5%	1,4%	1,6%
ODMD Toplam Binek Araçlar Pazar Payı (%)			0,0%	0,5%	1,1%	1,0%	1,1%
ODMD Toplam Pazar Payı (%)			0,0%	0,4%	0,8%	0,8%	0,9%
Škoda	15.369	24.175	25.228	19.464	35.041	43.972	39.589
ODMD İthal Binek Araçlar Pazar Payı (%)	6,7%	6,7%	7,5%	5,4%	5,3%	6,4%	6,0%
ODMD Toplam Binek Araçlar Pazar Payı (%)	4,0%	4,0%	4,5%	3,3%	3,6%	4,5%	4,2%
ODMD Toplam Pazar Payı (%)	3,2%	3,1%	3,4%	2,5%	2,8%	3,6%	3,4%
Audi	10.024	18.168	14.036	14.554	22.878	19.700	21.256
ODMD İthal Binek Araçlar Pazar Payı (%)	4,4%	5,0%	4,2%	4,0%	3,5%	2,9%	3,2%
ODMD Toplam Binek Araçlar Pazar Payı (%)	2,6%	3,0%	2,5%	2,5%	2,4%	2,0%	2,3%
ODMD Toplam Pazar Payı (%)	2,1%	2,4%	1,9%	1,9%	1,9%	1,6%	1,8%
Porsche	361	619	627	630	1.158	1.203	1.018
ODMD İthal Binek Araçlar Pazar Payı (%)	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
ODMD Toplam Binek Araçlar Pazar Payı (%)	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
ODMD Toplam Pazar Payı (%)	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Bentley	9	11	11	15	36	37	37
ODMD İthal Binek Araçlar Pazar Payı (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ODMD Toplam Binek Araçlar Pazar Payı (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ODMD Toplam Pazar Payı (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Lamborghini	9	19	16	14	22	22	25
ODMD İthal Binek Araçlar Pazar Payı (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ODMD Toplam Binek Araçlar Pazar Payı (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ODMD Toplam Pazar Payı (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
VW Ticari	12.832	12.036	14.663	10.646	17.683	22.435	21.100
ODMD Toplam Ticari Araçlar Pazar Payı (%)	14,0%	7,4%	8,4%	5,6%	6,7%	8,7%	8,8%
ODMD Toplam Pazar Payı (%)	2,7%	1,6%	2,0%	1,4%	1,4%	1,8%	1,8%
Scania	465	1.157	2.192	1.804	2.775	2.868	2.323
TAİD Toplam Ağır Ticari Araçlar Pazar Payı (%)	4,2%	4,5%	5,3%	3,5%	4,7%	5,9%	5,5%
DOAS Binek Araçlar	70.506	107.283	106.128	93.306	151.322	161.600	154.369
ODMD İthal Binek Araçlar Pazar Payı (%)	30,6%	29,8%	31,6%	25,8%	23,1%	23,4%	23,3%
ODMD Toplam Binek Araçlar Pazar Payı (%)	18,2%	17,6%	18,9%	15,7%	15,6%	16,5%	16,5%
ODMD Toplam Pazar Payı (%)	14,7%	13,9%	14,4%	11,9%	12,3%	13,0%	13,1%
DOAS Hafif Ticari Araçlar	12.832	12.036	14.663	10.646	17.683	22.435	21.100
ODMD Toplam Ticari Araçlar Pazar Payı (%)	14,0%	7,4%	8,4%	5,6%	6,7%	8,7%	8,8%
ODMD Toplam Pazar Payı (%)	2,7%	1,6%	2,0%	1,4%	1,4%	1,8%	1,8%
DOAS Binek+Hafif Ticari Araçlar	83.338	119.319	120.791	103.952	169.005	184.035	175.469
ODMD Toplam Pazar Payı (%)	17,4%	15,4%	16,4%	13,3%	13,7%	14,9%	14,9%
DOAS Ağır Ticari Araçlar	465	1.157	2.192	1.804	2.775	2.868	2.323
TAİD Toplam Pazar Payı (%)	4,2%	4,5%	5,3%	3,5%	4,7%	5,9%	5,5%

Kaynak: Doğuş Otomotiv, TAİD, ODMD

Not: Satış adet verileri, Pazar verileriyle uyumlu olması adına ODMD ve TAİD üzerinden alınmıştır.

İleriye dönük projeksiyonlarımız, 2025 yılsonunda şirketin toplam binek araç satışlarının (Škoda dahil) toplam binek araç pazarındaki payının %16,7 seviyesine, binek araçların toplam pazar içindeki payının ise %12,8'e ulaşacağına işaret etmektedir. Hafif ticari araç tarafında ise, Ford Otosan ve Tofaş gibi (2025 sonu - Ford Otosan: %28,6, Tofaş: %16,3, Tofaş+Stellantis: %27,5) yüksek ölçekli yerli üreticilerin baskın konumu dikkate alındığında, Doğuş

Otomotiv'in pazar payının görece daha sınırlı kalacağını; buna paralel olarak 2025 yılsonunda toplam hafif ticari araç pazarındaki payının yaklaşık %8,8 seviyesinde dengeleneceğini öngörüyoruz. Doğuş Otomotiv markalı toplam araç satışlarının toplam pazardaki (PC+LCV+HCV) payının ise 2024 yılsonundaki %14,5 seviyesinden 2025 yılsonunda %14,8'e yükseleceğini hesaplamaktayız.

