

16 Ağustos 2023

Türk Otomotiv Sektörü

Hedef fiyatlarımızı yükselttik, ancak görünüm daha az çekici hale geliyor

- İç talepte yavaşlama belirtileri...** Son birkaç haftadır yurtiçi otomotiv talebiyle ilgili olumsuz sinyaller gelmekte. Haziran ayında ikinci el hafif araç satışları geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %17 düşerken, araç bulunabilirliğinin arttığına yönelik haberler artış gösterdi. Artan borçlanma maliyetleri, sınırlı kredi imkanları ve tüketicinin alım gücünün düşmesi, talebi daraltan etkenler olarak öne çıkmaktadır. Yılın ilk 7 ayında %63 oranında yıllık büyüme yaşanan hafif araç talebinin, yılın kalan 5 ayında normalleşmesini ve sadece %6 artarak yılın tamamını %36 büyümeyle (1063 bin adet) kapatacağını öngörüyoruz. 2024 için ise, 2023'teki güçlü bazın etkisiyle, pazarın %10 daralacağını tahmin ediyoruz.
- Avrupa kaynaklı karşılanamayan talebin etkisiyle ihracat güçlü kalmaya devam edecek:** Türk otomotiv şirketleri için en önemli ihracat pazarı olan Avrupa'da zayıf ekonomik aktiviteye rağmen, oto pazarı yıl başından itibaren, pandemi sonrası karşılanamamış talep nedeniyle, güçlü bir performans sergiledi (yılın ilk yarısında %17 artış). Bu durum Türkiye'deki şirketlerin ihracat hacimlerini de desteklemekte. Hala devam eden karşılanamamış talep nedeniyle 2023 yılında Avrupa pazarı büyüklüğünün pandemi öncesi seviyesi olan 18 milyonun hala oldukça altında bir seviye olan 15 milyon adede ulaşmasını beklemekteyiz. 2024 yılında ise pazarda %10 büyüme öngörüyoruz.
- Karlılıklar baskı altında olacaktır:** Şirketlere fiyatlamada geniş olanak sağlayan sınırlı araç arzı döneminin sona ermesiyle birlikte, şirketlerin kar marjlarında azalma / normalleşme bekliyoruz.
- Ford Otosan – AL, HF 1329 TL: Güçlü satış hacmi:** Hedef fiyatımızı 777 TL'den 1329 TL'ye yükselterek AL tavsiyemizi sürdürüyoruz. İhracat odaklı bir şirket olan Ford Otosan (2022 cirosunun %78'i ihracat kaynaklı), bu özelliği nedeniyle araştırma kapsamımızdaki şirketler arasında iç piyasaya duyarlılığı en az olan şirket konumundadır. Avrupa ekonomilerindeki yavaşlamaya rağmen Ford Otosan'ın ihracat satış hacminin, karşılanamamış otomobil talebi, yeni model lansmanları ve Romanya operasyonlarının konsolidasyonu (3Ç22) faktörlerinin de etkisiyle 2023 yıl sonunda 43%, 2024'te ise 19% artış göstermesini beklemekteyiz. Devam eden yatırım döngüsü ile Ford Otosan, kârlılığı yüksek hafif ticari araç segmentinde uzun vadeli geleceğini güvence altına almış ve ürün yelpazesine binek araçları da eklemiştir. 2024 finansallarına göre 8x F/K'dan işlem gören hissenin değerlemesinin cazip olduğunu düşünüyoruz.
- Tofaş – AL, HF 400 TL: Cazip değerlendirme:** Stellantis Türkiye'nin satın alımı nedeniyle Tofaş'ın iç piyasaya duyarlılığı önemli ölçüde artacak olmasına (2024'de toplam gelirlerin %79'u iç piyasadandan elde edilecek) ve iç piyasada kar marjlarında beklenen düşüşe rağmen Tofaş için AL olan tavsiyemizi sürdürüyoruz ve hedef fiyatımızı 302 TL'den 400 TL'ye yükseltiyoruz. Olumlu görüşümüz şu noktalara dayanmaktadır: 1) Stellantis Türkiye ile Tofaş operasyonlarının birleşmesi, bayi ağı optimizasyonunda, lojistikte, tedarikte ve çalışan sayısında önemli operasyonel sinerjiler yaratacaktır. 2) Mart 2023'de Egea/Tipo'nun bir yıl süreyle uzatıldığının açıklanması ve Stellantis'in "yeni fırsatların da ufukta olduğunu" belirtmesi, Egea/Tipo'nun yerine Stellantis tarafından ek yeni kontrat verilmesi olasılığını güçlendirmekte. 3) Hisse senedi cazip olarak değerlendirilebilecek 5x 2024B F/K oranı ile işlem görmektedir.
- Doğuş Otomotiv – TUT, HF 316 TL: İç piyasa marjlarındaki normalleşmeye en duyarlı oyuncu:** Doğuş Otomotiv, arz kıtlığı ve hükümetin makro politikalarının yol açtığı güçlü otomobil talebinden şu ana kadar en fazla faydalanan şirket oldu. 1Ç23 itibarıyla, Doğuş Otomotiv'in satılan araç başına brüt karı 7.052 Euro'ya yükseldi ki bu, pandemi öncesi dönemde (2015-2019 yılları arası) 1.582 Euro olan ortalamasının oldukça üzerindedir. Ancak araç bulunabilirliğindeki potansiyel iyileşme nedeniyle Doğuş'un karlılığının normal seviyelere dönmesini beklemekteyiz. Hisse düşük çarpanlarda işlem görüyor ve temettü verimi oldukça yüksek, ancak 3Ç-4Ç23'te başlaması beklenen normalleşme ile değerlemenin düşük seviyelerde kalması olası gözükmemekte. Bu raporla birlikte hedef fiyat tahminimizi 192 TL'den 316 TL'ye revize ediyor ve TUT önerimizi koruyoruz.

	Tavsiye	Piy. Deg (\$m)	Hedef Deger		Getiri Pot. (%)
			Eski	Yeni	
Ford Otosan	Al	11795	777	1329	46%
Tofas	Al	5224	302	400	42%
Dogus	Tut	2239	192	316	15%

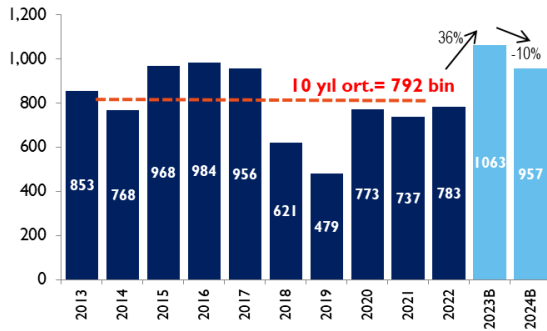
	F/K		FD/FAVÖK		Tem. verimi
	23e	24e	23e	24e	
Ford Otosan	10.2	7.8	9.2	6.7	4.4%
Tofas	8.0	5.1	6.9	5.2	6.2%
Dogus	3.8	3.4	2.5	2.0	10.6%

