

Doğuş Otomotiv

Artan talep ve düşük faiz ortamının güçlü desteği

- ✓ **İç tüketimde toparlanma ve tüketim davranışlarında değişim en önemli destekleyici unsurlar.** Yurt içi otomotiv satışları, 2012-2017 döneminde güçlü ekonomik büyüme eşliğinde güçlü bir dönem geçirmesinin ardından, faiz oranlarındaki yükseliş ve tüketici güveninde bozulma ile son iki yılda %50 daralmıştı. Ancak 2020'den itibaren Nisan-Mayıs dönemindeki 2 aylık salgın etkisine karşın; ertelenmiş talep, virüs salgınının tüketici davranışlarında neden olduğu değişim ve virüs salgını sonrasında ekonomideki güçlenme eğiliminin ek olarak, düşük faiz ortamı, güven ortamında iyileşme ve tüketici güveninde istikrarlı seyrin korunacağı beklentilerimiz eşliğinde sektörün güçlü kalacağını düşünüyoruz. 2020'nin ilk 6 ayında yurt içi satışlardaki %30'luk artış da sektörün güçlü görünümünü destekliyor. Bu doğrultuda, Doğuş Otomotiv'in güçlü ciro performansını sergileyeceğini; 2019'da 9.844 milyon TL olan satış gelirlerinin 2020'de %41 artışla 13.845 milyon TL; 2021'de de %26 artışla 17.419 milyon TL'ye yükseleceğini tahmin ediyoruz. 2019'da 61 bin seviyesinde gerçekleşen şirketin Skoda hariç satış hacmine ilişkin 2020 ve 2021 yılı tahminlerimiz sırasıyla %26 ve %15 artışlarla 78 bin ve 89 bin seviyelerinde bulunuyor.
- ✓ **TÜVTÜRK araç muayene segmentinin artan katkısı.** Doğuş Otomotiv'in %33,33 oranında iş ortağı olduğu TÜVTÜRK'ün 2019'daki güçlü performansının ardından 2020'de de büyümesini sürdürerek %12,1 artışla 2.873 milyon TL satış geliri edeceğini, net karın da %24,6 artışla 460 milyon TL'ye ulaşacağını öngörüyoruz. Böylece TÜVTÜRK'ün Doğuş Otomotiv'in net karına olan katkısının 2019'daki 123 milyon TL'den bu yıl 153 milyon TL'ye yükseleceğini tahmin ediyoruz.
- ✓ **Düşen faiz ortamını net kar açısından destekleyici görüyoruz.** Doğuş Otomotiv'in net karının 2019'da %43 azalışla 76 milyon TL'ye gerilemesinin ardından 2020'de, FVÖK'teki %61'lik büyümenin yanı sıra faiz oranlarındaki düşüşe bağlı olarak yaklaşık %30 azalacağını tahmin ettiğimiz net finansman giderleri ve TÜVTÜRK Araç Muayene segmentinin artan katkısıyla, 76 milyon TL'den 489 milyon TL'ye yükseleceğini öngörüyoruz. 2019-2021 yılı kar büyümesi tahminimiz %183 YBBO seviyesinde bulunuyor.
- ✓ **Değerleme.** DOAS, faizlerde düşüş ve otomotiv satışlarındaki toparlanma eşliğinde BIST 100 Endeksi'ne kıyasla, son bir ayda %5, son üç ayda da %77 pozitif ayrıştı. Güçlü performansa rağmen, 2020 ve 2021 yıllarında hem operasyonel kar hem de net karda beklediğimiz güçlü büyüme dolayısıyla DOAS'ı beğenmeye devam ediyoruz. Bu doğrultuda, DOAS hisselerini 'AL' önerisi ile Araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz. DOAS için 12 aylık hedef fiyatımızı %17 getiri potansiyeli ile 20,50 TL olarak belirliyoruz. Doğuş Otomotiv, 2020 ve 2021 yılı tahminlerimize göre 6,7x ve 5,6x FD/FAVÖK ile küresel benzerlerinin medyanına göre sırasıyla %28 ve %24 iskontolu işlem görüyor.

AL

Hisse Fiyatı: 17,45 TL

Hedef Fiyat: 20,50 TL

Getiri Potansiyeli: %17

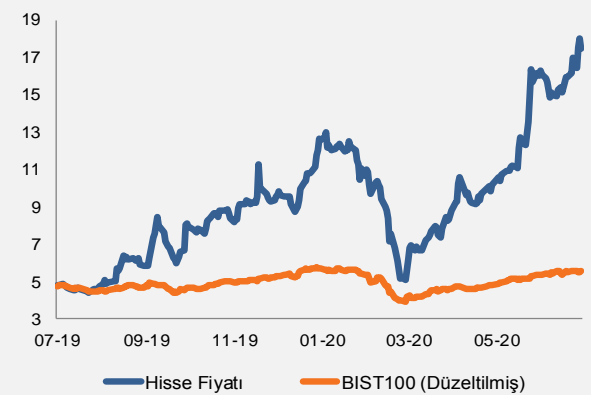
Özet Veriler

Hisse Kodu	DOAS
Cari Fiyat (TL)	17,45
52H En Yüksek (TL)	18,44
52H En Düşük (TL)	4,69
Piyasa Değeri (mn TL)	3.839
Piyasa Değeri (mn USD)	561
Halka Açıklık Oranı (%)	14,73
Konsensus HF (TL)	13,74
Konsensus Tavsiye	%23 A / %69 T / %8 S
3A Hacim (mn USD)	9,4
HLY HBK (2020T)	2,22
Konsensus HBK (2020T)	1,55

Tahminler ve Rasyolar

	2018G	2019G	2020T	2021T
Net Satışlar (mn TL)	10.688	9.844	13.845	17.419
Yıllık Büyüme	-19%	-8%	41%	26%
FAVÖK (mn TL)	592	595	880	1.056
Yıllık Büyüme	11%	1%	48%	20%
Net Kar (mn TL)	133	76	489	606
Yıllık Büyüme	-27%	-43%	545%	24%
FAVÖK Marjı	5,5%	6,0%	6,4%	6,1%
Net Kar Marjı	1,2%	0,8%	3,5%	3,5%
FD/Satışlar	0,5x	0,6x	0,4x	0,3x
FD/FAVÖK	9,9x	9,9x	6,7x	5,6x
F/K	28,8x	50,7x	7,9x	6,3x
PD/DD	2,9x	3,1x	2,1x	1,7x
Hisse Başı Kar (TL)	0,61	0,34	2,22	2,75
Hisse Başı Defter Değeri (TL)	5,94	5,69	8,45	10,24

Fiyat Performansı



İçindekiler

Yatırım Tezi	3
Değerleme Özeti	5
Şirket Profili	9
Türkiye Otomotiv Sektörü	10
Operasyonlar	13
Finansallar & Tahminler	15

Yatırım Tezi

İç tüketimde toparlanmanın belirginleşmesi ve tüketim davranışlarında değişim en önemli destekleyici unsurlar. Türkiye'de otomotiv satışlarının genel ekonomik büyüme ile yakından ilişkisi bulunmaktadır. Yurt içi otomotiv satışları, 2012-2017 döneminde güçlü ekonomik büyüme, düşük faiz ortamı ve TL'de istikrarlı seyir eşliğinde güçlü bir dönem geçirdi. Söz konusu dönemde satışlar %4,2 YBBO kaydederken, ortalama satış hacmi 884 bin adet seviyesinde gerçekleşti. Ancak 2018 yılından itibaren yurt içi satışlar, faizlerde artış, döviz kuru ve paralelinde de birim satış fiyatlarında yükseliş ile tüketici güveninde bozulma nedeniyle son iki yılda %50 daraldı. Ancak 2020 yılından itibaren Nisan-Mayıs dönemindeki iki aylık salgın etkisine karşılık ertelenmiş talep, virüs salgınının tüketici davranışlarında neden olduğu değişim ve virüs salgını sonrasında ekonomideki güçlenme eğiliminin yanı sıra düşük faiz ortamı, güven ortamında iyileşme ve tüketici güveninde istikrarlı seyrin korunacağı beklentilerimiz eşliğinde sektörün güçlü kalacağını düşünüyoruz. 2020 yılının ilk 6 ayında yurt içi satışlarda yaşanan %30'luk artış da bu beklentimizi destekliyor. Bu doğrultuda da, Doğu Otomotiv'in güçlü ciro performansı sergileyeceğini düşünüyoruz; 2019'da 9.844 milyon TL olarak gerçekleşen satış gelirlerinin 2020'de %40,6 artışla 13.845 milyon TL; 2021'de de %25,8 artışla 17.419 milyon TL seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. 2019 yılında 61 bin adet seviyesinde gerçekleşen Doğu Otomotiv'in Skoda hariç satış hacmine ilişkin 2020 ve 2021 yılı tahminlerimiz sırasıyla %26 ve %15 artışlarla 78 bin adet ve 89 bin adet seviyelerinde bulunuyor. Şirketin 2020 yılına ilişkin Skoda hariç satış hacmi beklentisi ise 70-80 bin adet seviyesinde bulunuyor.

TÜVTÜRK araç muayene segmentinin artan katkısı. Doğu Otomotiv'in %33,33 oranında iş ortağı olduğu TÜVTÜRK'ün periyodik araç muayenesi gerçekleştirdiği araç sayısı 2019'da yıllık %4 artışla 9,95 milyon adede yükseldi. Şirket, muayene hizmetinde sağladığı büyüme öncülüğünde %28,7 artışla 2.562 milyon TL satış geliri elde ederken, net karı da artan telif hakkı oranına bağlı olarak %173 artışla 369 milyon TL'ye ulaştı. Belirtmek gerekir ki; TÜVTÜRK'ün özelleştirme ihalesi ile devralınması sırasında yapılan anlaşma gereği Doğu Otomotiv, TÜVTÜRK'ün gelirlerinin 2009-2018 döneminde %7'sini, 2019-2027 yıl arasında ise %20'sini elde etmektedir. 2020 yılında ise TÜVTÜRK'ün büyümesini sürdüreceğini ve %12,1 artışla 2.873 milyon TL satış geliri edeceğini, net karın da %24,6 artışla 460 milyon TL'ye ulaşacağını öngörüyoruz. Böylece, TÜVTÜRK Araç Muayene segmentinin Doğu Otomotiv'in net karına olan katkısının 2019 yılındaki 123 milyon TL seviyesinden bu yıl 153 milyon TL seviyesine yükseleceğini tahmin ediyoruz.

Düşen faiz ortamını net kar açısından destekleyici görüyoruz. Doğu Otomotiv'in net karının 2019'da %43 azalışla 76 milyon TL'ye gerilemesinin ardından 2020'de, FVÖK'teki %61'lik büyümenin yanı sıra faiz oranlarındaki düşüşe bağlı olarak yaklaşık %30 azalacağını tahmin ettiğimiz net finansman giderleri ve TÜVTÜRK Araç Muayene segmentinin katkısının artan katkısıyla, 76 milyon TL'den 489 milyon TL'ye yükseleceğini düşünüyoruz. 2019-2021 yılı kar büyümesi tahminimiz %183 YBBO seviyesinde bulunuyor.