DOAS Satış Tahminleri	2024	2025E	2026E
DOAS - PC (Inc. Skoda)	161.600	179.439	186.112
DOAS - PC (Exc. Skoda)	117.628	134.543	139.167
DOAS - LCV	22.435	24.221	25.308
DOAS - HCV	2.868	2.524	2.443
DOAS - TOTAL (Inc. Skoda)	186.903	206.183	213.863
DOAS - TOTAL (Exc. Skoda)	142.931	161.287	166.918

DOAS Satış Tahminleri (%)	2025E	2026E
DOAS - PC (Inc. Skoda)	11,0%	3,7%
DOAS - PC (Exc. Skoda)	14,4%	3,4%
DOAS - LCV	8,0%	4,5%
DOAS - HCV	-12,0%	-3,2%
DOAS - TOTAL (Inc. Skoda)	10,3%	3,7%
DOAS - TOTAL (Exc. Skoda)	12,8%	3,5%

Kaynak: Şeker Yatırım Araştırma

2026'da normalleşen satış büyümesi performansı bekliyoruz... 2025 yılsonunda yurtiçi pazarın (binek+hafif ticari araçlar) tarihi rekor seviyelerde yıllık %8,9 büyüme kaydederek 1.35 mn adet seviyesine ulaşacağını öngörmekteyiz. Doğuş Otomotiv'in satış adetlerinin 2025 yılında güçlü bir büyüme kaydettikten sonra 2026 itibarıyla daha dengeli ve normalleşmiş bir büyüme patikasına gireceğini düşünüyoruz. Binek araç tarafında, Skoda dahil toplam PC satışlarının 2025'te çift haneli büyüme sergilemesini; bunu takiben 2026'da düşük-yatay tek haneli ancak pozitif bir artışla devam etmesini öngörüyoruz. **Bu görünüm, 2025 yılının pazar rakamlarının görece yüksek bir baz yılı oluşturacak olması ve pazarın talep koşullarının zirve seviyelerden daha sürdürülebilir bir dengeye doğru evrileceği varsayımımıza dayanmaktadır.** Skoda hariç binek araç hacimlerinde de benzer bir eğilim bekliyor olup, büyümenin tekil marka katkılarından ziyade portföy genelinde daha dengeli bir şekilde gerçekleşeceğini düşünüyoruz.

Binek araç satış karmasında SUV modellerinin ağırlığının, Doğuş Otomotiv portföyündeki tüm ana markalar genelinde belirgin biçimde arttığını ve bu eğilimin orta vadede devam edeceğini öngörüyoruz. **Bu çerçevede, SUV satışlarının Doğuş Otomotiv markalı toplam binek araç satışları (Skoda dahil) içerisindeki payının 2024 yılındaki %43,5 seviyesinden 2025 yılsonunda %54,2'ye yükselmesini bekliyoruz.** SUV penetrasyonundaki bu artışın ürün gamındaki genişleme, yeni model lansmanları, EV modellerin artışı ve makyajlı modellerin katılımından destek aldığını değerlendiriyoruz. Diğer taraftan, Volkswagen Polo modeline ilişkin olarak, Güney Afrika üretimli araçlara getirilen ek vergi yükü sonrasında modelin maliyet yapısının benzer segmentteki eşleniklerine kıyasla belirgin biçimde yükseldiği VW üst yönetimi tarafından ifade edilmişti. Polo modelinin fiyat seviyesinin bazı SUV modellerle yakınsadığını gözlemliyoruz. Bu gelişmeye paralel olarak, Volkswagen üst yönetimi tarafından Polo'nun mevcut satıştan kaldırılabilirliğine ve modelin ilerleyen dönemde ID Polo ve ID Cross adı altında elektrikli versiyonlarla ikame edilebileceğine yönelik açıklamalar yapılmıştı. Söz konusu belirsizlikler ve ürün stratejisindeki dönüşüm dikkate alındığında, henüz yeni modellere ilişkin net bir lansman takvimi oluşana kadar, 2026 yılı ve sonrası varsayımlarımızda Polo'nun toplam satışlar içerisindeki ağırlığını aşağı yönlü revize ediyoruz. Bu revizyonu, SUV modeller ve elektrikli araçlar lehine bir yeniden dağılım olarak kurguluyor; buna bağlı olarak 2026 yılı için **Doğuş Otomotiv markalı SUV araçların toplam binek araç karması içerisindeki payını %55,6 seviyesinde konumlandırıyor ve kalan kısmı elektrikli araç modelleri arasında dengeli şekilde dağıtıyoruz.**

Hafif ticari araç segmentinde de 2025 yılında görece güçlü bir hacim artışı öngörmekle birlikte, 2026'da rekabet yoğunluğu ve baz etkisi nedeniyle büyüme hızının yavaşlayabileceğini varsayıyoruz. Ağır ticari araç tarafında ise, yerli pazar konjonktürüne bağlı olarak 2026'da sınırlı düşüş gerçekleşebileceğini düşünüyoruz. Toplam satış adetleri bazında değerlendirdiğimizde, 2025'te güçlü bir ivmenin ardından 2026'da daha öngörülebilir ve normalize olmuş bir büyüme temposuna geçileceğini; Doğuş Otomotiv'in de pazar koşullarıyla uyumlu bir büyüme yaklaşımı benimseyeceğini tahmin ediyoruz.

Elektrifikasyon süreci ılımlı seyrederken elektrikli araçlar pazara belirgin şekilde entegre oluyor... Türkiye otomotiv pazarında elektrifikasyon süreci, sektör oyuncularının dönüşüme zamanında adapte olabilmesi ve stratejilerini bu doğrultuda yeniden konumlandırabilmesi sayesinde kademeli olarak sektörün ana dinamiklerine entegre olmuştur. ODMD'nin paylaştığı verilere göre binek araç pazarında 11A25'te benzinli otomobil satışları 442.650 adetle %47,2 pazar payına (Ocak - Kasım 2024: 521.845 adetle %61,7 pay), dizel otomobil satışları 69.471 adetle %7,4 pazar payına (Ocak - Kasım 2024: 85.517 adetle %10,1 pay), hibrit otomobil satışları 251.992 adetle %26,9 (Ocak - Kasım 2024: 149.343 adetle %17,7 pay) pazar payına sahip olurken elektrikli otomobil satışları ise 166.665 adetle %17,8 (Ocak - Kasım 2024: 83.298 adetle %9,9 pay) pazar payına sahip olmuştur.

