

Doğuş Otomotiv (DOAS TI/DOAS.IS)

TUT

Tavsiyemizi “TUT” olarak revize ediyoruz...

- Hisse için hedef fiyatımızı 8.50TL'den 9.35TL'ye yükseltirken, tavsiyemizi “AL”dan “TUT”a çekiyoruz. Yeni hedef fiyatımız %15 yukarı yönlü potansiyele işaret etmektedir. Tahminlerimize göre, şirket 11.7x 2014T F/K ve 7.5x 2014T ŞD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.
- Şirketin değişen stratejisiyle birlikte HA pazarında %19.2 pazar payına sahip olmasını ve %4 FAVÖK marjı yaratmasını bekliyoruz. Uzun vadede ise %17.8 Pazar payı ve %4.5 FAVÖK marjının sürdürülebilir olduğunu öngörüyoruz.
- 2014 karından 139mnTL temettü dağıtılmasını bekliyoruz... (Temettü verimi: %7.3)

Artık pazar payı birinci öncelik... Şirket, Volkswagen AG'nin küresel stratejisine paralel olarak “pazar payı”nı birinci önceliği haline getirmiştir. Değişen yaklaşımla birlikte, satış hacimlerinin destekleneceğini fakat karlılığın daralacağını düşünüyoruz. Buna göre, şirketin Pazar payını 2014'te %17.8'den %19.2'ye yükseltmesini ve %4.0 FAVÖK marjı yakalamasını bekliyoruz.

Şirketin sahip olduğu finansal varlıklar önemli değer oluşturuyor... TÜVTÜRK Araç Muayene İstasyonları ve şirketin ana ortağı Doğuş Holding'teki %3.75'lik hissesi, şirketin sahip olduğu en büyük varlıklar. Şirket'in ayrıca VDTF (tüketici finansmanı), Krone-Doğuş, ve Doğuş Sigorta'da da hisse sahibidir. Piyasanın iyi gittiği durumlarda hisse fiyatı bu finansal varlıkların da katkısıyla daha çok değerlenmektedir, fakat durum tersine döndüğünde hisse sadece ana faaliyet kolu göz önüne alınarak fiyatlandırılıyor ve bu da hisse senedi fiyatında büyük oynamalara neden oluyor..

2014 karından 139mnTL temettü dağıtılmasını bekliyoruz... (Temettü verimi: %7.3)... Doğuş Otomotiv 2013 karından 220mnTL nakit temettü dağıtmıştır. 2014 karından %7.3 temettü verimine işaret eden 139mnTL temettü ödemesi öngörüyoruz.

Finansallar, mnTL	2011	2012	2013	2014T	2015T
Net Satışlar	4,808	5,132	6,603	6,721	6,852
Büyüme	684%	7%	29%	2%	2%
FAVÖK	273	328	306	271	297
Net Kar	142	252	223	163	185
FAVÖK Marjı	5.7%	6.4%	4.6%	4.0%	4.3%
Net Marjı	2.9%	4.9%	3.4%	2.4%	2.7%
Temettü Verimliliği	5.2%	5.2%	11.5%	7.3%	8.3%
FD/FAVÖK	7.5x	6.2x	6.6x	7.5x	6.9x
F/K	13.4x	7.6x	8.5x	11.7x	10.3x

Kaynak: Ata Yatırım Tahminleri

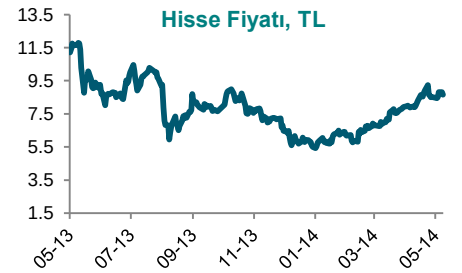
Kerimcan Uzun
kuzun@atainvest.com
+90 (212) 310 62 83

Değerleme

Hisse Fiyatı, TL	8.66
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı, TL	9.35
Beklenen Temettü Verimliliği	7%
Beklenen Hisse Fiyatı Artışı	8%
Toplam Yükselme Potansiyeli	15%

Hisse Veri

Piyasa Değeri, mn TL	1,905
Piyasa Değeri, mn ABD\$	908
Girişim Değeri, TL mn	2,037
Halka Açıklık, %	26%
Günlük Ort. Hacim, mn TL	14.4