Kaynak: Ünlü & Co tahminleri, Rasyonet

Araştırma Analisti
Erol Daniş, PhD, CFA
erol.danis@unluco.com

Grafik ve Veriler

Tablo 1: Yurtiçi oto satışları (Binek + Hafif Ticari) (bin adet)



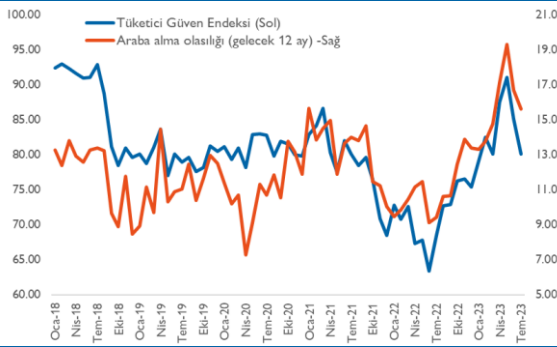
Kaynak: ODD, Ünlü & Co

Tablo 2: Aylık yerli motorlu taşıt satış hacmi (adet)

	Temmuz 22		Haziran 23		Temmuz 23		yıllık	aylık	7A22		7A23		yıllık
	2022	2023	2022	2023	2022	2023			2022	2023	2022	2023	
Türkiye Hafif Araç Pazarı (adet)													
Toplam Yurtiçi Satışlar	52.206	110.861	112.459	115.4%	1%			410.110	668.326	63.0%			
Binek	41.031	89.833	85.916	109.4%	-4%			319.313	515.786	61.5%			
Hafif Ticari	11.175	21.028	26.543	137.5%	26%			90.797	152.540	68.0%			
Hafif Ticari/Toplam	21.4%	19.0%	23.6%	2.2%	4.6%			22.1%	22.8%	0.7%			
Satışların dağılımı													
Doğuş Otomotiv	7.591	10.912	17.472	130.2%	60%			57.467	90.878	58.1%			
Ford Otosan	4.530	10.907	11.656	157.3%	7%			36.916	62.459	69.2%			
Tofaş	13.765	16.355	19.236	39.7%	18%			77.454	123.400	59.3%			
Pazar payı (%)													
Doğuş Otomotiv	14.5%	9.8%	15.5%	1.0%	5.7%			14.0%	13.6%	-0.4%			
Ford Otosan	8.7%	9.8%	10.4%	1.7%	0.5%			9.0%	9.3%	0.3%			
Tofaş	26.4%	14.8%	17.1%	-9.3%	2.4%			18.9%	18.5%	-0.4%			

Kaynak: ODD, Ünlü & Co

Tablo 3: Tüketici güveni & Araba alma olasılığı (gelecek 12 ay)



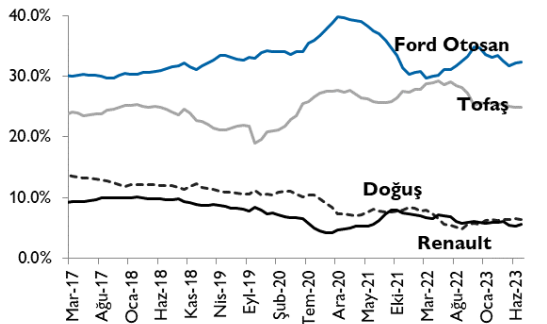
Kaynak: TÜİK, Ünlü & Co

Tablo 4: Taşıt kredisi oranları (%)



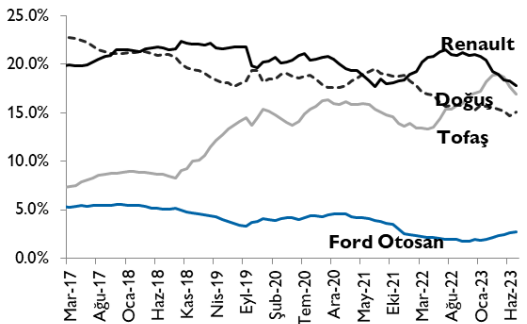
Kaynak: TCMB, Ünlü & Co

Tablo 5: Hafif Ticari Araç Pazar Payları (son 12 aylık)



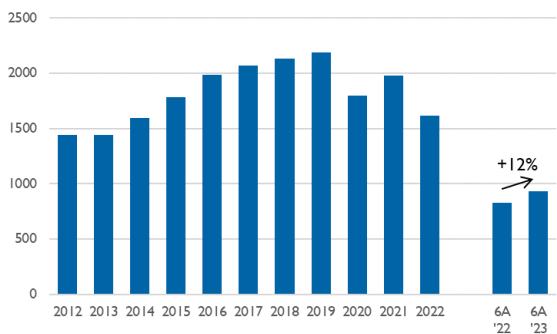
Kaynak: ODD, Ünlü & Co

Tablo 6: Binek Araç Pazar Payları (son 12 aylık)