Pandemi döneminden bu yana elektrikli araç penetrasyonunun hız kazanmasıyla birlikte, yerli üreticilerin yanı sıra pazara güçlü bir şekilde giriş yapan ve özellikle Uzakdoğulu markalar tarafından temsil edilen yeni oyuncuların

rekabeti belirgin biçimde artırdığı görülmektedir. Çin ve Uzakdoğu menşeli markaların agresif fiyatlama, yüksek donanım seviyesi ve geniş EV/hibrit ürün portföyleriyle pazara giriş yapmaları tüketici tercihlerini hızla dönüştürürken, mevcut oyuncular üzerinde fiyatlama ve ürün konumlandırması açısından ilave baskı yaratmaktadır. Bu markaların pazara entegre olup dağıtım ağına ve marka bilinirliğine sahip olmaya başlamaları, özellikle EV araçlarda ilerleyen dönemde rekabetin daha da yoğunlaşmasına neden olabilir. ODM verilerine göre; 11A25 itibarıyla Çinli oyuncuların Türkiye pazarındaki pazar payını binek araçlarda %8, hafif ticari araçlarda %1 ve toplam pazarda ise %7 olduğunu hesaplıyoruz.

Elektrikli araçlara yönelik talep artışı; fiyatlama erişilebilirliği ve şarj altyapısındaki kademeli gelişim tarafından şekillenmektedir. İlerleyen süreçte model çeşitliliğinin artması ve batarya maliyetlerindeki küresel düşüş eğilimi görülmeye ihtimalinin, önümüzdeki yıllarda daha dengeli bir büyüme zemini oluşturacağına inanıyoruz. Bu çerçevede; Doğu Otomotiv'in elektrifikasyon süreciyle birlikte, Türkiye otomotiv pazarında hem rekabet hem de pazar kazanımları/korunması açısından avantajlı bir noktada konumlandığını düşünüyoruz.

Doğu Otomotiv, ana faaliyet konusu şarj altyapısı olmayan oyuncular arasında yer almasına rağmen, Türkiye'nin en büyük ilk 10 şarj istasyonu sağlayıcısından biri konumuna gelmiş olup, bu alanda agresif bir büyüme stratejisi izlemektedir. Şirketin elektrikli mobilite yaklaşımı, yalnızca şarj istasyonu yatırımlarıyla sınırlı kalmayıp; grup bünyesindeki oteller, showroomlar, yetkili satıcılar, Doğu Otolar ve yüksek trafikli stratejik lokasyonlar üzerinden entegre bir ekosistem oluşturulmasına dayanmaktadır. Bu yapının, şarj altyapısının yanı sıra, elektrifikasyon sürecine paralel olarak tamamlayıcı ürün ve hizmet satışlarını da destekleyen bütüncül bir gelir modeli yarattığını düşünüyoruz.

Yıl sonu itibarıyla D-Charge markası altında toplam şarj istasyonu sayısının 600 adedin üzerine çıkmış olması ve bu istasyonların %60'ından fazlasının DC (hızlı şarj) altyapısına sahip bulunması, Doğu Otomotiv'i operasyonel kapasite açısından Türkiye'de ilk 10 oyuncu arasına taşımaktadır. Şirket'in bu iş kolunda mevcut büyüme temposunun ve lokasyon kalitesinin şirket lehine bir rekabet avantajı yarattığını değerlendiriyoruz.

Orta ve uzun vadede, artan EV penetrasyonunun şarj altyapısı yatırımlarını ve buna bağlı tamamlayıcı gelir kalemlerini desteklemeye devam edeceğini; Doğu Otomotiv'in bu alandaki konumunun, ölçek büyüdükçe daha görünür bir kârlılık katkısı üretme potansiyeline sahip olduğunu düşünüyoruz. Şirket, hızlı şarj kapasitesinin artmasıyla elektrikli araç pazar payının %30 seviyelerine ulaşmasını beklemektedir. 2025 itibarıyla Doğu Otomotiv'in kendi markalı toplam araç satışları ve toplam EV pazarı içindeki EV araçlarının payının %5 civarında olabileceğini hesaplıyoruz.

Yurtdışı pazarlarda fırsat arayışı... Doğu Otomotiv'in yurt dışı pazarlara yönelik büyüme arayışının, orta vadede ilave büyüme opsiyonu yaratabilecek nitelikte olduğunu değerlendiriyoruz. Şirket, Volkswagen markalı binek otomobillerin Irak, Azerbaycan ve Suriye Arap Cumhuriyeti'ndeki satış ve satış sonrası servis hizmetlerinin Doğu Otomotiv tarafından yürütülmesini kapsayacak yeni bir anlaşma için niyet mektubu imzaladığını daha önce kamuoyuna duyurmuştu. Söz konusu girişimin, özellikle Suriye'de barış ortamının kademeli olarak tesis edilmesiyle birlikte yeniden inşa sürecinin gündeme gelmesi ve Ortadoğu bölgesinin demografik dinamizmi dikkate alındığında, ileriye dönük potansiyel bir büyüme katalizörü niteliği taşıdığını düşünüyoruz.

Araştırmamız kapsamında Irak, Azerbaycan ve Suriye pazarlarına ilişkin kesin ve düzenli bir pazar verisine ulaşmak mümkün olmasa da Irak ve Azerbaycan pazarlarının orta vadede yıllık toplamda yaklaşık 200-250 bin adetlik bir pazar potansiyeline sahip olabileceğini tahmin ediyoruz. Bu çerçevede Doğu Otomotiv'in söz konusu ülkelerde resmi ve exclusive distribütör olarak konumlanacak olması; satışların bayi ağı üzerinden gerçekleştirilecek olması ve satış sonrası hizmetlerin entegre biçimde sunulacak olması, şirketin mevcut dağıtım ve operasyonel yetkinlikleriyle uyumlu bir büyüme modeli sunacaktır. Şirket, operasyonların 2026 yılının ikinci yarısında başlamasını öngörmektedir. Bu kapsamda, ilgili pazarların ölçeklenmesi ve operasyonel görünürlük kazanması halinde, Doğu Otomotiv'in coğrafi çeşitlenme ve gelir tabanı genişlemesi açısından ilave bir yukarı yönlü potansiyel elde edebileceğini düşünüyoruz.

