

DOĞUŞ OTOMOTİV SERVİS VE TİCARET A.Ş.

Şirket Raporu

Endekse Paralel Getiri
%12 Yükselme Potansiyeli 19/06/2014

DOAS

Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş. için 12 aylık hedef piyasa değerimizi 2,074 milyar TL ve şirketin hisse senetleri için önerimizi "Endekse Paralel Getiri" olarak belirliyoruz. Güncel hedef değerimiz hissenin şu anki fiyatından %12'lik bir artış potansiyeline işaret etmektedir. Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş.'nin 2014 yılı birinci çeyrek gerçekleştirmeleri ve 2014 yılı ile ilgili beklentilerimiz aşağıda belirtilmiştir.

SEKTÖRÜN GÖRÜNÜMÜ

Dünya'da Trend

➤ 2 trilyon Euro ciro, 85 milyar Ar-Ge yatırımı ve 433 milyar Euro vergi geliri ile dünyanın en büyük 6. ekonomik gücüne denk büyüklüğe sahip dünya otomotiv sektörü, global krizden en çok etkilenen sektörlerden biri olarak 2008-2009 yıllarında sıkıntılı zamanlar geçirse de 2010 yılından itibaren büyüme trendini tekrar yakaladı. Dünya genelinde 2009'u toplam 65,4 milyon adet satışla kapatan sektör; 2013 yılında 86,2 milyon adetlik hacme ulaşarak 2009'a göre %31,8, bir önceki yıla göre de %2,5'lük artış gösterdi. 2013'te sektörde en büyük coğrafi pazar 30,9 milyon adetle Asya/Pasifik(Japonya hariç) olurken, ikinci Kuzey Amerika'da 18,8 milyon ve üçüncü Batı Avrupa'da 12,9 milyon adet araç satıldı. Pazarın 2014 yılında dünya genelinde %4 büyüme göstererek, 91 milyon adetlik hacme ulaşması beklenmektedir.

➤ Üretim tarafında ise dünya genelinde 2013 yılında 86,7 milyon adet araç üretilirken, global krizin etkilerinin en fazla görüldüğü 2009 yılındaki 61,8 milyon adetlik üretime göre %40,2, bir önceki yıldaki 85,1 milyon adetlik üretime göre %1,9'lük artış gözlemlenmiştir. 2013'te gerçekleşen üretime en fazla katkısı 34,5 milyon adetle Asya/Pasifik(Japonya hariç) ülkeleri yaparken, ABD 16,7 milyon adet ve Batı Avrupa 12,4 milyon adet otomobil üretti. 2014'te dünya genelinde üretilen araç sayısının %3,6 artışla 91,3 milyona adete ulaşacağı tahmin edilmektedir.

➤ Kuzey Amerika, Batı Avrupa ve Japonya'daki otomobil üreticileri pazardaki güçlü konumlarını devam ettiriyor olsalar da son dönemde gelişmekte olan ülkeler tarafından daha fazla zorlanmakta ve küresel kapasite fazlası sektörün karşısına ayrı bir tehdit olarak çıkmaktadır. Diğer taraftan sektörün geçirdiği değişimler, sektör oyuncularını bu değişimlere ayak uydurmaya zorluyor. Elektrikli araçlar, tüketicilerin satın alım kararlarını önemli derecede etkileyen daha az yakıt tüketimi beklentileri, birçok gelişmiş ülkede vergi oranının üzerinden hesaplandığı karbondioksit salınımının azaltımı ve şoförsüz araçlar gibi trendler üreticileri bu alanlarda yatırım ve yenilik yapmaya teşvik ediyor.

DOAS Hisse Verileri	TL
Fiyat	8,38
HEDEF FİYAT	9,43
Piyasa Değeri(Milyon TL)	1.844
Firma Değeri(Milyon TL)	2.790
Fiyat/Kazanç (Cari Dönem)	9,88
Piyasa Değeri/Defter Değeri	1,92
Halka Açıklık Oranı(%)	26,00
Ortalama Günlük İşlem Hacmi(3Ay-Bin TL)	11.880

Kaynak: BMD Araştırma, Finnet

Değerleme Metodolojisi	Hedef Fiyat (TL)	Ağırlık (%)
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	8,92	60%
Çarpan Analizi Yöntemi	10,20	40%
Hesaplanan DOAS Hedef Fiyatı (TL)	9,43	

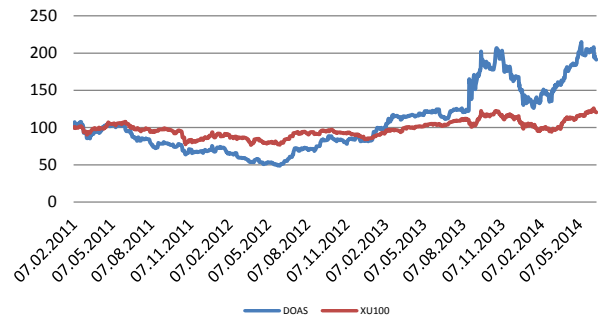
Kaynak: BMD Araştırma

DOAS Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
DOAS Performans (%)	-3,14	25,62	-11,35
BİST Performans (%)	3,90	24,86	-1,25

Kaynak: BMD Araştırma, Finnet

ÖNEMLİ RASYOLAR	1Ç13	4Ç13	1Ç14
Brüt Kar Marjı	14,1%	9,5%	10,7%
Faaliyet gider marjı	7,7%	6,6%	7,7%
Net Esas Faaliyet Kar Marjı	6,4%	3,0%	2,9%
FAVÖK Marjı	6,5%	3,3%	3,2%
Net Kar Marjı	4,9%	2,4%	2,0%
Toplam Borç / Özsermaye	140,3%	120,8%	251,1%
Özsermaye Karlılığı	5,3%	7,0%	9,3%

Endekse Göre Getiri



Bizim Menkul Değerler

Burak Sever

+90(216)547 1354

burak.sever@bmd.com.tr



Bizim Menkul Değerler A.Ş.