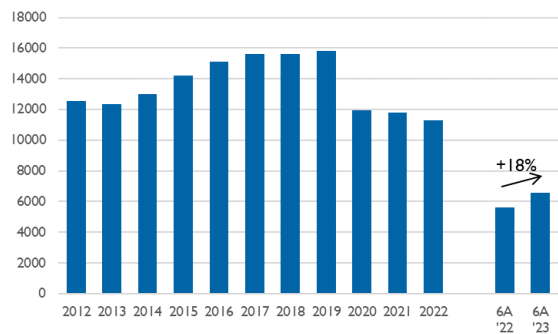
Kaynak: ODD, Ünlü & Co

Tablo 7: Avrupa hafif ticari araç pazarı



Kaynak: ODD, Ünlü & Co

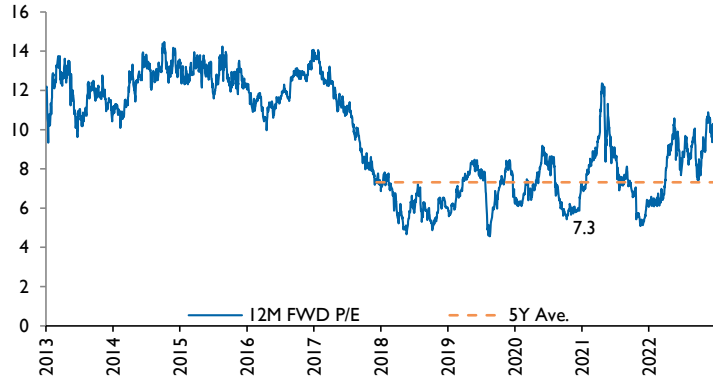
Tablo 8: Avrupa binek araç pazarı



Kaynak: ODD, Ünlü & Co

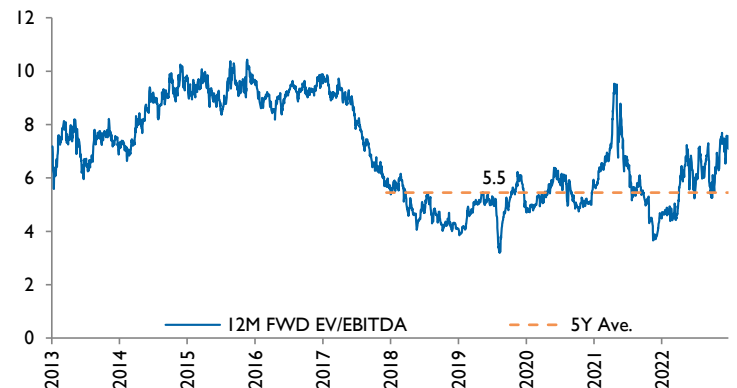
Tarihsel Değerleme Verileri

Tablo 12: Tofaş ileriye dönük F/K



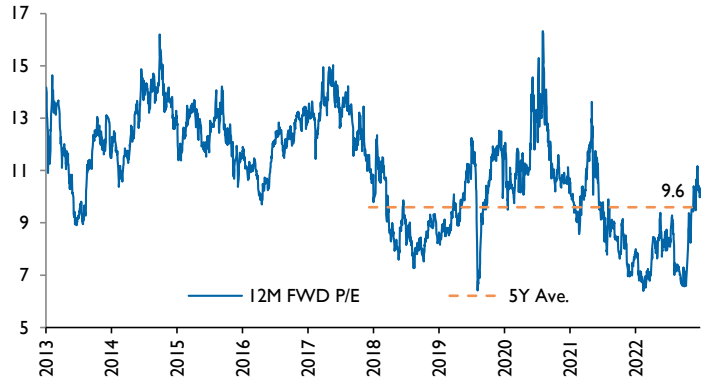
Source: Bloomberg, Unlu & Co

Tablo 13: Tofaş ileriye dönük FD/FAVÖK



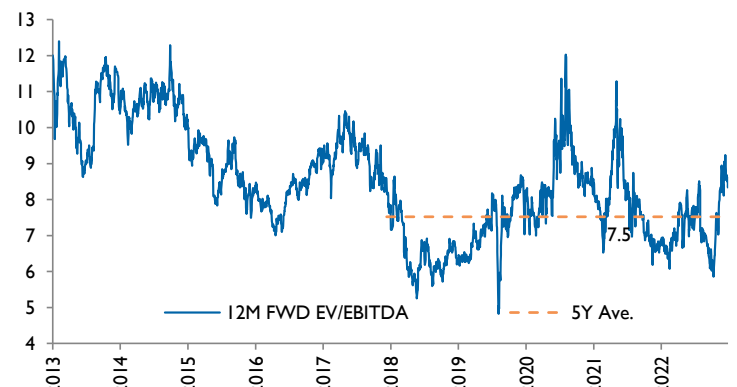
Source: Bloomberg, Unlu & Co

Tablo 14: Ford Otosan ileriye dönük F/K



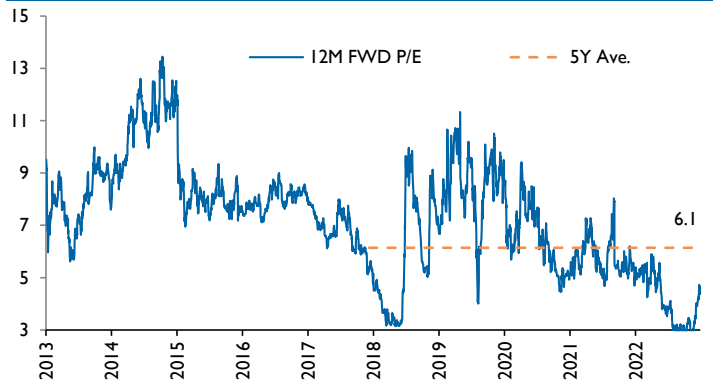
Source: Bloomberg, Unlu & Co

Tablo 15: Ford Otosan ileriye dönük FD/FAVÖK



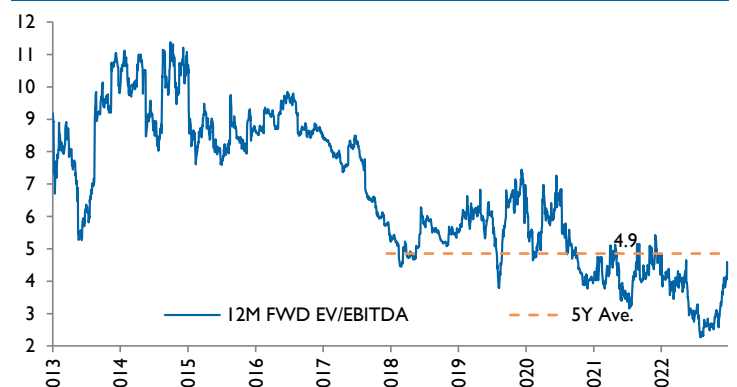
Source: Bloomberg, Unlu & Co

Tablo 16: Doğu Otomotiv ileriye dönük F/K



Source: Bloomberg, Unlu & Co

Tablo 17: Doğu Otomotiv ileriye dönük FD/FAVÖK



Source: Bloomberg, Unlu & Co

TOFAŞ

Değerleme çarpanları	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T
F/K (x)	95.3	79.1	43.0	16.5	8.0	5.1
FD/FAVÖK(x)	57.3	47.4	25.0	12.1	6.9	5.2
FD/satış (x)	7.3	6.0	4.7	2.0	1.1	0.7
Temettü verimi (%)	0.9	1.1	2.3	2.1	6.2	11.7

Oran analizi	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T
Sermaye verimliliği (%)	36.9	40.6	64.3	100.4	94.6	77.8
Sermaye verimliliği (FVÖK temelli) (%)	21.8	29.3	45.4	100.4	148.6	71.1
Brüt marj (%)	12.9	13.4	19.1	18.4	18.2	15.3
FAVÖK marjı (%)	12.8	12.6	19.0	16.9	16.4	13.1
FVÖK marjı (%)	8.9	9.5	15.1	14.6	14.2	11.3
Ner kar marjı (%)	7.7	7.4	10.8	12.8	15.9	13.5
Net borç/FAVÖK (x)	0.5	0.8	0.6	-0.4	-0.8	-0.1
FAVÖK/Finansman gideri (net) (x)	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.2	0.3

Kar ve zarar (TLm)	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T
Net satışlar	19,363	23,982	30,513	66,793	110,691	203,011
<i>Büyüme oranı (yıllık)</i>	1.4%	23.9%	27.2%	118.9%	65.7%	83.4%
Brüt kar	2,499	3,214	5,828	12,319	20,192	31,059
FAVÖK	2,480	3,026	5,794	11,270	18,129	26,589
<i>Büyüme oranı (yıllık)</i>	-2.1%	22.0%	91.5%	94.5%	60.9%	46.7%
FVÖK	1,720	2,267	4,595	9,751	15,748	22,909
<i>Büyüme oranı (yıllık)</i>	-2.2%	31.8%	102.7%	112.2%	61.5%	45.5%
Diğer gelir/gider	-59	-201	-499	-821	-1,000	-1,455
Finansman geliri/gideri	-204	-235	-584	-368	4,000	7,741
Vergi öncesi kar	1,457	1,831	3,512	8,562	18,748	29,195
Vergi	25	-47	-231	0	-1,125	-1,752
<i>Efektif vergi oranı</i>	-1.7%	2.5%	6.6%	0.0%	6.0%	6.0%
Kontrol gücü olmayan paylar	0	0	0	1	1	2
Net kar	1,482	1,784	3,281	8,562	17,624	27,443
<i>Büyüme oranı (yıllık)</i>	11.4%	20.4%	83.9%	160.9%	105.8%	55.7%
Hisselerin ağırlıklı ortalama sayısı (m)	500	500	500	500	500	500
Hisse başı net kar (TL)	2.963	3.568	6.563	17.124	35.247	54.887
Hisse başı temettü (TL)	2.40	3.00	6.40	6.00	17.62	32.93
<i>Temettü ödeme oranı</i>	81.0%	84.1%	97.5%	35.0%	50.0%	60.0%

