

Doğuş Otomotiv

Güncel makroekonomik gelişmeler ışığında yaşanan değişimler nedeniyle, Doğuş Otomotiv (DOAS) için hedef fiyatımızı 431 TL'den 289 TL'ye revize ediyor ve tavsiyemizi "AL"dan "TUT" seviyesine çekiyoruz. DOAS için "Endekse Paralel Getiri" öngörürken, açıklanan finansal sonuçların hisse üzerinde kısa vadede "Negatif" etki yaratmasını bekliyoruz.

Öne Çıkan Başlıklar

Beklentilerin oldukça altında kalan marj performansı... Doğuş Otomotiv, 3Ç24 finansal sonuçlarını 280 milyon TL net kar ile açıkladı. Açıklanan bu rakam, piyasa beklentisi olan TL1.970mn'un %86 altında gerçekleşirken, kurum beklentimizin de %88 altında elde edildi (3Ç23: 8,644 milyon TL). Özellikle iştiraklerden elde edilen zarar ve beklentimizin üzerinde gelen vergi gideri net kar üzerinde baskı unsuru oldu. Operasyonel karlılık tarafında ise maliyetlerin yüksek olduğu bu dönemde FAVÖK bir önceki yılın aynı dönemine göre %79 oranında azaldı. Açıklanan FAVÖK rakamı piyasa beklentilerininin %53,5, kurum beklentimizin ise %60 altında elde edildi. Operasyonel karlılıktaki azalışın başlıca sebepleri ise; satışlarına paralel döviz girdisi bulunan şirketin EUR/TL paritesindeki zayıflık ve faaliyet giderlerindeki artış etkili oldu. Satışlara bakıldığında, 3Ç24'te şirketin elde etmiş olduğu hasılat yıllık bazda %35, çeyrek bazda ise %2,6 azalış kaydetti. (Tacirler Yatırım 3Ç24 net satış beklentimiz 39,167 milyon TL idi).

İştiraklerin net kara katkısı beklentilerin altında gerçekleşmeye devam ediyor. Doğuş Otomotiv'in iştiraklerinin 2024'ün ilk 9 ayında net kara katkısı 1,028 milyon TL'ye olarak gerçekleşmiş olup, bu rakam 2023'ün aynı dönemindeki 4,039 milyon TL'ye kıyasla belirgin bir düşüş göstermiştir. 3Ç24 döneminde ise iştiraklerden 822 milyon TL zarar kaydedilmiştir. İştirak karlılığındaki bu zayıf seyir, başlıca VDF şirketleri ve Yüce Oto'nun olumsuz performansından kaynaklanmaktadır. Özellikle, VDF Servis'in yüksek özkaynağa sahip olması enflasyon muhasebesi etkilerini artırırken, VDF Finans'ın piyasa faiz oranlarının üzerinde faiz sunması düşük kredi penetrasyonuna yol açmıştır. Ayrıca, ikinci el pazarındaki durgunluk VDF Filo'yu olumsuz etkilerken, artan stok maliyetleri de bu etkinin başlıca nedenlerinden biri olmuştur. Bu faktörler sonucunda, iştiraklerden gelen karlılığın net kara katkısı zayıflayarak net zarar etkisi yaratmıştır.

Net borç seviyesi yükseliş eğiliminde. 2023'ün aynı döneminde 2.8 milyar TL net nakit pozisyonuna sahip olan şirket, bu dönemde yaklaşık %56 oranında artışla 10.1 milyar TL net borç bildirdi. Net borç/FAVÖK oranı ise 0,6 seviyesinde kaydedildi. 2024 Eylül sonu itibarıyla, şirketin 3.5 milyar TL döviz açık pozisyonuna sahip olduğu görülüyor.

2024 yılına ilişkin tahminlerde gerçekleşen revizyonlar... Şirket yönetimi, yurt içi toplam araç pazarı beklentisini 1 milyon adetten 1 milyon adetten 1,2 milyon adede yükseltti (Tacirler Yatırım beklenti: 1,1 milyon adet). Skoda hariç toplam yurt içi satış adedini ise 100 bin adetten 125 bin adede revize etti. Şirket yönetimi 4,7 milyar TL olan yatırım harcamaları beklentisinde değişikliğe gitmedi. Ek olarak yönetim, 3Ç24 finansal sonuçları ardından ara dönem karından kar payı avansı dağıtılmayacağını bildirdi.