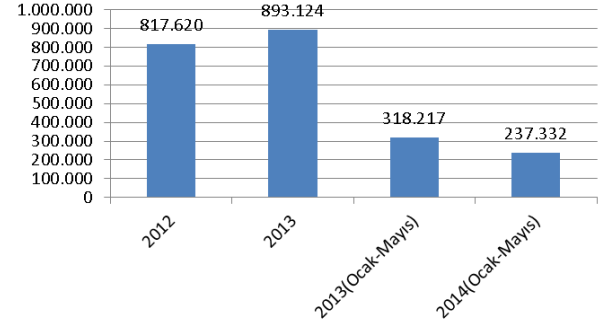
Türkiye’de Trend

- Türkiye otomotiv pazarı 2013 yılını %9,2 büyümeye ve 893.124 adetlik satış hacmiyle kapadı. 2014’e ÖTV zammı, yükselen kur ve faiz, yerel seçimlerden dolayı gerilen siyasi ortamın tüketici güvenini zedelemesi ve BDDK’nın taşıt kredilerine yönelik düzenlemeleri gibi birçok olumsuz etkenle başlayan perakende araç pazarı ilk 5 ay sonunda geçen yıla göre %25 daralarak 237.332 adete geriledi. Binek otomobil pazarı %23 daralırken, hafif ticarideki daralma %34’ü aştı.
- Üretim bir önceki yıla göre %4,9 artarak 1.125.534 adete, ihracat %13,5 artarak 828.471 adete, ithalat ise %20,3 artarak 615.609 adete ulaştı. Türkiye 2013’te %11,6 artışla 21,5 milyar dolarlık ihracat gerçekleştirdi. Binek araç satışları bir önceki yıla göre %19,5 artarak 664,655’e yükseldi ve hafif ticari araç satışlarındaki %14,8’lik azalışa rağmen pazarın büyümesini sağladı.
- Türkiye’de iç pazarın büyümesini baskılayan bir diğer önemli unsur da binek araçlar üzerindeki aşırı vergi yüküdür. OECD’nin Consumption Tax Trends 2012 raporuna göre Türkiye, binek araçlara uygulanan vergiler açısından dünyada Danimarka ve Finlandiya’dan sonra üçüncü sırada gelmektedir. OECD endeksine göre, Türkiye 148 puanla 47 olan OECD ortalamasının 3 katından fazla vergi oranına sahiptir. 1 Ocak 2014 tarihinde yapılan düzenlemeyle binek araçlara uygulanan ÖTV oranlarına bir zam daha geldi. Yeni düzelmeye motor hacmi 1.600 cc’ye kadar olan araçlara uygulanan vergi oranı %40’tan %45’e, 1.600-2.000 cc arasındaki araçlar için %80’den %90’a, 2.000 cc üzerindeki araçlar ise %130’dan %145’e yükseltildi. 2014’ün ilk 5 ayının sonunda motor hacmi 1.600 cc’ye kadar olan araçların payı %93,8’den %94,6’ye yükseldi.

Doğuş Otomotiv

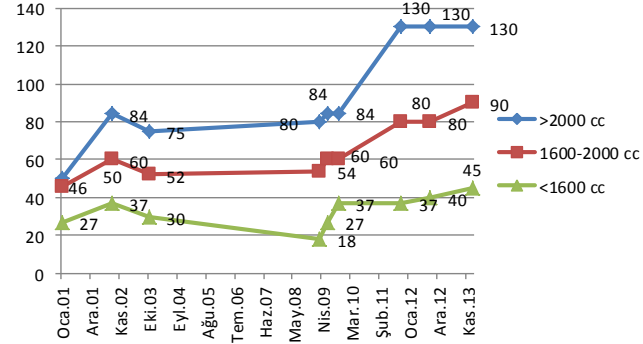
- 2013’te başarılı bir yıl geçiren Doğuş Otomotiv perakende pazarda payını 2 puan artırarak %17,8’a ulaştırmış ve yılı 151 bin araç satışıyla kapatmıştı. 2014’ün ilk çeyreğini 24.966 adet araç satışı (1Ç13: 30.831) ve %21,7’lik pazar payıyla tamamladı. 2014 Mayıs sonu itibarıyla ise satışlarını 50.050’ye (Ocak-Mayıs 2013: 55.194) ve pazar payını ise %22,1 yükselterek pazar payı açısından başarılı bir performans sergiledi.
- Binek araç pazarı genelinde pazara göre daha az daralan Doğuş Otomotiv satışları sadece lüks segmentte pazarın üzerinde bir daralma gösterdi. 2014’ün ilk çeyreğinde lüks segment pazarı %7 daralırken, Doğuş Otomotiv’in lüks segment satışlarındaki %14 azaldı. Mercedes ve BMW’nin vergi avantajı olan 1,6 motor hacmine sahip ürün gamının Audi’ye göre daha geniş olması Doğuş Otomotiv’in lüks segmentte pazar kaybetmesine yol açıyor.

Yurtiçi Pazar (Adet)



Kaynak: BMD Araştırma, DOAS

ÖTV ORANLARI



Kaynak: BMD Araştırma, KPMG

Kısaca Doğuş Otomotiv:

Doğuş Otomotiv, Türkiye’nin lider otomotiv ithalatçısı ve en büyük otomotiv dağıtıcılarından. Binek araç, hafif ticari araç, ağır vasıta, endüstriyel deniz motorları ve soğutma sistemleri alanlarında, her biri kendi sektörünün lideri konumundaki 14 markanın Türkiye temsilcisidir. Volkswagen, Audi, Skoda, SEAT, Scania, Bentley, Porsche, Lamborghini, Bugatti, Krone ve Meiller gibi çeşitli marka motorlu araçları Türkiye pazarına sunmaktadır. Türkiye pazarında pazar payı yüksek olan pek çok yabancı markalı otomobilin ithalatını ve dağıtımını yapmaktadır. Şirket, perakende otomobil satışının yanında (Doğuş Oto Pazarlama ve D-Auto Suisse SA), ikinci el otomobil satışı (DOD), otomobil finansmanı vesigortası (VDF Tüketici Finansmanı, Doğuş Sigorta ve Leaseplan), satış sonrası servis (Otofix) ve Krone ve Meiller markalı motorlu araçların üretimi gibi otomotiv sektörünün pek çok alanlarında da faaliyet göstermektedir. Şirketin Türkiye geneline yayılmış 500’den fazla satış ve hizmet noktası bulunmaktadır. Doğuş Otomotiv, Türkiye’de periyodik araç muayenesinde yetkili ve görevli tek kuruluş olan TUVTÜRK’ün %33 payına sahiptir. 197 sabit 3 motosiklet ve 73 gezici istasyonda görevli 3.500 çalışanı ile Türkiye’nin tamamında hizmet veren TUVTÜRK, yılda 6 milyona yakın aracın periyodik ve yola uygunluk muayenelerini, 1 milyona yakın aracın ise egzoz gazı emisyon ölçümünü gerçekleştirmektedir.

Kaynak: Doğuş Otomotiv Faaliyet Raporu, 2013

- Marka bazında Doğu Otomotiv'in toptan satışlarını incelediğimizde Skoda'nın başarısı göze çarpıyor. 2013'te satışlarını %19 artırarak 12.362'ye taşıyan Skoda, 2014'ün ilk çeyreğinde %31 artışla 2.206 adetlik satış hacmine ulaştı. Diğer taraftan 2013'te yeni modellerinin yoğun talep görmesi ve filo talepleri gelmesiyle %98'lik artışla 11.334 adetlik hacme ulaşan Seat, 2014'ün ilk çeyreğinde daralan pazara rağmen satışlarını geçen yıllara aynı seviyede tutabilmiş ve 1,665 adetlik satış hacmine ulaştı. Doğu Otomotiv'in toplam satışlarının %61'ini oluşturan VW binek araç satışları, 1Ç14'te %12 daralarak pazara göre oldukça iyi bir performans sergiledi. Böylece DOAS pazara göre iyi bir performans sergileyerek pazar liderliğini perçinledi.
- Türkiye'de hafif ticari araç pazarı 1Ç14'te %32 daralarak 26.970 adete geriledi. Doğu Otomotiv'in hafif ticari araç pazarında satışları %26 azalarak 4.038'e gerilemesine rağmen, VW markasının Pazar göre daha iyi bir performans sergilemesiyle pazar payı 1Ç13'teki %12,8'den %14,1'e yükseldi ve pazardaki üçüncülüğünü korudu. Tofaş %30,4 ile Pazar liderliğini ele geçiren, Ford %21,5 ile ikinci sıraya geriledi.

Mali Analiz

- Doğu Otomotiv'in 1Ç14'te satışları bir önceki yıla göre %4,8 yükselişle 1,4 milyar TL'ye ulaştı. Satılan araç sayısı %11 azalışla 27.497'ye gerilerken (Scania, Krone ve Meiller satışları dahil), Euro kurunda yaşanan artıştan dolayı TL bazlı fiyatların yükselmesi ciroyu yukarı çekti. Diğer taraftan; ÖTV zammı, seçim sürecinde gerilen siyasi atmosfer ve Euro'nun değer kazanmasıyla TL bazlı fiyatların yükselmesi gibi etkenler talebi zayıflatırken DOAS'ın Euro bazlı maliyetlerini satış fiyatlarına bire bir yansıtılamamasına neden oldu. Sonuç olarak brüt kar marjı 3,4 puan azalışla %10,7'ye geriledi. Bu arada, 2013'ün ilk çeyreğinde model yılı değişimindeki başarılı stok yönetimi dolayısıyla 1Ç13'ün DOAS'ın sıradışı performans sergilediği bir dönem olduğunu hatırlatmakta fayda var. Bir önceki çeyrekle kıyasladığımızda ise kar marjının 1,2 puan yükseldiğini görüyoruz. 4Ç13'e göre brüt kar marjının iyileşmesinde OEM'den alınan fiyat destekleri etkili oldu. Otomotiv sektöründeki daralma Mayıs ayında devam ederken, pazardaki %25'lik daralmaya karşın DOAS'ın satışları %9 daralmış ve Mayıs sonu itibarıyla toplamda Mart sonunda %21,7 olan pazar payını %22,1'e yükseltmiştir. Buna ek olarak, stoklardaki %111'lik artış DOAS yönetiminin 2014'ün gelecek aylarından umutlu olduklarına işaret ediyor. Bir süredir Irak pazarına girmeyi hedefleyen Doğu Otomotiv, önümüzdeki haftalarda Irak'taki faaliyetlerine başlayacak.

DOAS ÖZET BİLANÇO (Bin TL)	31.12.2013	31.03.2014	Değişim %
Dönen Varlıklar	1.281.701	2.055.208	60%
Nakit ve Benzeri Değerler	82.246	296.978	261%
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	618.939	573.968	-7%
Stoklar	520.176	1.096.368	111%
Diğer Dönen Varlıklar	60.340	87.894	46%
Duran Varlıklar	1.182.645	1.240.262	5%
Maddi Duran Varlıklar	498.211	501.330	1%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	12.494	13.742	10%
Ertelenen Vergi Varlıkları	6.576	10.099	54%
Diğer Duran Varlıklar	665.364	715.091	7%
Toplam Aktifler	2.464.346	3.295.470	34%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.075.520	2.088.119	94%
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	603.449	946.548	57%
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	323.233	765.426	137%
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	114.243	330.485	189%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	270.762	265.763	-2%
Uzun Vadeli Karşılıklar	11.552	14.098	22%
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	247	100%
Öz Sermaye (Azınlık Payı Dahil)	1.118.064	941.588	-16%
Toplam Pasifler	2.464.346	3.295.470	34%
Öz Sermaye (Ana Ortaklığa Ait)	1.114.663	937.314	-16%
Toplam Pasifler	2.464.346	3.295.470	34%
Net yabancı Para Pozisyonu	45.099	63.316	
Net Borç (+) / Nakit (-)	815.008	946.648	