Nakit akışı (TLm)	2021	2022	2023T	2024T	Bilanço (TLm)	2021	2022	2023T	2024T
FVÖK	4,595	9,751	15,748	22,909	Nakit	4,215	12,019	23,815	40,199
Amortisman ve itfa giderleri	1,199	1,519	2,381	3,680	Dönen varlıklar	16,170	33,385	59,159	105,282
İşletme sermayesindeki değişim	-1,220	1,539	-706	1,615	Maddi duran varlıklar	1,904	1,741	3,128	29,688
Ödenen vergiler	-1,011	-2,145	-3,465	-5,040	Maddi olmayan duran varlıklar	1,921	1,513	1,437	1,365
Toplam yatırım harcaması	-1,059	-795	-3,803	-30,302	Duran varlıklar	7,304	6,991	9,491	38,457
Yatırım harcaması/hasılat	-3.5%	-1.2%	-3.4%	-14.9%	Toplam Varlıklar	23,473	40,376	68,650	143,739
Serbest nakit akışı	2,504	9,869	10,156	-7,139	Kısa vadeli yükümlülükler	13,758	26,069	35,967	62,632
Serbest nakit akış oranı verimi (%)	8.2%	14.8%	9.2%	-3.5%	Uzun vadeli yükümlülükler	3,972	2,993	6,746	36,538
Ödenen temettüleri	-1,500	-3,200	-3,000	-8,812	Özkaynaklar	5,743	11,314	25,937	44,569
Nakit ve nakit bnz. Net değişim	-35	7,804	11,796	16,384	Toplam Kaynaklar	23,473	40,376	68,650	143,739
					Net işletme sermayesi	753	-786	-80	-1,695
					Net nakit (borç)	-3,544	5,059	15,235	3,704

Kaynak: Şirket verisi, Ünlü & Co tahminleri,

FORD OTOSAN

Değerleme çarpanları	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T
F/K (x)	162.7	76.0	36.2	17.1	10.2	7.8
FD/FAVÖK(x)	96.0	60.3	34.2	17.6	9.2	6.7
FD/satış (x)	8.2	6.4	4.6	2.0	1.0	0.6
Temettü verimi (%)	0.3	1.1	2.1	2.6	4.4	7.7

Oran analizi	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T
Sermaye verimliliği (%)	45.8	71.7	102.4	118.0	95.3	70.8
Sermaye verimliliği (FVÖK temelli) (%)	28.1	47.6	61.1	44.4	39.7	33.7
Brüt marj (%)	10.2	12.5	15.7	13.9	13.0	11.4
FAVÖK marjı (%)	8.5	10.7	13.3	11.5	10.3	9.0
FVÖK marjı (%)	6.6	8.8	11.8	10.4	8.9	7.3
Ner kar marjı (%)	5.0	8.5	12.4	10.8	8.3	6.5
Net borç/FAVÖK (x)	0.9	0.0	0.5	1.4	1.1	1.1
FAVÖK/Finansman gideri (net) (x)	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1

Kar ve zarar (TLm)	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T
Net satışlar	39,209	49,451	71,101	171,797	377,651	632,820
<i>Büyüme oranı (yıllık)</i>	17.8%	26.1%	43.8%	141.6%	119.8%	67.6%
Brüt kar	4,015	6,187	11,154	23,941	49,088	72,384
FAVÖK	3,350	5,283	9,464	19,727	39,026	57,082
<i>Büyüme oranı (yıllık)</i>	18.0%	57.7%	79.1%	108.4%	97.8%	46.3%
FVÖK	2,574	4,367	8,410	17,832	33,605	46,438
<i>Büyüme oranı (yıllık)</i>	13.3%	69.7%	92.6%	112.0%	88.4%	38.2%
Diğer gelir/gider	-152	439	1,028	1,308	3,300	688
Finansman geliri/gideri	-472	-697	-751	-3,517	-5,750	-6,299
Vergi öncesi kar	1,950	4,108	8,687	15,623	31,155	40,827
Vergi	9	87	114	2,991	156	0
<i>Efektif vergi oranı</i>	-0.5%	-2.1%	-1.3%	-19.1%	-0.5%	0.0%
Kontrol gücü olmayan paylar	0	0	0	0	0	0
Net kar	1,959	4,195	8,801	18,614	31,311	40,827
<i>Büyüme oranı (yıllık)</i>	16.4%	114.1%	109.8%	111.5%	68.2%	30.4%
Hisselerin ağırlıklı ortalama sayısı (m)	351	351	351	351	351	351
Hisse başı net kar (TL)	5.584	11.954	25.081	53.045	89.227	116.346
Hisse başı temettü (TL)	3.12	10.19	18.70	23.87	40.15	69.81
<i>Temettü ödeme oranı</i>	55.9%	85.2%	74.6%	45.0%	45.0%	60.0%

Nakit akışı (TLm)	2021	2022	2023T	2024T	Bilanço (TLm)	2021	2022	2023T	2024T
FVÖK	8,410	17,832	33,605	46,438	Nakit	14,174	10,115	12,622	36,204
Amortisman ve itfa giderleri	1,054	1,895	5,421	10,643	Dönen varlıklar	32,814	55,125	108,192	194,682
İşletme sermayesindeki değişim	-4,842	-4,261	-11,064	-12,846	Maddi duran varlıklar	5,149	20,145	38,559	62,244
Ödenen vergiler	-1,850	-3,923	-7,393	-10,216	Maddi olmayan duran varlıklar	1,487	7,454	10,436	12,523
Toplam yatırım harcaması	-2,395	-9,649	-25,345	-37,220	Duran varlıklar	9,979	40,928	67,596	100,750
Yatırım harcaması/hasılat	-3.4%	-5.6%	-6.7%	-5.9%	Toplam Varlıklar	42,793	96,052	175,788	295,432
Serbest nakit akışı	377	1,894	-4,776	-3,201	Kısa vadeli yükümlülükler	20,782	46,206	86,922	138,772
Serbest nakit akış oranı verimi (%)	0.5%	1.1%	-1.3%	-0.5%	Uzun vadeli yükümlülükler	11,862	28,444	44,529	85,586
Ödenen temettüler	-3,576	-6,562	-8,376	-14,090	Özkaynaklar	10,149	21,402	44,336	71,074
Nakit ve nakit bnz. Net değişim	6,050	-4,059	2,507	23,582	Toplam Kaynaklar	42,793	96,052	175,788	295,432
					Net işletme sermayesi	5,297	9,559	20,622	33,468
					Net nakit (borç)	-4,882	-27,804	-41,961	-63,021