DOAS

Hedef fiyat **289 TL**
Getiri potansiyeli **%32**

Pay bilgileri

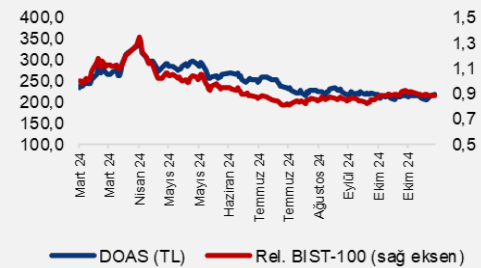
Pay Kodu	DOAS
Pay fiyatı (11.11.2024)	219,00
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	192,31 / 342,74
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	48180,0 - 1.405
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	220 - 34%
Yabancı Takas Oranı	14,50%
Pazar	Yıldız
Sektör	Otomotiv

Ortalama işlem hacmi **1 Ay 3 Ay 12 Ay**
milyon ABD doları **6,4 7,4 21,3**

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	5%	-1%	-1%
USD	4%	-4%	-15%
BIST-100'e göre performans	0%	5%	-20%

Tahminler (TL mn)	2023	2024T	2025T
Net satışlar	149.245	165.082	207.572
FAVÖK	24.676	13.391	23.028
Net kâr	19.622	5.775	11.815

Değerleme	2023	2024T	2025T
F/K	2,5x	8,3x	4,1x
F/DD	0,9x	0,9x	0,7x
FD/FAVOK	2,4x	4,4x	2,5x
FD/Net satışlar	0,4x	0,4x	0,3x
Temettü verimi	14%	17%	13%



— DOAS (TL) — Rel. BIST-100 (sağ eksen)

Oğuzhan Kaymak

+90 212 355 2622

oguzhan.kaymak@tacirler.com.tr

Eren Bozdoğan

+90 212 355 2637

eren.bozdogan@tacirler.com.tr

Özet Tablo

(TLmn)	2023/3Ç	2023/4Ç	2024/1Ç	2024/2Ç	2024/3Ç	Değişim(YoY)	Değişim (QoQ)
Net Satışlar	58.357	-1.055	40.287	38.936	37.928	-35%	-3%
FAVÖK	10.805	-4.960	5.220	5.233	2.298	-79%	-56%
Net Kar	8.644	-2.576	3.515	1.996	280	-97%	-86%

Bilanço (TLmn)	2019	2020	2021	2022	2023
Nakit ve benzerleri	648	656	9.262	8.926	10.243
Ticari alacaklar	745	1.047	2.860	5.526	14.819
Stoklar	936	2.752	5.724	7.139	12.254
Diğer dönen varlıklar	185	147	1.503	513	902
Dönen varlıklar	2.515	4.602	19.350	22.103	38.218
Finansal yatırımlar	1.014	1.352	6.132	9.065	13.676
Maddi duran varlıklar	848	901	7.414	8.919	13.489
Maddi olmayan duran varlıklar	34	55	326	372	597
Diğer duran varlıklar	254	207	5.543	9.133	12.110
Duran varlıklar	2.150	2.515	19.414	27.489	39.872
Toplam varlıklar	4.665	7.117	38.764	49.591	78.090
Kısa vadeli borçlanmalar	2.202	2.153	8.690	4.263	5.287
Ticari borçlar	713	1.854	3.504	6.078	9.804
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	178	461	2.513	4.022	6.136
Kısa vadeli yükümlülükler	3.093	4.467	14.707	14.363	21.227
Uzun vadeli borçlanmalar	236	234	4.636	2.914	7.118
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	83	120	1.167	693	1.596
Uzun vadeli yükümlülükler	319	354	5.803	3.607	8.714
Özkaynaklar	1.253	2.296	18.254	31.621	48.149
Ana ortaklığa ait	1.245	2.287	18.140	31.255	47.566
Kontrol gücü olmayan paylar	7	9	115	367	583
Toplam kaynaklar	4.665	7.117	38.764	49.591	78.090
Net borç	1.790	1.731	4.063	-1.748	2.162
Net işletme sermayesi	975	1.632	4.071	3.077	12.035
Net işletme sermayesi (operasyonel)	968	1.945	5.080	6.586	17.269
Yatırılan sermaye	1.857	2.588	11.810	12.368	26.121