- DOAS'ın FAVÖK'ü temel olarak brüt kardaki azalışa bağlı olarak 1Ç14'te %48 azalarak 43,9 milyon TL oldu. FAVÖK marjı ise 3,3 puanlık keskin bir düşüşle %3,2'ye geriledi. FAVÖK marjı 4Ç13'e göre yatay bir performans sergiledi. Geçmiş yıllara baktığımızda döviz kurlarındaki artışların fiyatlara tam olarak yansıtılmasının 6 ayı bulduğunu görüyoruz. Pazarın yeni kurlara tam anlamıyla adapte olmasıyla birlikte, maliyetlerin satış fiyatlarına daha iyi yansıtılacağını ve bu durumun FAVÖK marjındaki iyileşmeler sağlayacağını düşünüyoruz. Diğer taraftan DOAS'ın araç

- parkıyla birlikte karlılığı daha yüksek olan yedek parça ve servis gelirlerinin artıyor olması FAVÖK marjını iyileştirmesini beklediğimiz bir diğer etkidir.
- DOAS'ın ana ortaklık payları net dönem karı 1Ç14'te bir önceki yıla göre %58 azalarak 26,5 milyon TL oldu. Esas faaliyet karındaki düşüş iki dönem arasındaki farkın temel nedeni olurken, yeni kredi kullanımından dolayı 11,7 milyon TL'den 17,5 milyon TL'ye yükselen faiz giderleri iki dönem arasındaki makası açtı.

DOAS ÖZET GELİR TABLOSU (Bin TL)	1Ç13	4Ç13	1Ç14	Değişim % 1Ç14-1Ç13	Değişim % 1Ç14-4Ç13
Satış Gelirleri	1.291.949	1.997.595	1.354.163	4,8%	-32,2%
Satışların Maliyeti (-)	1.109.688	1.808.322	1.209.872	9,0%	-33,1%
Brüt Kar	182.261	189.273	144.291	-20,8%	-23,8%
Faaliyet Giderleri (-)	99.539	132.362	104.632	5,1%	-21,0%
Garanti Gideri (-)	17.251	16.892	5.388	-68,8%	-68,1%
Net Esas Faaliyet Karı/Zararı	77.409	56.911	35.296	-54,4%	-38,0%
Diğer Faaliyetlerden Gelir ve Karlar	10.304	12.339	13.779	33,7%	11,7%
Diğer Faaliyetlerden Zararlar ve Giderler (-)	4.991	8.588	9.416	88,7%	9,6%
Faaliyet Karı veya Zararı	82.722	60.662	39.659	-52,1%	-34,6%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0	480	0	0,0%	-100,0%
Özkaynak Yönt. Değer. Yat. Kar/Zarar Payları	10.748	12.329	13.225	23,0%	7,3%
(Esas Faaliyet Dışı) Finansal Gelirler	0	568	0	0,0%	-100,0%
(Esas Faaliyet Dışı) Finansal Giderler (-)	14.397	16.818	20.176	40,1%	20,0%
Net Finansal Gelirler/Giderler	-14.397	-16.250	-20.176	40,1%	24,2%
Vergi Öncesi Kar/Zarar	79.073	57.221	32.708	-58,6%	-42,8%
Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	14.714	8.442	5.352	-63,6%	-36,6%
Net Dönem Karı/Zararı	64.359	48.779	27.356	-57,5%	-43,9%
Azınlık Payları Net Dönem Karı/Zararı	545	191	873	60,2%	357,1%
Ana Ortaklık Payları Net Dönem Karı/Zararı	63.814	48.588	26.483	-58,5%	-45,5%
Amortisman Giderleri , İtfa Ve Tükenme Payları	6.775	8.310	8.617	27,2%	3,7%
FAVÖK	84.184	65.221	43.913	-47,8%	-32,7%

DEĞERLEME

Doğuş Otomotiv'in 12 aylık hedef piyasa değerine ulaşırken İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yöntemine %60 ve çarpan analizine %40 ağırlık verilmiştir. Çarpan analizinde Gelişmiş Ülke ve Gelişmekte olan Ülkelerden benzer faaliyet gösteren şirketler seçilmiştir. TL olarak belirlediğimiz 12 aylık hedef hisse değerimiz hissenin şu anki fiyatından %12'lik bir artış potansiyeline işaret etmektedir.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemine Göre Değerleme

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yöntemi ile ulaştığımız hedef değerimizde **Doğuş Otomotiv**'in faaliyetlerinden 2012-2020 yılları arasında elde etmesini tahmin ettiğimiz nakit akımlarını %11,74 AOSM ile bugüne indirgeyerek değerledik. İskonto oranı hesaplamalarımızla ilgili varsayımlarımız sağdaki tabloda özetlenmiştir. Risksiz getiri oranını 2 yıllık devlet tahvillerinin getiri oranına bağlı olarak %8,50 olarak belirledik. 2020 yılından sonraki nakit akımlarında ise uç değer nakit akımları büyüme oranının %2,00 olacağı kabul edilmiştir.