Kaynak: Şirket verisi, Ünlü & Co tahminleri

DOĞUŞ OTOMOTİV

Değerleme çarpanları	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T
F/K (x)	782.9	58.3	25.9	7.7	3.8	3.4
FD/FAVÖK(x)	102.5	37.3	24.5	6.8	2.5	2.0
FD/satış (x)	6.2	3.2	2.4	1.1	0.4	0.3
Temettü verimi (%)	0.0	1.0	3.6	3.3	10.6	14.8

Oran analizi	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T
Sermaye verimliliği (%)	6.0	58.6	70.1	97.5	85.7	57.0
Sermaye verimliliği (FVÖK temelli) (%)	11.3	33.9	43.9	93.8	90.0	56.1
Brüt marj (%)	12.9	13.1	14.5	22.5	22.2	19.3
FAVÖK marjı (%)	6.1	8.6	9.8	16.8	17.5	14.4
FVÖK marjı (%)	4.8	7.9	9.0	16.2	17.1	14.0
Ner kar marjı (%)	0.8	5.5	9.6	16.7	15.9	12.6
Net borç/FAVÖK (x)	3.0	1.1	-0.2	-0.4	-0.2	-0.1
FAVÖK/Finansman gideri (net) (x)	-1.0	-0.3	-0.3	-0.1	0.0	0.0

Kar ve zarar (TLm)	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T
Net satışlar	9,844	18,900	24,306	46,781	100,897	142,011
<i>Büyüme oranı (yıllık)</i>	-7.9%	92.0%	28.6%	92.5%	115.7%	40.7%
Brüt kar	1,271	2,475	3,521	10,526	22,406	27,402
FAVÖK	597	1,628	2,378	7,853	17,650	20,445
<i>Büyüme oranı (yıllık)</i>	0.9%	172.8%	46.1%	230.3%	124.7%	15.8%
FVÖK	471	1,497	2,196	7,556	17,212	19,887
<i>Büyüme oranı (yıllık)</i>	-7.4%	218.0%	46.7%	244.1%	127.8%	15.5%
Diğer gelir/gider	17	-53	897	369	796	1,121
Finansman geliri/gideri	-615	-419	-597	-680	247	263
Vergi öncesi kar	59	1,288	2,969	8,521	20,550	23,910
Vergi	20	-246	-633	-673	-4,521	-5,978
<i>Efektif vergi oranı</i>	-33.2%	19.1%	21.3%	7.9%	22.0%	25.0%
Kontrol gücü olmayan paylar	1	5	4	24	24	24
Net kar	77	1,038	2,332	7,824	16,005	17,909
<i>Büyüme oranı (yıllık)</i>	-41.8%	1242.6%	124.7%	235.6%	104.6%	11.9%
Hisselerin ağırlıklı ortalama sayısı (m)	220	220	220	220	220	220
Hisse başı net kar (TL)	0.351	4.716	10.598	35.564	72.751	81.403
Hisse başı temettü (TL)	0.00	2.73	9.77	9.09	29.10	40.70
<i>Temettü ödeme oranı</i>	0.0%	57.8%	92.2%	25.6%	40.0%	50.0%

Nakit akışı (TLm)	2021	2022	2023T	2024T	Bilanço (TLm)	2021	2022	2023T	2024T
FVÖK	2,196	7,556	17,212	19,887	Nakit	3,410	3,366	6,134	4,296
Amortisman ve itfa giderleri	182	298	438	559	Dönen varlıklar	6,583	13,297	25,104	33,750
İşletme sermayesindeki değişim	402	-1,558	-3,538	-5,781	Maddi duran varlıklar	1,096	2,015	3,550	5,767
Ödenen vergiler	-439	-1,511	-4,303	-4,972	Maddi olmayan duran varlıklar	90	155	155	155
Toplam yatırım harcaması	-404	-1,219	-1,972	-2,776	Duran varlıklar	3,171	7,368	16,634	24,198
Yatırım harcaması/hasılat	-1.7%	-2.6%	-2.0%	-2.0%	Toplam Varlıklar	9,755	20,665	41,737	57,948
Serbest nakit akışı	1,937	3,564	7,837	6,917	Kısa vadeli yükümlülükler	5,087	8,346	15,346	20,050
Serbest nakit akış oranı verimi (%)	8.0%	7.6%	7.8%	4.9%	Uzun vadeli yükümlülükler	304	613	680	680
Ödenen temettüler	-600	-2,150	-2,000	-6,402	Özkaynaklar	4,364	11,707	25,712	37,218
Nakit ve nakit bnz. Net değişim	2,754	-43	2,768	-1,838	Toplam Kaynaklar	9,755	20,665	41,737	57,948
					Net işletme sermayesi	1,503	3,062	6,599	12,380
					Net nakit (borç)	381	2,805	4,007	2,169

Kaynak: Şirket verisi, Ünlü & Co tahminleri

Bahsi geçen şirketler (15 Ağustos 2023) kapanış fiyatlarıyla)
Tofaş (TOASO.IS, Tavsiye: Al)
Ford Otosan (FROTO.IS, Tavsiye: Al)
Doğuş Otomotiv (DOAS.IS, Tavsiye: Tut)

Beyan Eki

Bu araştırma raporundaki bilgiler ve görüşler **ÜNLÜ Menkul Değerler A.S ("ÜNLÜ & Co")** tarafından hazırlanmıştır.

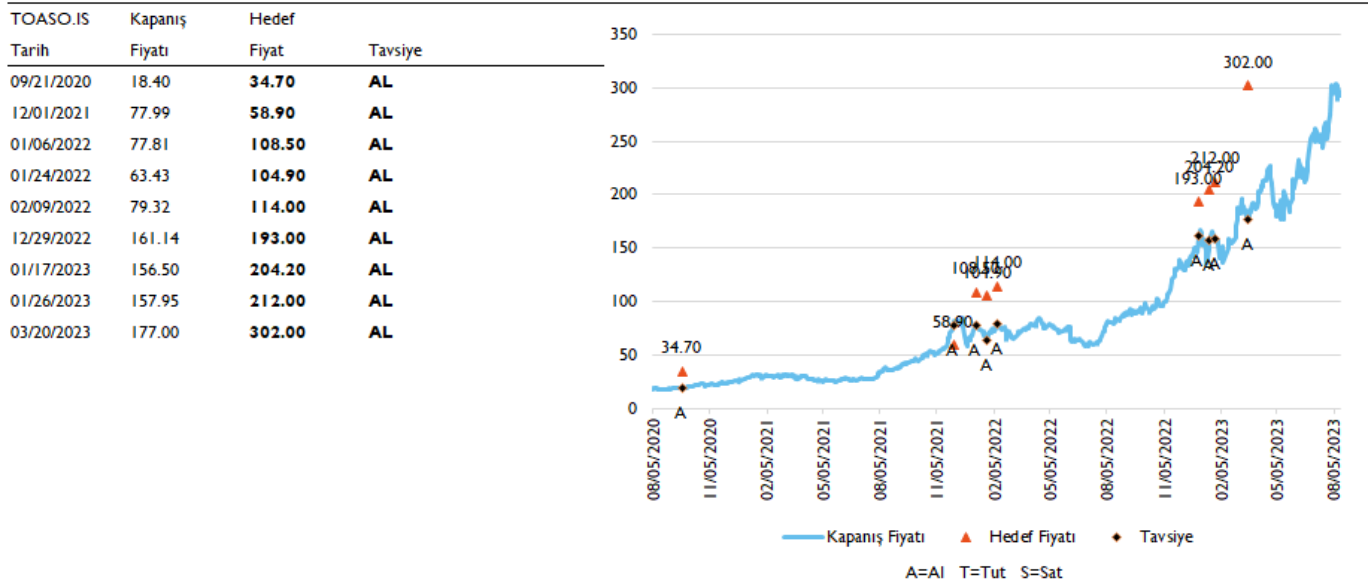
Önemli açıklamalar için, işbu raporun konusu olan şirketler ile ilgili hisse senedi fiyat grafikleri ve derecelendirme geçmişleri ile ilgili olarak, +90 212 367 3636 numaralı telefondan ÜNLÜ & Co Araştırma ve/veya Uyum Departmanı ile irtibata geçmeniz rica olunur.

