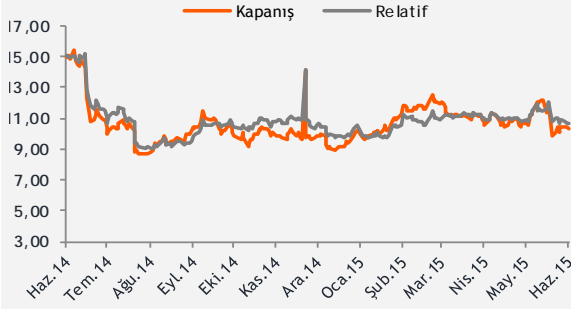


05 Ağustos 2016 Cuma

Sektör	: Otomotiv
Şirket	: Doğuş Otomotiv
Hisse Kodu	: DOAS - DOAS TI, DOAS IS
Fiyat (TL)	: 10,29
Hedef Fiyatı (TL)	: 14,11
Yükselme Potansiyeli	: %37,11
Öneri / Kısa Vade	: Endeksin Üzerinde Getiri
Öneri / Uzun Vade	: AL
Hisse Adedi (mn)	: 220,0
HAO (%)	: 26%

Doğuş Otomotiv, Volkswagen Grup markalarının Türkiye temsilcisidir. Doğuş Otomotiv binek araç, hafif ticari araç ve ağır vasıta segmentlerinde 13 markanın (Volkswagen Binek, Volkswagen Ticari, Audi, Porsche, Bentley, Lamborghini, Bugatti, SEAT, Skoda, Scania, Meiller, Scania Endüstriyel ve Deniz Motorları, Thermo King) 80'i aşkın modelini Türkiye otomotiv pazarına sunmaktadır. Doğuş Otomotiv distribütörlük faaliyetinin yanı sıra, otomotiv finansmanı, yedek parça ticareti, lojistik hizmetleri, ikinci el araç ticareti, filo kiralama ve sigorta gibi tamamlayıcı hizmet alanlarında da faaliyet göstermektedir.

## Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	-7,44	-13,77	-28,01
Rölatif %	-4,81	-4,64	-24,11
En Yüksek (TL)	11,18	12,14	14,22
En Düşük (TL)	10,65	11,72	13,86

## Yatırımcı Takvimi

2Ç16 Finansal Sonuçları 18.08.2016

Analist : Serap KAYA  
İletişim : 0212 352 35 77 - 186  
: [serap.kaya@vakifyatirim.com.tr](mailto:serap.kaya@vakifyatirim.com.tr)

## Yeniden “Doğuş”

Doğuş Otomotiv'i 14,11 TL hedef fiyat (%37 yükselme potansiyeli) uzun vadeli AL, kısa vadeli “Endeks Üzeri Getiri” önerisi ile hisse izleme listemize ekliyoruz. Yatırım harcamaları ihtiyacı düşük olan Şirketin 2017'den itibaren nakit akımlarının pozitif dönmelerini bekliyoruz. Doğuş Otomotiv'in, izleme listemizdeki otomotiv hisseleri arasında i-artmasını beklediğimiz temettü ödeme kapasitesi ii- pazardaki lider konumu ve iii-yüksek getiri potansiyeli nedeniyle en cazip hisse olduğu görüşündeyiz.

mn TL	Ciro	FAVÖK	Net Kar	HBT (TL)	F/K(x)	FD/FAVÖK(x)
2013	6.603	306	224	1,00	10,1 x	15,2 x
2014	7.693	357	252	0,68	9,0 x	13,0 x
2015	10.889	484	303	1,36	7,5 x	9,6 x
2016/T	10.267	408	221	0,60	10,2 x	11,4 x
2017/T	11.268	450	261	0,71	8,7 x	10,3 x
2018/T	12.324	498	336	0,92	6,7 x	9,3 x