Değerleme Metodolojisi	Hedef Fiyat (TL)	Ağırlık (%)
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	8,92	60%
Çarpan Analizi Yöntemi	10,20	40%
Hesaplanan DOAS Hedef Fiyatı (TL)	9,43	

Kaynak: BMD Araştırma

DOAS İskonto Oranı Hesaplama	2012-2020	Uç değer
Risksiz getiri oranı	8,5%	8,5%
Beta Katsayısı	1,02	1,02
Kaldıraçlı Beta Katsayısı	1,49	1,49
Sermaye Piyasası Risk Primi	%5,50	%5,50
Özsermaye Maliyeti	%14,13	%14,13
Özsermaye Maliyeti (kaldıraçlı)	%16,70	%16,70
Borçlanma Maliyeti	%10,00	%10,00
Vergi Oranı	%20,00	%20,00
Toplam Finansal Borçlar	1.243.626.000	57,0%
Özkaynaklar	937.314.000	43,0%
DOAS AOSM	%11,74	%11,74

DOAS Konsolide İNAA (Bin TL)	2013	2014 T	2015 T	2016 T	2017 T	2018 T	2019 T	2020 T
İndirgeme Katsayısı		1,00	0,89	0,80	0,72	0,64	0,57	0,51
Net Satışlar	6.602.663	6.008.423	6.729.434	7.469.672	8.216.639	9.038.303	9.806.559	10.640.116
FAVÖK	374.786	212.908	238.457	264.687	291.156	320.271	347.495	377.032
FAVÖK Büyümesi	-%2,52	-%43,19	%12,00	%11,00	%10,00	%10,00	%8,50	%8,50
FAVÖK Marjı	%5,68	%3,54	%3,54	%3,54	%3,54	%3,54	%3,54	%3,54
Faiz Vergi Öncesi Esas Faaliyet İ	344.235	180.515	336.472	410.832	534.082	587.490	637.426	691.608
Faiz Vergi Öncesi Esas Faaliyet İ	-%4,45	-%47,56	%86,40	%22,10	%30,00	%10,00	%8,50	%8,50
Vergi Oranı	%20,00	%20,00	%20,00	%20,00	%20,00	%20,00	%20,00	%20,00
Düzenlenmiş Vergiler	-68.847	-36.103	-67.294	-82.166	-106.816	-117.498	-127.485	-138.322
Vergi Sonrası Esas Faaliyet Karı	275.388	144.412	269.177	328.666	427.265	469.992	509.941	553.286
Vergi Sonrası Esas Faaliyet Karı İ	-4%	-48%	86%	22%	30%	10%	8%	9%
Amortisman	30.551	32.393	33.647	37.348	30.000	30.000	30.000	30.000
Net Yatırım Giderleri	73.236	55.000	45.000	37.500	40.125	42.934	45.939	49.155
İşletme Sermayesi Yatırımı	134.002	-8.231	47.549	70.151	69.032	79.440	74.277	80.590
Nakit Akımındaki Büyüme	-%47,91	%31,75	%61,71	%22,87	%34,74	%8,48	%11,15	%8,06
AOSM	%11,74	%11,74	%11,74	%11,74	%11,74	%11,74	%11,74	%11,74
İndirgenmiş Nakit Akımları	-	130.036	188.182	206.925	249.510	242.224	240.946	233.004
HEDEF ÇARPANLAR	2013 T	2014 T	2015 T	2016 T	2017 T	2018 T	2019 T	2020 T
FAVÖK (bin TL)	374.786	212.908	238.457	264.687	291.156	320.271	347.495	377.032
Hedef FD/FAVÖK	9,9	17,5	15,6	14,0	12,8	11,6	10,7	9,9
Hedef FD/Satışlar	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3
VARSAYIMLAR	2013 T	2014 T	2015 T	2016 T	2017 T	2018 T	2019 T	2020 T
Net Satış Büyümesi	%28,6	-%9,0	%12,0	%11,0	%10,0	%10,0	%8,5	%8,5
Satışların Maliyeti(%)	%88,6	%89,3	%87,5	%87,0	%86,0	%86,0	%86,0	%86,0
Faaliyet Gideri Marjı (%)	%6,1	%7,7	%7,5	%7,5	%7,5	%7,5	%7,5	%7,5
Amortisman Gideri Marjı (%)	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,4	%0,3	%0,3	%0,3
İşletme Sermayesi İhtiyacı / Satış	-%2,03	%0,14	-%0,71	-%0,94	-%0,84	-%0,88	-%0,76	-%0,76
SMM+FG Marjı (amortisman hari)	94,3%	96,5%	94,5%	94,0%	93,1%	93,2%	93,2%	93,2%
FAVÖK marjı	5,7%	3,5%	5,5%	6,0%	6,9%	6,8%	6,8%	6,8%

Gelişmiş Ülke Rakipleri Çarpanları

Firma	Ülke	Piyasa Değeri (\$)	Firma Değeri (\$)	FD/FAVÖK (Son 4 Ç)	FD/Satış (Son 4 Ç)	F/K	PD/DD
AP EAGERS LTD	AUSTRALIA	943.503.493	1.393.135.853	13,84	0,52	15,48	1,87
AUTOCANADA INC	CANADA	1.746.241.576	2.061.593.482		1,14		
AT-GROUP CO LTD	JAPAN	658.939.985	1.030.114.915		0,25		
VT HOLDINGS CO LTD	JAPAN	677.662.928	865.288.585		0,65	12,05	2,44
GULLIVER INTERNATIONAL CO	JAPAN	838.337.255	733.889.327	8,13	0,41	18,6	2,47
USS CO LTD	JAPAN	5.177.838.235	4.739.629.657	9,02		21,91	3,31
BILIA AB-A SHS	SWEDEN	780.730.284	805.139.138		0,2	16,05	3,2
HOTAI MOTOR COMPANY LTD	TAIWAN	6.569.947.270	6.312.537.131		1,31	26,24	
PENDRAGON PLC	BRITAIN	730.247.103	961.508.479			10,63	
LOOKERS PLC	BRITAIN	900.054.459	972.613.558	7,22	0,21	14,68	2,32
VERTU MOTORS PLC	BRITAIN	316.333.703	276.536.152	8,69		13,16	
SONIC AUTOMOTIVE INC-CLASS A	UNITED STATES	1.388.377.319	3.348.948.292	10,62	0,35	13,03	2,21
ASBURY AUTOMOTIVE GROUP	UNITED STATES	1.935.749.908	3.055.549.908	10,73	0,52	15,08	3,78
PENSKE AUTOMOTIVE GROUP INC	UNITED STATES	4.194.277.204	7.845.077.204	14,68	0,49	16,25	2,68
AUTONATION INC	UNITED STATES	6.628.786.304	11.207.686.304	12,74	0,61	18,25	3,2
CARMAX INC	UNITED STATES	9.781.692.377	16.737.201.377	18,99	1,41	20,41	2,96
DOGUS OTOMOTIV SERVİS VE TİC	Turkey	852.609.455	1.246.259.274	8,68	0,44	9,76	1,7
Median				10,62	0,505	15,48	2,575
Gelişmiş Ülke Rakipleri Çarpan Analizine Göre DOAS Piyasa Değeri (bin TL)				2.325.857			
Gelişmiş Ülke Rakipleri Çarpan Analizine Göre DOAS Hisse Değeri (TL)				10,57			

