

## Doğuş Otomotiv (DOAS TI)

### Benzersiz sektör konumu, güçlü finansallar

#### AL – Hedef Fiyat: 109,30 TL (12-ay)

Doğuş Otomotiv hedef fiyatımızı 109,30 TL (12-ay) olarak belirlerken tavsiyemizi AL olarak paylaşıyoruz ve araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz. Doğuş Otomotiv'i (i) karlılık odaklı stratejisi (ii) özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlarından artan katkı (iii) yeni model lansmanları (iv) elektrikli araçlara olan ilginin artması (v) otomobillerin yatırım aracı olarak değerlendirilmesi ve Volkswagen araçlarına olan ilginin korunması nedeniyle beğeniyoruz. Yılbaşından bu yana endeksin %41 üzerinde performans sergileyen hisse, 2022 tahminlerimize göre 4.4x F/K ve 4.1x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görüyor.

- Otomotiv sektöründe Türkiye'nin halka açık şirketler arasında tek ithalatçı distribütör firması olan Doğuş Otomotiv en iyi marj dönemini geçirmektedir.** Türk Lirası'ndaki değer kaybı ve Şirket'in satış rakamlarındaki azalma karşısında otomotiv sektöründe süregelen arz sıkıntısı ve Şirket'in karlılık odaklı stratejisiyle rekor bazda karlılık rakamları açıklayacaklarını tahmin ediyoruz. Beklentimiz, %5 daralma ile 90 bin adet satış hacmi, %59 artışla 38.767 milyon TL satış geliri elde edileceği yönünde. Karlılık tarafında ise %80 artışla 4.279 milyon TL FAVÖK, yıllık 1,3 puan artışla %11,0 FAVÖK marjı ve %67 artışla 3.906 milyon TL net kar açıklamasını bekliyoruz.
- Otomotiv sektörünün her alanında var olma amacıyla Doğuş Otomotiv; ithalat ve dağıtım, perakende, yedek parça ve satış sonrası hizmetler, ikinci el araç satışı ile dört ana grupta hizmet vermektedir.** Şirket, iştirakleri ve iş ortakları sayesinde artı değer yaratmaya devam etmektedir. TÜVTÜRK ile araç muayenesi, Yüce Auto ile Skoda satışları, Doğuş Teknoloji ile yazılım, VDF Grup ile finans, sigorta, faktoring ve filo alanlarında var olmaktadır. 2022 yılında %4 pazar payına sahip olan Skoda bir önceki yılın aynı dönemine göre %700 büyüyerek 80 milyon TL Doğuş Otomotiv'e katkı sağlamıştır. 2023 ve 2024 yıllarında muayeneye girecek olan 1.5 milyona yakın yeni aracın da iştirakler tarafından TÜVTÜRK'e önemli bir katkısı olmasını bekliyoruz.
- Şirket, geniş marka ve modelleri sayesinde yeni lansman modellerinin satışlarını sürdürmektedir.** Mart ayında Seat CUPRA marka otomobillerin Türkiye genelinde satış ve pazarlama aktivitelerine başlanmıştır. E-Tron, E-Tron GT, E-Tron Sportback ve Scania Super (Yeni Motor-Şanzıman) modelleri bir sonraki dönemde lansmanı yapılacak modellerdir.
- Talebi hızla artan elektrikli araçlarla yeni pazar olanakları.** Dünyada elektrikli otomobillerin satışları, 2021'deki aynı döneme göre %75 artarken 2022'de de güçlü bir şekilde artmaya devam etmiştir. Türkiye'de henüz %1 paya sahip olan elektrikli araç sektörü Porsche, Audi, Cupra ve Volkswagen'in yeni elektrikli araç modelleriyle önemli bir noktadadır. Premium (lüks) segmentte Türkiye'nin en çok satan elektrikli aracı Porsche Taycan için elektrikli şarj istasyonları kurulumları da devam etmektedir.
- Konut fiyatlarındaki aşırı artış dolayısıyla otomobiller de yatırım aracı olarak ilgi görmeye başladı.** Mayıs ayı online 2. el satışlarda geçen yılın aynı dönemine göre %67 oranında artış gerçekleşmiştir ve en çok satılan araç markası Volkswagen olmuştur.

Hisse Verileri	
Bloomberg Hisse Kodu	DOAS
Mevcut Fiyat (TL)	78.70
Hedef Fiyat (TL)	109.30
Getiri Potansiyeli (%)	39%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	20.03 83.05
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	74
Sermaye (mln TL)	220
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)	
Piyasa Değeri	17,314
Hedeflenen Piyasa Değeri	24,053
Net Borç	77
Firma Değeri	17,399

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	26%	40%	100%	95%
BIST100 Rölatif Getiri	16%	19%	40%	41%

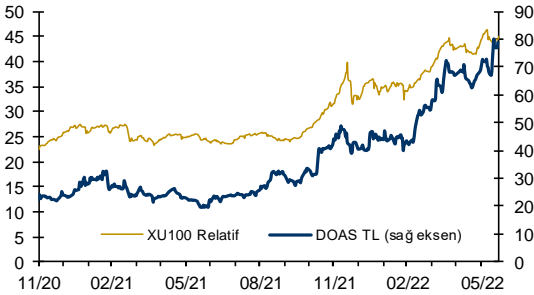
Özet Veriler (mln TL)	2021	2022T	2023T	2024T
Satış Gelirleri	24,306	38,767	51,815	60,579
FAVÖK	2,378	4,279	4,801	4,991
Net Kar	2,332	3,906	3,586	3,646
Hisse Başı Kar	10.60	17.75	16.30	16.57

Satış Büyümesi	28.6%	59.5%	33.7%	16.9%
FAVÖK Büyümesi	46.1%	80.0%	12.2%	4.0%
Net Kar Büyümesi	124.8%	67.5%	-8.2%	1.7%

FAVÖK Marjı	9.8%	11.0%	9.3%	8.2%
Net Kar Marjı	9.6%	10.1%	6.9%	6.0%

Tahminler ve Rasyolar	2021	2022T	2023T	2024T
FD/Ciro	0.3x	0.4x	0.3x	0.3x
FD/FAVÖK	2.8x	4.1x	3.6x	3.5x
F/K	3.0x	4.4x	4.8x	4.7x
PD/DD	1.6x	2.7x	2.2x	1.8x
Net Borç/FAVÖK	-0.2x	0.2x	0.4x	0.5x

Hisse Performansı	
-------------------	--



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma  
Fiyatlar 21 Haziran 2022 tarihi itibarıyla.

