

Doğuş Otomotiv

Yıllık bazda daralmaya rağmen beklentimizin üzerinde gerçekleşen son çeyrek karlılık ile tatminkâr temettü performansını DOAS için olumlu karşılıyoruz. Güncellenen tahminlerimiz doğrultusunda DOAS için 12 aylık pay başına 253,00 TL olan hedef fiyatımızı 259,00 TL olarak revize ediyoruz. %36 getiri potansiyeline işaret eden hedef fiyatımız hem endeks beklentimize paralel kalması hem de sektör geneli marjlardaki toparlanmanın kademeli gerçekleşeceği öngörüsüyle "TUT" tavsiyemizi yineliyoruz. Şirket, 2025 yılı tahminlerimize göre 3.7x F/K ve 1.3x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.

Yıllık bazda daralan, ancak beklentilerin üzerinde net karlılık... Doğuş Otomotiv, 4Ç24'te yıllık bazda %74 azalışla 1,250 milyon TL tutarında net karlılık açıkladı. Kurum beklentimiz 554 milyon TL, ortalama piyasa beklentisi ise 637 milyon TL net karlılık yönündeydi. Açıklanan net karlılığın beklentileri aşmasında, son çeyrekteki hacimsel artışın ve buna bağlı olarak fiyatlamaların faaliyet gelirlerine pozitif katkısı etkili oldu. Diğer yandan iştiraklerin katkısının yılın son çeyreğinde tekrardan pozitif dönmeye ve tek seferlik giderlerdeki etkinin görece kontrol altına alınması da net karlılığı destekleyen diğer unsurlar olarak öne çıkıyor. Böylece, son çeyrek net karlılık bir önceki çeyrekte elde edilen 298 milyon TL'ye kıyasla belirgin bir iyileşme kaydetse de yıllık bazda zayıflığını korudu. **Yıl geneli zayıflığın ardından son çeyrek satışlar reel anlamda korundu.** Şirketin 4Ç24'te net satışları yıllık bazda %8'lik reel büyümeye 60,2 milyar TL'ye ulaşırken, 2024 yılını ise yıllık %13 düşüşle 188,4 milyar TL seviyesinde kapattı. Operasyonel karlılık tarafında ise hem brüt kar marjındaki baskıların hem de yüksek maliyetlerin baskı oluşturmaya devam etti. Piyasa beklentisinin üzerinde 2,780 milyon TL olarak gerçekleşen FAVÖK rakamı yıllık bazda %33 düşüş kaydetti. FAVÖK marjı 4Ç24'te %4,6 seviyesine gerilerken, bu oran 4Ç23'te %7,4, 3Ç24'te ise %5,8 düzeyindeydi. 2024 yılı genelinde şirketin toplam FAVÖK'ü yıllık %53 düşüşle 16.740 milyon TL olarak gerçekleşirken, FAVÖK marjı %8,9 oldu.

İştiraklerin net kara katkısı, son çeyrekte yeniden pozitif döndü... 4Ç24'te iştiraklerden gelen net kar katkısı 272 milyon TL olarak gerçekleşirken, yılın ilk dokuz ayındaki zayıf performans nedeniyle 2024 yılı toplam katkısı 878 milyon TL'ye geriledi. Yıl genelinde iştirak kârlılığındaki düşüşte, özellikle VDF Servis ve Yüce Oto'nun olumsuz performansı etkili oldu. TÜVTÜRK'ün 2024 yılı net kara katkısı ise yıllık %12 azalarak 830 milyon TL'ye geriledi. Ayrıca, 2027 yılı ve sonrası için TÜVTÜRK'ün değerlememize olan etkisini modelimizden çıkardık

2025 yılı beklentileri... Şirket, 2024 yılını 1,28mn adetle tamamlayan yurt içi toplam araç pazarını, 2025 yılında 1mn adet bandında olmasını (Tacirler Yatırım beklenti: 1.090mn adet) Doğuş Otomotiv satışlarının ise Skoda hariç 115 bin adet (Tacirler Yatırım: 135 bin adet) olmasını beklemektedir. DOAS'ın 2025 yılı gelirlerinin nominal %36 artışla 218,4 milyar TL'ye ulaşmasını, buna karşılık %9,4 marj ile 20,5 milyar TL FAVÖK yaratımı öngörüyoruz. Şirket, 2024 yılını 7,6 milyar TL net kar ile tamamlarken, 2025 yılı beklentimiz 11,3 milyar TL net karlılık yönünde.