Hisse Perf.	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Mutlak Getiri	10%	48%	-26%
İMKB100'e göre	1%	18%	-13%

Gelir Tablosu (mın TL)	2010	2011	2012	2013	2014T	2015T
Satış Gelirleri	3,428	4,808	5,132	6,603	6,721	6,852
FAVÖK	226	273	328	306	271	297
Amortisman	21	20	24	31	32	33
Faaliyet Karı	206	253	304	276	239	264
Diğer Gelir ve Giderler, Net	18	-10	60	67	57	64
Finansal Gelir ve Giderler, Net	-31	-63	-59	-68	-91	-95
Vergi Öncesi Kar	193	180	305	275	205	232
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı	150	142	253	224	164	186
Azınlık Payları	0	0	1	1	1	1
Net Kar	149	142	252	223	163	185
Hisse Başına Kar	0.68	0.64	1.15	1.02	0.74	0.84

Bilanço (mın TL)	2010	2011	2012	2013	2014T	2015T
Nakit ve Nakit Benzerleri	28	48	37	82	51	95
Ticari Alacaklar	264	377	477	657	672	685
Stoklar	403	549	484	520	910	940
Maddi Duran Varlıklar	267	379	448	519	607	632
Şerefiye	0	0	0	0	0	0
Diğer Varlıklar	538	552	776	686	691	691
Toplam Varlıklar	1,499	1,905	2,223	2,464	2,932	3,043
Finansal Borçlar	349	591	592	897	1,023	1,073
Ticari Borçlar	318	349	328	323	718	730
Diğer Borçlar	96	93	116	126	129	132
Azınlık Payları	2	2	3	3	4	4
Özsermaye	736	870	1,184	1,115	1,058	1,104
Net Borç	321	543	555	815	972	979

Özet Nakit Akımları (mın TL)	2010	2011	2012	2013	2014T	2015T
FAVÖK	226	273	328	306	271	297
Vergi	-41	-51	-61	-55	-48	-53
Çalışma Sermayesindeki Değişim	-95	-228	-56	-220	-10	-31
Yatırım Harcamaları	-29	-134	-108	-107	-76	-56
Operasyonel Nakit Akışı	61	-140	103	-76	137	157
Temettü	0	0	-100	-100	-220	-139
Borçlanmadaki Değişim	-83	242	1	305	126	50
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	19	-82	-14	-85	-74	-25
Yıl Boyunca Yaratılan Nakit	-3	20	-11	45	-31	44
Yıl Sonunda Nakit Mevcudu	28	48	37	82	51	95

Büyüme Oranları	2010	2011	2012	2013	2014T	2015T
Satış Gelirleri	61%	40%	7%	29%	2%	2%
FAVÖK	152%	20%	20%	-7%	-11%	10%
Net Kar	389%	-5%	78%	-11%	-27%	13%

Önemli Finansal Rasyolar	2010	2011	2012	2013	2014T	2015T
Özsermaye Karlılığı	23.6%	17.7%	24.6%	19.4%	15.0%	17.1%
FAVÖK Marjı	6.6%	5.7%	6.4%	4.6%	4.0%	4.3%
Operasyonel Nakit Akışı Marjı	1.8%	-2.9%	2.0%	-1.1%	2.0%	2.3%
Net Marj	4.4%	2.9%	4.9%	3.4%	2.4%	2.7%
Net Borç/Özsermaye	0.44	0.62	0.47	0.73	0.92	0.89
Net Borç/FAVÖK	1.42	1.99	1.69	2.66	3.58	3.29
KV Finansal Borçlar/Toplam Borçlar	75%	79%	84%	71%	75%	75%
Özsermaye/Toplam Aktif	49%	46%	53%	45%	36%	36%
Finansal Borç/Toplam Aktif	23%	31%	27%	36%	35%	35%
Faiz Karşılama Oranı	8.4	7.3	6.0	4.8	3.1	3.1
Cari Oran	1.1	1.1	1.1	1.2	1.0	1.1
Nakit Temettü Oranı	0.0%	70.5%	39.6%	98.4%	85.0%	85.0%