Ortaklık Yapısı	
Doğuş Holding A.Ş.	75.3%
Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş.	10.0%
Doğuş Sigorta Aracılık Hizmetleri A.Ş.	0.0%
Halka Açık Kısım	14.7%

#### Strateji ve Araştırma

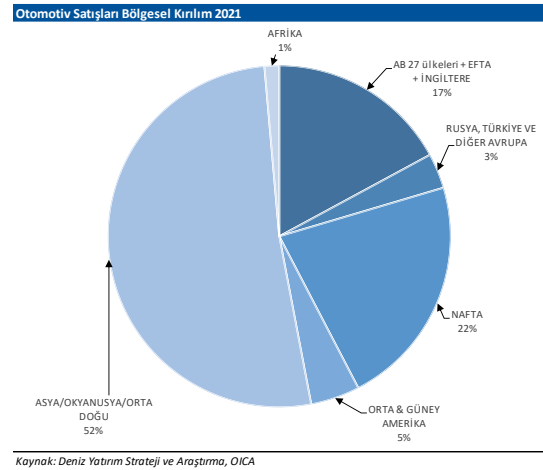
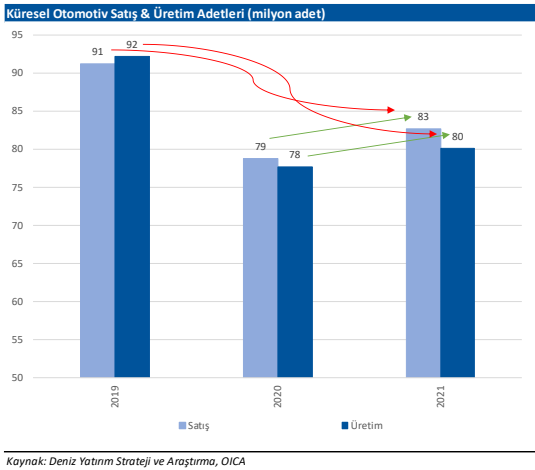
DenizbankYatirimHizmetleriGrubuStratejiyeArastirma@denizbank.com

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. Büyükdere Cad. No: 141 Kat: 19 34394 Esentepe, İstanbul TÜRKİYE

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece yer alan bilgilere burada dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

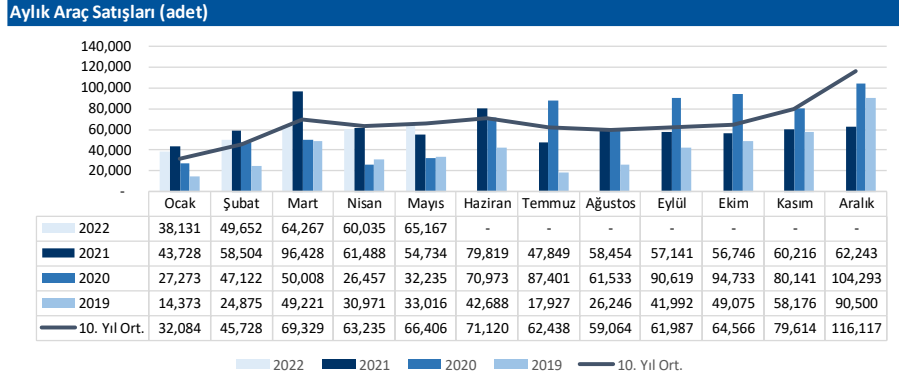
## Sektöre Bakış

- LMC Automotive'in 2022 yılı 1. çeyrek tahminlerine göre, 2022 yılı dünya toplam otomotiv pazarı satışlarının bir önceki yıla oranla %0,1 azalışla 85 milyon adet seviyesinde gerçekleşmesi beklenirken 2023 yılında ise dünya otomotiv pazarının 2022 yılına göre %10,6 artışla 94 milyon adet seviyesine ulaşacağı tahmin edilmektedir. Dünya toplam otomotiv üretimi bir önceki yıla oranla %5,4 artışla 85 milyon adet seviyesinde beklenmektedir. 2023 yılında dünya otomotiv üretiminin 2022 yılına göre %10 artışla 93 milyon adet seviyesine ulaşacağı tahmin edilmektedir.
- 2019 yılında dünyada 91 milyon araç satışı gerçekleşirken 2020 yılında 78 milyon araç satışı olmuştur. Satışlarda yaşanan %14'lük düşüş, ülkemiz ihracatını yakından ilgilendiren Avrupa'da daha derinden hissedilmiştir. AB otomotiv pazarı 2020 yılını %20'nin üzerinde küçülmeyle tamamlayarak, milyonlarca otomobilin satıldığı İngiltere gibi önemli Avrupa pazarlarında, 1950'li yılların rakamlarına geri dönmüştür. 2021 yılında satış rakamları dünyada 83 milyona yükselmiştir. EU, UK ve EFTA ülkeleri toplamına göre otomotiv pazarı 2022 yılı Nisan ayında geçen yılın aynı ayına göre %21,3, otomobil pazarı %20,2, hafif ticari araç pazarı %30 azalış göstermiştir.
- OICA verilerine göre, dünya otomotiv üretim adedi 2018 yılındaki 97 milyondan, 2019'da gerileyerek 92,5 milyona ve devamında ise pandemi etkisiyle 78 milyona düşmüştür. Avrupa'da 2019 yılında gerçekleşen 18,4 milyon adet üretim, 2020 sonunda 17 milyon adet düzeyine gerilemiştir.