Oranlar	2019	2020	2021	2022	2023
Karlılık					
Özsermaye karlılığı	%5,9	%58,5	%22,7	%62,6	%49,2
Net kâr	%0,8	%5,5	%9,6	%17,6	%13,1
Aktif devri	2,1x	3,2x	1,1x	2,0x	2,3x
Kaldıraç	3,7x	3,3x	2,2x	1,8x	1,6x
Aktif karlılığı	%1,6	%17,6	%10,2	%35,3	%30,7
Yatırılan sermaye karlılığı	%16,3	%53,9	%24,4	%83,7	%97,5
Kaldıraç					
Net borç/toplam varlıklar	%52	%34	%34	%14	%16
Net borç/özsermaye	1,43	0,75	0,22	-0,06	0,04
Net borç/FAVÖK	3,01	1,06	1,71	-0,13	0,09

Gelir tablosu (TLmn)	2019	2020	2021	2022	2023
Net satışlar	9.844	18.900	24.306	88.487	149.245
Brüt kâr	1.270	2.475	3.521	18.472	32.130
Faaliyet giderleri	800	978	1.326	5.821	8.669
Esas faaliyet kârı	469	1.497	2.196	12.652	23.461
FAVÖK	595	1.628	2.378	13.584	24.676
Net diğer gelir	60	-39	929	4.497	3.802
Net finansman geliri	-615	-419	-597	-1.315	-5.303
Vergi öncesi kâr	57	1.288	2.969	17.695	25.880
Vergi gideri	-20	246	633	1.830	6.118
Net kâr - Ana ortaklık	76	1.037	2.332	15.613	19.622
Nakit akış tablosu					
FAVÖK	595	1.628	2.378	13.584	24.676
Vergi gideri	-160	286	468	1.308	5.546
Yatırımlar	18	165	347	2.297	770
İşletme sermayesi değişimi	-764	657	2.439	-993	8.957
Serbest nakit akışı	1.501	521	-876	10.972	9.404
Büyüme ve marjlar					
Net satışlar	-%7,9	%92,0	%28,6	%264,1	%68,7
FAVÖK	%0,6	%173,4	%46,1	%471,3	%81,7
Net kâr	-%43,1	%1268,9	%124,8	%569,6	%25,7
Brüt marj	%12,9	%13,1	%14,5	%20,9	%21,5
Esas faaliyet kâr marjı	%4,8	%7,9	%9,0	%14,3	%15,7
FAVÖK marjı	%6,0	%8,6	%9,8	%15,4	%16,5
Net marj	%0,8	%5,5	%9,6	%17,6	%13,1
Serbest nakit akışı marjı	%0,8	%5,5	%9,6	%17,6	%13,1
Hisse başına (TL)					
Net kâr	0,34	4,72	10,60	70,97	89,19
Özsermaye	5,69	10,44	82,97	143,73	218,86
Temettü	0,61	0,00	2,73	9,77	26,14
Değerleme					
F/K	200,7x	301,0x	5,7x	5,8x	3,3x
F/DD	1,0x	2,2x	3,0x	3,3x	2,7x
FD/FAVOK	6,3x	6,8x	4,7x	5,7x	3,5x
FD/Net satışlar	0,4x	0,5x	0,4x	0,7x	0,6x
Temettü verimi	%10,4	%0,0	%8,5	%11,1	%13,0
Serbest nakit akışı verimi	%115,7	%15,7	-%12,4	%56,7	%21,2

