

Otomotiv Sektörü

Risklere karşı pazar dengesini kuranlar ön planda kalacak

Türkiye otomotiv sektörü 2023'te %57 artışla 1.232 milyon satış adeti elde ederek güçlü hacim büyümesi kaydetti. Binek araç segmenti 2023'te %63 artarak 967 bin adete yükselirken, hafif ticari araç segmenti %39 artışla 265 bin adet seviyesinden yılı tamamladı. Özellikle yılın ilk yarısında araçların yatırım aracı olarak görülmesi, çip krizinin çözülmesi ve ertelenmiş talep sayesinde güçlü performans kaydedildi. Türk Lirası'ndaki değer kaybı endişelerine ek olarak oluşan enflasyonist ortamdan korunmak amacıyla hane halkının öne çekilen talebi de 2023 otomotiv pazarını destekledi. 2024'e ise binek araç pazarında görülen canlı talep ortamının devam etmesi paralelinde güçlü hacim büyümeleri ile başlangıç yapıldığını takip ediyoruz. 2024 Ocak ayında, binek otomobil pazarının yıllık bazda %71 artışla 64.041 adet, hafif ticari araç pazarının ise %15 artışla 15.660 adet seviyesinde gerçekleştiğini takip ediyoruz.

2024 yılına güçlü satış büyümeleriyle başlangıç yapılmasını sektör için olumlu değerlendirmekle birlikte; enflasyonla mücadele ve mali disiplin çerçevesinde ekonomi yönetimi tarafından uygulanan para ve maliye politikalarının, gecikmeli etkileriyle de birlikte, perakende talebi tarafında baskı oluşturabileceği görüşündeyiz. Bu nedenle, 2024'te hafif araç pazarının %28,6'lık düşüşle 878 bin adet seviyesinde gerçekleşmesini öngörüyoruz (binek araç tarafında %29,5, hafif ticari araç pazarında %25,4'lük düşüşler). Binek araç pazarı ile ilgili olarak, oldukça yüksek olan talebin normalleşeceği görüşündeyiz. Yılın ilk çeyreğinde, biriken talebin etkisiyle, satış rakamlarındaki yüksek büyümelerin devam edebileceğini; yılın devamında ise, perakende satış rakamlarında sıkılaştırıcı para politikasının gecikmeli etkilerinin gözlenebileceğini tahmin ediyoruz. Diğer taraftan, yüksek enflasyon ortamının fiyatlarda sağladığı desteğin yanı sıra, iyileşen kredi koşullarının desteğinde filo talebinin sektör için önemli katalizörler olacağını düşünüyoruz.

Otomotiv sektörünün son yıllardaki güçlü gelişiminde, yukarıda bahsettiğimiz içsel dinamiklere, pandemi sonrası yaşanan çip krizi ve ham madde fiyatlarındaki artışa bağlı olarak üretimdeki gecikmelerin araç bulunabilirliğinde aksaklıklara neden olmasının şirketlere sağladığı fiyatlama avantajı ve karlılıklarında yüksek artışların eşlik etmesinin etkili olduğunu biliyoruz. Önümüzdeki döneme ilişkin olarak ise, **araç bulunabilirliğine yönelik risklerin azalmasıyla otomotiv şirketlerinin sahip olduğu fiyatlama avantajının normalleşme eğilimi sergileyeceğini düşünüyoruz.** Aynı zamanda, **şirketlerin sahip olduğu pazar hakimiyetlerinin öneminin artacağını ve ihracatçı şirketlerin sahip olduğu döviz bazlı kontratların sunmuş olduğu doğal hedge imkanının olası talep değişimlerine karşı daha korunaklı kalabileceklerini** öngörüyoruz.

Yüksek ihracat payı ve döviz bazlı gelir yapısı sayesinde yurt içi pazarın daralmasından en az etkilenecek olması dolayısıyla, Araştırma kapsamımızda bulunan otomotiv şirketleri arasında **FROTO'nun 2024 yılında diğer otomotiv şirketleri arasında ayrışacağını düşünüyoruz.** Artan kapasite ve 2024 yılında piyasaya sunulacak olan tam elektrikli 5 model araç satışlarının da finansal performansını destekleyeceğini öngörüyoruz. Yurt içi otomotiv talebinde öngördüğümüz daralmayı değerlendirmemize yansıtılmaması neticesinde; Araştırma kapsamımızda bulunan otomotiv şirketleri için hedef fiyatlarımızda ve tavsiyelerimizde değişikliklere gidiyoruz. Bu kapsamda **FROTO için 12 aylık hedef fiyatımızı 1.205 TL'den 1.477 TL'ye yükseltirken; TOASO için 12 aylık hedef fiyatımızı 365,80 TL'den 361,80 TL'ye, DOAS için ise 12 aylık hedef fiyatımızı 372,70 TL'den 362,10 TL'ye indiriyor, 'AL' yönünde bulunan tavsiyelerimizi ise koruyoruz.**

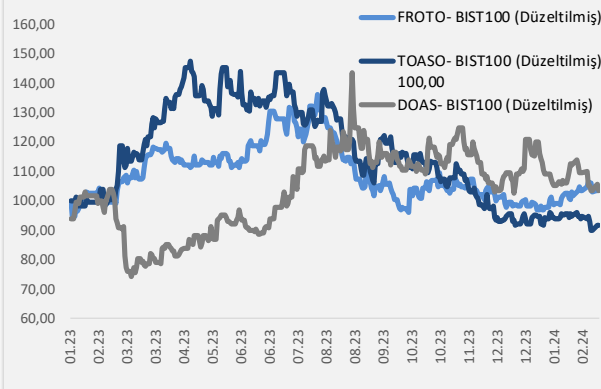
| | Tavsiye | | Hedef Fiyat | | Getiri Potansiyeli (%) |
|-----------------------|---------|------|-------------|----------|------------------------|
| | Eski | Yeni | Eski | Yeni | |
| Ford Otomotiv | AL | AL | 1.205,00 | 1.477,00 | 50% |
| Tofaş Otomotiv | AL | AL | 365,80 | 361,80 | 38% |
| Doğuş Otomotiv | AL | AL | 372,70 | 362,10 | 32% |

| | F/K | | FD/FAVÖK | | FD/Satış | |
|-----------------------|-------|-------|----------|-------|----------|-------|
| | 2024T | 2025T | 2024T | 2025T | 2024T | 2025T |
| Ford Otomotiv | 3,6x | 2,8x | 4,1x | 3,1x | 0,5x | 0,3x |
| Tofaş Otomotiv | 7,4x | 4,8x | 5,4x | 3,6x | 0,7x | 0,4x |
| Doğuş Otomotiv | 3,7x | 2,7x | 2,4x | 3,1x | 0,3x | 0,3x |