- **Geniş marka ve model yelpazesi pazar payı kazanımını destekliyor** -- 13 markanın 80'i aşkın modelini pazara sunan Doğuş Otomotiv 2010'da %11,0 olan perakende pazar payını 2015 sonu itibarıyla %20,2'ye yükseltmiştir. Şirketin 2016 yılında binek araç, hafif ticari araç, ağır ticari araç ve toplam perakende pazar payının sırasıyla %22,0, %14,0, %10,5 %19,8 olacağını ve pazardaki lider konumunu sürdüreceğini tahmin ediyoruz.
- **Tüvtürk: Nakit yaratma kabiliyeti yüksek iş kolu** -- Araç muayene işinin 2018'den itibaren 250 mn TL (Doğuş Otomotiv'in payı %33) civarında bir nakit akımı yaratacağını öngörüyoruz. Dolayısıyla ana işkolundaki dalgalanmalara karşı Şirket finansalları açısından dengeleyici bir rol üstlenen Tüvtürk'ü Şirket için önemli bir varlık olarak değerlendiriyoruz. Tüvtürk'ün Doğuş Otomotiv değerlemesine katkısını ise 536 mn TL (NAD'nin %21) hesaplıyoruz.
- **“Temettü Şirketi” olmaya devam edecek** -- Doğuş Otomotiv'in nakit yaratma konusundaki kabiliyetinin artmasıyla düzenli temettü dağıtmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Son 5 yıllık ortalamada %82 temettü ödeme oranı olan Şirketin önümüzdeki dönemde dağıtım oranının %60, temettü veriminin ise ortalama %7,2 olmasını bekliyoruz.
- **Faizlerin düşüşünden olumlu etkilenecek** -- Doğuş Otomotiv'in 1Ç16 itibarıyla 1,93 milyar TL düzeyindeki finansal borçlarının önümüzdeki dönemde artmasını beklemiyoruz. Bu durum faizlerdeki düşüşler ile birlikte azalan finansman gideri anlamına gelmektedir. Düşük faiz ortamı Şirketin ana iş kolunda yeni araç satışını desteklerken, tamamlayıcı faaliyetlerinden tüketici finansmanı, araç kiralama, araç muayene gibi iştiraklerini olumlu etkileyerek daha yüksek karlılık ile Doğuş Otomotiv'e katkı sağlayacaktır.
- **Şirketin operasyonel marjlarının normalleşmesini bekliyoruz** -- Doğuş Otomotiv'in 2010'dan bu yana kurdaki oynaklıklar ve pazardaki rekabetçi fiyatlar nedeniyle marjlarında bir miktar düşüş görülmüştür. Şirketin uzun vadede brüt kar marjının %10,9, FAVÖK marjının ise %4,1 seviyesinde dengelenmesini bekliyor bununla birlikte FAVÖK marjı tahminimizin muhafazakâr bir yaklaşımla oluşturulduğunu ve varsayımlarımızın üzerinde operasyonel marjlara ulaşabileceğini düşünüyoruz.
- **Satış sonrası hizmetlerin karlılığı katkısını önemli buluyoruz** -- Şirket, 2015 sonu itibarıyla 1,5 milyona ulaşan Doğuş Otomotiv çıkışlı araç parkı sayesinde yedek parça pazarının önemli oyuncularından birisi konumundadır. Sadece distribütörlüğünü yaptığı markalara satış sonrası hizmetler sunan Doğuş Otomotiv'in servis hizmetlerinde istikrarlı bir yükseliş ve bu paralelde kar marjlarında iyileşmeler bekliyoruz.
- **Irak operasyonları uzun vadede önemli bir potansiyel** -- 2014 yılında hizmete açılrsa da bölgesel problemler nedeniyle faaliyete tam olarak geçemeyen Irak operasyonlarının orta-uzun vadede Şirket için önemli bir katalizör olacağı görüşündeyiz. Muhafazakar olmak adına değerlememize dahil etmesek de Irak pazarındaki normalleşme sonrası 5 yıllık dönemde ortalama yıllık 15.000 adet satış hedeflendiğini belirtmek isteriz.
- **Değerleme ve Öneri** -- Doğuş Otomotiv için Parçaların Toplamı yöntemini baz alarak yaptığımız değerlendirme sonrası Şirket için 14,11 TL/hisse değere ulaşmaktayız. 2016 yılına ilişkin tahminlerimiz Şirketin 11,4xFD/FAVÖK ve 10,2x F/K ile işlem gördüğüne işaret etmektedir.