Önemli Operasyonel Bilgiler	2010	2011	2012	2013	2014T	2015T
Hafif araç satışlarında büyüme	37%	14%	-10%	10%	-21%	4%
DOAS pazar payı	11.2%	12.5%	15.8%	17.8%	19.2%	18.7%
€/TL Ortalama Parite	1.994	2.328	2.304	2.530	2.997	2.984

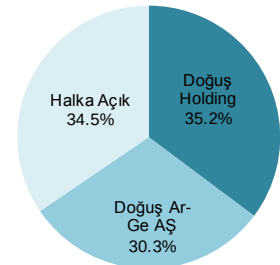
Doğuş Otomotiv

Sektör: Otomotiv
Bloomberg Kodu: DOAS TI
Öneri: Tut

Şirket Hakkında

Doğuş Otomotiv, Volkswagen, Audi, Seat, Skoda, Bentley, Lamborghini ve Porsche binek araçların yanı sıra Volkswagen hafif ticari ve Scania marka ağır ticari araçların distribütörlüğünü yapmaktadır. Şirket yedek parça, satış sonrası servis, tüketici finansmanı ve 2. el oto satışı gibi alanlarda da faaliyet göstermektedir. Şirketin aynı zamanda TUV TURK, VDF gibi şirketlerde de payı bulunmaktadır.

Ortaklık Yapısı



Yatırım Tezi: Tavsiyemizi “TUT” olarak revize ediyoruz...

Hisse için hedef fiyatımızı 8.50TL'den 9.35TL'ye yükseltirken, tavsiyemizi “AL”dan “TUT”a çekiyoruz. Yeni hedef fiyatımız %15 yukarı yönlü potansiyele işaret etmektedir. Tahminlerimize göre, şirket 11.7x 2014T F/K ve 7.5x 2014T ŞD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.

Risksiz getiri oranı varsayımımızı %10'dan %9.0'a düşürüyoruz. Buna ek olarak, şirketin HA pazar payı tahminimizi yukarı çekerken FAVÖK marjı tahminlerimizde aşağı yönlü revizyona gidiyoruz.

Artık pazar payı birinci öncelik...Uzun vadede şirketin %18'lik pazar payını korumasını bekliyoruz...

2009'dan sonra şirket en önemli önceliklerini şu şekilde belirlemiştir: i) maliyet yönetimi ii) karlılık iii) pazar payı. Şirket 2018'e kadar %18'lik pazar payı elde etmeyi hedefliyor. 2013'te %17.9'luk pazar payına ulaştıkları için, şirket Volkswagen AG'nin stratejisine paralel olacak şekilde “pazar payını” birinci önceliğine yerleştirdi. Kurumsal önceliğin değişmiş olması Doğuş Otomotiv'in Pazar payı elde etmek için karlılıktan tamamen vazgeçeceği anlamına gelmiyor. Fakat, yönetim artık %12 brüt kar marjı yerine %11 seviyesini hedeflemekte. Yönetim, Volkswagen AG'den gerekli desteği alacaklarına inanıyor; iki taraf içinde kazançlı bir durum oluşturacağı için biz de Volkswagen'in fiyat konusunda Doğuş Otomotiv'i desteklemeye devam edeceğini düşünüyoruz.

Yeni strateji satış hacmini desteklerken, karlılığı daraltacak... 2014 FAVÖK marjı tahminimizi %5'ten %4'e çekiyoruz...

Yeni stratejiyle birlikte, 2014 FAVÖK marjı tahminimizi %5'ten %4'e düşürüyoruz. 2014 Pazar payı tahminimizi ise %16.6'dan %19.2'ye yükseltiyoruz. Bu değişikliklerle birlikte, net satış tahminimizi %17.5 arttırarak 6,721mnTL'ye revize ediyoruz. Fakat FAVÖK marjı tahminimizdeki değişiklikte birlikte, FAVÖK tahminimizi %5 düşürerek 271mnTL olarak revize ediyoruz. 2014 net kar tahminimizi ise 179mnTL'den 163mnTL'ye indiriyoruz.

Şirketin sahip olduğu finansal varlıklar önemli değer oluşturuyor...

Otomotiv hissesi olmasına rağmen, Doğuş Otomotiv önemli ölçüde finansal varlığa sahip. TÜVTÜRK Araç Muayene İstasyonları ve şirketin ana ortağı Doğuş Holding'teki %3.75'lik hissesi, şirketin sahip olduğu en büyük varlıklar. Şirket ayrıca VDTF (tüketici finansmanı), Krone-Doğuş, ve Doğuş Sigorta'da da hisse sahibidir.