Kaynak: Tacirler Yatırım

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Yatırım Merkezlerimiz

Genel Müdürlük

Nispetiye Cad. B-3 Blok Kat: 9 Akmerkez Etiler - İSTANBUL
0 212 355 46 46

Adana	Cemal Paşa Mah. Gazipaşa Bul. Cemal Uğurlu Apt. Kat: 1 D: 4	(0 322) 457 77 55
Akatlar İrtibat Bürosu	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 8 (Eski No D: 10) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
Ankara	Remzi Oğuz Arık Mah. Tunalı Hilmi Cad. Yaprak Apt. No: 94 Kat: 2 D: 9 Kavaklıdere Çankaya	(0 312) 435 18 36
Ankara - Çukurambar İrtibat Bürosu	Kızılırmak Mah.Ufuk Üniversitesi Cad. Next Level Loft Ofis No: 4/65 Kat: 24 Söğütözü Çankaya	(0 312) 909 87 70
Antalya	Şirinyalı Mah. İsmet Gökşen Cad. Özden Apt. No:82/6 Muratpaşa	(0 242) 248 45 20
Bakırköy	İstanbul Cad. Bakırköy İş Merkezi No: 6 Kat: 4 D: 14 Bakırköy	(0 212) 570 52 59
Bodrum İrtibat Bürosu	Konacık Mahallesi, Atatürk Bulvarı, Arbor-Abdullah Ünal Çabuk İş Merkezi No: 285/1-A6 Bodrum	(0 212) 355 46 46
Bursa	Konak Mah. Barış (120) Sokak , Ofis Artı Binası, Dış kapı No:3 Daire:33 Nilüfer-BURSA	(0 224) 225 64 10
Çankaya İrtibat Bürosu	Çankaya Mahallesi Cinnah Caddesi Cinnah Apartmanı No: 55 D: 7-8 Çankaya / ANKARA	(0 212) 355 46 46
Denizli	Urhan İş Merkezi 2. Ticari Yol Daire 26 Kat: 6 Bayramyeri	(0 258) 265 87 85
Erenköy	Bağdat Cad. Çubukçu Apt. No: 333 Kat: 2 D: 4 Kadıköy	(0 216) 348 82 82
Gaziantep	İncilipinar Mah. Gazimuhtarpaşa Bul. Kepkepzade Park İş Merkezi B Blok No: 18 Kat: 1 D: 5	(0 342) 232 35 35
Girne	Ziya Rızki Cad. Şehit Necati Gürkaya Sok. Kat: 1 D: 1 Girne - KKTC	(0 392) 815 14 55-0533 889 15 51
İzmir	Kültür Mahallesi, Cumhuriyet Bulvarı No:137 Cumhuriyet Apt. K:5 D:12 Konak - İzmir	(0 232) 445 01 61
İzmir Karşıyaka Şube	Yalı Mahallesi Ahmet Kemal Baysak Bulvarı No:42 D:11	(0 232) 241 19 24
İzmir İrtibat Bürosu	Şehit Nevres Bulvarı Eczacıbaşı Apartmanı No: 7 Kat: 2 Daire: 5 Pasaport Alsancak - Konak	(0 232) 241 24 50
İzmit	Hürriyet Cad. Kaya İşhanı No: 39/5 İzmit	(0 262) 323 11 33
İzmit İrtibat Bürosu	Ömerağa Mah. Alemdar Cad. I. Kolaylı Apt. No: 8 Kat: 2 İzmit	(0 262) 260 01 01
Karadeniz Ereğli	Bağlık Mahallesi Karanfil Sokak No:16/A Karadeniz Ereğli - Zonguldak	(0 372) 316 40 50
Kartal	Üsküdar Cad. Cevat Kayacan Apt. No: 26 Kat: 4 D: 8 Kartal	(0 216) 306 22 71-306 22 06
Kayseri	Hunat Mah. Nuh Mehmet Baldöktü Sok. Gürcüoğlu Plaza No: 5 K: 3 D: 11 Melikgazi	(0 352) 221 08 68-222 82 51
Marmaris İrtibat Bürosu	Kemeraltı Mah. Orgeneral Mustafa Muğlalı Cad. Güven Apt. No: 22 D: 2 Marmaris	(0 252) 321 08 00
Merkez Şube	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 7 (Eski No D: 9) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
Mersin	İnönü Mah. 1401 Sok. No:32 Pozcu Evo Kat:2 No:10-11 Yenişehir Mersin	(0 324) 238 11 89
Trabzon İrtibat Bürosu	Kemer kaya Mahallesi Halkevi Cad. Mandıralı İş Merkezi No: 4 Daire: 4 Ortahisar	(0 462) 432 24 50

Uyarı Notu

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde 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.

Yatırım Danışmanlığı hizmeti talep edilmesi halinde; yatırımcının Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi imzalamış olması, Yerindelik Testi'ni tamamlamış ve risk grubunun belirlemiş olması zorunludur.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor herhangi bir sürede belirli bir getirinin sağlanacağına dair bir taahhüt içermemekte olup, zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yorum ve tavsiyelerde değişiklikler söz konusu olabilir. Bu raporda bahsedilen yatırım araçlarının fiyatları ve değerleri yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak hareket edebilir ve netice itibarıyla yatırımcılar anaparalarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu raporda yer alan geçmiş performans verileri gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bu raporda yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemektedir. Raporlardaki yorumlardan, bilgilerin tam veya doğru olmaması ve/veya güncellenme nedeniyle doğabilecek maddi ve manevi zararlardan Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Aksi halde, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. uğramış olduğu bütün zarar ve ziyanı talep etme hakkını saklı tutar.