Kaynak: HLY Tahminler

Sermaye Piyasası Kurulu 28 Aralık 2023 tarihinde, halka açık şirketlerin 31.12.2023 veya sonrasında sona eren yıllık finansal tablolarını TMS 29 enflasyon muhasebesi hükümlerine göre hazırlayacaklarını duyurdu. Dolayısıyla, Otomotiv Sektör Raporumuz'da **Ford ve Doğuş Otomotiv için henüz finansallarının açıklanmaması sebebiyle enflasyon muhasebesine göre düzeltilmemiş finansallar, Tofaş Otomotiv için ise enflasyon muhasebesine göre düzeltilmiş finansal rakamlar verilmiştir.*

Fiyat Performansı



Ford Otosan

Yatırımlar eşliğinde güçlü büyüme

Yurt içi ve yurt dışı pazar konumlamasının desteğinde güçlü finansallar

Ford Otosan'ın 2023'ü, güçlü iç talep ile elde edilen yüksek karlılık, euro bazlı ihracat kontratlarının finansallara olan katkısı ve Euro Bölgesi'ndeki ekonomik aktiviteye yönelik endişelere rağmen Craiova fabrikasının artan katkısıyla birlikte güçlü ciro büyümesi ile tamamlamasını bekliyoruz. Ayrıca şirketin, yurt içi satış gelirlerinin araç bulunabilirliğindeki iyileşmesinde katkısıyla güçlü seyretmesi ve TL'deki değer kaybının da etkisiyle güçlü marjlar ile yılı tamamlamasını bekliyoruz. Önümüzdeki dönemde ise, arz yönlü baskıların ortadan kalkması, elektrifikasyon sürecine geçiş döneminin etkisi ve yurt dışı satış gelirlerinin toplam satışlar içerisindeki payının artmasına bağlı olarak, marjlardaki yüksek seyrin normalleşeceğini düşünüyoruz. Öte yandan, şirketin yurt içinde ticari araç pazarındaki liderliği ve Avrupa Ticari Araç pazarında son dokuz yıldır aralıksız devam eden pazar liderliğinin dönüşüm hikayesinde önemli rol oynamasını bekliyoruz. Bu çerçevede, Ford Otosan'ın enflasyon muhasebesine göre düzeltilmemiş finansallarına göre, 2023'ü %97,4 artışla 339,1 milyar TL ciro, %125 artışla 44,5 milyar TL FAVÖK ve %105,8 artışla 38,3 milyar TL net kar ile tamamlamasını öngörüyoruz. 2024 yılına ilişkin olarak ise, yurt içi satış hacimlerinin %16,5 azalışla 99 bin adet seviyesine gerilemesine karşın, satış tutarının %22 artışla 120 milyar TL seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Ford Otosan'ı sektördeki benzerlerinden ayıracağını düşündüğümüz yurt dışı satış hacimlerinin ise %20,4 artışla 604 bin adet seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Yurt dışı satış gelirleri tarafında da, euro bazlı maliyet artı anlaşmalarının finansallara katkısını sürdürmeye devam etmesini ve yurt dışı satış gelirlerinin %92 artışla 469,7 milyar TL seviyesine yükselmesini öngörüyoruz.

Pazar hakimiyeti ve elektrikli araç talebinin desteğiyle şirket katma değer üretmeye devam ediyor

Ford Otosan, Romanya'daki Craiova fabrikasının satın alımı sonrasında 250 bin adetlik kapasite artışı sağladı. Artan kapasite artışına bağlı olarak, Ford Otosan'ın 2024'te 604 bin adet yurt dışı satış hacim beklentimizin %35,4'lük kısmının Craiova fabrikasında gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Ayrıca, şirket elektrifikasyon sürecindeki dönüşümünü başarıyla sürdürmeye devam ediyor. 2025 yılı itibarıyla araç portföyünde yer alacak 1 adet binek, 5 adet hafif ticari ve 1 adet ağır ticari aracın elektrikli versiyonları üretilmiş olup, elektrifikasyon sürecinin tamamlanması öngörüyoruz. Özellikle Avrupa piyasalarında sahip olunan pazar hakimiyeti, yenilenen ürün portföyü ve son dönemde artan elektrikli araç talebinin şirket için önemli katalizörler olmasını bekliyoruz. Şirketin yatırımları sonrasında kapasitesinin 960 bin adedin üzerinde gerçekleşmesini ve kapasite kullanım oranının ortalamasının üzerinde seyredeceğini tahmin ediyoruz.

Değerleme

Yüksek ihracat payı ve Euro bazlı maliyet artı ihracat anlaşmaları sayesinde yurt içi pazar dinamiklerindeki aşağı yönlü değişimlerden en az etkilenmesini beklediğimiz FROTO'nun, 2024 yılında otomotiv şirketleri arasında ayrışacağını düşünüyoruz. Bu doğrultuda, **FROTO için 12 aylık hedef fiyatımızı 1.205 TL'den 1.477 TL'ye yükseltiyor;** 'AL' yönündeki tavsiyemizi koruyoruz.