Piyasanın iyi gittiği durumlarda hisse fiyatı bu finansal varlıkların da katkısıyla daha çok değerlenmektedir, fakat durum tersine döndüğünde hisse sadece ana faaliyet kolu göz önüne alınarak fiyatlandırılıyor ve bu da hisse senedi fiyatında büyük oynamalara neden oluyor.

I. TÜVTÜRK Araç Muayene İstasyonları...

Her binek araç, ilk 3 yıl sonunda yapılan ilk muayene sonrasında iki yılda bir muayene edilmelidir. Yeni kurallar Ocak 2005'ten beri uygulanmakta ve o zamandan beri muayene oranı %50'den %75'e yükseldi. Araç muayenesi yasalarca zorunlu olduğu ve TÜVTÜRK monopoli durumda olduğu için operasyon

sabit bir gelire sahip. Net bugünkü değer analizi ile DOAS'ın elinde tuttuğu %33'lük hissenin 367mn TL değerinde olduğunu hesaplıyoruz.

II. Ana şirket hisseleri...

Doğuş Otomotiv Doğuş Holding'in %3.75 hissesine sahiptir. Doğuş Holding finans, medya, inşaat ve turizm gibi bir çok işkoluna sahiptir. Doğuş Holding hisselerini değerlemede sadece %20.4'lük Garanti Bankası payını hesaba kattık ve 272mn TL'ye ulaştık, bunun üzerinden %20 iskonto uyguladık. Hatırlanacağı üzere, Doğuş Holding'in halka arzı 2012'de bekleniyordu fakat belirsiz piyasa koşulları nedeniyle ileri bir tarihe ertelenmişti. Halka arzın ileride gerçekleşmesi durumunda, şirket operasyonlarının Garanti Bankası faaliyetleri dışında finans ve medyayı da kapsayacak olmasından dolayı, halka arzın daha çok değer yaratarak bizim değerlememizi yükseltmesini beklemekteyiz.

III. VDF Tüketici Finansmanı...

VDF, Doğuş Otomotiv ve Volkswagen Finansal Servisleri arasında bir ortak teşebbüstür. DOAS bayileri Doğuş Otomotiv müşterilerine araç ve servis kredisi sağlayarak uygun kredi oranları ile hızlı sonuçlar almalarına yardımcı olmaktadır. Şirket 2013'te müşterilerine yıllık bazda %33 artış ile toplamda 2.5 milyar TL kredi sağlamıştır.

Tablo 1 - Dogus Otomotiv - Finansal Varlıklar

Şirket İsmi	Değerleme Yöntemi	DOAS Payı	DOAS'a ait Değer
TUVTURK	İNA	33%	367
Doğuş Holdin Payları	Piyasa Değeri	4%	272
VDTF	DD	48%	70
LPD Holding	DD	38%	23
Dogus Teknoloji	DD	46%	2
Dogus Sigortar	DD	42%	29
Krone - Dogus	DD	48%	25
Meiller - Dogus	DD	49%	0
Yuce Auto	DD	50%	12
VDF Servis Holding	DD	38%	16
Toplam			816
%20 İskonto			-163
Finansal Varlıklar Değeri			653

Kaynak, Şirket verileri, Ata Yatırım tahminleri

Doğuş Otomotiv 2013 karından 220mnTL temettü dağıttı... 2014 karından 139mnTL temettü dağıtılmasını bekliyoruz... (Temettü verimi: %7.3)

Doğuş Otomotiv, %98 ödeme oranı ile 2013 karından 220mnTL temettü dağıtmıştır. Ana ortak Doğuş Holding'in yeme-içme ve medya sektörlerindeki büyümesini göz önüne alarak, Doğuş Otomotiv'in düzenli bir şekilde temettü dağıtmaya devam edeceğini düşünüyoruz. 2014 karından 139mnTL temettü ödemesi beklemekteyiz. Bu rakam %7.3 temettü verimine işaret etmektedir.