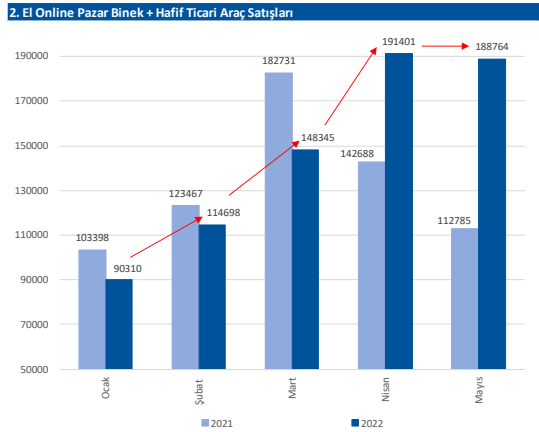
- IEA Global EV Outlook 2022 raporuna göre **elektrikli araç satışları 2021 yılında bir önceki yıla göre ikiye katlanarak 6,6 milyonluk yeni bir rekora ulaşmıştır.** 2012 yılında, dünya çapında sadece 120.000 elektrikli otomobil satılmışken 2021 yılında ise her hafta bu rakamdan daha fazlası satılmaktadır. 2021'de küresel otomobil satışlarının yaklaşık %10'u elektrikli araçlardır ve bu oran 2019'daki pazar payının dört katına denk gelmektedir. Dünya yollarındaki toplam elektrikli otomobil sayısı 2018 yılına göre 3 kat artarak yaklaşık 16,5 milyona ulaşmıştır. **Elektrikli otomobillerin satışları, 2021'in aynı dönemine göre %75 artarak 2022'de de güçlü şekilde devam etmiştir.**
- Pandeminin nedeniyle fiziki mesafe gereği tam kapasitelerinin çok altında üretim yapmak zorunda kalan fabrikalarda çip krizi başlamış oldu. Çin'deki kuraklık, Tayvan ile Çin arasındaki sorunlar, Japonya'da yaşanan deprem ve yangınla beraber çip krizi aşılamayacak bir sorun haline gelmiştir. Araştırma şirketi olan McKinsey'e göre, yaşanan küresel boyuttaki krizin kısa bir süre içerisinde çözüme ulaşmasının oldukça güç olduğunu belirtmiştir. **Çip piyasasında otomotiv sektörü mevcut pazarın %15 oranında pay sahibidir.** Yarı İletken Endüstrisi Derneği (SIA) ile Boston Consulting Group'un raporuna göre, gelecek 10 yılda mikroçiplere yönelik artan talebin karşılanabilmesi için küresel olarak Ar-Ge ve sermaye harcamalarına yaklaşık 3 trilyon dolarlık yatırım yapılması gerektiği belirtilmiştir. Autonews haberine göre, Haziran ayının ikinci haftasında, çoğu Asya'da olmak üzere, yaklaşık 27.700 aracın üretim planlarından çıkarıldığı açıklanmıştır. Çip krizinin 2023 yılı sonuna kadar devam etmesi beklenmektedir.

- Türkiye otomobil ve hafif ticari araç toplam pazarı, 2022 yılı Ocak-Mayıs döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %12,0 oranında azalarak 277.252 adet olarak gerçekleşmiştir. **Mayıs ayında otomobil satışları bir önceki yılın aynı ayına göre %20 artarak 51.750 adet olurken, hafif ticari araç pazarı ise %15,7 artarak 13.417 adet düzeyine ulaşmıştır.**
- Türkiye'de elektrikli otomobil satışları 2022 yılının Ocak-Mayıs döneminde geçen yılın aynı dönemine kıyasla %185,9 artışla 1.764'e yükselirken, hibrit otomobil satışları ise %8 artışla 22.153 olarak gerçekleşmiştir. Elektrikli araç pazar payı Türkiye'de %0,8'dir.

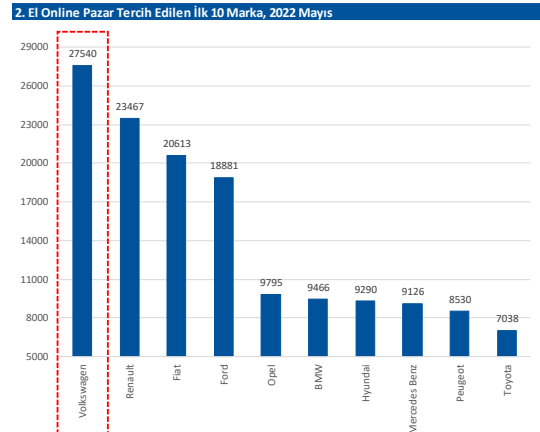


Kaynak: ODD (Otomotiv Distribütörleri Derneği)

- Autorola Türkiye Otomotiv Sektörü 2.El Online Pazar Analiz raporuna göre 2022 Mayıs ayında ikinci el online binek ve hafif ticari araç pazarında toplam 188.764 adet satış gerçekleşmiştir. **2022 yılı Mayıs ayı online satışlarda geçen yılın aynı dönemine göre %67 oranında, son 3 yılın ortalamasına göre ise %29 oranında artış gerçekleşmiştir. İkinci el araç fiyatlarına baktığımızda ise, 2022 yılının en yüksek fiyat artışının yaşandığı Mayıs ayında perakende fiyatlarında ortalama %27 artış gerçekleşmiştir. 27.540 adet satışla Mayıs ayının en çok satılan markası Volkswagen olmuştur.**



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Autorola  
Autorola Türkiye Otomotiv Sektörü 2.El Online Pazar Analizi Mayıs 2022



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Autorola  
Autorola Türkiye Otomotiv Sektörü 2.El Online Pazar Analizi Mayıs 2022