AL

Hisse Fiyatı: 982,00TL

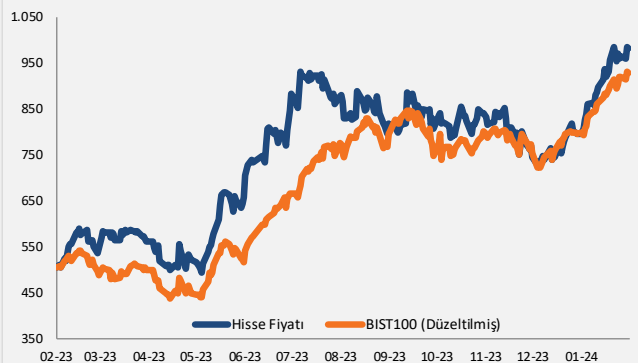
Hedef Fiyat: 1,477,00 TL

Getiri Potansiyeli: %50

Özet Veriler

| | |
|----------------------------|----------------------|
| Hisse Kodu | FROTO |
| Cari Fiyat (TL) | 982,00 |
| 52H En Yüksek (TL) | 998,00 |
| 52H En Düşük (TL) | 487,88 |
| Piyasa Değeri (milyar TL) | 344.594 |
| Piyasa Değeri (milyar USD) | 11.150 |
| Halka Açıklık Oranı (%) | 20,31 |
| Konsensus HF (TL) | 1122,52 |
| Konsensus Tavsiye | %78 A / %22 T / %0 S |
| 3A Hacim (milyar USD) | 29,5 |
| HLY HBK (2024T) | 146,90 |
| Konsensus HBK (2024T) | 137,70 |

| Tahminler ve Rasyolar | 2022G | 2023T | 2024T | 2025T |
|--------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Net Satışlar (milyar TL) | 171.796,9 | 339.108,8 | 589.838,7 | 830.224,4 |
| Yıllık Büyüme | 142% | 97% | 74% | 41% |
| FAVÖK (milyar TL) | 19.727,3 | 44.482,7 | 65.178,5 | 87.407,2 |
| Yıllık Büyüme | 108% | 125% | 47% | 34% |
| Net Kar (milyar TL) | 18.613,9 | 38.311,4 | 51.549,2 | 64.728,8 |
| Yıllık Büyüme | 111% | 106% | 35% | 26% |
| FAVÖK Marjı | 11,48 | 13,12 | 11,05 | 10,53 |
| Net Kar Marjı | 10,83 | 11,30 | 8,74 | 7,80 |
| FD/Satışlar | 1,2x | 0,7x | 0,5x | 0,3x |
| FD/FAVÖK | 10,7x | 5,3x | 4,1x | 3,1x |
| F/K | 9,9x | 4,8x | 3,6x | 2,8x |
| Hisse Başı Kar (TL) | 53,0 | 109,2 | 146,9 | 184,5 |

Fiyat Performansı

Özet Finansallar

| (TL mn) | 2021G | 2022G | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------------------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Net Satışlar | 71.101 | 171.797 | 339.109 | 589.839 | 830.224 |
| Satışların Maliyeti | -59.947 | -147.856 | -286.195 | -514.877 | -725.756 |
| Brüt Kar | 11.154 | 23.941 | 52.914 | 74.962 | 104.469 |
| Faaliyet Giderleri | -2.745 | -6.109 | -11.189 | -18.971 | -29.624 |
| FVÖK | 8.410 | 17.832 | 41.410 | 55.991 | 74.845 |
| Amortisman | 1.054 | 1.895 | 3.072 | 9.187 | 12.562 |
| FAVÖK | 9.464 | 19.727 | 44.483 | 65.178 | 87.407 |
| Finansal gelir/gider (net) | -716 | -3.503 | -6.967 | -12.452 | -19.653 |
| Diğer gelir/gider (net) | 1.028 | 1.308 | 3.166 | 5.556 | 8.157 |
| VÖK | 8.687 | 15.623 | 37.610 | 49.094 | 63.349 |
| Vergi | 114 | 2.991 | 701 | 2.455 | 1.380 |
| Net Kar (Ana Ortaklık Payları) | 8.801 | 18.614 | 38.311 | 51.549 | 64.729 |
| Toplam Aktifler | 42.793 | 96.052 | 182.479 | 288.004 | 405.210 |
| Nakit ve Nakit Benzerleri | 14.174 | 10.115 | 17.467 | 32.849 | 74.151 |
| Maddi Duran Varlıklar | 5.149 | 20.145 | 41.877 | 50.751 | 48.275 |
| Stoklar | 5.269 | 13.854 | 26.816 | 48.244 | 68.003 |
| Toplam Borç | 19.056 | 37.918 | 67.076 | 116.617 | 164.231 |
| Özkaynaklar (Ana ortaklığa ait) | 10.149 | 21.402 | 39.347 | 59.966 | 82.622 |
| Piyasa Değeri | 83.552 | 184.052 | 184.052 | 184.052 | 184.052 |
| Net Borç/ (Net Nakit) | 4.882 | 27.804 | 49.609 | 83.768 | 90.079 |
| Azınlık Payları | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Firma Değeri | 88.434 | 211.856 | 233.661 | 267.820 | 274.132 |

| Büyüme (%) | 2021G | 2022G | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------------------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| Net Satış | 43,78 | 141,62 | 97,39 | 73,94 | 40,75 |
| SMMM | 38,56 | 146,64 | 93,56 | 79,90 | 40,96 |
| Brüt Kar | 80,30 | 114,64 | 121,01 | 41,67 | 39,36 |
| Faaliyet Giderleri | 50,82 | 122,58 | 83,17 | 69,54 | 56,15 |
| FVÖK | 92,58 | 112,05 | 132,22 | 35,21 | 33,67 |
| FAVÖK | 79,12 | 108,45 | 125,49 | 46,53 | 34,10 |
| VÖK | 111,44 | 79,85 | 140,73 | 30,54 | 29,03 |
| Net Kar (Ana Ortaklık Payları) | 109,80 | 111,50 | 105,82 | 34,55 | 25,57 |
| Toplam Borç | 135,82 | 98,98 | 76,89 | 73,86 | 40,83 |
| Net Borç | - | 469,48 | 78,42 | 68,86 | 7,53 |
| Toplam Aktifler | 75,75 | 124,46 | 89,98 | 57,83 | 40,70 |
| Özkaynaklar | 44,08 | 110,89 | 83,84 | 52,40 | 37,78 |