Tablo 2 - Doğuş Otomotiv - Revizyonlar

	Önceki		Yeni	Önceki		Yeni
	2014E	Revizyon	2014E	2015E	Revizyon	2015E
Net Satışlar	5,722	17.5%	6,721	5,787	18.4%	6,852
FAVÖK	285	-4.9%	271	306	-2.9%	297
FAVÖK Marjı	5.0%	-95 bps	4.0%	5.3%	-95 bps	4.3%
Net Kar	179	-8.5%	163	199	-6.9%	185
Net Kar Marjı	3.1%	-69 bps	2.4%	3.4%	-73 bps	2.7%

Kaynak: Şirket Verisi, Ata Yatırım Tahminleri

Tablo 3 - Doğuş Otomotiv - Ata Yatırım Tahminleri ve Bloomberg Konsensusu

	Önceki		Yeni	Önceki		Yeni
	2014E	Revizyon	2014E	2015E	Revizyon	2015E
Net Satışlar	6,721	9.1%	6,162	6,852	1.6%	6,746
FAVÖK	271	-4.1%	283	297	-9.1%	327
FAVÖK Marjı	4.0%	-55 bps	4.6%	4.3%	-51 bps	4.8%
Net Kar	163	-12.6%	187	185	-17.6%	225
Net Kar Marjı	2.4%	-60 bps	3.0%	2.7%	-63 bps	3.3%

Kaynak: Ata Yatırım Tahminler, Bloomberg

Riskler

Makroekonomik riskler...

Doğuş Otomotiv'in iş yaptığı piyasalarda yaşanacak olumsuz makro koşullar otomotiv talebini negatif etkileyebilir. Artan faiz oranları ve düşük tüketici güven endeksi şirketin operasyonel performansını düşürebilir.

Güçlü € hem karlılığa hem de satış hacmine olumsuz etki etmektedir...

İş modelinden dolayı, Euro'nun TL karşısında değer kazanması şirketin hem satış hacmini hem de karlılığını olumsuz etkileyebilir. Euro'nun değer kazandığı dönemlerde, şirket bu artışı fiyatlarına yansıtırsa hacimleri, yansıtmasa ise karlılığı negatif etkilenmektedir.

İç piyasada hükümetin otomotiv talebini daraltacak adımları Doğuş Otomotivi negatif etkileyebilir...

Cari açığa karşı önlem almak amacıyla, hükümet sene başında binek araçlara yönelik ÖTV oranlarında artışa gitmişti. Hükümetin bu bağlamda alabileceği tedbirler, örneğin, ÖTV oranlarının bir kez daha arttırılması, Doğuş Otomotiv'i Ford Otosan ve Tofaş'a göre iş modelinin farklılığı sebebiyle daha olumsuz etkileyebilir.

Tablo 4 - Doğuş Otomotiv - Binek ve Ticari Araçlara Yönelik ÖTV Oranları

	Binek Araç			Ticari Araç	
	1 Ocak 2014 Sonrası	1 Ocak 2014 Öncesi		1 Ocak 2014 Sonrası	1 Ocak 2014 Öncesi
<1600cc	45%	40%	HTA	15%	15%
1601-2000	90%	80%	Minibus	9%	9%
>2000	145%	130%	Midibus	4%	4%
			Otobüs	1%	1%