## Detay Bakış

- **En iyi marj dönemi.** Türk Lirası'ndaki değer kaybı ve Şirket'in satış rakamlarındaki azalma karşısında otomotiv sektöründe süregelen arz sıkıntısı ve Şirket'in karlılık odaklı stratejisiyle rekor bazda karlılık rakamları açıklayacaklarını tahmin ediyoruz. Beklentimiz %5 daralma ile 90 bin adet satış hacmi, %59 artışla 38.767 milyon TL satış geliri elde edeceği yönünde. Karlılık tarafında ise %80 artışla 4.279 milyon TL FAVÖK, yıllık 1.3 puan artışla %11.0 FAVÖK marjı ve %67 artışla 3.906 milyon TL net kar açıklamasını bekliyoruz. Hatırlanacağı üzere, net karını %145 arttıran Şirket 2022 yılının ilk çeyreğinde %20,0 brüt kar marjı ve %16,6 FAVÖK marjına ulaşmıştır.
- **Kur riskinin olmaması.** Şirket'in, Porsche elektrikli şarj istasyonu kurumu için aldığı green loan dışında tüm kredileri TL ve spottur.
- **Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar.** Yüce Auto'nun kur farkı zararını kapatmasıyla 2022 yılının ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre satış rakamlarında %50 azalma yaşayan Şirket, 10 milyon TL olan katkısını artırarak 80 milyon TL'lik önemli katkı sağlamıştır. 2020 yılında satışa sunduğu SCALA, KAMIQ ve OCTAVIA modelleri ile 2021 yılına güçlü giriş yapılmıştır. 2022 yılında iki önemli lansmanla ürün yenilikleri sürdürülecektir. Skoda markasına olan ilginin yıldan yıla artmasıyla bu katkının önümüzdeki dönemlerde daha büyük olmasını bekliyoruz. Şirket, diğer iştiraklerinden olan Doğuş Sigorta ve Doğuş Teknoloji ile de büyümeye devam etmektedir. Doğuş Sigorta %123'lük büyüme ile 3.8 milyon TL, Doğuş Teknoji ise %45'lik büyümeyle 3.4 milyon TL'lik katkı yapmıştır. 2022 yılının ilk çeyreğinde Doğuş Otomotiv'e 47 milyon TL katkı sağlayan TÜVTÜRK, faaliyete geçtiği günden bu yana kamuya 14.5 milyar TL'lik katkı sağlamıştır. Araç satışlarındaki azalış trendine rağmen 2021 yılında, önceki yıla göre %9,9'luk artışla yaklaşık 11 milyon aracın periyodik araç muayenesi gerçekleştirilmiştir. 2023 yılına kadar yaklaşık 1.5 milyon yeni aracın muayene edilmesi beklenmektedir.
- **Geniş servis ağı.** Doğuş Otomotiv, Türkiye'nin en geniş servis ağı ile Volkswagen Binek ve Ticari Araç, Audi, SEAT, CUPRA, Škoda, Bentley, Lamborghini, Porsche, Scania markalarından ve bu markaların 80'in üzerinde modelinden oluşan geniş bir ürün portföyüne sahiptir.
- **Pazar payı.** Doğuş Otomotiv, 2022 yılının ilk çeyreğini %13,9 pazar payı ile tamamlamıştır. Audi'nin premium segmenti %32,9 perakende pazar payıyla lüks segmentte 1. sırada yer almıştır. Kümüle binek araç satışları içerisinde Volkswagen binek %7 pazar payı ile 5. sırada yer alırken, Volkswagen Ticari %5,9 pazar payı ile 4. sırada yer almıştır.
- **Otomobilin yatırım aracı olarak görülmesi.** Konut fiyatlarında artış ve konut bulma sorunlarıyla yatırım aracı olarak otomotiv sektörü yüksek ilgi görmeye başlamıştır. Söz konusu fiyat artışı otomotiv sektörüne de yansımıştır. İkinci el araç fiyatlarında, 2022 yılının en yüksek fiyat artışının yaşandığı Mayıs ayında perakende fiyatlarda ortalama %27 artış gerçekleşmiştir. Bu fiyat artışına rağmen otomotiv sektörü pozitif ayrılmıştır. 2022 yılı Mayıs ayı online satışlarda 188.764 araç satışı ile geçen yılın aynı dönemine göre %67 oranında, son 3 yılın ortalamasına göre ise %29 oranında artış gerçekleşmiştir.
- **Elektrikli araçlara olan ilginin artması.** Küresel otomobil satışlarının %10'unu elektrikli araçlar oluştururken Türkiye'de ise bu oran %1'ler civarındadır. Önümüzdeki dönemde lansmanı yapılacak olan Audi'nin E-Tron, E-Tron GT, E-Tron Sportback modelleri Cupra, Volkswagen ve Porsche'nin elektrikli araç modelleri ile gelişmekte olan Türkiye pazarında önemli bir konumda olacaktır. 2022 yılında Türkiye'nin premium (lüks) segmentte en çok satan elektrikli aracı Porsche Taycan için 8.7 milyon Euro'luk green loan kullanan Doğuş Otomotiv elektrikli şarj istasyonları kurulumlarına devam etmektedir.
- **Yüksek temettü verimliliği.** 2012 yılından itibaren dağıtılabilir kârın asgari %50'sinin dağıtılması yönünde temettü politikası bulanan Şirket, 2022 Nisan ayında %8.94'lük verimlilikle hisse başına brüt 5.68 TL temettü dağıtmıştır.
- **Cupra satışlarının başlaması.** Mart ayında Seat SA bünyesinde oluşturulan Cupra marka otomobillerin Türkiye genelinde satış ve pazarlama aktivitelerine başlayan Şirket, 2022 yılı ilk çeyreğinde 313 adet satış gerçekleştirmiştir.
- **2022 model lansmanları.** Şirket; Volkswagen'de 4 yeni model (Golf-R, Tiguan Allspace, T-cross, Taigo) ve 1 makyajlı model (T-Roc), Audi'de 7 yeni model (S3 Sportback&Sedan, RS 3 Sportback&Sedan, e-tron serisi, A3 Allstreet) ve 1 makyajlı model (A8 L PI), Skoda'da 1 yeni model (Fabia) ve 1 makyajlı model (Karoq), Lamborghini'de 1 yeni model (Huracan Tecnica) ve 1 makyajlı model (Urus) ve Porsche'de 7 yeni model (Panamere Platinum Edition, Taycan GTS, Taycan Sport Turismo, 911 Targa 4 GTS 50. Yıl Porsche Design Edition, Macan T, Cayenne Platinum Edition, 911 Sport Classic) ile toplamda 20 yeni model ve 4 makyajlı model ile 2022 yılında satış yapmayı planlamaktadır.