Kaynak: Finnet, BMD Araştırma

Gelişmekte olan Ülke Rakipleri Çarpanları

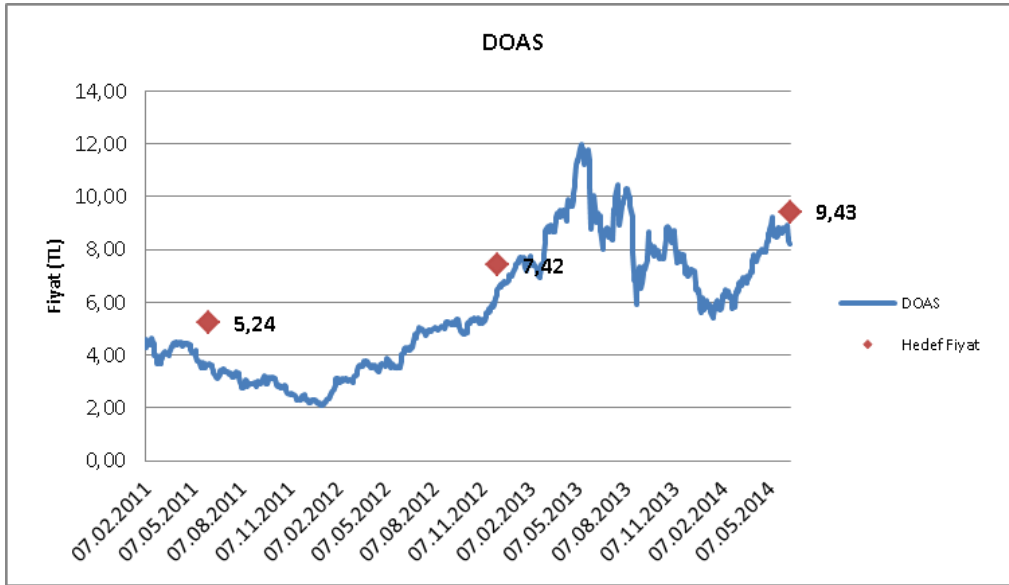
Firma	Ülke	Piyasa Değeri (\$)	Firma Değeri (\$)	FD/FAVÖK (Son 4 Ç)	FD/Satış (Son 4 Ç)	F/K	PD/DD
CHINA ZHENG TONG AUTO SERVICE	CHINA	1.237.356.838	2.420.014.665	8,46	0,53	9,2	1,02
ZHONGSHENG GROUP HOLDINGS	CHINA	2.753.149.927	5.652.768.809	11,16	0,64	15,06	1,81
BAOXIN AUTO GROUP LTD	CHINA	2.091.586.957	3.689.808.082	12,04	0,82	13,06	2,79
CHINA YONGDA AUTOMOBILES SER	CHINA	1.334.591.623	2.363.268.185	11,34	0,55	14,03	2,43
CHINA HARMONY AUTO HOLDING L	CHINA	684.630.340	1.029.138.087	9,2	0,81	9,27	1,92
TUNAS RIDEAN TBK PT	INDONESIA	316.698.899	406.464.684	14,79	0,43	13,22	1,83
DELEK AUTOMOTIVE SYSTEMS LTD	ISRAEL	966.652.478	1.204.596.057	9,79	1,35		
DOGUS OTOMOTIV SERVİS VE TİC	Turkey	852.609.455	1.246.259.274	8,68	0,44	9,76	1,7
Median				10,48	0,595	13,06	1,83
Gelişmekte Olan Ülke Rakipleri Çarpan Analizine Göre DOAS Piyasa Değeri (bin TL)				2.190.360			
Gelişmekte Olan Ülke Rakipleri Çarpan Analizine Göre DOAS Hisse Değeri (TL)				9,96			
			Değer (TL)	Ağırlık			
Gelişmiş Ülke Rakipleri Çarpan Analizine Göre DOAS Hisse Değeri (TL)			10,57	40%			
Gelişmekte Olan Ülke Rakipleri Çarpan Analizine Göre DOAS Hisse Değeri (TL)			9,96	60%			
Çarpan Analizine Göre DOAS Hisse Değeri (TL)			10,20				

Kaynak: Finnet, BMD Araştırma

2014 yılı otomotiv sektörü için beklendiği gibi zor bir yıl olurken, **Doğuş Otomotiv** 1Ç14'te pazarın üzerinde bir performans sergilemiştir. **DOAS**, pazar payını artırmasının yanısıra OEM'den aldığı fiyat desteğiyle brüt kar marjını da bir önceki çeyreğe göre iyileştirmeyi başarmıştır. Raporumuzda saydığımız birçok etkenden dolayı belirsizlik ve değişkenlerle geçen ilk çeyrekte pazar payını yükselterek çıkan **DOAS**, alımlarını yerel seçim sonrasında bırakan tüketicilerin de etkisiyle Nisan ve Mayıs aylarında satışlarını hızlandırmış ve bu durum yılın geri kalanı için umut verici bir gelişme olmuştur. **Doğuş Otomotiv**'in imajı güçlü markalarıyla yılın geri kalanında da pazarın üzerinde bir performans sergileyeceğini düşünüyoruz. Diğer taraftan büyüyen araç parkıyla birlikte servis gelirlerinin artmaya devam edeceği ve FAVÖK marjını olumlu etkileyeceğini öngörüyoruz. **DOAS hisse senetleri için hedef fiyatımızı 9,43 TL olarak belirliyor ve "Endekse Paralel Getiri" önerisi veriyoruz.**