Tavsiye

TUT

Hedef fiyat
Getiri potansiyeli

TL 259
%36

Pay bilgileri

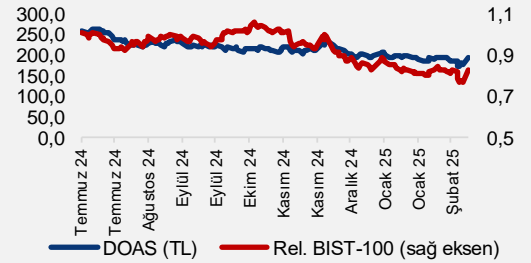
Pay Kodu	DOAS TI
Pay fiyatı (03.03.2025)	190,30
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	170,6 / 260,2
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	41.866 - 1.150
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	220 - 39%
Yabancı Takas Oranı	11.70%
Pazar	Yıldız
Sektör	Otomotiv

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	10,2	12,0	10,1

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	4%	-15%	-2%
USD	2%	-19%	-5%
BIST-100'e göre performans	2%	-15%	-3%

Tahminler (TL mn)	2023	2024	2025E
Net satışlar	215.478	188.375	218.382
FAVÖK	35.627	16.740	20.470
Net kâr	28.330	7.592	11.298

Değerleme	2023	2024	2025E
F/K	1,5x	5,5x	3,7x
F/DD	0,7x	0,8x	0,6x
FD/FAVOK	1,7x	1,5x	1,3x
FD/Net satışlar	0,2x	0,2x	0,2x
Temettü verimi	23%	31%	14%



Oğuzhan Kaymak
+90 212 355 2604

oguzhan.kaymak@tacirler.com.tr

Serhan Yenigün
+90 212 355 2602

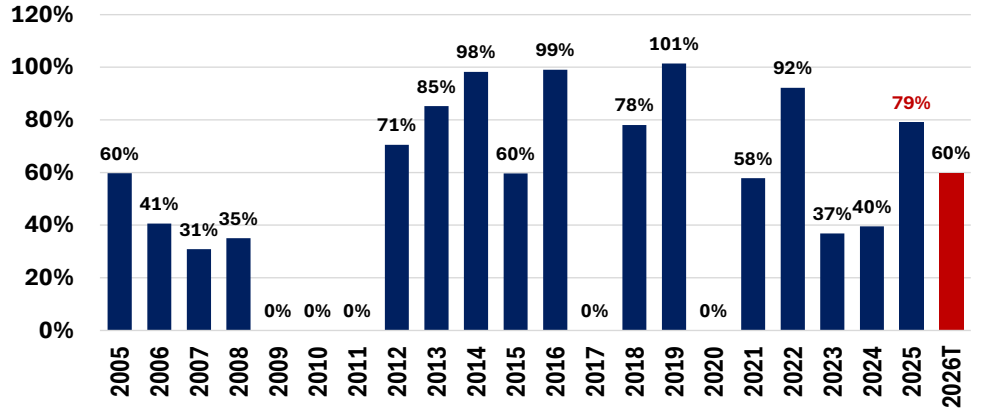
serhan.yenigun@tacirler.com.tr

Temettü

İstikrarlı temettü performansı devam ediyor... Yıl sonu finansal sonuçlarının ardından şirket, 2024 yılı karından pay başına 27,27 TL brüt temettü dağıtma kararı aldı. Kar payı dağıtım kararına ilişkin teklif genel kurul onayına sunulacak olup, son kapanış fiyatına göre temettü verimi **%14,33** düzeyindedir.