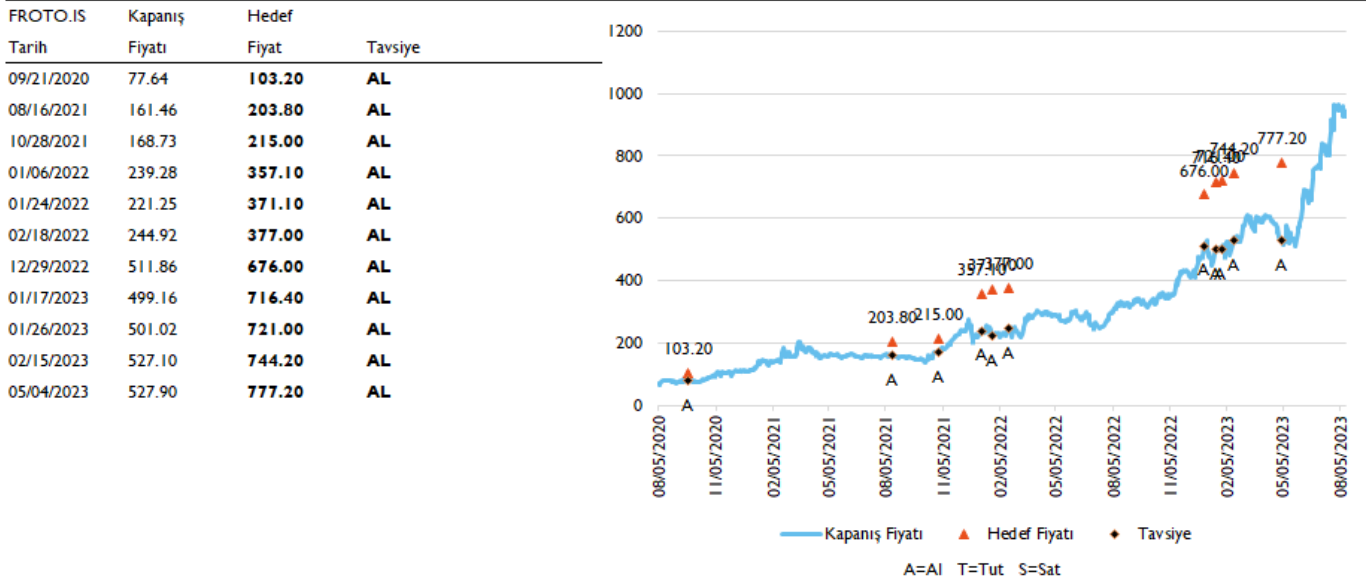
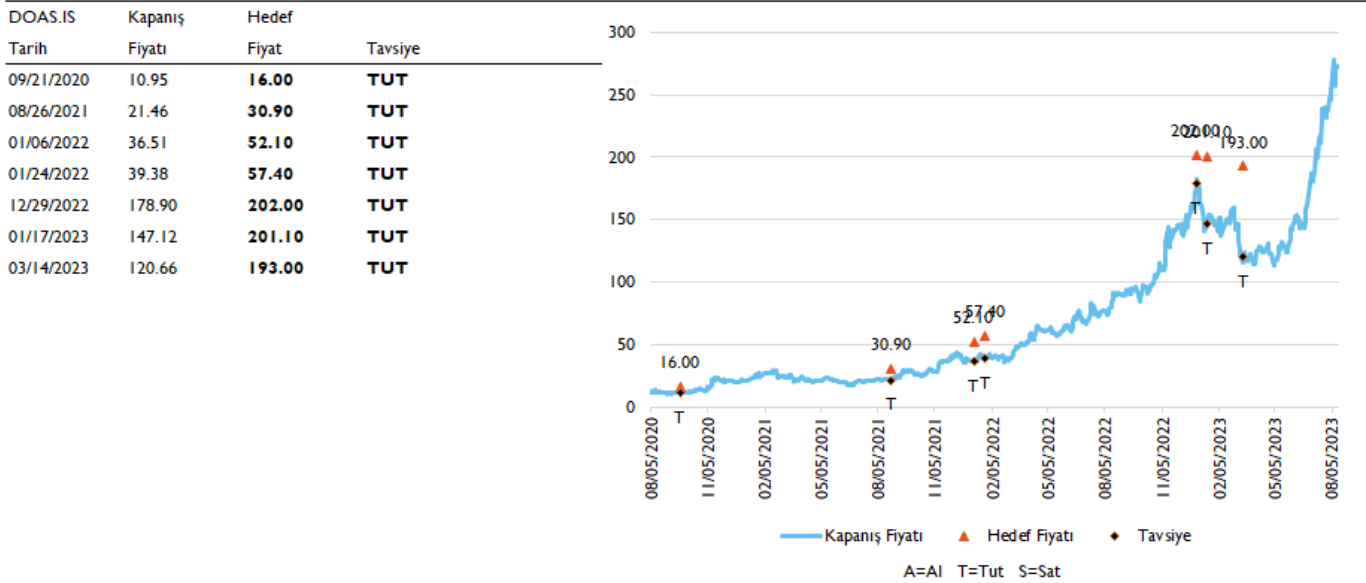
Değerlendirme metodolojisi ve bu araştırma raporunda atıfta bulunulan fiyat hedefleriyle ilişkili riskler konusunda, belirli bir hisse senedi konusunda değerlendirme metodolojisi ve riskler ile ilgili bir talepler için UNLUREsearch@unluco.com adresine e-mail göndermeniz rica olunur.

Erol Daniş işbu vesileyle analiz edilen şirketler veya menkul kıymetlerle ilgili olarak, (1) işbu raporda ifade edilen görüşlerin, söz konusu şirketler ve menkul kıymetlerin tamamı hakkındaki kişisel görüşlerini doğru şekilde yansıttığını ve (2) ücretlerinin hiçbir bölümünün, işbu raporda ifade edilen spesifik tavsiye veya görüşlerle doğrudan veya dolaylı olarak ilgili olmadığını, bulunmadığını ve olmayacağını onaylamaktadır(lar).