# Şirket Raporu | Doğu Otomotiv

05 Ağustos 2016 Cuma



Gelir Tablosu (TL mn)	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Satış Gelirleri (net)	6.603	7.693	10.889	10.267	11.268	12.324
FAVÖK	275,9	318,7	434,8	359,1	394,9	436,0
Amortisman Giderleri	30,6	38,5	49,6	49,0	55,5	62,0
FAVÖK	306,5	357,1	484,4	408,2	450,4	498,0
Diğer Gelir ve Giderler (Net)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansal Gelir/Gider (Net)	-67,8	-123,4	-171,5	-185,8	-175,7	-169,2
VÖK	275,9	296,3	365,4	276,5	326,7	419,4
Vergiler	-51,2	-43,2	-62,9	-55,3	-65,3	-83,9
Durdurulan Faaliyetlerden K/Z	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Azınlık Payları	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Dönem Karı	224,7	253,1	302,4	221,2	261,4	335,6
HBK		1,30	1,55	1,14	1,34	1,72

Bilanço (TL mn)	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Nakit ve Benzerleri	82	41	72	144	187	188
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	619	744	1.104	1.028	1.047	1.147
Tüketici Finansman Alacakları	0	0	0	0	0	0
Stoklar	520	569	1.214	947	961	1.053
Maddi Duran Varlıklar	498	542	664	791	835	875
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	12	16	21	29	30	29
Diğerleri	732	916	905	882	868	856
<b>Toplam Aktifler</b>	<b>2.464</b>	<b>2.827</b>	<b>3.980</b>	<b>3.822</b>	<b>3.928</b>	<b>4.147</b>
Finansal Borçlar	897	1.076	1.941	1.919	1.896	1.874
Kısa Vadeli	638	1.029	1.645	1.631	1.612	1.593
Uzun Vadeli	259	47	296	288	284	281
Ticari Borçlar	323	357	509	441	449	492
Özsermaye	1.118	1.236	1.363	1.284	1.413	1.591
Net Borç	815	1.035	1.869	1.775	1.709	1.686

Nakit Akım Tablosu (mn TL)	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
VÖK	276	296	365	277	327	419
Amortisman	31	38	50	49	56	62
Δ İşletme Sermayesi İhtiyacı	214	140	853	-341	10	137
Vergi	-51	-43	-63	-55	-65	-84
Yatırım Harcaması	-34	-90	-151	-100	-100	-62
Temettü Ödemesi	-220	-220	-150	-300	-133	-157
Bedelli Sermaye Artırımı	0	0	0	0	0	0
Δ Borçlanma Değişimi	0	179	865	-23	-22	-22
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	0	-342	-1.738	566	-29	-292
Yıl boyunca yaratılan nakit	0	300	1.769	-494	72	294
Dönemsonu Nakit	82	41	72	144	187	188

Büyüme	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Satış	%28,6	%16,5	%41,6	-%5,7	%9,7	%9,4
FAVÖK	-%6,5	%16,5	%35,6	-%15,7	%10,4	%10,6
Net Kar	-%13,1	%12,6	%19,5	-%26,9	%18,2	%28,4

Çarpanlar	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
FD/Satışlar	0,7	0,6	0,4	0,5	0,4	0,4
FD/FAVÖK	15,2	13,0	9,6	11,4	10,3	9,3
F/K	10,1	8,9	7,5	10,2	8,7	6,7
PEG Rasyo	- 0,8	0,7	0,4	- 0,4	0,5	0,2
PD/DD	2,0	1,8	1,7	1,8	1,6	1,4

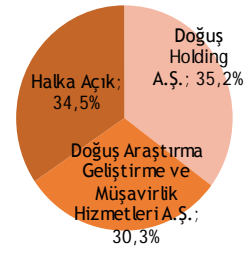
Finansal Rasyolar	2013	2014	2015	2016T	2017T	2018T
Öz Sermaye Karlılığı	%20,1	%21,5	%23,3	%16,7	%19,4	%22,3
FAVÖK Marjı	%4,6	%4,6	%4,4	%4,0	%4,0	%4,0
Net Kar Marjı	%3,4	%3,3	%2,8	%2,2	%2,3	%2,7
Net Borç/Özsermaye	%72,9	%83,7	%137,2	%138,2	%121,0	%105,9
Net Borç/FAVÖK	%265,9	%289,9	%385,9	%434,8	%379,5	%338,5
KV Borç/ UV Borç	%246,1	%2208,7	%555,3	%566,7	%566,7	%566,7
Öz Sermaye/Aktif Toplamı	%45,4	%43,7	%34,2	%33,6	%36,0	%38,4
Borç/Öz Kaynak	%80,3	%87,0	%142,4	%149,4	%134,2	%117,8
Cari Oran	%119,2	%94,3	%108,0	%99,1	%102,4	%109,4
Nakit Temettü	%100,0	%68,2	%136,4	%60,3	%71,3	%91,5