## Doğuş Otomotiv'e Bakış

- **Doğuş Otomotiv dört ana faaliyet kolunda hizmet vermektedir.** (i) ithalat ve dağıtım (ii) perakende (iii) yedek parça ve satış sonrası hizmetler (iv) ikinci el araç satışı.
- **DOD. 29 şehirde faaliyet gösteren 60 DOD Yetkili Satıcısı ile daralan ikinci el araç pazarına rağmen yılı büyüyerek kapatmayı başarmıştır.** Toplam araç satışları 17.001 adede ulaşmış ve bir önceki yıla göre %16 büyümeye sağlanmıştır. Dijital platformlarını daha hızlı, bütünsel ve kullanıcı odaklı bir deneyim sunacak şekilde geliştirmiştir.
- **Doğuş Marine Services.** Denizcilik sektöründe kurumsal iş yapma ilkesi ile sektöre yeni bir soluk getirmek amacıyla 2021 yılında Göcek'te faaliyete geçmiştir.
- **Doğuş Teknoloji.** Doğuş Otomotiv bünyesindeki departmanların ve markaların dijital yazılım ihtiyaçlarının merkezi olarak koordine edilmesi ve tek bir portföyde konsolide edilmesi için tasarlanmıştır. Satış, satış sonrası hizmetler ve pazarlama gibi süreçlere ek olarak, müşterileriyle direk temasta olduğu Değer ve İlgili Merkezi (DİM) ve yedek parça ve lojistik gibi alanlarda robotik süreç otomasyonu, nesnelerin interneti, ERP, makine öğrenmesi ve yapay zekâ gibi dijital teknolojileri kullanarak verimliliği önemli ölçüde artıracak projeler yapmaktadır.
- **Doğuş Sigorta.** Doğuş Holding ve Doğuş Otomotiv iştiraki olan Doğuş Sigorta Aracılık Hizmetleri A.Ş., Doğuş Holding bünyesindeki iştiraklerin varlık ve taahhütlerinin operasyonel ve maliyet açısından en uygun şekilde teminat altına alınması amacıyla 1984 yılında kurulmuş olup 2021 yılında %37 büyümeye sağlamıştır.
- **TÜVTÜRK.** Kamu özel sektör iş birliği projesi olarak faaliyete geçtiği günden bu yana kamuya 14,5 milyar TL'lik katkı sağlamıştır. 210 sabit, 76 gezici, 5 motosiklet ve 18 gezici traktör istasyonuyla Türkiye'nin 81 ilinde hizmet vererek 2021 yılında periyodik araç muayene hizmetleri başta olmak üzere tüm faaliyet alanlarında büyümeye sağlamış, cirosunu %18,3 artışla 3.197 milyon TL'den 3.783 milyon TL'ye çıkarmıştır.
- **Yüce Auto ŠKODA Türkiye.** 2020 yılında satışa sunduğu SCALA, KAMIQ ve OCTAVIA modelleri ile 2021 yılına güçlü bir giriş yaparak yılı %4,5 pazar payı ve 25.228 adetlik satış performansı ile tamamlamıştır. ŠKODA, bu performansla, Türkiye'de bugüne kadar ki en yüksek pazar payına ulaşmıştır.
- **VDF Grubu.** Finans, sigorta, faktoring ve filo şirketlerinden oluşmaktadır. 2021 yılında taşıt kredilerinde %10'luk pazar payı elde etmiştir. VDF Sigorta toplam net prim üretimi ve yaşayan poliçe adedi bakımından en büyük acente olarak 2021'de poliçe adedini 330 bin seviyesine ulaştırmıştır. VDF Faktoring ise Türkiye genelinde Doğuş Otomotiv ve Yüce Otomotiv Yetkili Satıcılarından oluşan 100 farklı müşteriye faktoring ve finansman konusunda hizmet sunarak aktif büyüklüğünü 2021 yılında da arttırmaya devam etmiştir. 2016 yılında operasyonel filo kiralama sektöründe yerini alan VDF Filo, 2021 yılında %50'si Doğuş Otomotiv grup marka araçlarından oluşan aktif kontrat sayısını 14.500 adede yükseltmiştir.

Ortaklık yapısı			
Ortağın Ticaret Unvanı	Sermayedeki Pay (TL)	Sermayedeki Pay(%)	
Doğuş Holding A.Ş.	165.584.715	75,27	
Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş.*	22.000.000	10,00	
Doğuş Sigorta Aracılık Hizmetleri A.Ş.	292	0,00	
Halka Açık Kısım	32.414.993	14,73	
<b>Toplam</b>	<b>220.000.000</b>	<b>100</b>	

(\*) Şirket, Borsa İstanbul A.Ş.'den satın aldığı kendi paylarını portföyünde tutmaktadır.

Bağlı ortaklıklar		31 Mart 2022
Doğuş Oto Pazarlama ve Ticaret A.Ş.		96,20
D-Auto Limited Liability Company		100,00
İştirakler		31 Mart 2022
Doğuş Holding A.Ş. (*)		3,66 (0,03)
Doğuş Sigorta Aracılık Hizmetleri A.Ş.		41,99
Doğuş Bilgi İşlem ve Teknoloji Hizmetleri A.Ş.		21,76
VDF Servis ve Ticaret A.Ş.		48,79
Yüce Auto Motorlu Araçlar Ticaret A.Ş. (**)		50,00

(\*) Doğuş Oto Pazarlama ve Ticaret A.Ş.'ye ait iştirak oranları parantez içinde gösterilmiştir.

(\*\*) 10 Ekim 2019 tarihinde Sarih HA Building Industry arasında imzalanan müşterek anlaşma ve 20 Aralık 2020 tarihinde tadil olan sözleşme kapsamında %50 oranında eşit sermaye sahipliği oranıyla Cezayir'de iş ortaklığı olarak Yüce Auto (Skoda marka araçların distribütörü) hisselerinin %50'sine sahip olunmasına karşın, şirket faaliyetleri üzerinde kontrol gücü bulunmamaktadır.