TÜVTÜRK operasyonel dönem sona yaklaşırken geride bırakabileceği değer, yatırım tezinin asıl sürprizi olabilir... TÜVTÜRK, Türkiye'de periyodik araç muayenesinde yetkiye sahip tek kuruluştur. Şirket, yıllık bazda 9 milyonu aşkın aracın periyodik ve yola uygunluk muayenesini gerçekleştirirken, yaklaşık 4 milyon araca da egzoz gazı emisyon ölçüm hizmeti sunmaktadır. 2007 yılından bu yana yürütülen bu operasyon Doğu Otomotiv, TÜV SÜD ve Bridgepoint ortaklığından oluşan bir konsorsiyum tarafından yönetilmektedir. 2004 yılında gerçekleştirilen ihale kapsamında 613,5 milyon ABD doları bedelle kazanılan 20 yıllık işletme hakkı, 14 Ağustos 2027 tarihinde sona erecektir. Konsorsiyum, 20 yıldır araç muayene hizmetlerini sunuyor; ancak bu görev 2027'den itibaren devredilecek.

TÜVTÜRK sözleşmesinin 2027 itibarıyla sona erecek olması, bize göre operasyonel sürekliliğin ötesinde, ardında bırakabileceği potansiyel değer açısından da önem arz ediyor. Şirketin yıllar içerisinde oluşturduğu maddi duran varlık altyapısı (istasyon ağı, ekipman ve lokasyonlar) ile birlikte maddi olmayan varlıklarının da önemli bir ekonomik değere sahip olabileceğini düşünüyoruz. Bu çerçevede TÜVTÜRK'ün sözleşme sonu sürecini, kısa vadeli bir belirsizlikten ziyade, finansal ve operasyonel nakit akışı açısından anlamlı bir katalizör olarak görüyoruz. **Sürecin netleşmesi halinde, ilgili gelişmelerin özellikle nakit yaratımı ve bilanço esnekliği üzerinde pozitif bir etki yaratma potansiyeline sahip olduğunu düşünüyoruz.**

Türkiye Araç Parkı	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Toplam	28.740.492	31.301.389	33.618.426	35.928.474	37.411.605
Muayene Yapılması Gereken Araç Sayısı	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Muayene Yapılan	12.159.664	12.559.180	13.002.180	13.502.253	14.045.023
Muayene Yapılması Gereken Araç Ücretleri	2025E	2026E	2027E		
Otobüs, Kamyon, Çekici ve Tanker					
Araç Muayenesi	3.543,60	4.446,86	5.336,24		
Yola Elverişlilik Muayenesi	1.771,80	2.223,43	2.668,12		
Araç Muayenesi ile Birlikte Alınan Yola Elverişlilik Muayenesi Toplam Tutar	4.429,50	5.558,58	6.670,30		
Egzoz Gazı Emisyon Ölçümü	368,00	461,80	554,16		
Otomobil, Minibüs, Kamyonet, Özel Amaçlı Taşıt, Arazi Taşıtı, Römork ve Yarı Römork					
Araç Muayenesi	2.620,80	3.288,84	3.946,61		
Yola Elverişlilik Muayenesi	1.310,40	1.644,42	1.973,31		
Araç Muayenesi ile Birlikte Alınan Yola Elverişlilik Muayenesi Toplam Tutar	3.276,00	4.111,05	4.933,26		
Egzoz Gazı Emisyon Ölçümü	368,00	461,80	554,16		
Traktör (Römorklu, Römorksuz), Motosiklet ve Motorlu Bisiklet					
Araç Muayenesi	1.334,40	1.674,54	2.009,45		

Kaynak: TÜVTÜRK, Doğuş Otomotiv

Finansal Değerlendirme

Doğuş Otomotiv'in finansal görünümünü faaliyet kârlılığının normalleşmesi, kar marjlarında kademeli yükseliş, nakit üretim kapasitesinin güçlenmesi ve bilanço esnekliği üzerinden değerlendiriyoruz. Tahminlerimizi şekillendirirken ana perspektife aldığımız bakış açısı, sert pazar koşulları ve ürün karmasındaki güçlenmenin desteğiyle (sadece araç satışları değil, diğer alanlarda faaliyet gösterilen iş kollarının da katkısıyla) operasyonel kârlılık tarafında daha temsil edici marj seviyelerine ulaşılabileceğidir. Önceki yıllarda kârlılığı aşağı çeken tek seferlik kalemler, bağış giderleri ve geçici baskıların etkisinin azalacağı öngörümüzle birlikte finansal sonuçların iş modelinin getiri potansiyelini daha net yansıtmaya başlayabileceğini düşünüyoruz.

Doğuş Otomotiv'in satış gelirlerindeki büyümeyi satılan adet artışının ötesinde, fiyatlama gücü, ürün karması ve pazar içi konumlanmanın pozitif katkısı olarak değerlendiriyoruz. 2025 yılında binek araç adeti tarafında, Škoda hariç toplam PC satışlarının yıllık %12,8 büyümeye sergilemesini; bunu takiben 2026'da düşük-yatay tek haneli ancak pozitif bir artışla devam etmesini öngörüyoruz. Hafif ticari araç segmentinde de 2025 yılında görece güçlü bir hacim artışı öngörmekle birlikte, 2026'da rekabet yoğunluğu ve baz etkisi nedeniyle büyümeye hızının yavaşlayabileceğini varsayıyoruz. Satış adet tahminlerimize dayanarak Şirket'in 2025'te yıllık %13'lük satış geliri büyümesiyle 266.9milyar TL, 2026'da ise fiyatlandırma ortamının bir nebze rahatlaması, SUV & EV ağırlığının artması ve EUR görece değer kazanacağı varsayımıyla yıllık %24 artışla 330.8milyar TL net satış geliri elde edebileceğini hesaplıyoruz. Satış geliri tahminlerimizin içinde özellikle binek araç satış gelirlerinde VW ve Audi markalarının geniş ürün mixinin de katkısıyla ağırlığının yüksek olacağını öngörüyoruz. Diğer taraftan; satış sonrası hizmetler & yedek parça satışları, satış gelirleri projeksiyonlarımızın %10,5'lik kısmına katkı yapmaktadır.