Kaynak: Ata Yatırım

Tablo 5 - Doğuş Otomotiv -Operasyonel Özet

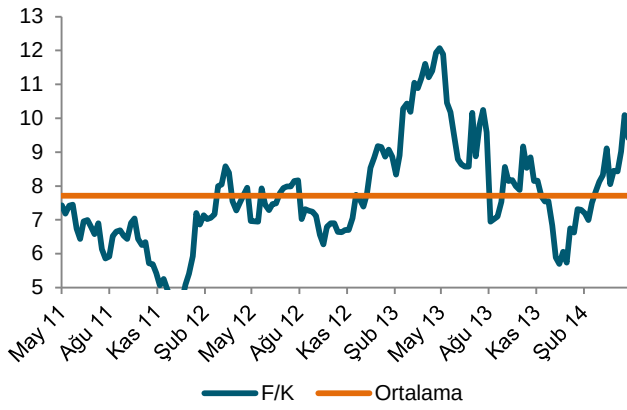
	2011	2012	2013	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T
<i>Net Satışlar (TLmn)</i>								
Toplam	4,808	5,132	6,603	6,721	6,852	7,192	7,585	8,164
<i>Yıllık Büyüme</i>								
Net Satışlar	40%	7%	29%	2%	2%	5%	5%	8%
<i>Satış Hacmi</i>								
BA	81,720	96,958	127,771	109,038	110,699	112,319	113,892	118,447
HTA	26,362	26,048	23,752	21,409	21,440	21,440	22,298	23,190
ATA	2,929	1,701	1,672	1,722	1,808	1,917	2,032	2,133
Toplam Hacim	111,011	124,707	153,195	132,168	133,948	135,676	138,221	143,770
<i>Yıllık Büyüme</i>								
BA	33%	19%	32%	-15%	2%	1%	1%	4%
HTA	10%	-1%	-9%	-10%	0%	0%	4%	4%
ATA	17%	-42%	-2%	3%	5%	6%	6%	5%
Toplam Hacim	26%	12%	23%	-14%	1%	1%	2%	4%
<i>Pazar Payları</i>								
BA	13.8%	17.4%	19.2%	21.0%	20.5%	20.0%	19.5%	19.5%
HTA	9.7%	11.8%	12.6%	13.5%	13.0%	12.5%	12.5%	12.5%
ATA	6.3%	4.3%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
Toplam	12.2%	15.3%	17.2%	18.4%	17.9%	17.4%	17.0%	17.0%
<i>HA Pazarında</i>	<i>12.5%</i>	<i>15.8%</i>	<i>17.8%</i>	<i>19.2%</i>	<i>18.7%</i>	<i>18.2%</i>	<i>17.9%</i>	<i>17.9%</i>
<i>Ortalama Fiyatlar</i>								
İç Pazar (TL)	43	41	43	51	51	53	55	57
İç Pazar (€)	19	18	17	17	17	17	17	18
<i>Yıllık Büyüme</i>								
İç Pazar (TL)	11%	-5%	5%	18%	1%	4%	4%	3%
İç Pazar (€)	-5%	-4%	-5%	1%	-1%	2%	1%	1%
<i>Marjlar</i>								
Brüt Kar Marjı	12.4%	13.9%	11.4%	11.0%	11.3%	11.4%	11.4%	11.4%
FAVÖK	5.7%	6.4%	4.6%	4.0%	4.3%	4.5%	4.5%	4.5%
Net Kar	2.9%	4.9%	3.4%	2.4%	2.7%	2.9%	3.0%	3.0%

Kaynak: Şirket verileri, Ata Yatırım tahminleri

Değerleme

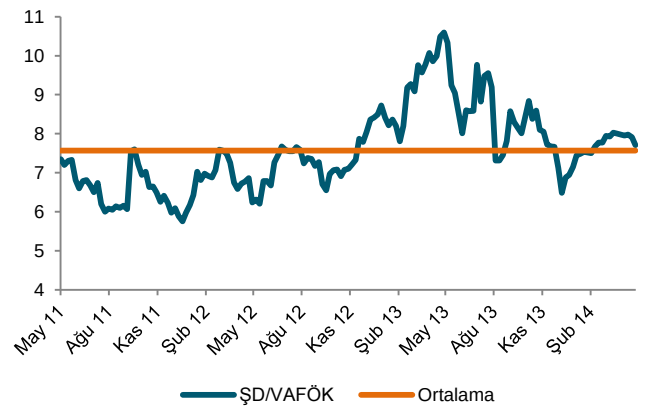
Şirket önemli miktarda finansal varlık taşıdığı için “parçaların toplamı” yönetmini değerlememizde kullandık. Değerlememize göre, 12A hedef fiyatımız 9.35TL olup, %15 yukarı yönlü potansiyele işaret etmektedir. Sınırlı yukarı yönlü potansiyeli göz önüne alarak tavsiyemizi “AL”dan “TUT”a düşürüyoruz.