EKONOMİ, SEKTÖR VE ŞİRKET İLE İLGİLİ RİSKLER

- ✓ TL'deki değer kayıplarının tüketicilerin alım gücünü azaltması,
- ✓ Önümüzdeki seçim süreçleriyle tüketici güveninin tekrar gerileme durumu,
- ✓ ÖTV zammı, TL'deki değer kaybı, BDDK düzenlemesi, gerileyen tüketici güveni gibi nedenlerden dolayı pazardaki daralmanın fiyat rekabetini kızıştırması ve artan maliyetlerin satış fiyatlarına yansıtılmaması sonucu düşen karlılık
- ✓ Doğuş Otomotiv'in faaliyetlerinin çok önemli bir kısmının yurtiçi pazara bağlı olması



BMD Hisse Senetleri Araştırma Bölümü Tavsiye Kriterleri

Endeksin Üzerinde Getiri: 12 aylık süre zarfında % 15 ve fazlası yükseliş potansiyeli öngördüğümüz hisse senetleri.

Endekse Paralel Getiri: 12 aylık süre zarfında %15 yükseliş veya düşüş potansiyeli öngördüğümüz hisse senetleri.

Endeksin Altında Getiri: 12 aylık süre zarfında %15 ve fazlası düşüş potansiyeli öngördüğümüz hisse senetleri.

Analist Tasdiki

Bu araştırma raporunu hazırlayan BMD analisti veya analistleri, bu çalışmada belirtilen görüşlerini, incelenen sektör ve/veya şirket ile ilgili olan fikirlerini doğru bir şekilde yansıttıklarını; bununla birlikte, aldıkları maaşın ve diğer maddi gelirlerinin direk ya da dolaylı olarak hiçbir kısmının bu raporda belirtilen tavsiye ve/veya görüşlerle ilişkilendirilmediğini ve ilişkilendirilmeyeceğini onaylamaktadırlar.

Hedef Fiyat: DOAS için belirlenen 12 aylık hedef fiyatımız **9,43 TL**'dir.

Değerleme Metodu: BMEKS'i değerlerken TL cinsinden indirgenmiş nakit akımları ve piyasa çarpanları yöntemlerine göre hedef değer belirlenmiştir. Bulduğumuz hedef değeri hesaplarken indirgenmiş nakit akımı yöntemine %60 ve piyasa çarpanları analizine %40 ağırlık verilmiştir.

Riskler: : Bulduğumuz hedef değere ulaşılması konusunda makroekonomik ve mikroekonomik dalgalanmalar ile faiz oranları, yabancı para kurları, şirket büyümesinin gerçekleştirilememesi ve tüketici davranışlarındaki değişiklikler başlıca riskleri oluşturmaktadır.

Önemli Uyarı

Bu rapor Bizim Menkul Değerler A.Ş. ("BMD") tarafından sadece okuyucuyu bilgilendirme amaçlı olarak hazırlanmıştır ve genel bilgiler içermektedir. Burada yer alan yatırım, bilgi, yorum ve tavsiyeler 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 okuyucunun mali durumu ile risk ve getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun olmayabilir.

BMD Araştırma Bölümü tarafından hazırlanan raporlar, maddi önemi olup kamuya duyurulmuş ve maddi önemi olmayıp kamuya duyurulmamış olan bilgilerin bir kombinasyonu olarak hazırlanmaktadır. BMD kendi içindeki birimler arası bilgi geçişini engelleyici önlemler uygulamaktadır. Bu raporda sunulan bilgi ve fikirler BMD'nin Araştırma Bölümü dışındaki çalışanları tarafından incelenmemiştir ve BMD'nin Kurumsal Finansman Bölümü çalışanları da dahil olmak üzere diğer hiçbir bölüm çalışanları tarafından bilinen görüşleri yansıtmamaktadır. Bu sebeple BMD diğer kurumsal müşterileri ile olan iş ilişkilerini ve bu hizmetler karşılığında aldığı hizmet bedellerini Araştırma raporlarında açıklamamaktadır.

Bu raporda bahsi geçen ve BMD tarafından alım-satımına aracılık edilen hisse senedi ve diğer finansal yatırım araçlarına yapılan yatırımlar herhangi bir kurum tarafından korunmamaktadır ve bir getiri garantisi de yoktur. Genel olarak finansal yatırım araçları ve özellikle türev yatırım araçları çeşitli riskler içerirler. Bu risklerden bazıları piyasa riski, karşı tarafın yükümlülüklerini yerine getirmemesi riski ve likidite riskidir. Her yatırımcıya uygun olan bir yatırım aracı yoktur. Bazı durumlarda bazı yatırım araçlarının değerini belirlemek ve riskini tayin etmek için güvenilir bilgi elde etmek de zor olabilir. Bu durumda yatırımcılar bu tür yatırım araçlarından elde edecekleri getirinin değişken olabileceğinin ve yaptıkları yatırım miktarının büyük bir kısmını kaybedebileceğinin farkında olmalıdırlar. Ayrıca yatırımcılar herhangi bir yatırım aracının geçmiş performansının gelecek performansının tahmin edilmesinde bir temel oluşturmayacağını de bilmelidirler. Bunlara ilaveten, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası gibi gelişmekte olan piyasalar yatırım açısından gelişmiş piyasalardan daha riskli olabilir. Özellikle politik ve ekonomik şartlar, şirket uygulamaları, piyasa fiyatları ve işlem hacimlerinde büyük sapmalar görülebilir. BMD Araştırma Bölümü'nün bu riskleri tayin edebilme kabiliyeti yeterli miktarda ve kalitede bilgiye ulaşamaması sebebiyle kısıtlı olmuştur.