Temettü dağıtım politikasının benzer şekilde sürmesini bekliyoruz. Son on yılın yedisinde kar payı dağıtımını gerçekleştiren Doğu Otomotiv'in kar payı dağıtım oranı söz konusu dönemlerde %85 seviyesinde, temettü verimliliği ise %11,7 seviyesinde gerçekleşti. Önümüzdeki dönemde de, şirketin temettü dağıtım politikasının benzer şekilde sürmesini bekliyoruz. Bu doğrultuda, 2019 yılı net karından temettü dağıtmama kararı alan Doğu Otomotiv'in artan net kara bağlı olarak 2021 yılında, 2020 yılı net karının %65'ini temettü olarak dağıtacağını tahmin ediyoruz. Sonuç olarak, şirketin 2020 yılı net karından hisse başına 1,44 TL kar payı dağıtacağını hesaplıyoruz. Söz konusu temettü ödemesi %8,3'lük temettü verimliliğine işaret ediyor.



Yatırım Tezi

Piyasa çarpanları cazip seviyede. Doğuş Otomotiv, 2020 ve 2021 tahminlerimize göre sırasıyla 6,7x ve 5,6x FD/FAVÖK çarpanları ile küresel benzer şirketler medyanına göre %28 ve %24 iskontolu işlem görmektedir. DOAS'ın küresel benzerlerine kıyasla iskontosu son 1 yıllık dönemde %14, son 3 yıllık dönemde ise %11 seviyesinde bulunuyor. Yurt içi pazarda yüksek satış hacimlerine ulaşıldığı 2015-2017 döneminde ise DOAS hisseleri küresel benzerlerine kıyasla primli işlem görüyordu.

Riskler. Hem yurt içinde hem de dünyada ekonomilerin yavaşlamasına neden olan koronavirüs salgınında olası ikinci dalga paralelinde yaşanabilecek tedarik problemleri, güven ortamında kötüleşme, yurt içi pazardaki toparlanmanın beklediğimiz seviyede gerçekleşmemesi, şirketin satış hacminin tahminlerimizin altında kalması ve döviz kurlarında yükseliş, modelimiz açısından aşağı yönlü başlıca risk unsurları olarak yer alıyor. Ayrıca, gündemde olmamasına karşılık faizlerde yaşanabilecek yükseliş de hem otomotiv satışlarını yavaşlatarak operasyonel karda azalış hem de faiz giderlerini artırarak finansman giderlerini yükseltebilecek olması dolayısıyla değerlememiz açısından bir diğer aşağı yönlü risk unsuru olarak karşımıza çıkıyor.

Diğer yandan, Volkswagen Grubu marka araç satışı gerçekleştirmesi dolayısıyla yakından takip edilen Volkswagen'in Türkiye'ye yatırım kararına ilişkin askıya alınma durumunun orta-uzun vadede hissede baskı yaratmasını beklemiyoruz. Hatırlanacağı üzere, Volkswagen Manisa'da kurmayı planladığı fabrika projesini durdurduğunu açıklamış ve durdurma kararının sadece Türkiye'yi değil, koronavirüs salgını nedeniyle azalan talep dolayısıyla Volkswagen'in tüm yeni yatırımlarını kapsadığı belirtilmişti. Belirtmekte fayda bulunmaktadır ki; fabrikanın üretime başlaması halinde yatırımın Doğuş Otomotiv'e katkısının oldukça sınırlı olması bekleniyordu. Söz konusu katkının da herhangi bir maliyet avantajı içermeyip sadece nakliye sürecinin hızlanması gibi maliyet avantajı sunmayan faydalar sağlayacağı öngörülüyordu.

Değerleme Özeti

Değerleme Özeti

DOAS'ın 12 aylık hedef piyasa değerine ulaşırken, Parçaların Toplamı yöntemini kullandık. Modelimizde, perakende otomotiv ve TÜVTÜRK Araç Muayene segmentlerini İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemiyle değerlerken, sahip olduğu iştirak ve finansal yatırımları da defter değerlerini baz alarak modelimize dahil ettik. Ancak iştirak ve finansal yatırımların halka açık olmaması nedeniyle %30 iskonto uygulamayı uygun gördük. Ayrıca, şirketin 2016 yılında hisse geri alımı kapsamında alınan 22 milyon adet hisse senedini güncel piyasa değeri ile değerlememize dahil ettik.

Perakende otomotiv segmenti için hazırladığımız İndirgenmiş Nakit Akımı modelimiz, 12-aylık 3.529 milyon TL hedef şirket değerine işaret etmektedir. İNA modelimizde, sonsuz büyüme oranının %4,0, beta katsayısını 1,50, özsermaye maliyetini %20,8, risksiz faiz oranını %12,5 ve vergi öncesi borçlanma maliyetini ise %15,6 olarak varsaydık. Tahminlerimize göre, projeksiyon dönemimiz boyunca ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin ortalama %16,1 olacağını öngörüyoruz.

TÜVTÜRK Araç Muayene segmenti için hazırladığımız İNA modelimiz ise, 12-aylık 2.980 milyon TL hedef şirket değerine işaret etmektedir. Belirtmek gerekir ki; Doğu Otomotiv'in özelleştirme ihalesi ile bünyesine dahil ettiği TÜVTÜRK Taşıt Muayene kapsamında sözleşme süresi 2027 yılında sona erecek. Bu nedenle sonsuz büyüme oranını sıfır olarak varsaydık. Ayrıca, yapılan anlaşma gereği, Doğu Grubu, TÜV SÜD ve Bridgepoint konsorsiyumu, elde ettikleri gelirleri devlet ile paylaşmaktadır. Anlaşma kapsamında, 1 ve 3. yıl arası gelirlerin %30'unu, 4. ile 10. yıl arasında gelirlerin %40'ını ve 11 ile 20. yıl arasında ise gelirlerin %50'si devlet ile paylaşılmaktadır. TÜVTÜRK konsorsiyumu ise, 1 ile 10. yıllar arasında gelirlerin %7'sini, 11 ile 20. yıl arasında ise %20'sini elde etmektedir.

Sonuç olarak, değerlendirme modelimizde DOAS için 12-aylık hedef fiyatımız 20,50 TL seviyesinde olup, %17 getiri potansiyeline işaret ediyor.

Ayrıca Doğu Otomotiv, 2020 ve 2021 tahminlerimize göre 6,7x ve 5,6x FD/FAVÖK ile küresel benzerlerinin medianına göre sırasıyla %28 ve %24 iskontolu işlem görüyor.

Tablo 1 : Değerleme Özeti

Değerleme Özeti					
	İş Kolu	Değerleme Yöntemi	Değer (mn TL)	Ağırlık	Değer
Otomotiv	Perakende Satış	İNA	3.529	100,00%	3.529
TÜVTÜRK	Araç Muayene	İNA	2.980	33,33%	993
İştirakler @ %30 İskonto					240
<i>Volkswagen Doğu Finans</i>	<i>Tüketici Finansmanı</i>	<i>Defter Değeri</i>	242	48,00%	81
<i>Doğu Sigorta</i>	<i>Otomotiv Sigortacılığı</i>	<i>Defter Değeri</i>	90	41,99%	27
<i>Yüce Auto</i>	<i>Skoda Araç Distribütörlüğü</i>	<i>Defter Değeri</i>	71	50,00%	25
<i>VDF Servis</i>	<i>Tüketici Finansmanı</i>	<i>Defter Değeri</i>	308	37,73%	81
<i>Doğu Teknoloji</i>	<i>Bilgi Teknolojileri Servisi</i>	<i>Defter Değeri</i>	169	21,76%	26
Finansal Yatırımlar @ %30 İskonto					393
<i>Doğu Holding</i>		<i>Defter Değeri</i>	15.216	3,69%	393
Net Borç (2019 Yıl Sonu) (-)					1.790
Azınlık Payları (-)					7
Gerçek Alınan Payların Güncel Değeri (+)					384
Şirket Değeri (mn TL)					3.743
12 Aylık Hedef Şirket Değeri (mn TL)					4.519
Hisse Senedi Adedi					220
12 Aylık Hedef Fiyat					20,50 TL
Hisse Fiyatı					17,45 TL
Yükseliş Potansiyeli					17%

İNA Değerleme

Tablo 2 : İNA Değerleme (Perakende Otomotiv)

İNA Değerleme (milyon TL)	2019	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Satışlar	9.844	13.845	17.419	19.909	22.125	24.448	27.048	29.927	33.139	36.703	40.539
<i>Yıllık Değişim</i>	-8%	41%	26%	14%	11%	10%	11%	11%	11%	11%	10%
Brüt Kar	1.270	1.648	1.944	2.177	2.397	2.620	2.865	3.134	3.429	3.752	4.101
FVÖK	469	757	930	1.050	1.153	1.252	1.359	1.472	1.590	1.715	1.841
Amortisman	126	123	126	130	134	139	146	153	161	171	182
FAVÖK	595	880	1.056	1.180	1.287	1.392	1.505	1.625	1.752	1.886	2.023
FAVÖK Marjı	6,0%	6,4%	6,1%	5,9%	5,8%	5,7%	5,6%	5,4%	5,3%	5,1%	5,0%
(-) Vergi @ FVÖK		113	186	210	231	250	272	294	318	343	368
(-) Yatırım Harcamaları		120	163	204	247	296	349	408	472	542	619
(-) Net İşletme Sermayesindeki Değişim		590	409	283	252	264	296	328	366	406	437
Serbest Nakit Akışı		57	299	483	558	582	588	595	596	595	599
AOSM		15,7%	15,8%	16,0%	16,0%	16,1%	16,2%	16,2%	16,3%	16,2%	16,1%
İndirgenmiş Nakit Akımları		53	242	337	336	302	262	228	197	169	147
Sonsuz Büyüme Oranı		4,0%									
Sonsuz Değerin Bugünkü Değeri		1.256									
İndirgenmiş Nakit Akımları		2.273									
İş Kolu Değeri (TL mn)		3.529									

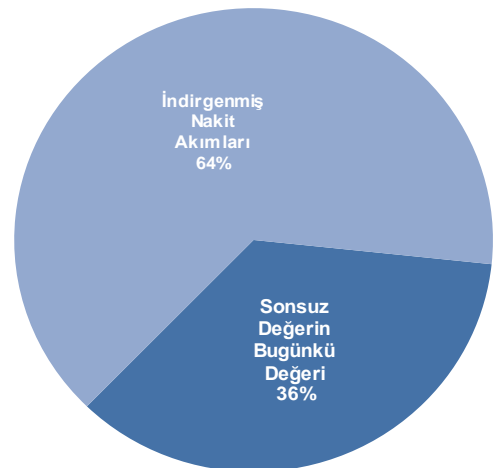
Tablo 3 : İNA Değerleme (TÜVTÜRK Araç Muayene)