İş ortaklıklar		31 Mart 2022
TÜVTÜRK Kuzey Taşıt Muayene İstasyonları Yapım ve İşletim A.Ş. (*)		33,00 (0,33)
TÜVTÜRK Güney Taşıt Muayene İstasyonları Yapım ve İşletim A.Ş. (*)		33,00 (0,33)

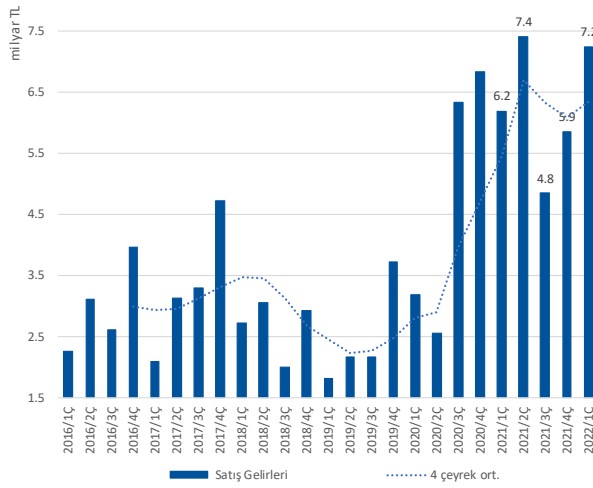
(\*) Doğuş Oto Pazarlama ve Ticaret A.Ş.'ye ait iştirak ortaklıklar oranları parantez içinde gösterilmiştir.

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Doğuş Otomotiv 2022 Faaliyet Raporu

## 1Ç22 Finansal Sonuçları

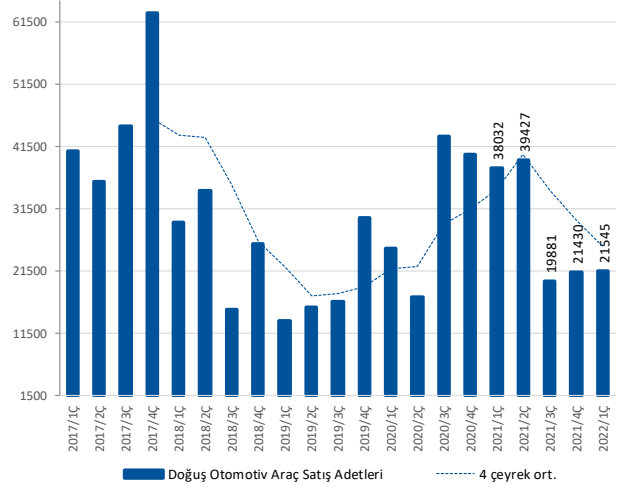
- Doğuş Otomotiv, 1Ç22’de satış gelirleri yıllık %17 artış ile 7.240 milyon TL seviyesine yükseltmiştir. Satış gelirleri çeyrek bazda ise %24 artmıştır.
- Şirket’in FAVÖK rakamı yıllık bazda %114 artarak 1.201 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. FAVÖK çeyrek bazda %143 artmıştır.
- Net kar 1Ç22 döneminde çeyrek bazda %7 azalırken, yıllık bazda %145 artış göstererek 997 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir.
- 1Ç21’de 116 milyon TL net finansman gideri yazan Şirket, 1Ç22 döneminde 204 milyon TL net finansman gideri kaydetmiştir.
- 2021 yıl sonunda 381 milyon TL net nakit pozisyonu varken 3A22 dönemi sonunda 77 milyon TL net borç pozisyonu olmuştur. 1Ç22’de net borç/FAVÖK rasyosu ise 0,0x seviyesinde gerçekleşmiştir (4Ç21: -0,2x).

Satış Gelirleri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Doğuş Otomotiv

Doğuş Otomotiv Araç Satış Adetleri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Doğuş Otomotiv

## Birkaç Önemli Detay...

- Doğuş Otomotiv, 2015 yılından bu yana Borsa İstanbul'da işlem gören ve kurumsal sürdürülebilirlik performansları üst seviyede olan şirketlerin paylarından oluşan BIST Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer almaktadır. Şirketin sürdürülebilirlik ilkeleri (i) ekonomik kalkınmanın bir parçası olmak (ii) çevresel etkilerini azaltmak (iii) yönetim ve iş etiğinde en yüksek standartlara ulaşmak (iv) "Trafik Hayattır!" programı ile trafikte güvenlik kültürünü geliştirmek olarak belirtilebilir.
- 2009 yılında Türkiye'de sektörünün ilk Kurumsal Sürdürülebilirlik Raporu'nu yayınlamıştır.
- Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirme Notu 2021 yılında 9,70'e yükselmiştir.
- Şirket, 2022 yılında planladığı GES yatırımı ile enerji tüketimi kaynaklı co2 emisyonlarını %45 oranında azaltmayı hedeflemektedir.
- 2021 yılında Doğuş Otomotiv'in halka açık kısmın yabancı yatırımcı oranı %62 olarak gerçekleşmiştir.
- Yönetim Kurulu kararı ile başlatılan "Şirket Paylarının Geri Alım Programı" kapsamında, Doğuş Otomotiv, 2016 yılı içerisinde SPK mevzuatına uygun olarak Borsa'da işlem gören paylarından 22.000.000 adedini toplam 220.274.251,16 TL ödeme karşılığında geri almıştır.
- Sermaye Piyasası Kurulu'nca belirlenen oran ve miktar saklı kalmak kaydıyla, sektörel ve ülke ekonomik şartlarında Şirket faaliyetlerini etkileyebilecek nitelikte herhangi bir olumsuzluk bulunmaması halinde, Sermaye Piyasası mevzuatına göre hesap edilmiş dağıtılabilir kârın asgari %50'si dağıtılması yönünde temettü politikası bulunmaktadır.