Burada yer alan bilgiler BMD'nin güvenilir olduğunu düşündüğü yayımlanmış bilgilerden ve veri kaynaklarından derlenmiştir. Kullanılan bilgilerin doğruluğu ve/veya eksiksizliği konusunda BMD hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. BMD Araştırma raporları şirket içi ve dışı dağıtım kanalları aracılığıyla tüm BMD müşterilerine eşzamanlı olarak dağıtılmaktadır. Ayrıca, Burada yer alan tahmin, yorum ve tavsiyeler dökümanın yayımlandığı tarih itibarıyla geçerlidir. BMD Araştırma Bölümü daha önce hazırladığı ya da daha sonra hazırlayacağı raporlarda bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerden farklı ya da bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerle çelişen başka raporlar yayımlayabilir. Çelişen fikir ve tavsiyeler bu raporu hazırlayan kişilerden farklı zaman dilimlerine işaret ediyor, farklı analiz yöntemlerini içeriyor ya da farklı varsayımlarda bulunuyor olabilir. Böyle durumlarda, BMD'nin bu raporlardaki tavsiye ve görüşlerle çelişen diğer BMD Araştırma Bölümü raporlarını okuyucunun dikkatine sunma zorunluluğu yoktur.

Bu raporda belirtilen görüş ve tavsiyelerin uygulanabilirliği yatırımcıların finansal yatırım araçlarını açığa satabilme konusundaki yasal düzenlemelerle sınırlandırılmış olabilir. Bu nedenle yatırımcıların herhangi bir açığa satış kararı almadan önce konuyla ilgili hukuki danışmanlık hizmeti almaları gerekebilir. Döviz kurlarındaki değişiklik veya diğer yatırım araçlarındaki fiyat değişiklikleri bu raporda bahsi geçen herhangi bir yatırım aracının piyasa değerini olumsuz etkileyebilir.

Bu rapor çalışmaya konu olan yatırım araçlarını ihraç eden kuruluşlardan bağımsız olarak hazırlanmıştır. Bu araştırma raporuna konu olan yatırım aracının getirisi ve riskleri hakkında BMD ve BMD Araştırma Bölümü analistleri hiçbir şekilde garanti vermemektedir. Ayrıca BMD ve BMD Araştırma Bölümü analistleri bu çalışmaya konu olan yatırım araçlarını ihraç eden kurumların temsilcisi değildirler. BMD Araştırma Bölümü politikaları, BMD analistlerinin herhangi bir çalışmayı yayınlamadan önce rapora konu olan yatırım aracının ihraççısının rapordaki herhangi bir tavsiye, görüş ya da değerlemeyi incelenmesini kesinlikle yasaklamaktadır. Bu çalışmada konusu geçen herhangi bir yatırım aracının vergilendirilmesi ile ilgili bilgiler veya vergi ödemeleriyle ilgili bir tavsiye vermek amacıyla verilmemiştir. Bu nedenle, yatırımcıların kendi kişisel vergi durumları ile ilgili bilgileri kendi vergi danışmanları ile görüşmeleri gerekmektedir. Bu rapor hukuki konular hakkında yasal

bir tavsiye fikir ya da sonuca varmak için hazırlanmamıştır. Yatırımcılar bu raporun içeriği ile ilgili hukuki konularda kendi yasal danışmanlarından tavsiye ya da fikir almalıdırlar.

Bazı BMD araştırma raporları mevcudiyetini yitirmiş olan bir takım yatırım araçlarıyla ilgili yatırım tavsiyeleri ve müzakereleri içeriyor olabilirler. Bu sebeple, yatırım kararı verirken yatırımcıların ilgilendikleri yatırım enstrümanı ile ilgili en güncel olan araştırma raporlarına başvurmaları gerekmektedir.

Bazı yatırım araçlarının ihraççıları belli bazı dönemlerde BMD tarafından araştırma raporu yazılmayacak ya da araştırma tavsiyesinde bulunulmayacak ihraççı olarak sınıflandırılmış olabilirler. Böyle durumlarda, BMD Araştırma Bölümü ihraççı ile ilgili sadece gerçek olan ve yayımlanmış bilgileri yatırımcılarıyla paylaşabilir ancak görüş ve tavsiyelerde bulunmayabilirler.

Bu çalışma kesinlikle tekrar çıkarılmak, çoğaltılmak, kopyalanmak ve/veya okuyucudan başkasına dağıtılmak üzere hazırlanmamıştır ve BMD Araştırma Bölümü'nün izni olmadan kopyalanamaz ve çoğaltılıp dağıtılamaz. Okuyucuların bu raporun içeriğini oluşturan yatırım tavsiyeleri, tahmin ve hedef fiyat değerlemeleri de dahil olmak üzere tüm yorum ve çıkarımların, BMD Araştırma 'nün izni olmadan başkalarıyla paylaşmamaları gerekmektedir. BMD bu araştırma raporunu yayınlamaya, müşterilerine ve gerekli yatırım profesyonellerine dağıtmaya yetkilidir. BMD Araştırma Bölümü gerekli olduğunu düşündüğünde düzenli olarak yatırım tavsiyelerini güncellemekte ve temel analize dayalı araştırma raporları hazırlamaktadır. Bununla birlikte, bu çalışma herhangi bir hisse senedinin veya finansal yatırım enstrümanlarının alımı ya da satımı için BMD ve/veya BMD tarafından direk veya dolaylı olarak kontrol edilen herhangi bir şirket tarafından gönderilmiş bir teklif ya da öneri oluşturmamaktadır. Herhangi bir alım-satım ya da herhangi bir enstrümanın halka arzına talepte bulunma kararı bu çalışmaya değil, arz edilen yatırım aracı ile ilgili kamuya duyurulmuş ve yayınlanmış izahname ve sirkülere dayanmalıdır.

BMD ya da herhangi bir BMD çalışanı bu raporun içeriğindeki görüş ve tavsiyelere uyulması sebebiyle doğabilecek doğrudan ya da dolaylı herhangi bir zarar ya da kayıpla ilgili olarak sorumlu tutulamaz.