TÜVTÜRK	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Türkiye Araç Parkı (milyon adet)	23,8	24,7	25,5	26,5	27,4	28,5	29,5	30,7
<i>Yıllık Değişim</i>	3,0%	3,4%	3,6%	3,7%	3,7%	3,7%	3,8%	3,8%
Muayene Edilen Araç Sayısı (milyon adet)	10,2	10,6	11,0	11,4	11,8	12,2	12,7	13,2
<i>Yıllık Değişim</i>	3,0%	3,4%	3,6%	3,7%	3,7%	3,7%	3,8%	3,8%
Tüvtürk Toplam Gelirler (milyon TL)	2.873	3.208	3.555	3.943	4.375	4.855	5.390	5.986
<i>Yıllık Değişim</i>	12,1%	11,7%	10,8%	10,9%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Net Kar (milyon TL)	460	513	569	631	700	777	862	957
Doğuş Payı @ %33,33	153	171	190	210	233	259	287	319

Tablo 4 : Duyarlılık Analizi (12-aylık Hedef Fiyat)

Sonsuz Büyüme Oranı	Risksiz Faiz Oranı				
	11,5%	12,0%	12,5%	13,0%	13,5%
3,0%	21,60	20,70	20,00	19,20	18,50
3,5%	21,90	21,10	20,20	19,50	18,80
4,0%	22,30	21,40	20,50	19,70	19,00
4,5%	22,70	21,80	20,90	20,00	19,30
5,0%	23,20	22,20	21,20	20,40	19,60

Grafik 1: İNA Kırılımı



Benzer Şirket Karşılaştırması

Tablo 5 : Küresel Ölçekte Benzer Şirketler

Şirket İsmi	Ülke	Piyasa Değeri (USD mn)	FAVÖK Marjı (Son 4 Çeyrek)	FD/FAVÖK		F/K		FD/Satışlar		
				2020T	2021T	2020T	2021T	2020T	2021T	
ASYA										
Astra	Endonezya	14.319	16,8%	10,8	9,3	13,7	11,3	1,7	1,5	
China Grand	Çin	4.273	---	10,2	8,9	12,7	10,1	0,5	0,5	
Meidong	Çin	3.273	6,3%	19,0	14,0	30,3	22,0	1,2	0,9	
Nextage CO	Japonya	771	2,7%	14,9	8,5	27,6	14,6	0,4	0,3	
Bermaz Auto	Malezya	388	7,2%	14,1	10,3	14,2	10,5	1,0	0,9	
Grand Baoxin	Çin	439	6,4%	5,9	5,2	4,9	4,0	0,3	0,3	
AVRUPA										
Inchcape	İngiltere	2.439	6,1%	7,2	5,3	16,3	9,9	0,3	0,3	
Bilia AB	İsveç	1.025	8,0%	7,1	6,4	12,2	11,3	0,5	0,5	
Lookers	İngiltere	104	1,8%	5,0	3,3	---	6,0	0,1	0,1	
Vertu Motors	İngiltere	105	1,4%	3,8	5,1	4,5	---	0,1	0,1	
Pendragon	İngiltere	153	0,3%	4,8	4,1	17,2	7,8	0,1	0,1	
AMERİKİKA										
Carmax	ABD	16.135	6,5%	12,2	17,0	19,1	31,2	0,9	1,0	
Autonation	ABD	4.591	3,2%	8,3	7,0	14,9	11,7	0,4	0,3	
Penske Auto	ABD	3.840	4,1%	9,3	7,3	13,3	9,1	0,4	0,4	
Asbury	ABD	2.089	4,7%	11,0	9,1	11,4	9,3	0,5	0,5	
Küresel Medyan				5,4%	9,3	7,3	13,9	10,3	0,4	0,4
Doğuş Otomotiv	Türkiye	561	6,0%	6,7	5,6	7,9	6,3	0,4	0,3	
Prim/(İskonto)				-28%	-24%	-44%	-39%	-2%	-10%	

Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Doğuş Otomotiv'i küresel benzerleri ile karşılaştırdığımızda, tahminlerimize göre şirket 6,7x olan 2020T FD/FAVÖK çarpanına göre %28, 5,6x olan 2021T FD/FAVÖK çarpanına göre ise %24 iskontolu işlem görmektedir. Ayrıca Doğuş Otomotiv, 2020-2021 F/K çarpanına kıyasla da ortalama %41 iskontolu işlem görmektedir.

Doğuş Otomotiv: 1 yıl ileri tarihli FD/FAVÖK rasyosu



Doğuş Otomotiv: 1 yıl ileri tarihli FD/Satışlar rasyosu

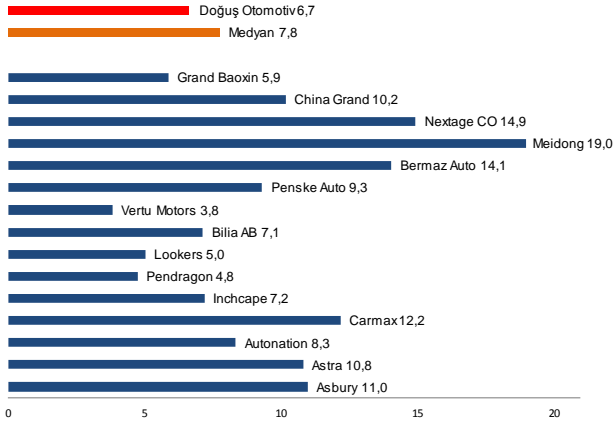


Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

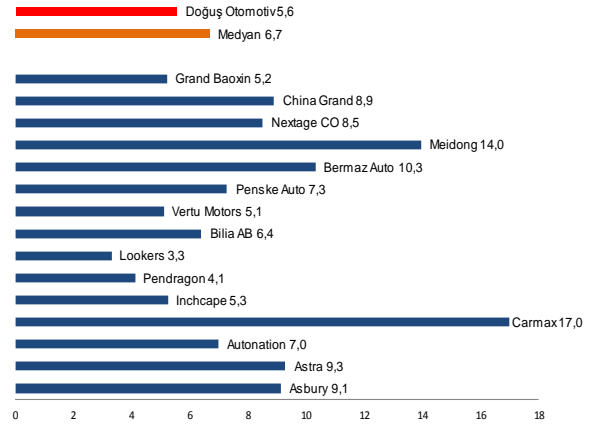


Benzer Şirket Karşılaştırması

Grafik 2: FD/FAVÖK 20T

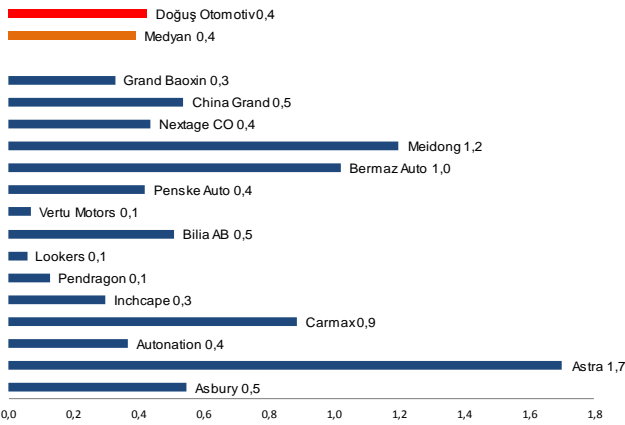


Grafik 3: FD/FAVÖK 21T

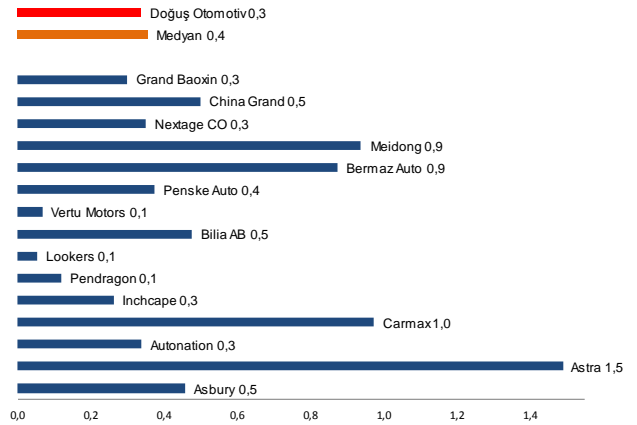


Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Grafik 4: FD/Satışlar 20T

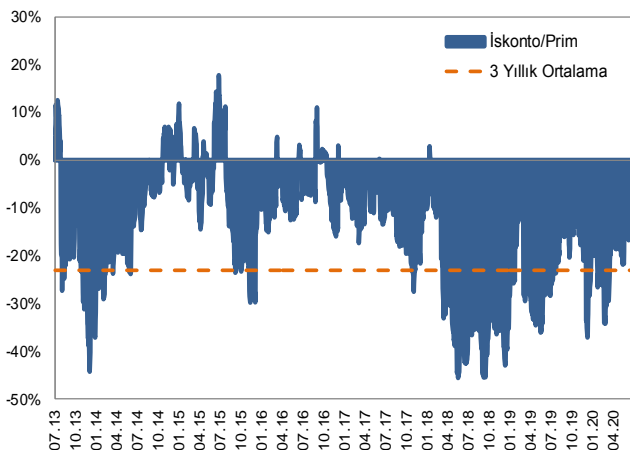


Grafik 5: FD/Satışlar 21T

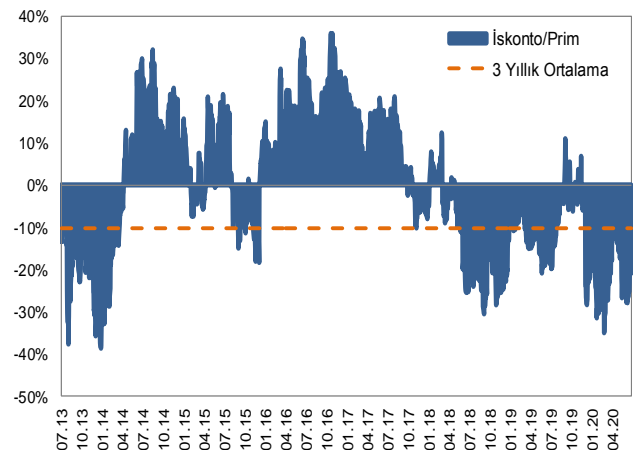


Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Grafik 6: DOAS & Benzer Şirketler 1 Yıl İleri Tarihteki FD/Satışlar Rasyo Karşılaştırması



Grafik 7: DOAS & Benzer Şirketler 1 Yıl İleri Tarihteki FD/FAVÖK Rasyo Karşılaştırması