Şirket	Doğu Otomotiv
Hisse Kodu	DOAS - DOAS TI, DOAS IS
Vakıf Yatırım Öneri	AL
Kapanış (TL)	10,29
Hedef Fiyat (TL)	14,11
Mevcut Piyasa Değeri (mn TL)	2.264
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	3.104
Yükselme Potansiyeli	37,1%

## Doğu Otomotiv Hakkında

Doğu Otomotiv, Volkswagen Grup markalarının Türkiye temsilcisidir. Doğu Otomotiv binek araç, hafif ticari araç ve ağır vasıta segmentlerinde 13 markanın (Volkswagen Binek, Volkswagen Ticari, Audi, Porsche, Bentley, Lamborghini, Bugatti, SEAT, Skoda, Scania, Meiller, Scania Endüstriyel ve Deniz Motorları, Thermo King) 80'i aşkın modelini Türkiye otomotiv pazarına sunmaktadır. Doğu Otomotiv distribütörlük faaliyetinin yanı sıra, otomotiv finansmanı, yedek parça ticareti, lojistik hizmetleri, ikinci el araç ticareti, filo kiralama ve sigorta gibi tamamlayıcı hizmet alanlarında da faaliyet göstermektedir.

## Ortaklık Yapısı



## SWOT Analiz

### Güçlü Yönler

Güçlü dağıtım ağı (520'yi aşkın satış noktası)  
%20,2 toplam pazar payı ile binek araç segmentinde lider  
VW AG ile stratejik işbirliği

Düşük yatırım harcamaları ihtiyacı  
Döviz açık pozisyonu olmaması

### Zayıf Yönler

Satışların ithal ediliyor olması nedeniyle kur hassasiyeti  
Çalışma sermayesi ihtiyacının borçlanma yoluyla fonlanması

### Fırsatlar

Bölgesel istikrarın sağlanmasıyla Irak'ta faaliyetlerin başlaması  
Düşük faiz ortamının destekleyeceği otomotiv talebi  
Yurtiçi pazarda olası hurda teşviki  
Doğu Holding'in muhtemel halka arzı

### Tehditler

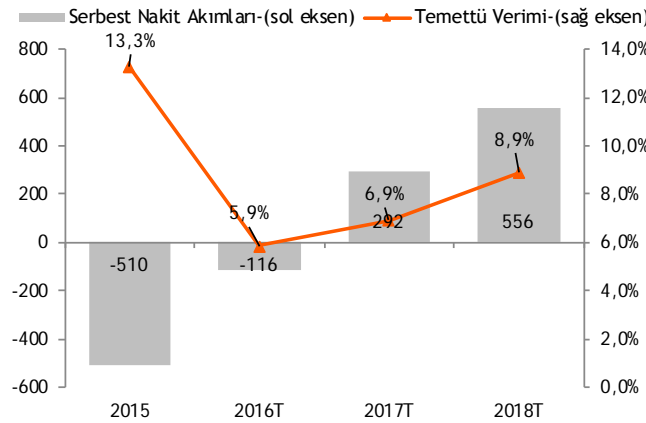
Yurtiçi pazarda vergi oranlarının artması  
Kurdaki dalgalanmaların marjlarda erimeye neden olması  
Rakiplerin yeni model lansmanları  
Makroekonomik bozulmalar yaşanma ihtimali