| Marjlar | 2021G | 2022G | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Brüt Kar Marjı | 15,7 | 13,9 | 15,60 | 12,71 | 12,58 |
| FAVÖK | 13,3 | 11,5 | 13,12 | 11,05 | 10,53 |
| FVÖK | 11,8 | 10,4 | 12,21 | 9,49 | 9,02 |
| VÖK | 12,2 | 9,1 | 11,09 | 8,32 | 7,63 |
| Net Kar | 12,4 | 10,8 | 11,30 | 8,74 | 7,80 |
| Amortisman | -1,5 | -1,1 | -0,91 | -1,56 | -1,51 |
| Stoklar | 7,4 | 8,1 | 7,91 | 8,18 | 8,19 |
| Satışların Maliyeti | 84,3 | 86,1 | 84,40 | 87,29 | 87,42 |
| Faal. Giderleri | 3,9 | 3,6 | 3,30 | 3,22 | 3,57 |
| Finansal gelir/gider (net) | 1,0 | 2,0 | 2,05 | 2,11 | 2,37 |
| Kaynak maliyeti (net) | -5,5 | -5,0 | -4,58 | -7,88 | -7,65 |

| Karlılık Göstergeleri (%) | 2021G | 2022G | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Aktif devir hızı | 166,15 | 178,86 | 185,83 | 204,80 | 204,89 |
| Aktif karlılığı | 20,57 | 19,38 | 20,99 | 17,90 | 15,97 |
| Özkaynak karlılığı | 86,72 | 86,97 | 97,37 | 85,96 | 78,34 |

| Kaldıraç | 2021G | 2022G | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Borç/Aktifler | 44,53x | 39,48x | 36,76x | 40,49x | 40,53x |
| Borç/Özsermaye | 187,77x | 177,17x | 170,47x | 194,47x | 198,77x |
| Net Borç/Özsermaye | 0,48x | 1,30x | 1,26x | 1,40x | 1,09x |
| Net Borç/FAVÖK | 0,52x | 1,41x | 1,12x | 1,29x | 1,03x |

| Oran ve Çarpanlar | 2021G | 2022G | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| Hisse Başı Kar (TL) | 25,08 | 53,04 | 109,18 | 146,90 | 184,46 |
| Hisse Başı Temettü (TL) | 18,70 | 44,01 | 65,51 | 88,14 | 119,90 |
| Hisse Başı Defter Değeri (TL) | 28,92 | 60,99 | 112,13 | 170,89 | 235,45 |
| FD/Satışlar | 1,2x | 1,2x | 0,7x | 0,5x | 0,3x |
| FD/FAVÖK | 9,3x | 10,7x | 5,3x | 4,1x | 3,1x |
| F/K | 0,00 | 9,89 | 4,80 | 3,57 | 2,84 |
| PD/DD | 8,23 | 8,60 | 4,68 | 3,07 | 2,23 |



Tofaş Otomotiv

İç pazar dinamiklerinin önemi artıyor

İç piyasa dinamiklerinin etkisi ve yatırımların katkısıyla satış adetlerinde artış

Tofaş Otomotiv 2023'te, güçlü yurt içi talep sayesinde pazar liderliğini korudu. Yurt dışı tarafında ise, Doblo modelinin üretiminin sona ermesiyle birlikte, satış geliri ve hacimlerinde azalışlar gözlemledik. 2024 yılına ilişkin olarak ise, yurt dışı satış gelirleri tarafında azalan hacimler nedeniyle daha sınırlı büyümeler belirirken; yurt içi tarafta Stellantis birleşmesinin satış hacimlerini destekleyici tarafta yer almasını öngörüyoruz. Bu gelişmeler çerçevesinde, şirketin enflasyon muhasebesi kapsamında düzeltilmiş finansallarına göre 2024'te yurt içi tarafta %76 artışla 171,4 milyar TL ciro kaydetmesini; satış hacimlerinin de Stellantis dahil %24 artışla 248 bin adet seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Yurt dışı tarafta ise, cironun %52 artışla 38,2 milyar TL seviyesine yükselmesini, satış hacimlerinin ise %3'lük hafif düşüşle 58 bin adet seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Ayrıca Tofaş Otomotiv, 13 Şubat tarihinde 2023 yılı finansal sonuçlarını TMS 29 kapsamında açıklamış olup, tahminlerimizi bu çerçevede modelimize yansıtığımız belirtmek isteriz.

Stellantis ile olan işbirliği şirketin gelecek dönem performansında önemli olacak

Tofaş Otomotiv, geçtiğimiz yıl almış olduğu yatırım kararı ile Stellantis'in Türkiye faaliyetlerini satın aldı. Tofaş Otomotiv, iç pazarda halihazırda 6 markanın temsilciliğini yürütmekte olup, Stellantis birleşmesi sonrasında ise 4 markanın da temsilciliğini üstlenmiş olacak. 2023 Şubat ayında açıklanan Stellantis ile birleşme kararı sonrasında modelimizde güncellemelere gitmiş; birleşmenin 2023'ün son çeyreğinde gerçekleşeceğini ve etkisinin de 2024 yılında 102 bin adet seviyesi ile güçlü gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Ancak, Tofaş-Stellantis birleşmesinde Rekabet Kurulu'nun daha detaylı incelemeye ihtiyaç duyması nedeniyle yaşanan gecikmeye bağlı olarak, tahminlerimizde değişikliğe gidiyoruz. Söz konusu birleşmenin 2024 yılının ilk yarı sonuna doğru gerçekleşeceğini öngörüyoruz ve beklenen katkıyı 81 bin adete indiriyoruz.

Riskler; şirketin azalan yurt dışı gelirleri nedeniyle yurt içi pazar dinamiklerinin şirket için daha önemli hale gelmesi, yurt içinde sıkılaştırıcı politikaların gecikmeli etkilerinin de devreye girmesiyle hanehalkı talebinde görülebilecek azalış, filo talebinin yıl genelinde beklentimizin altında kalması halinde satış adetlerinin tahminlerimizden ayrışması ve Stellantis birleşmesinin ötelenmesi hedef fiyatımız üzerindeki risk unsurları arasında yer alıyor.

Değerleme. Yurt içi pazarda sahip olduğu pazar payı ve yerli üretici konumunda olması nedeniyle sahip olduğu fiyatlamaya avantajına karşılık, Stellantis birleşmesinde yaşanan gecikmenin yurt içi satış hacmi ve gelirlerinde yaratacağı düşüş nedeniyle, **TOASO için 12 aylık hedef fiyatımızı 365,8 TL'den 361,80 TL'ye hafif aşağı yönlü revize ediyor;** 'AL' yönündeli tavsiyemizi ise koruyoruz.