Tam şirket unvanları için Bahsi Geçen Şirketler bölümüne bakınız.

3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği TOASO.IS



3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği FROTO.IS

3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği DOAS.IS

ÜNLÜ Menkul hisse derecelendirmeleri dağılımı:

Yayınlanma tarihinde derecelendirme dağılımı	AL	TUT	SAT	Kısıtlı
Tüm derecelendirmeler (%)	63	35	2	0

Analistin hisse derecelendirmeleri aşağıdaki şekilde tanımlanmaktadır*:

Al (B): Hissenin toplam getirisinin*, önümüzdeki 12 aylık sürede % 20'den daha fazla (veya kabul edilen riske bağlı olarak daha fazla) olması beklenmektedir.

Tut (H): Hissenin toplam getirisinin önümüzdeki 12 aylık sürede % 10-20 aralığında olması beklenmektedir.

Sat (S): Hissenin toplam getirisinin önümüzdeki 12 aylık sürede % 10'dan daha az olması beklenmektedir.

Kapsanmamaktadır: ÜNLÜ & Co Araştırması, ihraççıyı kapsamamakta veya ihraççı veya onunla ilgili menkul kıymetler konusunda bir yatırım görüşü sunmamaktadır. ÜNLÜ & Co'nun kapsamadığı menkul kıymetler veya şirketler hakkında, Araştırma'dan gelen herhangi bir iletişim halka

açık bilgi veya konsensüs tahminlerinin bir analizine dayalı olarak oluşturulan gerçeğe dayalı veya makul, maddi olmayan bir çıkarım niteliğindedir.

Hedef Fiyat: TL400 (TOASO.IS)

Metod: İNA

Riskler: Türkiye ve yurt dışında otomotiv talebinde daralma, pazar payı kayıpları

Hedef Fiyat: TL1329 (FROTO.IS)

Metod: İNA

Riskler: Türkiye ve Avrupa'da otomotiv talebinde daralma, vergi artışları, pazar payı kayıpları

Hedef Fiyat: TL316 (DOAS.IS)

Metod: İNA

Riskler: Makro istikrarsızlık, keskin TL devalüasyonu, Türkiye'de otomotiv talebinde daralma

*Toplam getiri, hisse senedinin beklenen Sermaye Değerlendirmesi ve beklenen Temettü Getirisinin toplamı olarak hesaplanmaktadır.

*ÜNLÜ & Co Küçük ve Orta Büyüklükteki Danışman hisseleri: Hisse derecelendirmeleri Borsa İstanbul A.Ş. ("BIST") endeksine ilişkindir.

ÜNLÜ & Co'nun politikası, araştırma raporlarını, söz konusu şirket, sektör veya araştırma raporunda ifade edilen görüşler veya kanaatler üzerinde önemli bir etkiye sahip olabilecek nitelikteki pazar ile ilgili gelişmelere dayalı olarak güncellemektir.

ÜNLÜ & Co'nun politikası sadece tarafsız, bağımsız, açık, gerçekçi olan ve yanıltıcı olmayan bir yatırım araştırması yayımlamaktır. Daha fazla ayrıntı için, Çıkar Çatışmalarının Yönetimi Politikasını incelemeniz rica olunur.

Olası Çıkar Çatışmaları Sınıflandırmaları için lütfen tıklayınız.

Şirket	Sınıflandırma
Tofaş	Çıkar çatışması bulunmamaktadır.
Ford Otosan	Çıkar çatışması bulunmamaktadır.
Doğuş Otomotiv	Çıkar çatışması bulunmamaktadır.

Uyarı ve Gizlilik Notu

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. ("ÜNLÜ & Co"), Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK") tarafından yetkilendirilmiş ve SPK düzenlemelerine tabi bir kurumdur. Bu rapor, ÜNLÜ & Co tarafından hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgiler ve diğer kaynaklardan temin edilen bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup ÜNLÜ & Co tarafından denetlenmemiş veya bağımsız olarak doğrulanmamıştır. Bu raporda yer alan bilgilerin eksiksiz olduğu iddiası bulunmadığı gibi bilgilerin her zaman değişikliğe uğrayabileceği de göz önüne alınmalıdır.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeler, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. SPK mevzuatı gereğince, yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel olarak sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. ve yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Söz konusu görüşler herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olmayıp Yatırımcılar'ın mali durumu ile risk ve getiri tercihlerine de uygun olmayabilir. Bu sebeple, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı alınması, beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Zarara uğramamak için gerekli basiret, dikkat ve özen gösterilmelidir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımından dolayı ve burada yer alan görüşlere dayanarak Yatırımcılar'ın ve üçüncü tarafların işlem yapması durumunda uğranılacak maddi ve manevi zararlardan ÜNLÜ & Co ve ÜNLÜ & Co çalışanları sorumlu değildir ve bu konuda ÜNLÜ & Co'dan herhangi bir talepte bulunulamaz.

İşbu raporda sunulan bilgi, araç ve materyaller tarafınıza sadece bilgilendirme amaçlı olarak sunulmakta olup menkul kıymetlerin veya diğer finansal araçların satma veya satın alma veya sözü edilenler için iştirak taahhüdünde bulunulması ile ilgili bir teklif veya talep olarak kullanılmamalı veya dikkate alınmamalıdır. ÜNLÜ & Co işbu raporda belirtilen menkul kıymetlerin belirli herhangi bir yatırımcı açısından uygun olmasını temin etmek adına herhangi bir adım atmış olmayabilir. ÜNLÜ & Co bu belgenin alıcılarını, raporu almaları dolayısıyla müşterileri olarak ele almayacaktır. İşbu raporda ihtiva edilen veya belirtilen yatırım veya hizmetler tarafınız açısından uygun olmayabilir ve söz konusu yatırımlar veya yatırım hizmetleri konusunda herhangi bir şüpheniz varsa, bağımsız yatırım danışmanınıza başvurmanız tavsiye edilmektedir. İşbu rapordaki hiçbir şey, herhangi bir yatırım veya stratejinin, münferit durumlarınıza uygun veya uyumlu olduğuna dair herhangi şekilde yatırım, hukuk, muhasebe veya vergi konularında bir tavsiye veya bir beyan teşkil etmediği gibi bunun dışında tarafınıza yönelik kişisel bir tavsiye de teşkil etmemektedir. ÜNLÜ & Co, yatırımın vergi sonuçları konusunda bir tavsiyede bulunmamakta olup bağımsız vergi danışmanınızla irtibat kurmanız tavsiye olunmaktadır. Vergilendirme matrahı ve seviyelerinin değişiklik gösterebileceğine bilhassa dikkat ediniz.