## Neden AL Önerisi Veriyoruz?

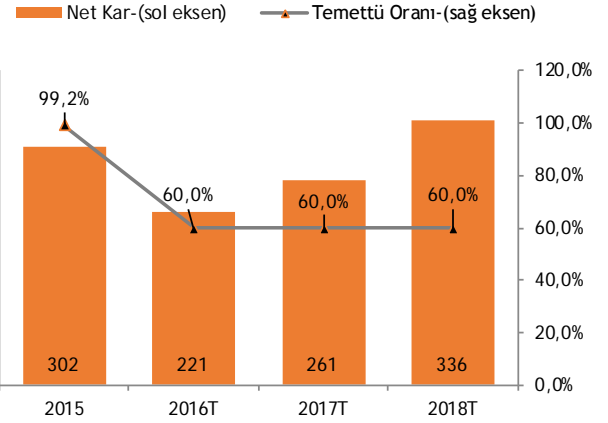
- **Geniş marka ve model yelpazesi pazar payı kazanımını destekliyor** -- Binek araç, hafif ticari araç ve ağır ticari araç segmentlerinde 13 markanın (Volkswagen Binek, Volkswagen Ticari, Audi, Porsche, Bentley, Lamborghini, Bugatti, SEAT, Skoda, Scania, Meiller, Scania Endüstriyel ve Deniz Motorları, Thermo King) 80'i aşkın modelini Türkiye otomotiv pazarına sunan Doğu Otomotiv başarılı pazarlama ve fiyatlama stratejisi sayesinde 2010'da %11,0 olan perakende pazar payını 2015 sonu itibarıyla %20,2'ye yükselterek pazar liderliğini korumuştur. Doğu Otomotiv, Volkswagen'da yaşanan emisyon problemi nedeniyle Ekim 2015'ten beri gönüllü olarak etkilenen spesifik Jetta ve Caddy modelinin satışının durdurmasına rağmen 1Ç16 döneminde de %22,1 pazar payıyla lider konumunu sürdürmüştür. Şirketin 2016 yılında binek araç, hafif ticari araç, ağır ticari araç ve toplam perakende otomotiv sektörü pazar payının sırasıyla %22,0, %14,0, %10,5 %19,8 olacağını ve pazardaki lider konumunu sürdüreceğini tahmin ediyoruz.
- **Brüt marj ve pazar payını koruma amaçlı fiyatlama stratejisi** -- Şirket pazar payını mevcut seviyelerde tutarken, brüt kar marjını da korumaya önem vermektedir. Şirket için 2016 yılı brüt marj tahminimiz %10,7 düzeyinde olup, detay periyod boyunca ortalama %10,9 seviyelerinde olacağı, pazar payının ise ortalama %20,2 seviyelerinde kalacağı varsayımında bulunuyoruz. Pazar payı tahminlerimiz üzerindeki büyüme, brüt kar marjında bir miktar erime ile karşılık bulacağından bu tür bir durumun değerlememizdeki etkisi sınırlı olacaktır.
- **Doğu Otomotiv "Temettü Şirketi" olmaya devam edecek** -- Doğu Otomotiv'in nakit yaratma konusundaki kabiliyetinin artmasıyla düzenli temettü dağıtmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Son 5 yıllık ortalamada %82 temettü ödeme oranı olan Şirketin önümüzdeki dönemde dağıtım oranının %60, temettü veriminin ise ortalama %7,2 olmasını bekliyoruz.

Ortalama %10,9 brüt kar marjı ve %20,2 pazar payı öngörüyoruz.

Grafik 1: Serbest Nakit Akımları&amp;Temettü Verimi



Grafik 2: Net Kar&amp;Temettü Oranı



Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Doğu Otomotiv

- **Satış sonrası hizmetlerin karlılığı katkısını önemli buluyoruz** -- Doğu Otomotiv, oldukça geniş bir servis ağına sahiptir ve 2015 sonu itibarıyla 1,5 milyona ulaşan Doğu Otomotiv çıkışlı araç parkı sayesinde yaklaşık 2,5 mlr \$'lık yedek parça pazarının önemli oyuncularından birisi konusundadır. Sadece distribütörlüğünü yaptığı markalara satış sonrası hizmetler sunan Doğu Otomotiv'in servis hizmetlerinde istikrarlı bir yükseliş ve bu paralelde kar marjlarında iyileşmeler bekliyoruz.
- **Emisyon sorununun Şirket pazar payına etkisinin sınırlı olacağını düşünmekteyiz** -- Volkswagen'in etkilenen EA189 EU5 1.6lt TDI motor tipine sahip Jetta ve Caddy modellerinin satışı Doğu Otomotiv tarafından gönüllü bir kararla geçici olarak durdurulurken, diğer modellerin satışı ile ilgili herhangi bir kısıtlama söz konusu olmamıştır. Satışı durdurulan dizel araçlara yönelik olarak KBA (Almanya Federal