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

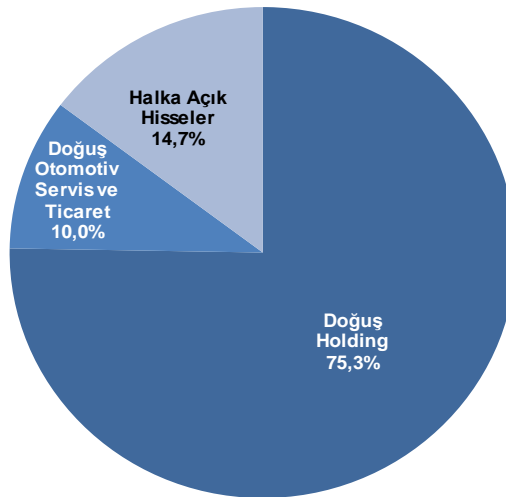
Şirket Profili

Doğuş Otomotiv Türkiye'nin en büyük distribütörü konumunda

Doğuş Otomotiv, 24 Kasım 1999 tarihinde Volkswagen AG'nin bir distribütörü olarak kurulmuş olup, Volkswagen Grubu bünyesinde yer alan Volkswagen (VW), Audi, Seat, Porsche, Bentley, Lamborghini, Bugatti, Scania araç ve yedek parçaları, Scania Engines endüstriyel ve deniz motorları ile Thermoking araç soğutma sistemlerinin ithalatı, pazarlanması ve satılması alanında faaliyet göstermektedir. Ayrıca şirket, yetkili satıcılar aracılığıyla DOD markası altında Türkiye genelinde ikinci el araç alanında da faaliyet göstermektedir. Şirketin ana ortağı %75,3 oranında pay ile Doğuş Holding'dir. Hisselerin %14,7'si ise halka açık konumda bulunuyor. Şirketin dönem içinde çalışan ortalama personel sayısı mavi yakalılar için 790, beyaz yakalılar için ise 1.444 kişi olmak üzere toplamda 2.234 kişidir.

Otomotiv Distribütörleri Derneği verilerine göre Skoda dahil Doğuş Otomotiv'in yurt içi perakende satışları, 2020 yılı ilk 6 ayında %36 artışla 41.358 seviyesinde gerçekleşirken, pazar payı 0,7 puan artışla %16,3'e yükseldi.

Grafik 8: Ortaklık Yapısı



Kaynak: Şirket

Tablo 6: İştirakler ve Bağlı Ortaklıklar

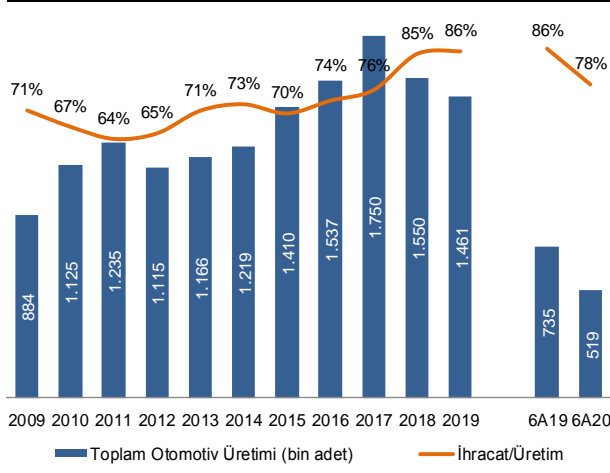
Bağlı Ortaklık, İştirak ve Bağlı Menkul Kıymetler	Faaliyet Konusu	Şirketin Sermayedeki Payı	Şirketin Sermayedeki Payı
Doğuş Holding A.Ş.	Holding Şirketi	31.575.087 TL	3,69%
Vdf Sigorta Aracılık Hizmetleri A.Ş.	Sigorta ve Aracılık Hizmetleri	80.000 TL	4,00%
D-Auto Limited Liability Company	Oto Alım-Satımı ve SS Hizmetleri- Irak	150.000.000 IQD	100,00%
Doğuş Oto Pazarlama Ve Ticaret A.Ş.	Oto Alım-Satımı ve SS Hizmetleri	43.288.270 TL	96,20%
Doğuş Bilgi İşlem ve Teknoloji Hizmetleri A.Ş.	Bilişim Teknolojisi Altyapısı ve Yazılım	49.255.692 TL	21,76%
Doğuş Sigorta Aracılık Hizmetleri A.Ş.	Sigorta Aracılık Hizmetleri	531.232 TL	41,99%
Vdf Servis ve Ticaret A.Ş.	Otomotiv Ürün ve Hizmetleri	1.924.230 TL	37,73%
Volkswagen Doğuş Finansman A.Ş.	Otomotiv Tüketici Finansmanı	86.399.987 TL	48,00%
Yüce Auto Motorlu Araçlar Ticaret A.Ş.	Skoda Türkiye Distribütörü	1.049.999 TL	50,00%
Tüvtürk Güney Taşıt Muayene İstasyonları	Taşıt Muayene İstasyonları	8.332.836 TL	33,33%
Tüvtürk Kuzey Taşıt Muayene İstasyonları	Taşıt Muayene İstasyonları	22.143.895 TL	33,33%

Kaynak: Şirket

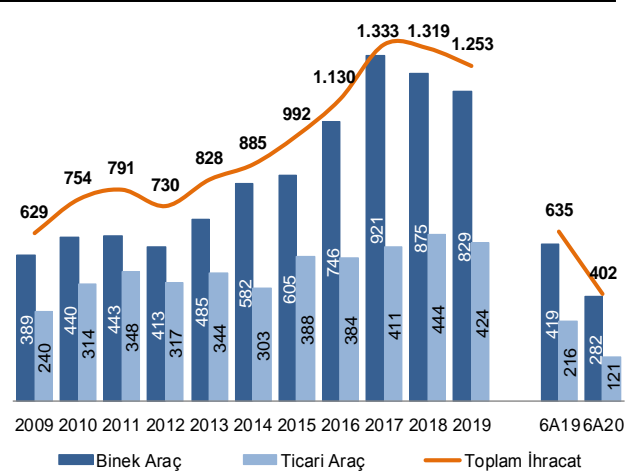


Türkiye Otomotiv Sektörü

Grafik 9: Türkiye Otomotiv Üretimi (bin adet) ve İhracat Oranı



Grafik 10: Türkiye Otomotiv İhracatı (bin adet)



Kaynak: Otomotiv Sanayii Derneği (OSD), HLY Araştırma

Üretim

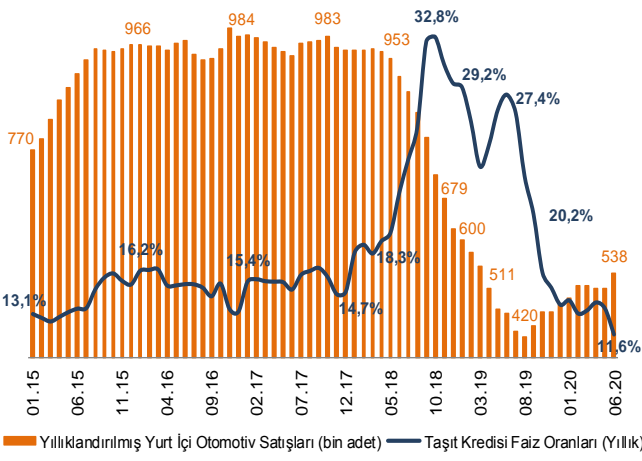
2012-2017 döneminde yaklaşık 1 milyon bandına oturan yurt içi pazar ve güçlenen ihracat performansı eşliğinde %9,4 YBBO kaydeden Türkiye otomotiv üretimi, 2018 yılından itibaren yaşanan finansal türbülansın etkisiyle yüksek faiz ve enflasyon ile düşük tüketime ek olarak ihracattaki yavaşlamanın da etkisiyle azalmaya başladı. 2018'de %11,4, 2019'da da %5,7 azalış gösteren toplam otomotiv üretimi, 2020 yılının ilk altı ayında da koronavirüs salgınının tüketim üzerindeki yavaşlatıcı etkisinin özellikle toplam üretim içerisindeki payı daha yüksek olan ihracat tarafında daha belirgin gerçekleşmesi nedeniyle %29,4 azalış kaydetti ve 519 bin adet seviyesinde gerçekleşti. Ancak yılın geri kalanında, hem düşük faiz ortamının desteği eşliğinde yurt içi tüketimin artan katkısı hem de ana ihracat pazarımız olan Avrupa ekonomisindeki toparlanma eğilimi eşliğinde, üretimdeki daralmanın boyutunun azalacağını ve yılı %5-10 azalışla 1.300-1.400 bin adet bandında tamamlayacağını öngörüyoruz.

İhracat

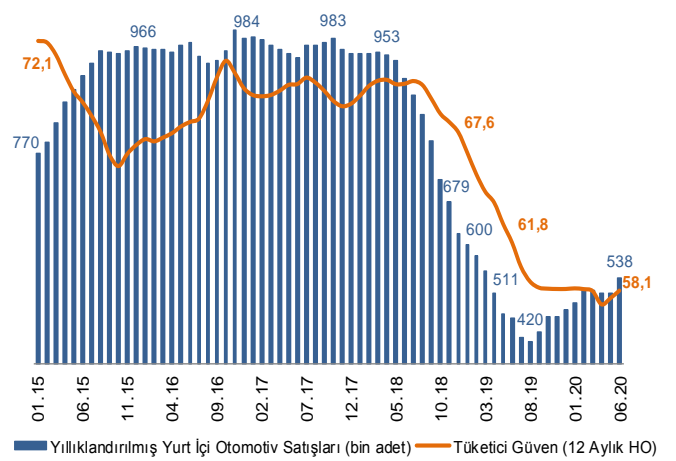
2013 yılından 2017'ye beş sene kesintisiz artış gösteren Türkiye otomotiv sektörü ihracatı 2018'den itibaren yavaşlamaya başladı. 2017'de %18'lik güçlü artış gösteren otomotiv ihracatı, özellikle ana ihracat pazarı olan Avrupa ekonomisindeki yavaşlama ve Brexit endişeleri ile dizel araç yasaklarının getirdiği yükümlülükler nedeniyle 2018 ve 2019'da sırasıyla %1 ve %5 azalış gösterdi. 2020 yılında ise ihracatta yaşanan daralmanın arttığını görüyoruz. Aralık 2019'da Çin'de ortaya çıkan ve tüm dünyada etkili olan koronavirüs salgını nedeniyle otomotiv ihracatı 2020 yılının ilk altı ayında adet bazında %36,6 düşüşle 402 bin adet; dolar bazında da %29,6 azalışla 11,0 milyar dolara geriledi. İhracatta yaşanan daralmada, ana ihracat pazarımız olan Avrupa'da araç talebindeki daralma etkili oldu. Ancak Nisan ve Mayıs'ta sırasıyla %90 ve %60 olan Türkiye otomotiv ihracatındaki daralmanın Haziran'da %27'ye gerilemiş olmasını ve aylık bazda gözlenen güçlü artışı yılın geri kalanı açısından olumlu buluyoruz. Bu noktada, Avrupa Merkez Bankası ve kamu otoritelerinin attığı genişlemeci adımlar ile virüs salgınının seyrine ilişkin olumlu gelişmelerin destekleyici olacağını düşünüyoruz. Bu çerçevede, otomotiv ihracatında yaşanan daralmanın yılın geri kalanında azalacağını ve yılı %20 düşüşle 1 milyon civarında tamamlayacağını tahmin ediyoruz.