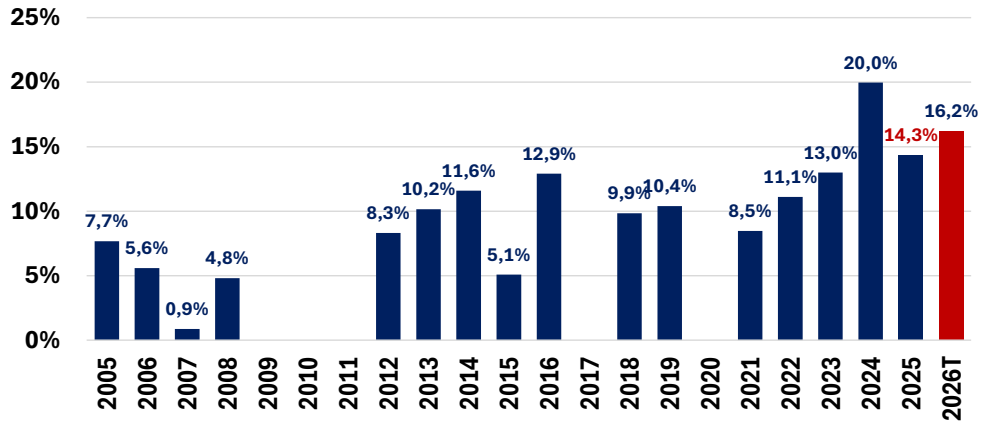
Doğuş Otomotiv, halka açıldığı 2004 yılını takip eden 21 yılın 16'sında temettü ödemesi gerçekleştirmiştir. Şirketin bu periyotta ortalama **%66** temettü dağıtım oranı ile **%9,6** temettü verimi sunduğunu ve bu oranın BIST ortalamasını oldukça üzerinde olduğunu hesaplıyoruz. Şirketin 2026 yılında da **%60** civarında bir temettü dağıtım oranı ile temettü performansını sürdüreceğini tahmin ediyoruz.

DOAS Temettü Dağıtım Oranları (%)



2026'da %16,19 temettü verimi bekliyoruz... Doğuş Otomotiv için 2025 yılı net kar tahminimiz 11,3 milyar TL olup, 2025 yılında %60 temettü dağıtım oranına göre hisse başına 30,81 TL brüt temettü dağıtmasını ve temettü veriminin cari fiyatlara göre %16,19 olacağını hesaplıyoruz.

DOAS Temettü Verim Oranları (%)



Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

Değerleme

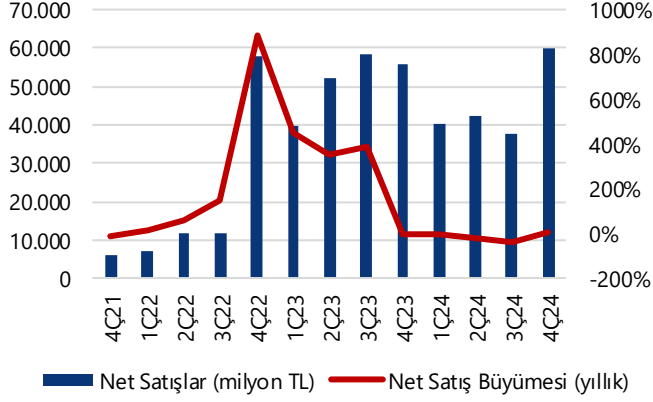
Tahminlerimizi güncelliyoruz...

DOAS'ı indirgenmiş nakit akımları yöntemine göre değerliyor ve 12 ay ileri hedef fiyatımızı pay başına 259,00 TL olarak hesaplıyoruz. Belirlemiş olduğumuz hedef fiyat son kapanış fiyatına göre %36 getiri potansiyeline işaret etmektedir.

(mİn TL)	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Net Satışlar	188.375	218.382	263.546	309.694	356.932	401.088
Yıllık Büyüme	-12,6%	15,9%	20,7%	17,5%	15,3%	12,4%
FAVÖK	16.740	20.470	26.266	31.046	35.933	40.762
Büyüme %	-53,0%	22,3%	28,3%	18,2%	15,7%	13,4%
FAVÖK Marjı %	8,9%	9,4%	10,0%	10,0%	10,1%	10,2%
Vergiler	-5.055	-7.092	-6.681	-7.695	-8.580	-9.459
Yatırımlar	-3.763	-5.301	-7.188	-9.066	-11.163	-13.346
Net İşletme Sermayesi Değişimi	-4.739	9.140	4.356	3.463	3.149	2.387
Serbest Nakit Akımları	12.662	-1.063	8.041	10.821	13.041	15.570
SNA Marjı %	6,7%	-0,5%	3,1%	3,5%	3,7%	3,9%
AOSM	27%	27%	27%	27%	27%	27%
İNA	12.662	-835	4.966	5.258	4.981	4.673
Sonsuz Büyüme Oranı	5%					
Sonsuz Büyüme Değeri	127.998					
Sonsuz Büyüme Değeri (BD)	11.435					
Nakit Akımların Bugünkü Değeri	35.592					
Firma Değeri	47.026					
Net Borç	2.691					
Özkaynak Değeri	44.336					
Ödenmiş Sermaye	220					
Hedef Hisse Fiyatı	259,00					
Hisse Fiyatı	190,30					
Getiri Potansiyeli	36%					