Tablo 6 –Doğuş Otomotiv- Tarihsel FK



Kaynak: Bloomberg

Tablo 7 – Doğuş Otomotiv - Tarihsel ŞD/FAVÖK



Kaynak: Bloomberg

Tablo 8 - Dogus Otomotiv - İNA Analizi

TL m n	2013	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T
Net Satışlar	6,603	6,721	6,852	7,192	7,585	8,164	8,875	9,647
Büyüme%	28.6%	1.8%	1.9%	5.0%	5.5%	7.6%	8.7%	8.7%
FAVÖK	306	271	297	326	344	370	403	438
Grow th%	-6.5%	-11.5%	9.5%	9.8%	5.5%	7.6%	8.7%	8.7%
FAVÖK Marjı	4.6%	4.0%	4.3%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
Operasyonel Kar	276	239	264	292	309	335	366	401
Operasyonel Vergi	51	48	53	58	62	67	73	80
Efektif Vergi Oranı	19%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Vergi Sonrası Op. Kar	225	191	211	234	247	268	293	321
VSOK Marjı	3.4%	2.8%	3.1%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
Yatırım Harcaması	107	76	56	46	47	48	49	50
Amortisman	31	32	33	34	35	35	36	37
İşletme Sermayesi Değişimi	220	10	31	41	47	67	76	79
Net Nakit Akımı	-72	137	157	182	188	189	205	229
AOSM	12.5%	12.3%	12.2%	12.1%	12.0%	11.9%	11.9%	11.8%
İndirme Katsayısı	0.00	0.89	0.79	0.71	0.63	0.57	0.51	0.45
İNA	0	122	125	129	119	107	104	104
İNA Toplamı	901							
Büyüme Oranı	4%							
Terminal Değer	2,765							
Terminal Değer MD	1,119							
Şirket Değeri	2,019							
	815							
İNA Değeri	1,204							

Tablo 9 - Dogus Otomotiv - İleriye Dönük Çarpanlar

	2013	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T
F/K	8.5	11.7	10.3	9.1	8.5	7.7	6.9	6.2
ŞD/FAVÖK	8.9	7.5	6.9	6.2	5.9	5.5	5.1	4.7

Kaynak: Ata Yatırım Tahminleri

1Ç14 Sonuçları: Karlılık artan pazar payıyla daraldı...

• Doğuş Otomotiv 1Ç14'de 26mnTL net kar açıklayarak hem piyasa beklentisi olan 39mnTL'nin hem de bizim tahminimiz olan 35mnTL'nin altında net kar elde etmiştir.

• Şirket, 1Ç14'te 44mnTL FAVÖK elde ederek, 51mnTL olan tahminimizin ve 57mnTL olan piyasa beklentisinin altında kalmıştır. Şirketin 1Ç14'de net satış rakamı 1,354mnTL ile beklentimiz olan 1,189mnTL'nin üstünde gerçekleşirken, piyasa beklentisi olan 1,328mnTL'ye paralel kalmıştır.

Yüksek satış fiyatları 1Ç14'te ciroyu destekledi... Şirket 1Ç14'te 24,996 adet araç satmıştır. (y/y: %10 düşüş, ç/ç: %44 düşüş) Şirket iç pazarda %22 Pazar payına ulaşmıştır. (1Ç13: %18, 4Ç13: %17) Artan Pazar payı, %24 daralan iç pazarda satış hacmindeki düşüşün bir miktar önüne geçmiştir. Şirketin 1Ç14'te elde ettiği 1,354mnTL tahminimizin olan 1,189mnTL'nin üzerinde gerçekleşmiştir. Beklenenden yüksek gerçekleşen ortalama satış fiyatları tahminimizdeki sapmanın ana kaynağıdır.

Artan Pazar payıyla karlılık olumsuz etkilenmiştir... Şirket 1Ç14'te 44mnTL FAVÖK elde ederek beklentimiz olan 51mnTL'nin altında kalmıştır. Şirketin FAVÖK marjı %3.2 ile yine beklentimiz olan %4.3'ten düşük gerçekleşmiştir. 1Ç14'te €/TL paritesindeki yüksek oynaklık ve şirketin Pazar payına odaklanması karlılığı daraltmıştır.

26mnTL olan net kar rakamı beklentilerimizin altında kalmıştır... Doğuş Otomotiv 1Ç14'te 26mnTL net kar elde ederek tahminimiz olan 35mnTL'nin altında kar açıkladı. Tahminimizden düşük gerçekleşen operasyonel karlılık tahminlerimiz ile gerçekleşen rakamlar arasında sapmaya sebep olmuştur.

Doğuş Otomotiv'in net borç pozisyonu 974mn TL'ye yükselmiştir... Şirketin 1Ç14 sonu itibariyle 63mnTL uzun net döviz pozisyonu bulunmaktadır.