Türkiye Otomotiv Sektörü

Grafik 11: Yıllıklandırılmış Yurt İçi Satışlar ve Yıllık Taşıt Kredi Faiz Oranları



Grafik 12: Yıllıklandırılmış Yurt İçi Satışlar ve Tüketici Güveni



Kaynak: Otomotiv Distribütörleri Derneği (ODD), TÜİK, BDDK, HLY Araştırma

Yurt İçi Tüketim

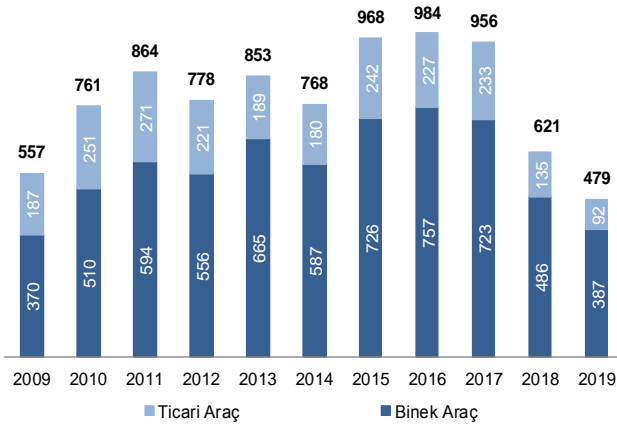
2012-2017 döneminde %4,2 YBBO kaydeden ve söz konusu dönemde güçlü ekonomik büyümenin de etkisiyle yaklaşık 950 bin - 1 milyon bandında seyreden yurt içi satışlar son iki yılda %50 daraldı. Özellikle TCMB tarafından yapılan 1.600 baz puanlık faiz artırımının taşıt kredisi faiz oranlarına yansımaları, döviz kuru ve paralelinde de birim satış fiyatlarında yükseliş, yükselen enflasyon ile birlikte alım gücünde azalış ve tüketici güveninde bozulma nedeniyle yurt içi satışlar 2018 yılında %35 daralarak 621 bin adet, 2019 yılında da %23 daralarak 479 bin adet seviyesine geriledi.

2020 yılında ise otomotiv sektörü yıla güçlü bir başlangıç yaptı. Ocak-Ağustos 2019 döneminde %44 azalış gösteren ve sonrasında Eylül-Aralık 2019 döneminde yıllık bazda %33 büyüme kaydeden yurt içi satışlar, 2020'nin ilk iki ayında düşük baz etkisi, kredi faiz oranlarında düşüş, güven ortamında iyileşme ve TL'deki istikrarlı seyir eşliğinde yıllık %90 artış gösterdi. Ancak Mart'tan itibaren yurt içinde etkili olmaya başlayan koronavirüs salgını sektörde momentum kaybına neden oldu ve Mart-Mayıs döneminde düşük baz etkisine karşılık yurt içi satışlar yıllık %4 azalış kaydetti. Ancak Haziran'da başlayan normalleşme dönemi sonrasında ekonomide dengelenme eğilimi ile kamu bankaları tarafından hayata geçirilen düşük faizli kredilerin desteği eşliğinde yeniden toparlanma gözlemledik. Haziran'da otomotiv satışları yıllık %66,3 artış kaydederken, 2020 yılının ilk 6 ayında yaşanan artış %30'a ulaştı. Sektörde yaşanan canlanmanın yılın ikinci yarısında da devam edeceğini ve ekonomide beklediğimiz güçlenme eğilimi eşliğinde yurt içi satışların 2020 yılını yaklaşık %25 artışla 580-600 bin adet seviyesinde tamamlayabileceğini düşünüyoruz. Özellikle düşük faiz ortamının devam etmesi, tüketici güveninden aldığımız dipten dönüş sinyalleri ve bankaların destekleyici kredi paketleri söz konusu beklentimizde etkili oluyor. Hatırlanacağı üzere, kamu bankaları Haziran ayı itibarıyla yerli üretim yapan anlaşmalı firmalardan sıfır kilometre binek veya ticari araç satın alacak bireysel/kurumsal müşterilere firma bazında değişmek üzere aylık %0,49-0,69 oran ile kredi imkanı sunmaya başlamıştı.

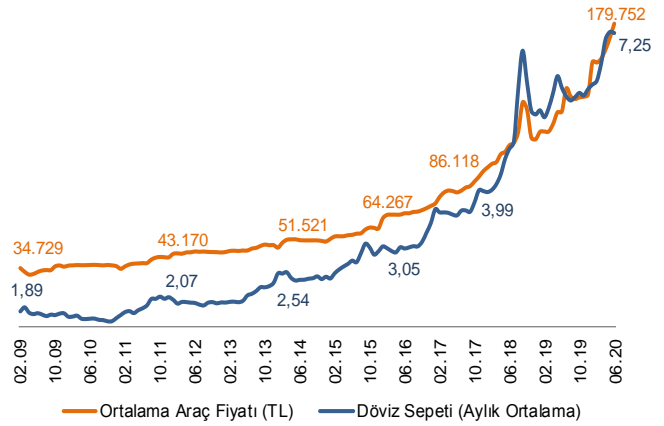
Yurt içi satışlar açısından başlıca risk unsurları, virüs salgınında olası ikinci dalga ile birlikte tedarik zincirinde yaşanabilecek problemler ve tüketici güveninde zayıflama ile faiz oranı ve döviz kurunda yaşanabilecek olası yükselişler olarak karşımıza çıkıyor.

Türkiye Otomotiv Sektörü

Grafik 13: Yurt İçi Otomotiv Satışları (bin adet)



Grafik 14: Ortalama Araç Fiyatı ve TL'nin Gelişimi

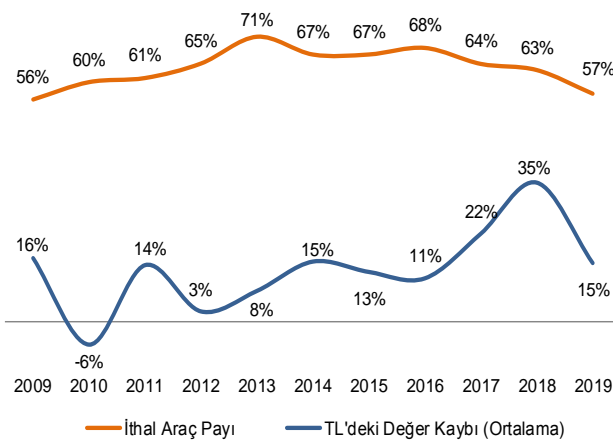


Kaynak: Otomotiv Distribütörleri Derneği (ODD), HLY Araştırma

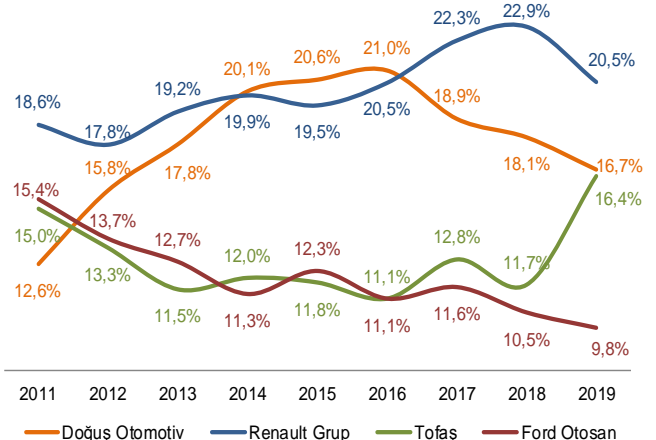
Yurt İçi Tüketim

Son iki yılda yurt içi satışların %50 daralmasında, faiz oranlarının yükselmesine ek olarak döviz kuru ve paralelinde de birim satış fiyatlarının yükselmiş olması etkili oldu. Üretim maliyetlerinin %70-75'inin çoğunlukla ithal ham maddenin oluşturduğunu da göz önünde bulundurduğumuzda, birim satış fiyatları ile döviz kurları arasında yakın bir ilişki olduğunu söyleyebiliriz. TÜİK verilerine göre, 2018 ve 2019'da sırasıyla %33 ve %18 artışlar gösteren araç fiyatları, 2020'nin ilk 6 ayında %28 artış gösterdi. Söz konusu fiyat artışı, model/marka bazında değişiklik göstermekle birlikte ithal araçlarda daha belirgin oldu. Bu paralelde, toplam satışlar içerisindeki ithal araç payında azalma gözlemledik. 2012-2017 döneminde ortalama %67,0 olan ithal araç payı, 2018 ve 2019'da sırasıyla %62,9 ve %57,0'a geriledi. 2020'nin ilk 6 ayında da %56,8 ile benzer seviyede bulunuyor. Bu nedenle, azalan ithal araç payından en olumsuz etkilenen marka, araçların tamamıyla ithal olmasından dolayı fiyatların görece fazla yükseldiği Volkswagen Grubu ve paralelinde Doğu Otomotiv oldu. Önümüzdeki dönemde, TL'de istikrarlı seyir ve güven ortamında iyileşme ortamının devam edeceği beklentimiz ile birim satış fiyatlarında daha ılımlı artışlar göreceğimizi tahmin ediyor; bu durumdan Doğu Otomotiv'in en çok fayda sağlayan şirketlerden biri olacağını düşünüyoruz.