AL

Hisse Fiyatı: 262,50 TL

Hedef Fiyat: 361,80 TL

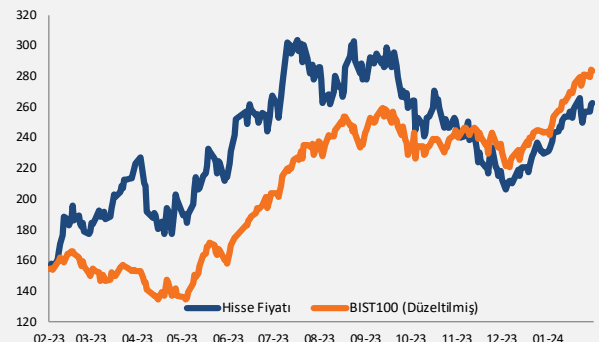
Getiri Potansiyeli: %38

Özet Veriler

| | |
|-------------------------|----------------------|
| Hisse Kodu | TOASO |
| Cari Fiyat (TL) | 262,50 |
| 52H En Yüksek (TL) | 316,60 |
| 52H En Düşük (TL) | 151,66 |
| Piyasa Değeri (mn TL) | 131.250 |
| Piyasa Değeri (mn USD) | 4.247 |
| Halka Açıklık Oranı (%) | 24,56 |
| Konsensus HF (TL) | 335,03 |
| Konsensus Tavsiye | %78 A / %22 T / %0 S |
| 3A Hacim (mn USD) | 31,2 |
| HLY HBK (2024T) | 35,10 |
| Konsensus HBK (2024T) | 38,73 |

| Tahminler ve Rasyolar | 2022G | 2023G | 2024T | 2025T |
|-----------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Net Satışlar (mn TL) | 124.019,1 | 127.601,0 | 209.665,5 | 364.800,4 |
| Yıllık Büyüme | 318% | 3% | 64% | 74% |
| FAVÖK (mn TL) | 18.115,1 | 19.666,7 | 27.941,0 | 43.909,3 |
| Yıllık Büyüme | 213% | 9% | 42% | 57% |
| Net Kar (mn TL) | 9.374,0 | 15.083,4 | 17.552,4 | 27.077,5 |
| Yıllık Büyüme | 186% | 61% | 16% | 54% |
| FAVÖK Marjı | 14,61 | 15,41 | 13,33 | 12,04 |
| Net Kar Marjı | 7,56 | 11,82 | 8,37 | 7,42 |
| FD/Satışlar | 1,0x | 0,9x | 0,7x | 0,4x |
| FD/FAVÖK | 6,7x | 6,0x | 5,4x | 3,6x |
| F/K | 13,9x | 8,7x | 7,4x | 4,8x |
| Hisse Başı Kar (TL) | 18,7 | 30,2 | 35,1 | 54,2 |

Fiyat Performansı



Özet Finansallar

| Finansallar ve Tahminler (m n TL) | 2021G | 2022G | 2023G | 2024T | 2025T |
|---------------------------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Net Satışlar | 29.684 | 124.019 | 127.601 | 209.665 | 364.800 |
| Satışların Maliyeti | 24.065 | 108.957 | 105.108 | 178.945 | 319.171 |
| Brüt Kar | 5.828 | 16.010 | 23.159 | 32.000 | 47.813 |
| Faaliyet Giderleri | 1.233 | 5.188 | 7.431 | 11.771 | 15.135 |
| FVÖK | 4.595 | 10.822 | 15.729 | 20.230 | 32.678 |
| Amortisman | 1.199 | 7.294 | 3.938 | 7.711 | 11.231 |
| FAVÖK | 5.794 | 18.115 | 19.667 | 27.941 | 43.909 |
| Finansal gelir/gider (net) | -622 | -765 | 6.481 | 1.062 | 2.391 |
| Diğer gelir/gider (net) | -499 | -1.571 | -1.721 | -98 | -2.301 |
| VÖK | 3.512 | 10.778 | 18.327 | 21.326 | 32.899 |
| Vergi | 231 | 1.404 | 3.243 | 3.774 | 5.822 |
| Net Kar/Zarar | 3.281 | 9.374 | 15.083 | 17.552 | 27.077 |
| Azınlık Payları | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Net Kar (Ana Ortaklık Payları) | 3.281 | 9.374 | 15.083 | 17.552 | 27.077 |
| Toplam Aktifler | 23.473 | 73.799 | 78.667 | 153.934 | 246.650 |
| Nakit ve Nakit Benzerleri | 4.215 | 19.804 | 24.815 | 13.612 | 18.757 |
| Maddi Duran Varlıklar | 1.904 | 9.233 | 8.816 | 20.793 | 25.569 |
| Stoklar | 2.379 | 5.554 | 9.712 | 17.690 | 31.553 |
| Toplam Borç | 7.759 | 11.468 | 11.831 | 32.937 | 47.812 |
| Özkaynaklar (Ana ortaklığa ait) | 5.743 | 25.849 | 36.880 | 46.890 | 65.192 |
| Piyasa Değeri | 37.850 | 130.500 | 130.500 | 130.500 | 130.500 |
| Net Borç | 6.744 | -8.337 | -12.985 | 19.325 | 29.055 |
| Azınlık Payları | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Firma Değeri | 44.594 | 122.163 | 117.515 | 149.825 | 159.555 |
| Büyüme (%) | 2021G | 2022G | 2023G | 2024T | 2025T |
| Net Satış | 26,0% | 317,8% | 2,9% | 64,3% | 74,0% |
| SMMM | 17,7% | 352,8% | -3,5% | 70,2% | 78,4% |
| Brüt Kar | 81,4% | 174,7% | 44,7% | 38,2% | 49,4% |
| Faaliyet Giderleri | 30,3% | 320,6% | 43,2% | 58,4% | 28,6% |
| FVÖK | 102,7% | 135,5% | 45,3% | 28,6% | 61,5% |
| FAVÖK | 91,5% | 212,6% | 8,6% | 42,1% | 57,1% |
| VÖK | 91,8% | 206,9% | 70,0% | 16,4% | 54,3% |
| Net Kar (Ana Ortaklık Payları) | 83,9% | 185,7% | 60,9% | 16,4% | 54,3% |
| Toplam Borç | 16,0% | 47,8% | 3,2% | 178,4% | 45,2% |
| Net Borç | 71,2% | -223,6% | 55,8% | -248,8% | 50,4% |
| Toplam Aktifler | 20,5% | 214,4% | 6,6% | 95,7% | 60,2% |
| Özkaynaklar | 28,5% | 350,1% | 42,7% | 27,1% | 39,0% |
| Marjlar (%) | 2021G | 2022G | 2023G | 2024T | 2025T |
| Brüt Kar Marjı | 19,6% | 12,9% | 18,1% | 15,3% | 13,1% |
| FVÖK | 15,5% | 8,7% | 12,3% | 9,6% | 9,0% |
| FAVÖK | 19,5% | 14,6% | 15,4% | 13,3% | 12,0% |
| VÖK | 11,8% | 8,7% | 14,4% | 10,2% | 9,0% |
| Net Kar | 11,1% | 7,6% | 11,8% | 8,4% | 7,4% |
| Amortisman | 4,0% | 5,9% | 3,1% | 3,7% | 3,1% |
| Faaliyet Giderleri | 4,2% | 4,2% | 5,8% | 5,6% | 4,1% |
| Finansal gelir/gider (net) | -2,1% | -0,6% | 5,1% | 0,5% | 0,7% |
| Karlılık Göstergeleri (%) | 2021G | 2022G | 2023G | 2024T | 2025T |
| Aktif devir hızı | 126,5 | 168,0 | 162,2 | 136,2 | 147,9 |
| Aktif karlılığı | 14,0 | 12,7 | 19,2 | 11,4 | 11,0 |
| Özkaynak karlılığı | 57,1 | 36,3 | 40,9 | 37,4 | 41,5 |
| Kardıraç | 2021G | 2022G | 2023G | 2024T | 2025T |
| Borç/Aktifler | 0,33x | 0,16x | 0,15x | 0,21x | 0,19x |
| Borç/Özsermaye | 1,35x | 0,44x | 0,32x | 0,70x | 0,73x |
| Net Borç/Özsermaye | 1,17x | -0,32x | -0,35x | 0,41x | 0,45x |
| Net Borç/FAVÖK | 1,16x | -0,46x | -0,66x | 0,69x | 0,66x |
| Oranlar ve Çarpanlar | 2021G | 2022G | 2023G | 2024T | 2025T |
| Hisse Başı Kar (TL) | 6,56 | 18,75 | 30,17 | 35,10 | 54,15 |
| Hisse Başı Temettü (TL) | 3,00 | 6,40 | 6,00 | 15,08 | 17,55 |
| Hisse Başı Defter Değeri (TL) | 11,49 | 51,70 | 73,76 | 93,78 | 130,38 |
| Temettü Verimi (%) | 3,96 | 2,45 | 2,30 | 5,78 | 6,73 |
| Net Karlılık Verimi (%) | 2,50 | 7,14 | 11,49 | 13,37 | 20,63 |
| FD/Satışlar | 1,5x | 1,0x | 0,9x | 0,7x | 0,4x |
| FD/FAVÖK | 7,7x | 6,7x | 6,0x | 5,4x | 3,6x |
| F/K | 11,5x | 13,9x | 8,7x | 7,4x | 4,8x |
| PD/DD | 6,6x | 5,0x | 3,5x | 2,8x | 2,0x |