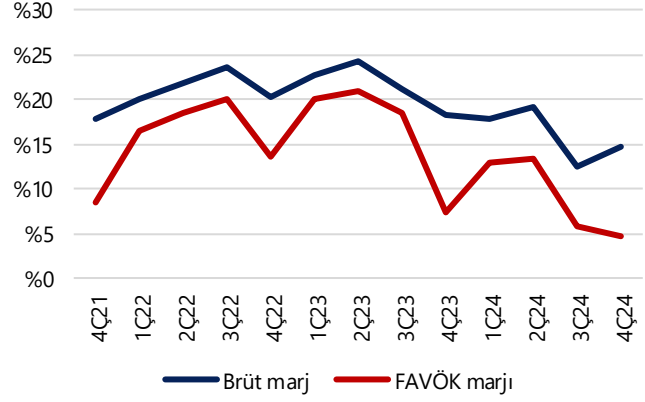
Ana Finansal Göstergeler (Çeyreksel)

Net Satışlar ve Satış Büyümesi



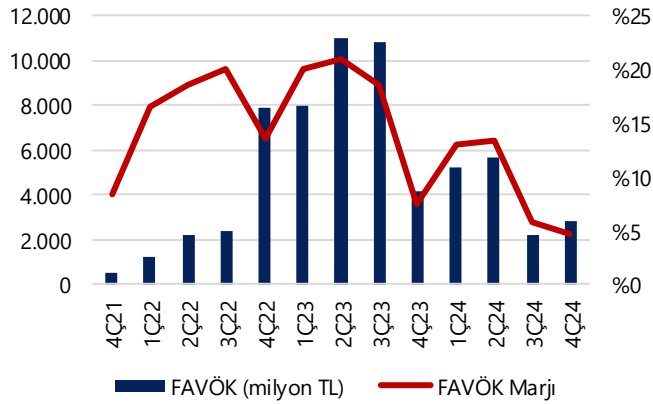
Kaynak: Tacirler Yatırım

Brüt ve FAVÖK Marj Gelişimi



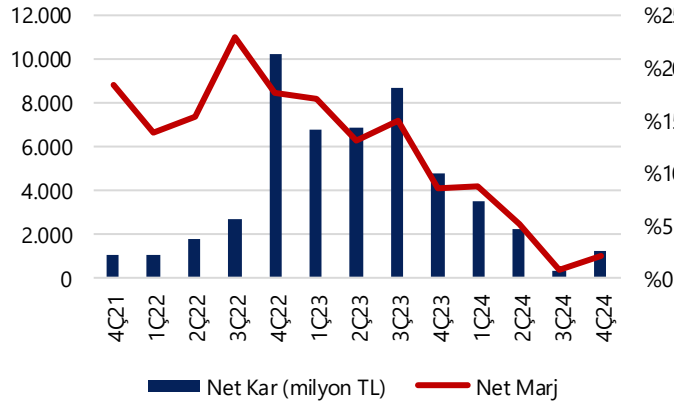
Kaynak: Tacirler Yatırım

FAVÖK ve FAVÖK Marjı Trendi



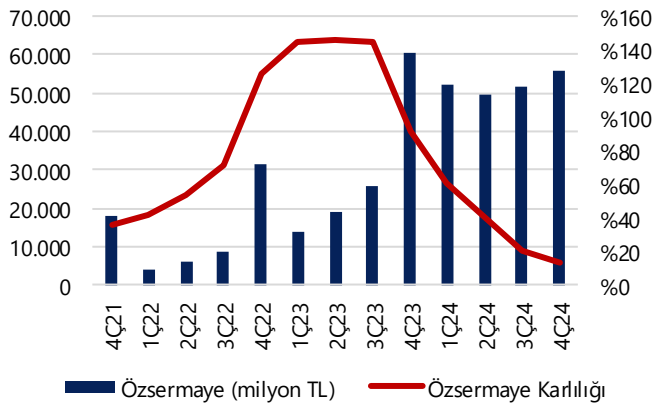
Kaynak: Tacirler Yatırım

Net Kar ve Net Marj Trendi



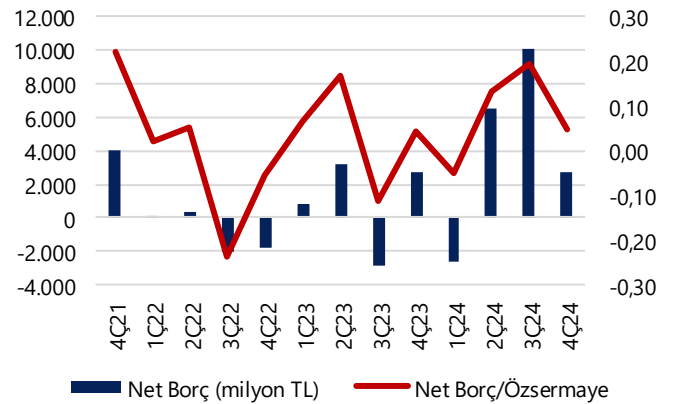
Kaynak: Tacirler Yatırım

Özsermaye ve Özsermaye Karlılığı



Kaynak: Tacirler Yatırım

Net Borç ve Net Borç/Özsermaye



Kaynak: Tacirler Yatırım

Tahminler

Bilanço	2023	2024	2025T
Nakit ve benzerleri	11.036	9.414	8.447
Ticari alacaklar	18.595	15.853	24.773
Stoklar	15.376	15.410	19.536
Finansal yatırımlar	1.816	0	0
Maddi duran varlıklar	17.675	20.889	25.391
Diğer duran varlıklar	33.487	30.643	34.154
Toplam varlıklar	97.985	92.209	112.300
Kısa vadeli borçlanmalar	6.634	6.200	6.241
Ticari borçlar	12.302	14.335	19.763
Uzun vadeli borçlanmalar	8.931	5.904	6.023
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	10.434	10.814	14.020
Uzun vadeli yükümlülükler	38.301	37.253	46.046
Özkaynaklar	59.685	54.956	66.255
Ödenmiş sermaye	220	220	220
Diğer özkaynaklar	59.465	54.736	66.035
Toplam kaynaklar	97.985	92.209	112.300
Net borç	4.529	2.691	3.817
Net işletme sermayesi	21.668	16.929	24.546

Oranlar

Karlılık			
Özkaynak karlılığı	%54,1	%13,2	%18,6
Net kâr	%13,1	%4,0	%5,2
Aktif devri	2,5x	2,0x	2,1x
Kaldıraç	1,6x	1,7x	1,7x
Aktif kârlılığı	%33,4	%8,0	%11,0
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%16	%13	%11
Net borç/özsermaye	0,08	0,05	0,06
Net borç/FAVÖK	0,13	0,16	0,19

Hisse başına (TL)