Pandemi döneminde arz kısıtları ve fiyatlama gücüyle kaydedilen istisnai yüksek marj seviyelerinin ardından, normalleşme süreci ve IAS/IFRS etkileriyle kârlılık marjlarında beklendiği üzere daralma gözlenmişti. Ancak son dönemde marjların düşük seviyelerden kademeli olarak toparlanmaya başladığını ve daha öngörülebilir bir bantta istikrar kazandığını gözlemliyoruz. Aşırı marjların ardından gelen bu normalleşme sürecinin, faaliyet verimliliği ve daha dengeli fiyatlama dinamikleriyle desteklenerek orta vadede istikrarlı bir marj iyileşmesine zemin hazırlayacağını projekte ediyoruz.

Brüt kârlılık tarafında, görece yüksek stok seviyeleri ve buna bağlı satış önceliklerinin kısa vadede marjlar üzerinde baskı yarattığını dikkate alıyoruz. Mevcut konjonktürde, talebin normalize olduğu bir ortamda stok eritmenin öncelik kazanması, satış hacmini desteklerken kârlılığın ikinci planda kalmasına neden olabilir. Buna ek olarak, yüksek stok seviyelerinin taşıma süresi uzadıkça artan finansman maliyetleri ve stok değerlendirme etkileri, brüt kârlılık üzerinde ilave baskı yaratabilir. Bununla birlikte, Doğuş Otomotiv'in güçlü marka portföyü ve fiyatlama disiplini sayesinde bu baskıyı kontrollü yönettiğini; yeni modeller ve sevkiyatların hızlanmasıyla brüt karın 2026'da görece iyileşmesini

beklemekteyiz. Stok devir hızının normalleşmesi ve yeni yılda yeni model araçların satışa sunulmasıyla, brüt marjların orta vadede daha temsil edici ve sürdürülebilir bir bantta dengelenmesini bekliyoruz. Bundan dolayı; 2025 yılsonunda brüt kâr marjının yıllık 2,3 puan gerileyeceğini, 2026 ve 2027 yıllarında ise 0,2 yp toparlanma göstermesini tahmin ediyoruz.

Doğuş Otomotiv'in faaliyet kârlılığını görünümünde, son dönemde kârlılığı aşağı çeken geçici gider kalemleri ile iş modelinin sürdürülebilir operasyonel performansını net biçimde ayırtırmak gerek. Özellikle son yıllarda deprem felaketi etkisiyle yüksek seviyelere ulaşan bağış giderleri ve yılın son çeyreğinde ödenen personel prim ödemeleri, faaliyet giderlerini dönemsel olarak yukarı taşımış ve faaliyet kârlılığının altında yatan gerçek operasyonel gücün tam olarak görünür olmasını sınırlamıştır. Bununla birlikte, ileriye dönük görünümde bağış giderlerinin etkisinin azalması ve satış gelirlerindeki yükselişle birlikte, faaliyet kârlılığının daha temsil edici bir maliyet tabanı üzerinden şekilleneceğini öngörüyoruz.

Güçlü satış hacmi, ürün karmasındaki sağlam yapı ve faaliyet giderlerindeki disiplinle birlikte değerlendirildiğinde, faaliyet kârının yıllık bazda daha öngörülebilir ve sürdürülebilir bir patikaya oturacağını; EBITDA marjlarının da geçici gider etkilerinden arındırılmış şekilde iş modeli daha net yansıtmaya başlayacağını düşünüyoruz. Bu çerçevede; FAVÖK marjının 2025 yılsonunda 2.7 yp düşüşle %6,2 seviyesine gerileyeceğini, 2026 yılında belirttiğimiz nedenlerden kaynaklı olarak 0.6 yp yükselişle %6,8'e değmesini ve 2027 yılından itibaren bu marj seviyelerini koruyarak 10 yıllık model yılımızda ortalama %7,4'lük bir FAVÖK marjı seviyesi yakalamasını bekliyoruz.

Finansal Borçlar (TRY bin)	12M23	3M24	6M24	9M24	12M24	3M25	6M25	9M25
Kısa Vadeli Krediler	4.656.680	3.679.166	4.083.721	4.508.559	5.003.034	7.474.915	13.227.563	11.906.525
Faizli TL Krediler	4.656.680	3.679.166	4.083.721	4.508.559	5.003.034	7.474.915	13.227.563	11.906.062
Faiz Oranı	46,01%	54,73%	57,50%	55,52%	56,33%	57,05%	61,65%	59,34%
Faizsiz TL Krediler	0	0	0	0	0			463
Uzun Vadeli Kredilerin Kısa Vadeli Kısım	3.282.201	2.848.440	4.947.255	2.538.245	2.455.203	2.757.380	3.345.345	6.300.992
Avro Krediler	3.118.183	2.680.223	2.473.628	2.364.961	2.295.138	2.613.555	3.239.349	6.225.992
Faiz Oranı	9,81%	9,57%	9,97%	9,67%	9,66%	9,02%	8,90%	7,31%
TL Kredileri	164.018	168.217	2.473.628	173.283	160.065	143.826	105.996	75.000
Faiz Oranı	35,70%	54,73%	38,65%	46,57%	56,47%	56,47%	55,50%	54,33%
Uzun Vadeli Krediler	9.789.283	7.722.284	7.238.177	6.481.288	6.300.651	5.462.614	5.988.682	7.167.959
Avro Krediler	9.715.795	7.692.083	7.238.177	6.481.288	6.300.651	5.462.614	5.988.682	7.167.959
Faiz Oranı	9,66%	9,57%	9,97%	9,67%	9,66%	9,02%	8,90%	7,31%
Faizli TL Krediler	73.488	30.201						
Faiz Oranı	35,70%	54,73%						
Ödeme Dönemi	13.071.484	10.573.627	9.893.685	9.019.533	8.755.854	8.219.995	9.334.027	13.468.951
2024	3.354.807	1.717.638	1.579.779	199.822	0	0	0	0
2025	2.521.215	2.362.259	2.211.420	2.376.004	2.455.203	1.353.246	1.405.260	104.153
2026	4.917.343	4.421.869	4.136.222	4.379.141	4.266.715	4.774.501	5.617.775	6.196.838
2027	1.588.695	1.466.491	1.391.681	1.458.867	1.437.138	1.474.419	1.628.475	6.482.471
2028	689.424	605.370	574.582	605.699	596.798	617.828	682.517	685.489