Grafik 15: Toplam Satışlar İçinde İthal Araç Payı



Grafik 16: Yurt İçindeki 4 Büyük Şirketin Pazar Payı

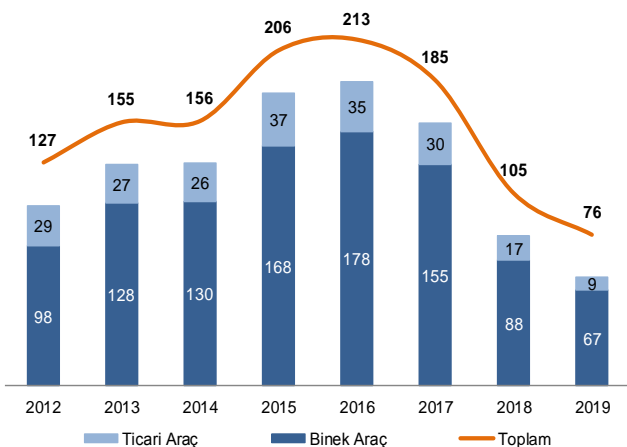


Kaynak: Otomotiv Distribütörleri Derneği (ODD), HLY Araştırma

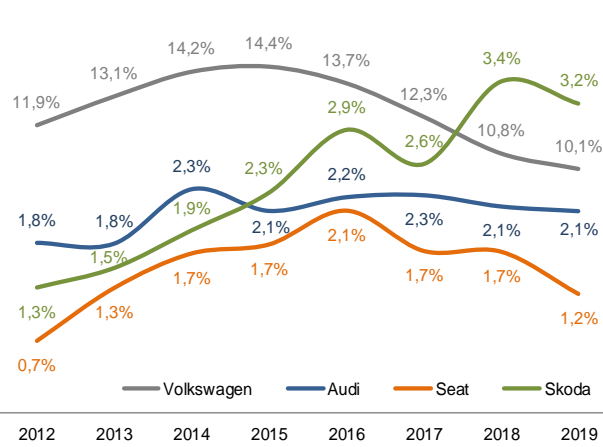


Operasyonlar

Grafik 17: Doğuş Otomotiv Skoda Dahil Toptan Satışlar (bin adet)



Grafik 18: Doğuş Otomotiv Model Bazında Perakende Pazar Payı



Kaynak: Şirket, Otomotiv Sanayii Derneği (OSD), HLY Araştırma

Zayıf geçen 2018 ve 2019 yıllarının ardından 2020'ye güçlü başlangıç

Doğuş Otomotiv, 2012-2017 döneminde güçlü ekonomik büyüme, düşük faiz ortamı ve TL'de istikrarlı seyir eşliğinde güçlü bir dönem geçirdi. Söz konusu dönemde şirketin satışları %7,8 YBBO kaydederken, ortalama satış hacmi 174 bin adet seviyesinde gerçekleşti. Ancak 2018 yılı ve 2019'un ilk yarısı ise, hem sektör hem de Doğuş Otomotiv açısından zorlu geçti. Ağustos 2018'de yaşanan finansal türbülans sonrasında faiz oranlarında artış, döviz kuru ve paralelinde de birim satış fiyatlarında yükseliş, yükselen enflasyon ile birlikte alım gücünde azalış ve tüketici güveninde bozulma nedeniyle Doğuş Otomotiv'in satış hacmi 2018 yılında %43 azalışla 105 bin, 2019 yılında da %25 azalışla 76 bin adede geriledi. Şirketin yurt içi satışlarındaki daralmanın sektör ortalamasının üzerinde gerçekleşmesinin nedeni olarak, hem karlılık odaklı strateji izlenmesi hem de araçların tamamıyla ithal ediliyor olmasından dolayı satış fiyatlarının rakiplerine kıyasla daha fazla yükselmesi olduğunu söyleyebiliriz. Bu doğrultuda, 2012 yılından 2016 yılına kadar pazar payını istikrarlı bir şekilde her yıl artıran Doğuş Otomotiv'in pazar payı söz konusu dönemde düşüş gösterdi. 2012-2017 döneminde sırasıyla ortalama %21,2 ve %12,9 olan şirketin binek araç ve hafif ticari araç pazar payı 2018-2019 döneminde sırasıyla ortalama %17,9 ve %11,1'e kadar geriledi. Sonuç olarak, Doğuş Otomotiv'in toplam pazar payı ortalama %19,2 seviyesinden %16,5'e kadar gerileme kaydetti.

Ancak 2020 yılına güçlü bir başlangıç yapan Doğuş Otomotiv, bu yılın ilk çeyreğinde %86,7 artışla 25 bin adetlik satış rakamına ulaştı. Düşük baz etkisine ek olarak güven ortamında iyileşme ve düşük faiz ortamı ana destekleyici unsurlar oldu. Şirketin 1Ç19'da sırasıyla %17,2 ve %7,6 olan şirketin binek araç ve hafif ticari araç pazar payları da sırasıyla 4,9 puan ve 4,8 puan artarak %22,1 ve %12,4'e ulaştı.

Doğuş Otomotiv'in satış kırılımında ise, Volkswagen markası son 5 yılda %60-65 pay ile satışların çoğunluğunu oluşturmaktadır. Diğer yüksek paya sahip markalar ise, şirketin iştiraki olan Yüce Auto aracılığıyla satışını gerçekleştirdiği Skoda ile Audi ve Seat oldu. Skoda, Audi ve Seat'ın toplam satışlar içerisindeki payları sırasıyla %18, %13 ve %7 seviyelerinde bulunuyor. Doğuş Otomotiv'in geriye kalan satışlarını ise Lamborghini, Bentley ve Porsche'den oluşan lüks araç segmenti oluşturmaktadır.

Operasyonlar

TÜVTÜRK Araç Muayene

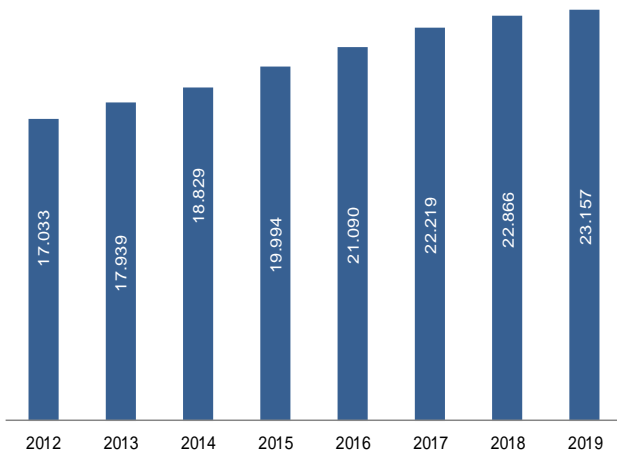
TÜVTÜRK, Türkiye'de periyodik araç muayenesinde yetkili ve görevli tek kuruluş konumunda bulunmakta olup, 189 sabit ve 73 mobil muayene istasyonu 2009'un ilk çeyrek sonunda 300 milyon dolar yatırım ile tamamen faaliyete geçmiştir. Mevcut durumda ise TÜVTÜRK, 210 sabit, 74 mobil, 5 motosiklet ve 16 ilde faaliyet gösteren 13 gezici traktör istasyonu ile Türkiye'nin 81 ilinde hizmet vermektedir.

Türkiye Özelleştirme İdaresi Başkanlığı tarafından yetkilendirilmiş olan TÜVTÜRK konsorsiyumuna araç muayene istasyonlarını geliştirme ve işletim hakkı 2007 yılında 552 milyon dolar bedel ile 20 yıllığına verilmiştir. TÜVTÜRK Araç Muayene İstasyonları konsorsiyumuna üç kurum ortak olup, bu ortaklar Doğuş Grubu, TÜV SÜD ve Bridgepoint'tir.

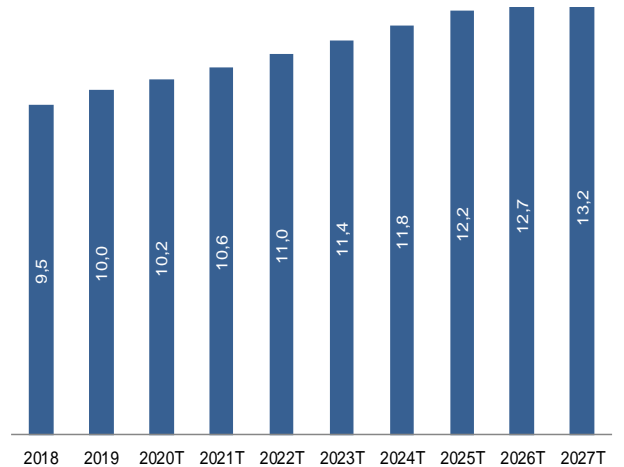
Yapılan anlaşma gereği, Doğuş Grubu, TÜV SÜD ve Bridgepoint konsorsiyumu elde ettikleri gelirleri devlet ile paylaşmaktadır. Anlaşma kapsamında, 1 ve 3. yıl arası gelirlerin %30'unu, 4. ile 10. yıl arasında gelirlerin %40'ını ve 11 ile 20. yıl arasında ise gelirlerin %50'si devlet ile paylaşılmaktadır. TÜVTÜRK konsorsiyumu ise, 1 ile 10. yıllar arasında gelirlerin %7'sini, 11 ile 20. yıl arasında ise %20'sini elde etmektedir.

TÜVTÜRK'ün periyodik araç muayenesi gerçekleştirdiği araç sayısı, 2019 yılında bir önceki yıla göre %4 artış göstererek 9,95 milyon adede yükseldi. TÜVTÜRK, periyodik araç muayene hizmetinde sağladığı büyüme öncülüğünde de 2019 yılında satış gelirini %28,7 artışla 1.991 milyon TL'den 2.562 milyon TL'ye yükseltti. 2020-2027 yılları arasında ise Türkiye araç parkının %3,7 YBBO kaydedeceğini tahmin ediyoruz. Bu doğrultuda da, söz konusu dönemde TÜVTÜRK'ün elde ettiği satış geliri ve net karın %11,1 YYBO kaydedeceğini öngörüyoruz. 2020 yılı özelinde ise, TÜVTÜRK Araç Muayene segmentinin Doğuş Otomotiv'in net karına olan katkısının yıllık %24,6 artışla 2019 yılındaki 123 milyon TL seviyesinden 153 milyon TL seviyesine yükseleceğini tahmin ediyoruz. 1Ç19'da 26 milyon TL seviyesinde gerçekleşen TÜVTÜRK Araç Muayene segmentinin Doğuş Otomotiv'in net karına olan katkısı 1Ç20'de de %21,2 artışla 31 milyon TL'ye yükseldi.