Şirket	HBB* Temettü	HBN* Temettü	Hak Kullanım Tarihi	Ödeme Tarihi	Temettü Verimliliği	Ödeme Yöntemi	Kapanış
2012	0.4546000	0.3864000	-	11.04.2012	21.20%	Peşin	2.14
2013	1.0000000	0.8500000	-	30.04.2013	16.21%	Peşin	6.17
2014	1.0000000	0.8500000	-	08.04.2014	21.12%	Peşin	4.73
2015	0.6818182	0.5795455	-	09.04.2015	7.15%	Peşin	9.54
2016	1.3636364	1.1590909	-	07.04.2016	16.65%	Peşin	8.19
2017	Şirket mevcut politikası çerçevesinde, 2016 yılı karından kar payı dağıtılmaması kararı almıştır.						
2018	0.6500000	0.5525000	25.05.2018	29.05.2018	11.64%	Peşin	5.58
2019	0.6136363	0.5215908	02.12.2019	04.12.2019	8.08%	Peşin	7.59
2020	Şirket mevcut politikası çerçevesinde, 2019 yılı karından kar payı dağıtılmaması kararı almıştır.						
2021	1.3636363	1.1590908	27.04.2021	29.04.2021	5.85%	1.Taksit	23.31
	1.3636363	1.1590908	12.07.2021	14.07.2021	6.23%	2.Taksit	21.90
2022	5.6818181	5.1136362	08.04.2022	12.04.2022	8.94%	Peşin	63.55

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, KAP

HBB: Hisse başı brüt, HBN: Hisse başı net

## 2022 Beklentileri

- Doğuş Otomotiv, optimum faaliyet kârlılığı seviyesini sürdürmeyi ve uzun vadeli başarı için gerekli gördüğü pazar payını (ŠKODA hariç) %14-15 seviyesinde muhafaza etmeyi planlamaktadır.
- Toplam otomotiv pazarı satış adetlerinin 790.000 adet olarak gerçekleşmesini beklemektedir. Doğuş Otomotiv satış adetlerinin ise Skoda hariç 90.000 bandında olmasını hedeflemektedir.
- 399 milyon TL yatırım harcaması yapmayı planlamaktadır. 2022 yılındaki yatırım harcaması planları; (i) genel müdürlük, lojistik, yedek parça, eğitim alanları ve bağlı ortaklıkları için yapılan harcamalar (ii) makine ve teçhizat (iii) test araçları (iv) bilgi teknolojileri ve dijitalizasyon projeleri (v) Güneş Enerjisi Paneli (GES) yatırımı (vi) değer yaratma potansiyelini yüksek gördüğü yatırımlara yöneliktir.

## Potansiyel Riskler

- Doğuş Otomotiv için öngördüğümüz potansiyel riskler; (i) küresel tedarik zincirindeki olası aksamalar ve jeopolitik riskler (ii) çip krizinin devam etmesi (iii) global piyasalardaki gelişmelere bağlı korumacı politikalar ve (iv) kur dalgalanmaları

## Değerleme Yöntemi (İNA) (mn TL)

- Değerlememizde; perakende otomotiv ve TÜVTÜRK Araç Muayene segmentlerini indirgenmiş Nakit Akımları (İNA) 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 değerine %20 iskonto uygulayarak değerlememize dahil ettik.
- TÜVTÜRK Araç Muayene segmenti için hazırladığımız İNA modelimiz ise, 12-aylık 3.889 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, Doğu Otomotiv için %39 yükseliş potansiyeli olan 109,30 TL hedef fiyatı (12-ay) hesapladık.

Değerleme Özeti					
	İş Kolu	Değerleme Yöntemi	Değer (mn TL)	Ağırlık	Değer
Otomotiv	Perakende Satış	İNA	15,347	100.00%	15,347
TÜVTÜRK	Araç Muayene	İNA	3,889	33.33%	1,296
İştirakler @ %30 İskonto					515
Doğu Sigorta	Otomotiv Sigortacılığı	Defter Değeri	151	42.00%	44
Yüce Auto	Skoda Araç Distribütörlüğü	Defter Değeri	208	50.00%	73
VDF Servis	Tüketici Finansmanı	Defter Değeri	1,088	48.79%	372
Doğu Teknoloji	Bilgi Teknolojileri Servisi	Defter Değeri	174	21.76%	26
Finansal Yatırımlar @ %30 İskonto					582
Doğu Holding		Defter Değeri	22,542	3.69%	582
Net Borç (Güncel) (-)					77
Azınlık Payları (-)					8
Geri Alınan Payların Güncel Değeri (+)					1,385
Şirket Değeri (mn TL)					19,040
12 Aylık Hedef Şirket Değeri (mn TL)					24,053
Hisse Senedi Adedi					220
12 Aylık Hedef Fiyat					109.30 TL
Hisse Fiyatı					78.70 TL
Yükseliş Potansiyeli					39%



## İNA Yöntemi (mn TL)

- Değerlememizde; (i) *risksiz getiri oranını %20,0* (ii) *piyasa risk primini %5,5* (iii) *şirket betasını 1,15*, (iv) *sonsuz büyüme oranını %5,0* olarak kullandık. Buna bağlı olarak *indirgeme faktörü olarak kullanılan ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini 10 yıllık tahmin döneminde ortalama %22,6* olarak değerlendirdik.

DOAS (mn TL)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Net Satışlar	38,767	51,815	60,579	69,016	76,473	85,358	95,274	106,343	118,698	132,488
FVÖK	4,057	4,526	4,660	4,762	4,814	5,438	6,141	6,934	7,826	8,830
Vergi Gideri (-)	933	905	932	952	963	1,088	1,228	1,387	1,565	1,766
FAVÖK	4,279	4,801	4,991	5,156	5,276	5,973	6,756	7,633	8,617	9,720
Yatırım Harcamaları (-)	399	525	572	628	678	731	788	850	917	988
İşletme Sermayesinde Değişim (-)	2,221	1,400	950	918	813	935	1,044	1,165	1,301	1,452
Serbest Nakit Akış	726	1,970	2,538	2,657	2,823	3,220	3,695	4,231	4,834	5,514
<b>İndirgenmiş Nakit Akım</b>	<b>653</b>	<b>1,448</b>	<b>1,523</b>	<b>1,302</b>	<b>1,128</b>	<b>1,050</b>	<b>982</b>	<b>917</b>	<b>854</b>	<b>793</b>

Devam Eden Değer (mn TL)	32,636
Büyüme Oranı	5.0%
İndirgenmiş Devam Eden Değer (mn TL)	4,696
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımı (mn TL)	10,650

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Risksiz Getiri Oranı	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Risk Primi	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Özkaynak Maliyeti	26.3%	26.3%	26.3%	26.3%	26.3%	26.3%	26.3%	26.3%	26.3%	26.3%
Beta	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15
Borçlanma Ağırlığı	43%	45%	44%	44%	43%	43%	42%	42%	41%	41%
Sermaye Ağırlığı	57%	55%	56%	56%	57%	57%	58%	58%	59%	59%
Borçlanma Maliyeti	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
Vergi oranı	23.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	16.9%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	22.3%	22.4%	22.4%	22.5%	22.6%	22.6%	22.6%	22.7%	22.7%	22.7%
İskonto Faktörü	1.1	1.4	1.7	2.0	2.5	3.1	3.8	4.6	5.7	6.9