Kaynak: Doğuş Otomotiv, KAP

Doğuş Otomotiv'in net kâr görünümünü değerlendirirken, operasyonel performansın yanı sıra enflasyon muhasebesi kaynaklı parasal kazanç/kayıp etkileri, vergi giderleri ve finansman maliyetlerinin kârlılık üzerindeki belirleyici rolünü ön planda tutuyoruz. Operasyonel temelli bir normalleşmeye dayanarak muhasebe etkilerinden görece sıyrılmış ve iştiraklerin/iş ortaklıklarının desteğiyle 2026 için net kârın yıllık %48 artışla 11.195mn TL'ye ulaşabileceğini, net kâr marjının ise 0.5 yp iyileşerek %3,4 olarak gerçekleşmesini tahmin ediyoruz. Enflasyon muhasebesi çerçevesinde, net parasal pozisyonun dönemsel olarak net kâr üzerinde dalgalanmalara yol açabildiğini; bu nedenle parasal kazanç/kayıp kaleminin operasyonel sonuçlardan ayrıştırılarak okunması gerektiğini düşünüyoruz. 10 yıllık kurduğumuz modelimizde ortalama %31 seviyesinde efektif vergi oranı varsayımıyla ilerlerken finansman giderleri tarafında ise, yüksek faiz ortamına rağmen şirketin güçlü nakit üretimi sayesinde net finansman yükünün yönetilebilir seviyelerde tutulduğunu gözlemliyoruz. Bu nedenle net kâr görünümünü, faaliyet kârlılığındaki normalleşme ve finansman disiplininin birleşimiyle ileriye dönük olarak daha sürdürülebilir bir kârlılık profili olacağı öngörümüzle okuyoruz. İleriye dönük olarak enflasyonist etkilerin kademeli olarak zayıflaması halinde, net kârın operasyonel performansı daha doğrudan yansıtan bir yapıya evrilmesini bekliyoruz.

Değerleme Özeti

Doğuş Otomotiv ana operasyonları değerlemesi için İNA yöntemi kullandık. Değerleme yaklaşımımız, faaliyet kârlılığındaki normalleşmenin ve güçlü serbest nakit akışı üretiminin, halen yüksek bir sermaye maliyeti varsayımıyla fiyatlandığı bir piyasa ortamında kayda değer bir iskontoya işaret etmektedir.

Değerleme modelimizde risksiz faiz oranı varsayımını, makroekonomik normalleşme sürecini yansıtabilecek şekilde dönemler itibarıyla değişken bir parametre olarak kullanıyoruz. Bu yaklaşımda, enflasyon beklentilerindeki kademeli düşüş ve ülke risk primindeki normalleşmeyle uyumlu faiz indirim politikasına paralel bir seyir baz aldık. Sonuç itibarıyla; kullandığımız 10 yıllık risksiz faiz oranı ortalaması %20'dir.

Modelimizde, finansmana erişim olanaklarının rahatlayacağı ve borçlanma maliyetlerinin düşüş göstereceği varsayımıyla 2025E itibarıyla %35,8 seviyesinden kademeli olarak %14,7'ye gerileyen AOSM patikasını (10 yıllık ortalama %22), enflasyonist risklerin azalması, sıkı makroekonomik politikaların finansal görünürlüğü artırması ve bilanço esnekliğinin güçlenmesiyle uyumlu bir normalleşme süreci olarak ele alıyoruz.

AOSM (%)	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Risksiz Faiz Oranı	30,5%	26,0%	22,0%	20,0%	20,0%	18,0%	18,0%	16,0%	16,0%	14,0%
Beta	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Piyasa Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Özsermaye Maliyeti	34,9%	30,4%	26,4%	24,4%	24,4%	22,4%	22,4%	20,4%	20,4%	18,4%
Borçlanma Maliyeti	36,8%	28,5%	22,5%	19,5%	16,1%	14,6%	13,1%	11,6%	10,1%	9,9%
AOSM	35,8%	29,5%	24,6%	22,2%	20,7%	18,9%	18,3%	16,5%	15,9%	14,7%
Özsermaye Ağırlığı (%)	52,5%	53,1%	54,1%	54,6%	55,0%	55,3%	55,6%	55,8%	55,8%	55,9%
Borç Ağırlığı (%)	47,5%	46,9%	45,9%	45,4%	45,0%	44,7%	44,4%	44,2%	44,2%	44,1%

Buna paralel olarak, FAVÖK marjlarının %6,2'den orta vadede %7,6-%7,7 bandına oturması ve işletme sermayesi ihtiyacının ciroya oranla ortalama %2 bandını yakalaması, hesapladığımız serbest nakit akışı dönüşümüyle uyumlu seyreliyor.