Grafik 19: Türkiye Araç Parkı (bin adet)



Grafik 20: TÜVTÜRK Muayene Edilen Araç Sayısı (milyon adet)

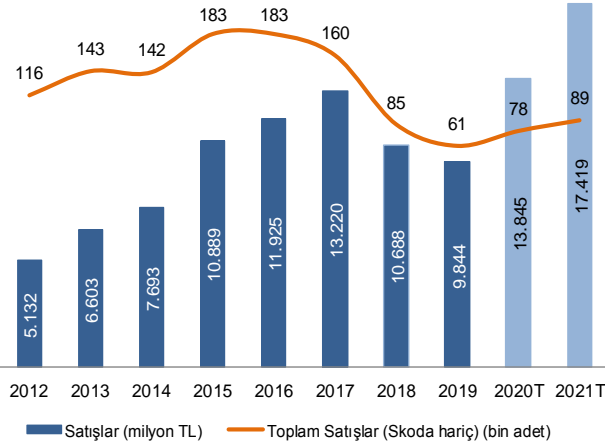


Kaynak: TÜİK, Şirket, HLY Araştırma

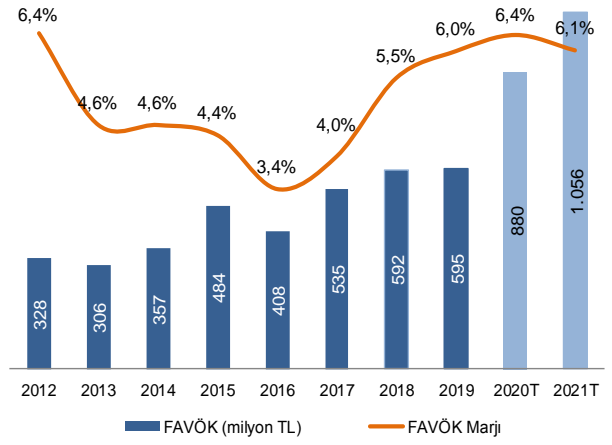


Finansallar ve Tahminler

Grafik 21: Toplam Satış Geliri ve Satış Adedi



Grafik 22: FAVÖK ve FAVÖK Marjı



Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

Satışlar ve FAVÖK

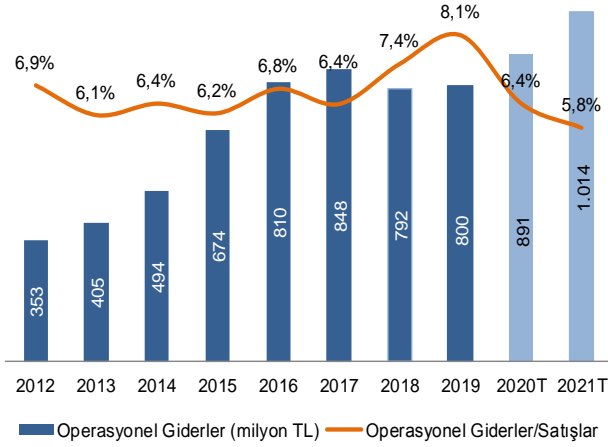
Doğuş Otomotiv, 2018 ve 2019'da faiz oranlarında artış, döviz kuru ve paralelinde de birim satış fiyatlarında yükseliş ve tüketici güveninde bozulma nedeniyle zayıf bir ciro performansı gösterdi. Söz konusu dönemlerde sırasıyla yıllık %47 ve %28 daralan satış hacmi öncülüğünde satış geliri 2018 yılında yıllık bazda %19,2, 2019 yılında da yıllık bazda %7,9 azalış kaydetti ve 9.844 milyon TL seviyesinde gerçekleşti. Binek araç gelirleri 2018 ve 2019 yıllarında sırasıyla yıllık bazda %23,7 ve %4,5 azalışlar kaydederken, ticari araç gelirleri sırasıyla %22,5 ve %32,1 düşüşler gösterdi.

Ancak 2020 yılından itibaren ise, Doğuş Otomotiv açısından toparlanmanın başladığını görüyoruz. Yılın ilk çeyreğinde %75,9 artışla 3.181 milyon TL satış geliri elde eden Doğuş Otomotiv'in, Nisan-Mayıs dönemindeki 2 aylık salgın etkisine karşılık ertelenmiş talep, virüs salgınının tüketici davranışlarında neden olduğu değişim ve virüs salgını sonrasında ekonomideki güçlenme eğiliminin yanı sıra düşük faiz ortamı, güven ortamında iyileşme ve tüketici güveninde istikrarlı seyrin korunacağı beklentilerimiz eşliğinde güçlü ciro performansı sergileyeceğini düşünüyoruz. Bu paralelde, 2019'da 9.844 milyon TL olarak gerçekleşen satış gelirlerinin 2020'de %40,6 artışla 13.845 milyon TL; 2021'de de %25,8 artışla 17.419 milyon TL seviyesine yükseleceğini tahmin ediyoruz. 2019 yılında 61 bin adet seviyesinde gerçekleşen Doğuş Otomotiv'in Skoda hariç satış hacmine ilişkin 2020 ve 2021 yılı tahminlerimiz sırasıyla %26 ve %15 artışlarla 78 bin adet ve 89 bin adet seviyelerinde bulunuyor. Şirketin 2020 yılına ilişkin Skoda hariç satış hacmi beklentisi ise 70-80 bin adet seviyesinde bulunuyor.

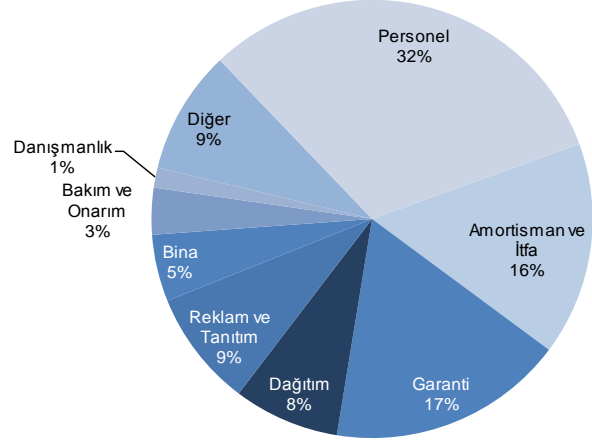
2017 ve 2018 yıllarında sırasıyla %31,0 ve %10,6 büyüyen ancak 2019 yılında satışlarda devam eden daralma nedeniyle yalnızca %0,6'lık artış göstererek 595 milyon TL seviyesinde gerçekleşen FAVÖK'ün 2020 yılından itibaren güçlü büyüme kaydetmeye başlayacağını tahmin ediyoruz. FAVÖK'ün 2020'de yıllık %47,8 artışla 880 milyon TL; 2021'de de yıllık %20,0 artışla 1.056 milyon TL'ye ulaşacağını öngörüyoruz. 2019'da %6,0 ile son 7 yılın en yüksek FAVÖK marjını kaydeden Doğuş Otomotiv'in karlılığındaki iyileşmenin ise, artan satış hacmi ve operasyonel giderlerdeki sıkı yönetim öncülüğünde devam etmesini bekliyoruz. 2020 ve 2021 yılları için FAVÖK marjı tahminimiz sırasıyla %6,4 ve %6,1 seviyelerinde bulunuyor. Şirketin son 3 yıllık ortalama FAVÖK marjı %5,2 seviyesinde bulunuyor.

Finansallar ve Tahminler

Grafik 23: Operasyonel Giderler



Grafik 24: Operasyonel Gider Kırılımı (2019)



Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

Giderler

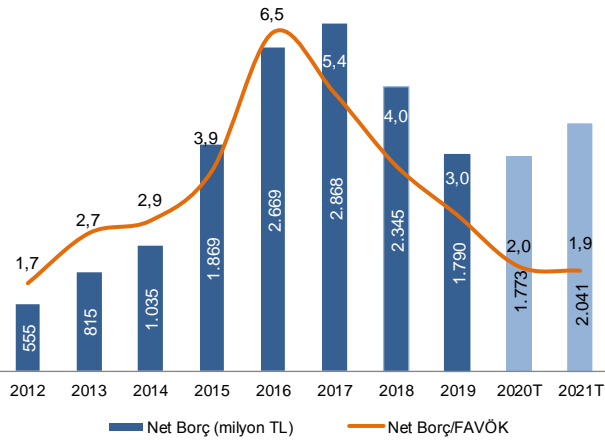
Doğuş Otomotiv'in toplam satılan malın maliyetinin ortalama %90'ını satılan ticari malın maliyeti oluştururken, geriye kalan kısmını ikinci el araç ve yedek parça maliyetleri oluşturmaktadır. 2019 yılında azalan satışlara bağlı olarak %8,7 azalış gösteren satılan malın maliyetinin 2020 yılında artan satış hacmi ve TL'deki değer kaybı nedeniyle %42,2 artışla 12.197 milyon TL'ye ulaşacağını öngörüyoruz. 2019 yılında %12,9 seviyesinde gerçekleşen brüt kar marjının ise 1,0 puan azalışla %11,9 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Şirketin son 3 yıllık ortalama brüt kar marjı %11,6, son 5 yıllık ortalama brüt kar marjı da %11,0 seviyesinde bulunuyor.

Operasyonel giderler tarafında ise, şirketin maliyetlerinin büyük çoğunluğunu personel, garanti, amortisman ve reklam giderleri oluşturmaktadır. Personel giderleri toplam operasyonel giderlerin %32, garanti giderleri %17, amortisman ve reklam giderleri de %9'unu oluştururken, geriye kalan kısmını dağıtım, bakım ve onarım ve danışmanlık gibi kalemler oluşturmaktadır.

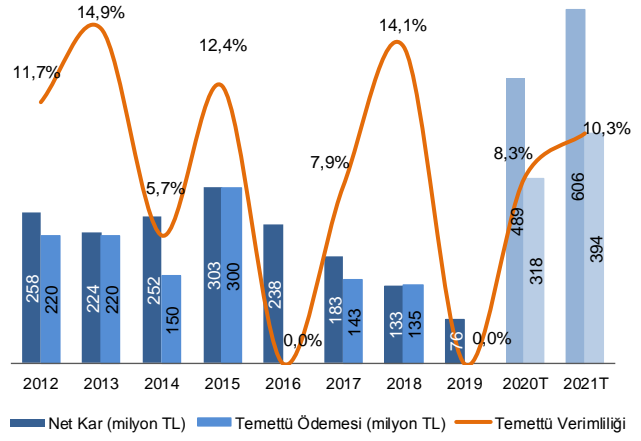
Operasyonel giderlerin gelişimine bakacak olursak, azalan satış hacmine karşın 2019 yılında şirketin operasyonel giderlerinde artış olduğunu görüyoruz. Satış gelirlerindeki %7,9'luk azalışa karşın büyük bir kısmının sabit giderlerden oluşması nedeniyle operasyonel giderler 2019 yılında %1,0 artış gösterdi ve 800 milyon TL seviyesinde gerçekleşti. Operasyonel giderlerin satış gelirlerine oranı da 0,7 puan artışla son 10 yılın en yüksek seviyesi olan %8,1 seviyesine ulaştı. 2020 yılı ve sonrasında da operasyonel giderlerdeki artışın devam edeceğini; 2020 yılında yıllık %11,3 artış ile 891 milyon TL'ye ulaşacağını ancak artan satış hacmine bağlı olarak yaratılan ölçek ekonomisi, enflasyonda gerileme ve TL'deki ılımlı seyrin etkisiyle satışlara oranınının 1,7 puan iyileşme ile %6,4 seviyesine gerileyeceğini tahmin ediyoruz. Operasyonel giderlerin satış gelirlerine oranı son 3 yılda ortalama %7,3, son 5 yılda ise ortalama %7,0 seviyesinde gerçekleşti.