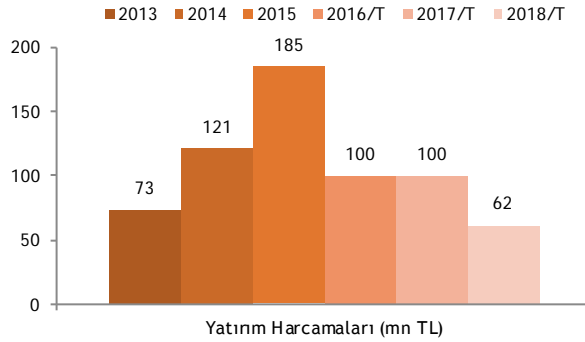
05 Ağustos 2016 Cuma

Motorlu Taşıtlar Dairesi) tarafından onaylanan teknik çözümün, Şirket tarafından da 2016'dan itibaren uygulamaya alınması planlanmaktadır. Satışı durdurulmuş olan EA189 EU5 1.6lt TDI motor tipine sahip Caddy araçların yerini pazarda, yeni EU6 2.0lt araçlar doldurmuştur. Etkilenen araçların ise Eylül'de satışa sunulacağı düşünülmektedir. Türkiye'de vergilendirmenin emisyon değerleri üzerinden yapılmaması, çevre hassasiyetlerinin satın alma tercihlerine etkisinin düşük olması ve VW Grubu marka aidiyetinin kullanıcılar tarafından yüksek olması nedeniyle, emisyon sorununun Şirket pazar payına etkisinin sınırlı olacağını düşünmekteyiz. Ancak önümüzdeki dönemde vergisel ayarlamalar pazar payına olumsuz etki edebilir.

2017'den itibaren yenileme amaçlı yatırım harcamaları gündemde olan Şirketin nakit akımlarının pozitifte geçeceğini tahmin ediyoruz.

- **Önemli yatırım harcamaları 2017'de tamamlanacak** -- Doğu Oto'nun 2015 yılında temeli atılan Kartal yatırımının tamamlanmasıyla 2017 yılında satış ve servis hizmetlerini yeni yerinde vermeye başlaması hedefleniyor. 2017 sonrasında Kartal projesinin tamamlanmasıyla sadece yenileme amaçlı yatırım harcamaları gündemde olan Şirketin 2017'den itibaren nakit akımlarının pozitifte geçeceğini tahmin ediyoruz. Şirketin yatırım ihtiyacı operasyonlarının doğası gereği düşük olmakla birlikte değerlendirme sürecinde muhafazakar olmak adına detay periyot boyunca satış gelirlerinin %0,5'i oranında yatırım harcaması gerçekleştireceği öngörülmüştür.

Grafik 3: Yatırım Harcamaları (mn TL)



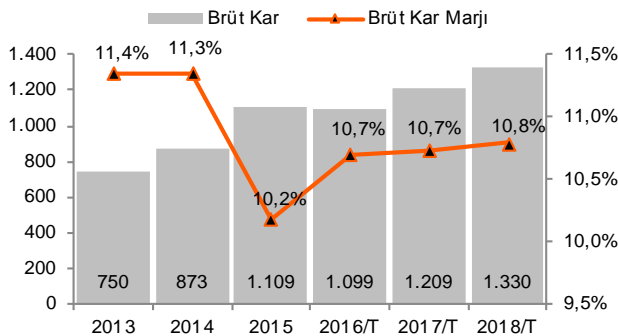
Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Doğu Otomotiv

FAVÖK marjının uzun vadede %4,1 seviyesinde sürdürülebilir olduğunu düşünüyoruz...

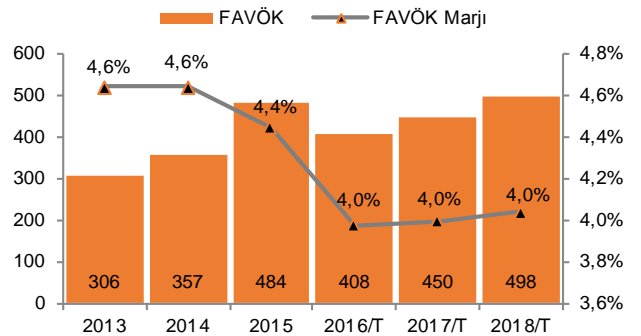
- **Şirketin operasyonel marjlarının normalleşmesini bekliyoruz** -- Doğu Otomotiv 2010'da %11,0 olan pazar payını 2015 sonu itibarıyla %20,2'ye çıkarırken; kurdaki oynaklıkların yanısıra pazardaki rekabetçi fiyatlar nedeniyle Şirketin marjlarında bir miktar düşüş görülmüştür. 2010'dan bu yana esas faaliyet kar marjı ve FAVÖK marjı 2 puanın üzerinde daralarak 2015 itibarıyla sırasıyla %4,0 ve %4,4 düzeyine gerilemiştir.