Bu varsayımlar altında oluşturduğumuz İNA analizinde, terminal büyüme oranını %4 seviyesinde muhafazakâr biçimde ele almamıza rağmen, toplam firma değerinin önemli bir kısmı projeksiyon dönemindeki nakit üretiminden dahil oluyor. **Mevcut piyasa değerinin, bu nakit üretim profiline ve kademeli olarak düşen sermaye maliyeti dinamiğine kıyasla anlamlı bir iskontoya işaret ettiğini; değerlendirme farkının ise operasyonel performanstan ziyade risk algısındaki gecikmeli normalleşmeden kaynaklandığını düşünüyoruz.**

Doğuş Otomotiv, İNA (TRY mn)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
FAVÖK	16.538	22.629	29.545	36.751	45.416	54.066	62.789	71.430	79.690	89.033
FAVÖK Marjı (%)	6,2%	6,8%	7,3%	7,4%	7,6%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,6%
Vergi	3.407	5.033	6.546	8.477	10.731	12.934	15.143	17.328	19.409	22.184
NİS İhtiyacındaki Değişim	-9.872	-6.660	-8.005	-11.977	-13.085	-13.395	-13.755	-13.804	-13.441	-15.144
Yatırım Harcamaları	4.114	5.427	6.826	7.822	9.125	10.694	11.578	12.260	12.687	13.054
Yatırım Harcamaları/Net Satışlar (%)	1,5%	1,6%	1,7%	1,6%	1,5%	1,5%	1,4%	1,3%	1,2%	1,1%
Serbest Nakit Akışı	-855	5.509	8.167	8.476	12.475	17.043	22.313	28.039	34.153	38.651

AOSM	35,8%	29,5%	24,6%	22,2%	20,7%	18,9%	18,3%	16,5%	15,9%	14,7%
İskonto Katsayısı	1,36	1,76	2,19	2,68	3,23	3,84	4,55	5,30	6,14	7,04

Terminal Büyüme Oranı 4%

Sonsuz Değer	287.993
Sonsuz Değerin Bugünkü Değeri	40.936
SNA Bugünkü Değer	38.954
Net Borç (TRY mn) *	24.476
Hedef Değer	55.414

Yurtiçi ve Yurtdışı Benzerlerine göre Çarpanlar

Doğuş Otomotiv'i yurtiçi ve yurtdışı benzerlerine göre karşılaştırdığımızda çarpanların, benzer şirket ortalamalarının yaklaşık yarısına denk gelmekte olduğunu gözlemlemekle birlikte şirketin ölçek, marka portföyü ve pazar liderliği dikkate alındığında hisse performansının görece muhafazakâr bir fiyatlamayı yansıttığını düşünüyoruz. Bundan dolayı şimdilik model güncellememizde ana operasyonların değerlemesinde benzerlerinin çarpan etkisinden yararlanmadık.

	Çarpan Analizi	FD/Satışlar			FD/FAVÖK			F/K		
		2025T	2026T	2027T	2025T	2026T	2027T	2025T	2026T	2027T
Gelişmekte olan Piyasalar	BERMAZ AUTO BHD	0,28	0,35	0,33	3,00	5,19	4,47	5,01	12,37	8,62
	NEXTAGE CO LTD	0,48	0,45	0,42	12,60	11,17	10,03	18,82	15,54	13,55
	ZHONGSHENG GROUP	0,28	0,28	0,28	6,14	5,09	4,46	9,16	6,62	5,34
	FORD OTO	0,52	0,38	0,31	7,85	5,18	3,92	9,75	5,51	4,55
	TOFAS	0,44	0,29	0,24	14,69	6,42	4,05	19,97	7,42	5,25
Gelişmiş Piyasalar	BILIA AB-A SHS	0,53	0,50	0,48	7,86	7,07	6,67	16,82	12,71	10,84
	INCHCAPE PLC	0,39	0,38	0,37	5,28	5,08	4,87	9,44	8,88	8,52
	ASBURY AUTO GRP	0,58	0,54	0,53	10,32	10,19	9,94	8,44	8,62	7,71
	GROUP 1 AUTOMOTI	0,48	0,46	0,44	10,52	9,86	9,56	9,44	9,18	2,37
	AUTONATION INC	0,62	0,61	0,59	11,14	10,83	10,36	10,09	10,04	9,44
	PENSKE AUTOMOTIV	0,62	0,60	0,58	12,74	12,90	12,21	12,07	12,01	11,52
	SONIC AUTOMOTI-A	0,41	0,40	0,38	10,09	9,78	9,53	9,98	8,93	8,20
Doğuş Otomotiv		0,24	0,21	0,17	3,92	3,00	2,31	5,32	3,60	2,77
Gelişmiş Piyasalar Benzer Çarpan Medyan		0,53	0,50	0,48	10,32	9,86	9,56	9,98	9,18	8,52
Gelişmiş Piyasalar Benzer Çarpan Ort.		0,52	0,50	0,48	9,71	9,39	9,02	10,90	10,05	8,37
DOAS Prim/(İskonto)		-54%	-59%	-65%	-62%	-70%	-76%	-47%	-61%	-68%
EM Benzer Şirketler Medyan		0,44	0,35	0,31	7,85	5,19	4,46	9,75	7,42	5,34
EM Benzer Şirketler Ortalama		0,40	0,35	0,32	8,86	6,61	5,39	12,54	9,49	7,46
DOAS Prim/(İskonto)		-45%	-41%	-46%	-50%	-42%	-48%	-45%	-52%	-48%
Benzer Şirketler Medyan		0,48	0,43	0,40	10,21	8,43	8,10	9,87	9,06	8,36
Benzer Şirketler Ortalama		0,47	0,44	0,41	9,35	8,23	7,51	11,58	9,82	7,99
DOAS Prim/(İskonto)		-49%	-52%	-58%	-62%	-64%	-71%	-46%	-60%	-67%

Kaynak: Bloomberg

Doğuş Otomotiv, Değerleme (TRY mn)

		Ağırlık	Değer
İNA	55.414	100%	55.414
Benzer Şirketler	121.608	0%	0
Hedef Değer (TRY mn)			55.414
# hisse adeti			220,0
Hedef Fiyat (TRY)			251,9
Getiri Potansiyeli			35,6%

Doğuş Otomotiv için hedef fiyatımıza ulaşırken değerlemenin ana kısmını oluşturan çekirdek otomotiv faaliyetlerini ve TÜVTÜRK'ü indirgenmiş nakit akımı yöntemiyle ele alırken Yüce Auto, VDF Servis, Doğuş Sigorta ve Doğuş Teknoloji iştiraklerini defter değerleri üzerinden modele dahil ediyoruz.

Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar (TRY bin)	12M23	3M24	6M24	9M24	12M24	3M25	6M25	9M25
İştirakler								
VDF Servis	10.092.418	10.056.333	8.734.777	7.259.192	7.186.473	7.353.528	7.537.368	7.779.447
Yüce Auto	2.700.706	1.402.727	1.414.838	1.622.018	1.719.080	838.840	1.016.459	881.870
Doğuş Sigorta	407.730	417.163	411.847	406.893	326.127	316.346	318.516	318.118
Doğuş Teknoloji	319.255	347.911	355.586	419.936	459.252	458.936	543.698	498.203
Toplam	13.520.109	12.224.134	10.917.048	9.708.039	9.690.932	8.967.649	9.416.041	9.477.638
Pay Oranı								
VDF Servis	48,79%	48,79%	48,79%	48,79%	48,79%	48,79%	48,79%	48,79%
Yüce Auto	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%
Doğuş Sigorta	42,00%	42,00%	42,00%	42,00%	42,00%	42,00%	42,00%	42,00%
Doğuş Teknoloji	21,76%	21,76%	21,76%	21,76%	21,76%	21,76%	21,76%	21,76%
İş Ortaklıkları								
TÜVTÜRK Kuzey - Güney	1.898.559	2.162.595	2.133.693	2.382.413	2.109.221	2.405.313	2.002.046	2.282.419
Pay Oranı								
TÜVTÜRK Kuzey - Güney	33,33%	33,33%	33,33%	33,33%	33,33%	33,33%	33,33%	33,33%
Toplam	15.418.668	14.386.728	13.050.741	12.090.452	11.800.153	11.372.963	11.418.087	11.760.057

Değerleme (mn TRY)	Yaklaşım	Ağırlık (%)	Değer
DOAS Core Business	İNA	100,00%	55.414
Yüce Auto	Defter Değeri	50,00%	882
TÜVTÜRK	İNA	33,33%	1.752
Doğuş Sigorta	Defter Değeri	42,00%	318
Doğuş Teknoloji	Defter Değeri	21,76%	498
VDF Servis	Defter Değeri	48,79%	7.779
Hedef Değer			66.644
Piyasa Değeri			40.282
Getiri Potansiyeli			65,4%

Hisse Adeti 220,0

Hedef Fiyat (TRY) 302,9

Ana faaliyetler için ulaştığımız değer, faaliyet kârlılığındaki normalleşmenin ve serbest nakit akışı üretiminin orta vadede sürdürülebilir olduğuna dair beklentimizi yansıtmaktadır. Sözleşme süresinin sonuna yaklaşılması nedeniyle TÜVTÜRK'ü temkinli varsayımlarla değerliyor ve toplamda 66,6 milyar TL'lik bir özsermaye değerine ulaşıyoruz. Sonuç itibarıyla; DOAS hisseleri için SOTP üzerinden hesapladığımız hedef pay fiyatımızı 259,90 TL'den 302,90 TL'ye yukarı yönlü revize ediyor, "AL" önerimizi koruyoruz. 29 Aralık 2025 kapanışı baz alınarak yeni hedef fiyatımız şirket için %65'lik getiri potansiyeli sunmaktadır. Doğuş Otomotiv, 2026T F/K 3.60x ve 2026T FD/FAVÖK 3.00x rasyolarıyla ile işlem görmektedir.

Riskler

- Son yıllarda ertelenmiş talep, araç kampanyaları ve bu doğrultuda yapılan faizsiz kredi ya da indirimli fiyatlar satışları desteklemiş olsa da makro normalleşmenin beklenenden daha sert gerçekleşmesi durumunda binek araç talebinde aşağı yönlü sapma görülebilir.
- Yüksek stok seviyeleri, fiyatlama esnekliği üzerinde baskı yaratabilir ve özellikle faiz oranlarının yüksek seyrettiği bir ortamda finansman maliyetlerini artırarak kârlılık üzerinde olumsuz etki yaratabilir.
- Doğuş Otomotiv'in faaliyet performansı, başta Volkswagen Grubu olmak üzere temsil edilen markaların ürün gamı, üretim planlaması ve fiyatlama stratejilerine yüksek ölçüde bağlıdır. OEM kaynaklı arz kesintileri veya model geçiş süreçleri satış momentumunu sınırlayabilir.
- Elektrikli araç penetrasyonunun beklenenden daha hızlı artması durumunda, stok yapısı ve model karmaşasında geçici uyumsuzluklar oluşabilir.
- ÖTV matrahları, ithalat vergileri ve çevresel regülasyonlarda yapılabilecek ani değişiklikler, fiyatlama ve talep dinamikleri üzerinde kısa vadeli oynaklığa yol açabilir.
- Yüksek faiz ortamının uzaması veya tüketici kredilerinde ek sıkılaşma, otomotiv talebini baskılayarak sektör genelinde satış hacimlerini aşağı çekebilir.
- Sektörde ithal ağırlıklı bir oyuncu olması nedeniyle, döviz kurlarındaki sert ve öngörülemez hareketler maliyet yapısı ve fiyatlama dengesi üzerinde baskı oluşturabilir.
- Özellikle Uzakdoğulu markaların agresif fiyatlama ve hızlı ürün döngüleri, pazar payı ve marjlar üzerinde orta vadede rekabet baskısını artırabilir.
- Jeopolitik gelişmeler, lojistik aksaklıklar veya üretim tarafındaki küresel sorunlar araç bulunurluğunu ve teslimat sürelerini olumsuz etkileyebilir.
- Türkiye ekonomisinde büyümenin yavaşlaması veya tüketici güveninde bozulma, otomotiv gibi dayanıklı tüketim segmentlerinde talep üzerinde doğrudan olumsuz etki yaratabilir.

Şeker Yatırım

UYARI NOTU:

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.

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 hiçbir 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