Doğuş Otomotiv

İç pazara yönelik riskler marjlarda baskı oluşturuyor

Fiyatlama avantajının azalmasıyla gerileyen marjlar

Doğuş Otomotiv'in 2023'te, uygulamış olduğu etkin maliyet yönetimi, araç bulunabilirliğine bağlı olarak elde etmiş olduğu fiyatlama avantajı ve operasyonel giderlerini kontrol altına almasının desteğinde operasyonel marjlarında iyileşme takip ettik. 2023 yılında yurt içi pazarın yıl genelinde güçlü seyretmesi eşliğinde şirket, satış adetlerini %44 artışla 124 bin seviyesine yükseltti. Doğuş Otomotiv'in enflasyon muhasebesine göre düzeltilmemiş finansallarına göre, 2023'ü %154 artışla 118,6 milyar TL ciro, %156 artışla 20,1 milyar TL FAVÖK ve %127 artışla 17,7 milyar TL net kar ile tamamlamasını bekliyoruz. 2024 yılında ise, yurt içi pazarın 2023 yılında görülen güçlü büyümelerin aksine, yıl içinde finansal koşullardaki sıklığın gelişimine bağlı olarak farklı eğilimlerin gözlenebileceğini düşünüyoruz. Perakende satışların geçtiğimiz yılın aksine daha düşük seviyelerde gerçekleşebileceği ve filo talebinin kredi koşullarına bağlı olarak değişiklik gösterebileceğini düşünüyoruz. Bir taraftan Doğuş Otomotiv'in, yalnızca yurt içinde faaliyet göstermesi nedeniyle, sıkılaştırıcı para politikalarının talep tarafında yaratacağı baskılayıcı etkisinin diğer sektör şirketlerine kıyasla daha belirgin hissedileceğini; diğer taraftan özellikle en erken yılın ikinci yarısından itibaren enflasyon gelişimine bağlı olarak sıkı koşullarda yaşanabilecek rahatlamaya tepkisinin öne çıkabileceğini tahmin ediyoruz. Bu doğrultuda; Doğuş Otomotiv'in 2024 yılında satışlarının %42 artışla 168,9 milyar TL, FAVÖK'ün %7 artışla 21,6 milyar TL ve net karının ise %8 azalışla 16,4 milyar TL olarak gerçekleşmesini bekliyoruz. 2024 yılında ise, Skoda hariç satış adeti tahminimiz ise 121 bin araç seviyesinde bulunurken; geçen yıla göre %3 azalışa işaret ediyor.

Doğuş GYO'nun satın alınması ile yeni bir yol haritası izlenecek

Doğuş Otomotiv geçtiğimiz yıl toplam 5,1 milyar TL bedelle Doğuş GYO'yu satın aldı. Doğuş GYO, elinde bulundurduğu projelerle 2023 sonu itibarıyla 10,1 milyar TL'lik portföy değerine sahip. Uygulanmakta olan sıkılaştırıcı para ve mali politikaların GYO sektörüne olası etkileri nedeniyle gerçekleşen satın alma işleminin Doğuş Otomotiv finansallarına katkısının zaman alabileceğini düşünüyoruz. Diğer taraftan, Doğuş GYO'nun satın alınması için kullanılan döviz bazlı kredinin finansal giderler üzerinde baskı oluşturmasını bekliyoruz.