Doğuş Otomotiv - 1. Çeyrek Sonuçları

	CNBC-e Kons.	Ata Yatırım	Gerçekleşen								
TL mn		1Ç14T	Sapma	1Ç14	1Ç13	y/y Δ	4Ç13	Ç/Ç D	2014T	2013	y/y Δ
Net Satışlar	1,328	1,189	14%	1,354	1,292	5%	1,998	-32%	6,721	6,603	2%
SMM		-1,055	15%	-1,210	-1,110	9%	-1,808	-33%	-5,984	-5,853	2%
Brüt Kar		134	8%	144	182	-21%	189	-24%	737	750	-2%
Operasyonel Giderler		-91	20%	-109	-105	4%	-132	-18%	-498	-474	5%
Operasyonel Kar		43	-18%	35	77	-54%	57	-38%	239	276	-13%
Net Diğer Faaliyet Gel./(Gid.)		20	-13%	18	16	10%	16	9%	57	67	-16%
Finansal Giderler		-19	6%	-20	-14	40%	-16	24%	-91	-68	34%
Azınlık Payları		0	n.m.	-1	1	n.m.	0	n.m.	1	1	n.m.
VÖK		44	-28%	32	79	-59%	57	-44%	204	275	-26%
Vergi		-9	-39%	-5	-15	-64%	-8	-37%	-41	-51	-20%
Net Kar	39	35	-25%	26	64	-58%	48	-45%	163	223	-27%
Amortisman		8	7%	9	7	27%	8	4%	32	31	5%
VAFÖK	57	51	-14%	44	84	-48%	65	-33%	271	306	-11%
Brüt Kar Marjı		11.3%	-59 bps	10.7%	14.1%	-345 bps	9.5%	118 bps	11.0%	11.4%	-39 bps
Oper. Gid./Net Satışlar		-7.7%	-40 bps	-8.0%	-8.1%	7 bps	-6.6%	-142 bps	-7.4%	-7.2%	-23 bps
FAVÖK Marjı	4.3%	4.3%	-103 bps	3.2%	6.5%	-327 bps	3.3%	-2 bps	4.0%	4.6%	-61 bps
Net Kar Marjı	2.9%	3.0%	-102 bps	2.0%	4.9%	-298 bps	2.4%	-45 bps	2.4%	3.4%	-95 bps

Kaynak: Şirket Verisi, Ata Yatırım Tahminleri

Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.

Emirhan Cad. No: 109 Atakule Kat: 12
34349 Balmumcu /İstanbul
Tel: (212) 310 62 00
www.atayatirim.com.tr

Ata Online Menkul Kıymetler A.Ş.

Emirhan Cad. No: 109 Atakule Kat: 1 Asma Kat
34349 Balmumcu/İstanbul
Tel : 444 62 65
Fax : (212) 310 63 63
www.ataonline.com.tr

Ata Portföy Yönetimi A.Ş.

Emirhan Cad. No: 109 Atakule Kat:12
34349 Balmumcu/İstanbul
Tel : (212) 310 63 60
www.ataportfoy.com.tr

Bu bültende yer alan bilgiler Ata Yatırım tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. 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 görüşlere ilişkin bilgiler güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilmiş olup, Ata Yatırım bu bilgilerin doğruluğu hakkında garanti vermemektedir. Bu görüşler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu durumda, ortaya çıkabilecek sonuçlardan dolayı Ata Yatırım sorumluluk kabul etmez. Ata Yatırım, hiçbir şekilde ön ihbara ve /veya ihtara gerek kalmaksızın söz konusu bilgileri, tavsiyeleri değiştirebilir, ortadan kaldırabilir. Ata Yatırım, mesajın ve bilgilerinin size, değişikliğe uğrayarak, geç ulaşmasından, bütünlük ve gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve bilgisayar sisteminize verebileceği herhangi bir zarardan sorumlu tutulamaz. Bu e-postanın virüs içermemesi için alınması gereken tedbirler alınmıştır. İşbu e-posta ve eklerinin kullanımdan kaynaklı zarar veya kayıplardan sorumlu olmadığımız için kullanmadan önce virüs kontrol programlarınızı uygulamanızı tavsiye ederiz.