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

## Finansal Tablolar

Gelir Tablosu (mİn TL)	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Satışlar	9,844	18,900	24,306	38,767	51,815	60,579
Satışların Maliyeti	8,574	16,425	20,785	32,511	44,469	52,653
<b>Brüt Kar</b>	<b>1,270</b>	<b>2,475</b>	<b>3,521</b>	<b>6,256</b>	<b>7,346</b>	<b>7,926</b>
Operasyonel Giderler	800	978	1,326	2,199	2,820	3,267
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>469</b>	<b>1,497</b>	<b>2,196</b>	<b>4,057</b>	<b>4,526</b>	<b>4,660</b>
Diğer Gelir/Gider	203	209	1,369	1,585	1,174	1,178
<b>Finansman Gelir/Gideri Öncesi Faaliyet Karı</b>	<b>672</b>	<b>1,706</b>	<b>3,565</b>	<b>5,642</b>	<b>5,700</b>	<b>5,837</b>
Net Finansman Gelir/Gider	-615	-419	-597	-560	-1,208	-1,271
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>77</b>	<b>1,042</b>	<b>2,336</b>	<b>3,913</b>	<b>3,593</b>	<b>3,653</b>
Dönem Vergi Gideri	20	-246	-633	-1,169	-898	-913
Azınlık Payları	1	5	4	7	7	7
<b>Net Dönem Karı (Ana Ortaklık Payları)</b>	<b>76</b>	<b>1,037</b>	<b>2,332</b>	<b>3,906</b>	<b>3,586</b>	<b>3,646</b>

Kaynak: DOAS, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Bilanço (mİn TL)	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Nakit	648	656	3,410	3,924	4,822	5,449
Ticari Alacaklar	745	1,047	1,011	1,938	2,591	3,029
Stoklar	936	2,752	1,969	4,064	5,559	6,582
Diğer Dönen Varlıklar	185	147	193	321	411	477
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>2,515</b>	<b>4,602</b>	<b>6,583</b>	<b>10,247</b>	<b>13,383</b>	<b>15,536</b>
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>2,150</b>	<b>2,515</b>	<b>3,171</b>	<b>4,749</b>	<b>6,403</b>	<b>8,058</b>
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>4,665</b>	<b>7,117</b>	<b>9,755</b>	<b>14,997</b>	<b>19,786</b>	<b>23,594</b>

Kaynak: DOAS, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Bilanço (mİn TL)	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	2,202	2,153	2,938	4,502	6,112	7,208
Ticari Borçlar	713	1,854	1,231	2,032	2,779	3,291
Diğer Borçlar	178	461	918	1,522	1,953	2,262
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>3,093</b>	<b>4,467</b>	<b>5,087</b>	<b>8,056</b>	<b>10,844</b>	<b>12,760</b>
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	236	234	91	260	436	577
Diğer Borçlar	83	120	214	354	454	526
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>319</b>	<b>354</b>	<b>304</b>	<b>614</b>	<b>890</b>	<b>1,103</b>
<b>Toplam Borçlar</b>	<b>3,412</b>	<b>4,821</b>	<b>5,391</b>	<b>8,670</b>	<b>11,734</b>	<b>13,863</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>1,253</b>	<b>2,296</b>	<b>4,364</b>	<b>6,327</b>	<b>8,052</b>	<b>9,731</b>
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>4,665</b>	<b>7,117</b>	<b>9,755</b>	<b>14,997</b>	<b>19,786</b>	<b>23,594</b>

Kaynak: DOAS, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

## Yasal Uyarı

Bu rapor/e-posta içerisinde yer alan değerlendirmeler Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda yer alan ifadeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve hiçbir şekilde alış veya satış yapılması yönünde yönlendirme olarak değerlendirilmemelidir. Deniz Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit etmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk okuyucuların kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Deniz Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Deniz Yatırım ve DenizBank Finansal Hizmetler Grubu çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bu rapor/e-posta içerisinde yer alan bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler sermaye piyasası aracına yönelik bir yatırım tavsiyesi, alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve yatırım danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Buradaki içeriğin hiçbir bölümü Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, hiçbir şekilde ve ortamda yayımlanamaz, alıntı yapılamaz ve kullanılamaz.

## Derecelendirme

Deniz Yatırım Analistleri, her hisse senedi için bir veya birden fazla değerlendirme yöntemi kullanarak 12 aylık hedef değerler (fiyatlar) ve buna bağlı olarak potansiyel getirileri hesaplamaktadır. 12 ay derecelendirme sistemimiz; AL, TUT ve SAT olmak üzere 3 farklı genel yatırım tavsiyesi içerir.

**AL:** Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **en az %20 ve üzerinde** oluşması şeklindeki değerlendirme ifade etmektedir.

**TUT:** Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0-20 aralığında** oluşması şeklindeki değerlendirme ifade etmektedir.

**SAT:** Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0'dan daha düşük** seviyelerde oluşması şeklindeki değerlendirme ifade etmektedir.

Derecelendirme	Potansiyel Getiri (PG), 12-ay
AL	≥%20
TUT	%0-20
SAT	≤%0

Kaynak: Deniz Yatırım

Deniz Yatırım Analistleri hisse senetlerini potansiyel katalizörler, tetikleyici gelişmeler, riskler ile piyasa, sektör ve rakip firma gelişmeleri ışığında değerlendirmektedir. Analistlerimiz genel yatırım tavsiyesinin kamuoyuyla paylaşılmasını takip eden süreçte hisse senetlerini titizlikle yakından takip etmeye devam etmekte; ancak, hisse senedi fiyatındaki dalgalanmalardan ötürü değerler, derecelendirme sistemimizdeki sınırları aştığı takdirde, analistlerimiz hisse senedi hakkında sundukları tavsiyeyi değiştirmemeyi ve/veya Gözden Geçirme (GG) sürecine almayı tercih edebilirler.