Riskler; şirketin sadece yurt içi pazarda faaliyet göstermesi nedeniyle, enflasyonda hızlanma ve kur ataklarının iç talepte keskin düşüşe neden olması durumunda savunmasız kalması; uygulanmakta olan sıkılaştırıcı para politikalarının gecikmeli etkileriyle birlikte hanehalkı talebinde öngörülenin üzerinde azalış ve filo talebinin beklentimizin altında kalması halinde satış adeti tahminlerimizdeki farklılaşmalar, hedef fiyatımız üzerindeki risk unsurları arasında yer alıyor.

Değerleme. Sektöre yönelik satış adeti tahminlerimizde yaptığımız aşağı yönlü revizyonlara ek olarak; azalan fiyatlama avantajının marjlar üzerindeki etkisini dikkate alarak modelimizi güncelliyoruz. Bu doğrultuda; **DOAS için 12 aylık hedef fiyatımızı 372,70 TL'den 362,10 TL'ye hafif aşağı yönlü revize ediyor; 'AL' yönünde bulunan tavsiyemizi ise koruyoruz.**

AL

Hisse Fiyatı: 274,75 TL
Hedef Fiyat: 362,10 TL

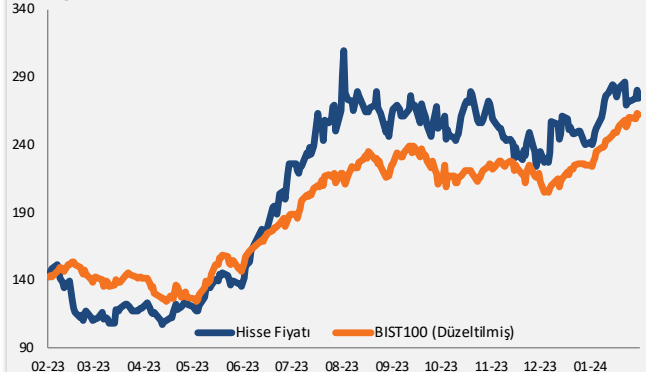
Getiri Potansiyeli: %32

Özet Veriler

| | |
|-------------------------|----------------------|
| Hisse Kodu | DOAS |
| Cari Fiyat (TL) | 274,75 |
| 52H En Yüksek (TL) | 318,84 |
| 52H En Düşük (TL) | 102,22 |
| Piyasa Değeri (mn TL) | 60.445 |
| Piyasa Değeri (mn USD) | 1.956 |
| Halka Açıklık Oranı (%) | 32,64 |
| Konsensus HF (TL) | 315,86 |
| Konsensus Tavsiye | %63 A / %38 T / %0 S |
| 3A Hacim (mn USD) | 17,0 |
| HLY HBK (2024T) | 74,50 |
| Konsensus HBK (2024T) | 86,39 |

| Tahminler ve Rasyolar | 2022G | 2023T | 2024T | 2025T |
|-----------------------|----------|-----------|-----------|-----------|
| Net Satışlar (mn TL) | 46.781,4 | 118.642,8 | 168.901,7 | 217.296,7 |
| Yıllık Büyüme | 92% | 154% | 42% | 29% |
| FAVÖK (mn TL) | 7.853,1 | 20.101,2 | 21.582,3 | 23.655,1 |
| Yıllık Büyüme | 230% | 156% | 7% | 10% |
| Net Kar (mn TL) | 7.824,2 | 17.740,0 | 16.319,9 | 21.969,1 |
| Yıllık Büyüme | 235% | 127% | -8% | 35% |
| FAVÖK Marjı | 16,79 | 16,94 | 12,78 | 10,89 |
| Net Kar Marjı | 16,73 | 14,95 | 9,66 | 10,11 |
| FD/Satışlar | 0,9x | 0,4x | 0,3x | 0,3x |
| FD/FAVÖK | 5,4x | 2,6x | 2,4x | 3,1x |
| F/K | 5,5x | 3,4x | 3,7x | 2,7x |
| Hisse Başı Kar (TL) | 35,7 | 80,9 | 74,5 | 100,3 |