ÜNLÜ & Co işbu raporun Beyan Ekinde bulunan bilgi ve görüşlerin doğru ve tam olduğuna inanmaktadır. Raporun diğer bölümlerinde sunulan bilgi ve görüşler, ÜNLÜ & Co'nun, güvenilir olduğuna düşündüğü kaynaklardan elde edilmiş veya alınmış olmakla birlikte ÜNLÜ & Co söz konusu bilgi ve görüşlerin doğruluğu veya tamlığı konusunda hiçbir beyanda bulunmamaktadır. İlave bilgiler talep üzerine mevcut bulundurulmaktadır. ÜNLÜ & Co, söz konusu sorumluluk sınırlamasının, ÜNLÜ & Co'nun tabi olduğu spesifik mevzuat veya yönetmelikler altında sorumluluğun ortaya çıkması dışında, işbu raporda sunulan materyalin kullanımından kaynaklanan zararlar dolayısıyla hiçbir sorumluluk

kabul etmemektedir. İşbu rapora bağımsız kararın yerine geçmek üzere güvenilmemelidir. ÜNLÜ & Co söz konusu menkul kıymet konusunda bir alım satım çağrısı yapmış olabileceği gibi gelecekte de yapabilir. İlave olarak, ÜNLÜ & Co işbu raporda sunulan bilgilerle tutarsız veya işbu raporda sunulan bilgilerden farklı sonuçlara ulaşan başkaca raporlar çıkarmış olabileceği gibi gelecekte de çıkarabilecektir. Söz konusu raporlar, söz konusu raporları hazırlayan analistlerin farklı varsayımları, görüşleri ile analitik yöntemlerini yansıtmakta olup ÜNLÜ & Co söz konusu raporların bu raporun herhangi bir alıcısının dikkatine getirilmesini temin etme yükümlülüğü altında bulunmamaktadır. ÜNLÜ & Co işbu raporda zikredilen şirketleri ilgilendiren birçok işe dahil olmaktadır.

Araştırmada bahsedilen herhangi bir şirket veya ihraççı veya menkul kıymetler veya pazarlar yahut da gelişmelerin açıklamalarının tam olması amaçlanmamaktadır. Araştırma, alıcılar tarafından, Araştırma konusu belirli herhangi bir alıcının belirli yatırım amaçları, finansal durumu veya belirli ihtiyaçları ile ilgili olmadığı için kendi kanaatlerinin uygulanmasının bir ikamesi olarak ele alınmamalıdır.

Geçmiş performans gelecekteki performansın bir göstergesi veya garantisi olarak kabul edilmemelidir ve gelecek performans konusunda açık veya zımnî hiçbir beyan veya garantide bulunulmamaktadır. İşbu raporun içerdiği bilgi, görüşler ve tahminler ÜNLÜ & Co tarafından yayımlandığı ilk tarihteki düşünceyi yansıtmakta olup bildirimde bulunulmaksızın değişikliğe tabidir. İşbu raporda zikredilen menkul kıymetler veya finansal araçların herhangi birinin fiyatı, değeri veya geliri artabileceği gibi düşüş de gösterebilir. Menkul kıymetlerin veya finansal araçların değerleri kurdaki dalgalanmalara tabi olup bunlar söz konusu menkul kıymetlerin veya finansal araçların fiyatı veya gelirleri üzerinde olumlu veya olumsuz etkiye sahip olabilirler. Amerikan Depo Sertifikası ("ADR") gibi değerleri kur dalgalanmasıyla etkilenen menkul kıymetlerin yatırımcıları bu riski etkin şekilde üstlenmektedir.

ÜNLÜ & Co, kendi Araştırma Analistleri ile bilhassa Yatırım Bankacılığı işi olmak üzere, kendi bünyesindeki diğer iş birimleri ve onların hissedarlarının iş birimleri arasındaki bilgi bariyerlerini korumaktadır. ÜNLÜ & Co analistleri, strateji uzmanları ve ekonomistlerinin ücretleri ÜNLÜ & Co veya hissedarları tarafından gerçekleştirilen Yatırım Bankacılığı veya Sermaye Piyasaları işlemleriyle bağlantılı değildir. ÜNLÜ & Co araştırmasında sunulan bilgi ve görüşler yatırım bankacılığı personeli dâhil diğer ÜNLÜ & Co iş alanlarındaki profesyoneller tarafından gözden geçirilmiş olmayıp söz konusu profesyonellerce bilinen bilgileri yansıtmayabilir.

İşbu rapor, internet sitelerine bağlantı adresleri ve internet sitelerine köprüler saplayabilir. Raporun, ÜNLÜ & Co'nun internet sitesi materyaline atıfta bulunduğu durumlar hariç olmak üzere, ÜNLÜ & Co adres verilen siteyi gözden geçirmemiş olup söz konusu sitenin içeriklerden dolayı sorumluluk kabul etmemektedir. Söz konusu adres veya köprü adresleri (ÜNLÜ & Co'nun internet sitesi materyaline adresler veya köprüler dâhil olmak üzere) sadece size kolaylık ve bilgi sağlama açısından sunulmakta olup bağlantı verilen sitenin bilgileri ve içerikleri hiçbir surette işbu belgenin parçasını teşkil etmemektedir. İşbu rapor vasıtasıyla söz konusu internet sitesine erişim veya verilen söz konusu bağlantı adresini takip etmenin riski tarafınıza ait olacaktır.

İşbu belge, herhangi bir menkul kıymeti satın almaya yönelik bir teklif veya davet teşkil etmemekte veya herhangi bir menkul kıymet için iştirak taahhüdünde bulunma veya herhangi bir menkul kıymeti satın almaya yönelik bir teklif veya davet olarak yorumlanmamalıdır. Herhangi bir teklifteki menkul kıymetler için iştirak taahhüdünde bulunma veya herhangi bir teklifteki menkul kıymetleri satın alma ile ilgili herhangi bir karar, münhasıran izahnamede (ve eklerinde) veya diğer teklifle bağlantılı olarak çıkarılan diğer izahname belgesinde yer alan bilgiler temelinde yapılmalıdır.

ÜNLÜ & Co güvene dayalı bir ilişki veya bir tavsiye oluşturmamaktadır ve bu Araştırma, menkul kıymetler veya ilgili finansal araçların bir teklifi veya menkul kıymetler veya ilgili finansal araçların bir teklifinin teşviki veya yatırım faaliyetiyle ilgilenme daveti veya yönlendirmesi olarak yorumlanmamalıdır; bu Araştırmaya, belirli herhangi bir işlemin muhakkak surette belirtilen fiyattan yapılmış olabileceğinin veya gerçekleştirilebileceğinin bir beyanı olarak istinat edilmemelidir.

Lütfen, bu raporun, ÜNLÜ & Co tarafından esasen piyasa profesyonelleri ve kurumsal yatırımcı müşterilere dağıtım için hazırlanmış olduğuna dikkat ediniz. ÜNLÜ & Co'nun bu raporunun, piyasa profesyonelleri ve kurumsal yatırımcı müşteriler olmayan alıcılarının bu rapora dayalı olarak herhangi bir yatırım kararı almadan önce veya içeriklerinin gerekli açıklaması açısından kendi bağımsız finansal danışmanlarından tavsiye almaları gerekmektedir.

ÜNLÜ & Co bir BIST üyesidir.