Finansallar ve Tahminler

Grafik 25: Net Borç ve Net Borç/FAVÖK



Grafik 26: Net Kar ve Temettü Dağıtımı



Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

Yatırım Harcamaları ve Borçluluk

2014-2018 döneminde ortalama 197 milyon TL yatırım harcaması yapan şirket, 2019'da yatırım harcamalarında azaltmaya giderek 45 milyon TL yatırım harcaması gerçekleştirdi. Böylece 2018'de %1,7 seviyesinde olan yatırım harcaması/satışlar oranı 1,2 puan azalışla %0,5 seviyesine geriledi. 2020 yılının ilk çeyreğinde de şirket, 14 milyon TL'lik yatırım harcaması gerçekleştirdi. Azalan yatırım harcamalarına rağmen işletme sermayesi ihtiyacındaki artışa bağlı olarak şirketin net borcunda artış gözlemlendi. 2019 yılsonunda 1.790 milyon TL olan net borç, 1Ç20'de 2.024 TL'ye yükseldi. Artan net borca karşılık güçlü büyüme kaydeden FAVÖK ile birlikte son 3 yıllık dönemde ortalama 4,1x, 2019 yılsonunda da 3,0x seviyesinde bulunan net borç/FAVÖK rasyosu 1Ç20'de 0,3 puan iyileşme ile 2,7x seviyesine geriledi. 2020 yılı tamamında ise şirketin 120 milyon TL yatırım harcaması gerçekleştireceğini tahmin ediyoruz. Yatırım harcamasındaki yükselişe ek olarak satışlardaki toparlanmaya bağlı olarak işletme sermayesi ihtiyacındaki artış eşliğinde net borçta hafif yükseliş görebileceğimizi ancak net borç/FAVÖK rasyosundaki iyileşmenin devam edeceğini düşünüyoruz.

Net Kar ve Temettü

Doğuş Otomotiv'in net karında son 4 yıldır art arda azalış gözlemlendi. Özellikle artan finansman giderleri, net kar üzerindeki en büyük baskı unsuru olurken, 2018'de 133 milyon TL olan net kar, 494 milyon TL'den 615 milyon TL'ye yükselen net finansman giderleri nedeniyle %43,1 azalışla 2019'da 76 milyon TL'ye geriledi. Ancak şirket, 1Ç20'de büyüyen FVÖK ve azalan finansman giderleri sayesinde 1Ç15'ten bu yana en yüksek net kar rakamını elde etti. 1Ç19'da 69,5 milyon TL net zarar kaydeden Doğuş Otomotiv, 1Ç20'de 124,1 milyon TL net kar elde etti. 2020 yılı tümünde de şirketin güçlü net kar büyümesini sürdüreceğini düşünüyoruz. Şirketin FVÖK'teki %61'lik büyümenin yanı sıra faiz oranlarındaki düşüşe bağlı olarak yaklaşık %30 azalacağını tahmin ettiğimiz net finansman giderleri ve TÜVTÜRK Araç Muayene segmentinin katkısının 2019'daki 123 milyon TL'den 153 milyon TL'ye yükselmesi paralelinde 76 milyon TL'den 489 milyon TL'ye yükseleceğini düşünüyoruz. 2019-2021 yılı kar büyümesi tahminimiz %183 YBBO seviyesinde bulunuyor. Artan net kara bağlı olarak da 2019 yılı net karından temettü dağıtmama kararı alan Doğuş Otomotiv'in 2021 yılında, 2020 yılı net karından hisse başına 1,44 TL kar payı dağıtacağını tahmin ediyoruz. Söz konusu temettü ödemesi %8,3'lük temettü verimliliğine işaret ediyor.

Finansallar ve Tahminler – Özet

DOAS	2017G	2018G	2019G	2020T	2021T
Finansallar ve Tahminler (TL mn)					
Net Satışlar	13.220	10.688	9.844	13.845	17.419
Satışların Maliyeti	-11.919	-9.387	-8.574	-12.197	-15.475
Brüt Kar	1.301	1.301	1.270	1.648	1.944
Faaliyet Giderleri	-848	-792	-800	-891	-1.014
FAVÖK	535	592	595	880	1.056
Amortisman	-82	-83	-126	-123	-126
FVÖK	453	509	469	757	930
Finansal gelir/gider (net)	-349	-494	-615	-393	-396
Diğer gelir/gider (net)	21	18	17	13	10
VÖK	226	149	57	582	767
Vergi	-42	-14	20	-87	-153
Net Kar/Zarar	184	134	77	495	614
Azınlık Payları	0	-1	-1	-6	-8
Net Kar (Ana Ortaklık Payları)	183	133	76	489	606
Toplam Aktifler	5.167	4.799	4.665	5.715	7.041
Maddi Duran Varlıklar	975	982	848	863	883
Stoklar	1.425	1.366	936	1.479	1.877
Toplam Borç	2.975	2.711	2.438	2.696	3.365
Özkaynaklar (Ana ortaklığa ait)	1.327	1.308	1.253	1.859	2.253
Piyasa Değeri	1.813	955	3.839	3.839	3.839
Net Borç	2.868	2.345	1.790	1.773	2.041
Azınlık Payları	5	6	7	14	21
Firma Değeri	4.686	3.306	5.636	5.626	5.902
Büyüme (%)	2017G	2018G	2019G	2020T	2021T
<i>Net Satış</i>	10,9	-19,2	-7,9	40,6	25,8
<i>SMMM</i>	10,6	-21,2	-8,7	42,2	26,9
<i>Brüt Kar</i>	12,8	0,0	-2,4	29,8	18,0
<i>Faaliyet Giderleri</i>	4,7	-6,6	1,0	11,3	13,8
<i>FAVÖK</i>	31,0	10,6	0,6	47,8	20,0
<i>FVÖK</i>	32,2	12,3	-7,8	61,2	22,9
<i>VÖK</i>	-17,8	-34,2	-61,5	917,4	31,8
<i>Net Kar (Ana Ortaklık Payları)</i>	-22,9	-27,3	-43,1	544,8	24,0
<i>Toplam Borç</i>	7,8	-8,9	-10,1	10,6	24,8
<i>Net Borç</i>	7,5	-18,3	-23,7	-0,9	15,1
<i>Toplam Aktifler</i>	6,5	-7,1	-2,8	22,5	23,2
<i>Özkaynaklar</i>	18,7	-1,5	-4,2	48,4	21,2

Finansallar ve Tahminler – Özet

Marjlar (%)	2017G	2018G	2019G	2020T	2021T
Brüt Kar	9,8	12,2	12,9	11,9	11,2
FAVÖK	4,0	5,5	6,0	6,4	6,1
FVÖK	3,4	4,8	4,8	5,5	5,3
VÖK	1,7	1,4	0,6	4,2	4,4
Net Kar (Ana Ortaklık Payları)	1,4	1,2	0,8	3,5	3,5
Amortisman	0,6	0,8	1,3	0,9	0,7
Stoklar	10,8	12,8	9,5	10,7	10,8
Faaliyet Giderleri	6,4	7,4	8,1	6,4	5,8
Finansal gelir/gider (net)	2,6	4,6	6,2	2,8	2,3
Kaynak maliyeti (net)	12,2	21,1	34,4	22,2	19,4
Karlılık Göstergeleri (%)	2017G	2018G	2019G	2020T	2021T
Aktif devir hızı	255,9	222,7	211,0	242,3	247,4
Aktif karlılığı	3,5	2,8	1,6	8,6	8,6
Özkaynak karlılığı	13,8	10,2	6,0	26,3	26,9
Kardıraç	2017G	2018G	2019G	2020T	2021T
Borç/Aktifler	57,6	56,5	52,3	47,2	47,8
Borç/Özsermaye	224,1	207,3	194,6	145,0	149,3
Net Borç/Özsermaye	2,2x	1,8x	1,4x	1,0x	0,9x
Net Borç/FAVÖK	5,4x	4,0x	3,0x	2,0x	1,9x
Oranlar ve Çarpanlar	2017G	2018G	2019G	2020T	2021T
Hisse Başı Kar (TL)	0,83	0,61	0,34	2,22	2,75
Hisse Başı Defter Değeri (TL)	6,03	5,94	5,69	8,45	10,24
Hisse Başı Nakit Akışı (TL)	1,06	2,12	2,78	3,13	3,75
Temettü Verimi (%)	7,89	14,14	0,00	8,27	10,26
Net Karlılık Verimi (%)	4,77	3,47	1,97	12,73	15,79
Nakit Akışı Verimi (%)	6,09	12,15	15,91	17,94	21,48
FD/Satışlar	0,4x	0,5x	0,6x	0,4x	0,3x
FD/FAVÖK	11,0x	9,9x	9,9x	6,7x	5,6x
F/Nakit Akışı	16,4x	8,2x	6,3x	5,6x	4,7x
F/K	21,0x	28,8x	50,7x	7,9x	6,3x
PD/DD	2,9x	2,9x	3,1x	2,1x	1,7x
Nakit Akış Özeti (TL mn)	2017G	2018G	2019G	2020T	2021T
Operasyonel Nakit Akışı	428	474	476	704	845
Yatırım Harcamaları	194	7	-135	15	20
Serbest Nakit Akışı	234	467	611	689	824
Operasyonel Nakit Akışı	428	474	476	704	845
Yatırımlardan Nakit Akışı	194	7	-135	15	20
Finansman Nakit Akışı	-133	-758	-887	-135	273

Künye & Çekince

Halk Yatırım Araştırma – Öneri Listesi Tanımları

(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için beklenen performans)

AL: %15 ve üzeri artış

TUT: %0 ile %15 aralığında artış

SAT: %0'ın altında azalış

Halk Yatırım Araştırma

Halkyatirimarastirma@halkyatirim.com.tr

+90 212 314 81 81

Banu KIVCI TOKALI	Araştırma Direktörü	BTokali@halkyatirim.com.tr +90 212 314 81 88
İlknur HAYIR TURHAN	Yönetmen Perakende, Cam, Çimento, GYO, Mobilya	ITurhan@halkyatirim.com.tr +90 212 314 81 85
Abdullah DEMİRER	Uzman Havacılık, Petrol&Petrokimya, Gübre, Kimya	ADemirer@halkyatirim.com.tr +90 212 314 87 24
Ayşegül BAYRAM	Uzman Strateji Telekom, Madencilik, Savunma	ABayram@halkyatirim.com.tr +90 212 314 87 30
Uğur BOZKURT	Uzman Yardımcısı Makroekonomi Demir-Çelik, Otomotiv, Beyaz Eşya	UBozkurt@halkyatirim.com.tr +90 212 314 87 26

ÇEKİNCE

Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. 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, imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde 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.

Halk Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmez, bilgi eksikliği ve yanlışlığından hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde alış veya satış teklifi olarak değerlendirilemez. Halk Yatırım'ın rapordaki bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek doğrudan ve dolaylı kazanç ve zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Bu ileti 05 Kasım 2014 tarih ve 29166 sayılı Resmi Gazetede yayınlanan ve 01 Mayıs 2015 tarihinde yürürlüğü giren "Elektronik Ticaretin Düzenlenmesi Hakkında" çıkan kanununun 2.Maddesi c bendinde belirtilen Ticari Elektronik ileti kapsamında değildir.