Fiyat Performansı



Özet Finansallar

| Finansallar ve Tahminler (m n TL) | 2021G | 2022G | 2023T | 2024T | 2025T |
|---------------------------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| Net Satışlar | 24.306 | 46.781 | 118.643 | 168.902 | 217.297 |
| Satışların Maliyeti | 20.785 | 36.255 | 93.950 | 142.066 | 184.625 |
| Brüt Kar | 3.521 | 10.526 | 24.693 | 26.836 | 32.671 |
| Faaliyet Giderleri | 1.326 | 2.971 | 5.285 | 6.617 | 9.839 |
| FVÖK | 2.196 | 7.556 | 19.408 | 20.219 | 22.833 |
| Amortisman | 182 | 298 | 693 | 1.363 | 822 |
| FAVÖK | 2.378 | 7.853 | 20.101 | 21.582 | 23.655 |
| Finansal gelir/gider (net) | -597 | -680 | -2.858 | -2.238 | -2.610 |
| Diğer gelir/gider (net) | 897 | 369 | 933 | 1.033 | 1.001 |
| VÖK | 2.969 | 8.521 | 22.091 | 20.350 | 27.386 |
| Vergi | 633 | 673 | 4.291 | 3.960 | 5.329 |
| Net Kar/Zarar | 2.336 | 7.848 | 17.799 | 16.390 | 22.057 |
| Azınlık Payları | 2 | 24 | 59 | 70 | 88 |
| Net Kar (Ana Ortaklık Payları) | 2.334 | 7.824 | 17.740 | 16.320 | 21.969 |
| Toplam Aktifler | 9.755 | 20.665 | 38.921 | 52.103 | 71.017 |
| Nakit ve Nakit Benzerleri | 3.410 | 3.366 | 14.995 | 16.951 | 24.365 |
| Maddi Duran Varlıklar | 1.096 | 2.015 | 3.551 | 4.865 | 7.402 |
| Stoklar | 1.969 | 4.270 | 5.565 | 8.415 | 10.936 |
| Toplam Borç | 3.028 | 2.595 | 6.580 | 9.367 | 12.051 |
| Özkaynaklar (Ana ortaklığa ait) | 4.350 | 12.569 | 27.284 | 35.050 | 48.979 |
| Piyasa Değeri | 9.636 | 43.120 | 60.445 | 60.445 | 60.445 |
| Net Borç | -381 | -772 | -8.415 | -7.583 | -12.313 |
| Azınlık Payları | 13 | 37 | 54 | 70 | 79 |
| Firma Değeri | 9.255 | 42.348 | 52.030 | 52.862 | 72.758 |
| Büyüme (%) | 2021G | 2022G | 2023T | 2024T | 2025T |
| Net Satış | 29% | 92% | 154% | 42% | 29% |
| SMMM | 27% | 74% | 159% | 51% | 30% |
| Brüt Kar | 42% | 199% | 135% | 9% | 22% |
| Faaliyet Giderleri | 36% | 124% | 78% | 25% | 49% |
| FVÖK | 47% | 244% | 157% | 4% | 13% |
| FAVÖK | 46% | 230% | 156% | 7% | 10% |
| VÖK | 131% | 187% | 159% | -8% | 35% |
| Net Kar (Ana Ortaklık Payları) | 124% | 236% | 127% | -8% | 35% |
| Toplam Borç | 27% | -14% | 154% | 42% | 29% |
| Net Borç | -122% | 102% | 991% | -10% | 62% |
| Toplam Aktifler | 37% | 112% | 88% | 34% | 36% |
| Özkaynaklar | 90% | 189% | 117% | 28% | 40% |
| Marjlar (%) | 2021G | 2022G | 2023T | 2024T | 2025T |
| Brüt Kar | 14,5% | 22,5% | 20,8% | 15,9% | 15,0% |
| FAVÖK | 9,8% | 16,8% | 16,9% | 12,8% | 10,9% |
| Net Kar | 9,6% | 16,7% | 15,0% | 9,7% | 10,1% |
| FVÖK | 9,0% | 16,2% | 16,4% | 12,0% | 10,5% |
| VÖK | 12,2% | 18,2% | 18,6% | 12,0% | 12,6% |
| Amortisman | 0,7% | 0,6% | 0,6% | 0,8% | 0,4% |
| Faaliyet Giderleri | 5,5% | 6,3% | 4,5% | 3,9% | 4,5% |
| Finansal gelir/gider (net) | -2% | -1% | -2% | -1% | -1% |
| Kaynak maliyeti (net) | -156,4 | -88,1 | -34,0 | -29,5 | -21,2 |
| Karlılık Göstergeleri (%) | 2021G | 2022G | 2023T | 2024T | 2025T |
| Aktif devir hızı | 249,2 | 226,4 | 304,8 | 324,2 | 306,0 |
| Aktif karlılığı | 23,9 | 37,9 | 45,6 | 31,3 | 30,9 |
| Özkaynak karlılığı | 53,6 | 62,2 | 65,0 | 46,6 | 44,9 |
| Kardıraç | 2021G | 2022G | 2023T | 2024T | 2025T |
| Borç/Aktifler | 0,3x | 0,1x | 0,2x | 0,2x | 0,2x |
| Borç/Özsermaye | 0,7x | 0,2x | 0,2x | 0,3x | 0,2x |
| Net Borç/Özsermaye | -0,1x | -0,1x | -0,3x | -0,2x | -0,3x |
| Net Borç/FAVÖK | -0,2x | -0,1x | -0,4x | -0,4x | -0,5x |
| Oranlar ve Çarpanlar | 2021G | 2022G | 2023T | 2024T | 2025T |
| Hisse Başı Kar (TL) | 10,62 | 35,67 | 80,91 | 74,50 | 100,26 |
| Hisse Başı Defter Değeri (TL) | 19,77 | 57,13 | 124,02 | 159,32 | 222,63 |
| Temettü Verimi (%) | 12,97 | 10,01 | 16,20 | 14,91 | 20,07 |
| Net Karlılık Verimi (%) | 3,86 | 12,98 | 29,45 | 27,12 | 36,49 |
| FD/Satışlar | 0,4x | 0,9x | 0,4x | 0,3x | 0,3x |
| FD/FAVÖK | 3,9x | 5,4x | 2,6x | 2,4x | 3,1x |
| F/K | 4,1x | 5,5x | 3,4x | 3,7x | 2,7x |
| PD/DD | 2,2x | 3,4x | 2,2x | 1,7x | 1,2x |



Künye & Çekince

Halk Yatırım Araştırma – Öneri Listesi Tanımları

(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için beklenen performans)

AL: %20 ve üzeri artış

TUT: %0 ile %20 aralığında artış

SAT : %0'ın altında azalış

Halk Yatırım Araştırma

Halkyatirimarastirma@halkyatirim.com.tr

+90 216 285 09 00

| | | |
|-----------------------|--|---|
| Banu KIVCI TOKALI | Araştırma Direktörü | BTokali@halkyatirim.com.tr +90 216 547 81 88 |
| İlknur TURHAN | Müdür Perakende, Cam, Çimento, GYO, Mobilya, Gıda | ITurhan@halkyatirim.com.tr +90 216 547 81 85 |
| Ayşegül BAYRAM | Uzman Strateji, Telekom, Madencilik, Savunma, Yazılım, Teknoloji, Enerji, Tarım, Mühendislik - Taahhüt | ABayram@halkyatirim.com.tr +90 216 547 87 30 |
| Yasin SARIHAN | Uzman Otomotiv, Dayanıklı Tüketim, Gıda & İçecek, Enerji | YSarihan@halkyatirim.com.tr +90 216 547 87 26 |
| İdil Su KESKEN SÖNMEZ | Uzman Piyasalar ve Strateji | IdiS@halkyatirim.com.tr +90 216 547 81 70 |

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 dayanılarak 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 Resmî Gazetede yayınlanan ve 01 Mayıs 2015 tarihinde yürürlüğü giren "Elektronik Ticaretin Düzenlenmesi Hakkında" çıkan kanunun 2.Maddesi c bendinde belirtilen Ticari Elektronik ileti kapsamında değildir.



HalkYatirimMenkulDegerlerA.S



company/halk-yatirim-menkul-degerler



halkyatirim



halkyatirim