Net kâr	128,77	34,51	51,36
Özkaynak	271,29	249,80	301,16
Temettü	43,59	59,75	27,27

Gelir tablosu	2023	2024	2025T
Net satışlar	215.478	188.375	218.382
Brüt kâr	46.389	30.232	35.840
Faaliyet giderleri	-12.517	-15.696	-18.412
Esas faaliyet kârı	33.872	14.536	17.428
FAVÖK	35.627	16.740	20.470
Net diğer gelir	4.577	1.708	2.334
Net finansman geliri	-7.657	-3.252	-3.390
Vergi öncesi kâr	37.366	12.698	18.396
Vergi gideri	-8.833	-5.055	-7.092
Net kâr	28.330	7.592	11.298

Nakit akış tablosu

FAVÖK	35.627	16.740	20.470
Vergi gideri	-8.833	-5.055	-7.092
Yatırımlar	-1.111	-3.763	-5.301
İşletme sermayesi değişimi	12.159	-4.739	9.140
Serbest nakit akışı	13.524	12.662	-1.063

Büyüme ve marjlar

Net satışlar	%69	-%13	%16
FAVÖK	%82	-%53	%22
Net kâr	%26	-%73	%49
Brüt marj	%21,5	%16,0	%16,4
Esas faaliyet kâr marjı	%15,7	%7,7	%8,0
FAVÖK marjı	%16,5	%8,9	%9,4
Net marj	%13,1	%4,0	%5,2
Serbest nakit akışı marjı	%6,3	%6,7	-%0,5

Değerleme

F/K	1,5x	5,5x	3,7x
F/DD	0,7x	0,8x	0,6x
FD/FAVOK	1,7x	1,5x	1,3x
FD/Net satışlar	0,2x	0,2x	0,2x
Temettü verimi	%22,9	%31,4	%14,3
Serbest nakit akışı verimi	%32,3	%30,2	-%2,5

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Yatırım Merkezlerimiz

Genel Müdürlük

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

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

Uyarı Notu

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

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

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

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

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

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