Şirket pazar payını mevcut seviyelerde tutarken, brüt kar marjını da korumaya önem vermektedir. Doğu Otomotiv'in uzun vadede brüt kar marjının %10,9, FAVÖK marjının %4,1 seviyesinde dengelenmesini bekliyoruz. 2015 seviyesinin de altında olan FAVÖK marjı varsayımımızın muhafazakar bir yaklaşımla oluşturulduğunu ve özellikle faaliyet giderlerinin daha düşük oranda gerçekleşmesiyle Şirketin varsayımlarımızın üzerinde operasyonel marjlara ulaşabileceğini düşünüyoruz.

Grafik 5: Brüt Kar ve Brüt Kar Marjı Gelişimi (%)



Grafik 5: FAVÖK (mn TL) ve FAVÖK Marjı Gelişimi (%)



Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Doğu Otomotiv

- **Irak operasyonları uzun vadede önemli bir potansiyel** -- Doğuş Otomotiv Kuzey Irak'ta Volkswagen ve Audi markaları distribütörlüğü için Erbil merkezli D-Auto LLC şirketini 2014 yılında hizmete açmıştır. Ancak bölgesel problemler nedeniyle faaliyetleri sekteye uğrasa da uzun vadede Irak operasyonlarının Şirket için önemli bir katalizör olacağı görüşündeyiz. Irak pazarında normalleşme sonrası 5 yıllık dönemde ortalama yıllık 15.000 adet satış hedeflenmektedir. Irak operasyonlarını şu aşamada değerlememize dahil etmiyoruz ancak değerlememiz için yukarı yönlü önemli bir potansiyel teşkil ettiğini düşünüyoruz.
- **Faizlerin düşüşünden olumlu etkilenecek** -- Doğuş Otomotiv'in 31 Mart 2016 itibariyle finansal borçları 1,93 mlr TL düzeyindedir. Faizlerdeki düşüşler ana iş kolunda yeni araç satışını desteklerken, tamamlayıcı faaliyetlerden tüketici finansmanı, araç kiralama, araç muayene gibi iştiraklerini olumlu etkileyerek daha yüksek karlılık ile Doğuş Otomotiv'e katkı sağlayacaktır.

**AL önerimizdeki temel risk unsurları nelerdir?**

*Sektöre özel riskler yakından takip edilmeli...*

*Olası maliyet artışları marjları olumsuz etkileyecektir.*

- **Çalışma sermayesi ihtiyacı ve finansal borç** -- Şirket çalışma sermayesini fonlamak için borçlanma yolunu kullanmakta bu da büyüme döneminde çalışma sermayesi ihtiyacındaki yükseliş sonucu artan borçlanma nedeniyle bilanço üzerinde olumsuz etki yaratmaktadır. Bu durum Şirketin borçlanma giderleri nedeniyle karlılık ve temettü akışını olumsuz etkilenmesi gibi bir sonuç doğurabilir. Çalışma sermayesinin satış gelirlerine oranı 2015'te %17 olup, 2016 ve sonrası için %13 seviyesinde dengelenme bekliyoruz.
- **Sektöre özel makro-mikro ekonomik riskler** -- Otomotiv talebinde, döviz kurlarında, faiz oranlarında, tüketici güveninde yaşanacak dalgalanmalar Şirketi olumsuz etkileyebilir. Otomotiv satışlarının faiz duyarlılığı, ülkemizde son zamanlarda yaşadığımız gibi sert kur hareketleri, genel makroekonomik durum ve talep koşulları, "K belgesi" ve aracın sahibi olma gerekliliğinin HTA satış hacimlerine olumsuz etkisi, sektöre gelebilecek vergisel ayarlamalar gibi pek çok etmen Şirketi doğrudan ve dolaylı olarak etkilemektedir. Bu ve benzeri hususlardaki gelişmeler değerlendirilerek beklentilerimizden olumlu/olumsuz sapmalar yaratılabilir.
- **Pazardaki rekabetin artmasını bekliyoruz** -- Ürün gamını yenileyen ve yeni lansmanlar gerçekleştiren diğer otomotiv Şirketlerinin rekabetçi fiyatlarla pazarda yer alması pazar payı, dolayısıyla da uzun dönemde Şirketin kar marjları üzerinde baskı unsuru olabilir.
- **€/TL'de yaşanan dalgalanmalar marjları olumsuz etkileyebilir** -- Doğu Otomotiv'in satışlarının %85'i TL iken, maliyetlerin tamamına yakını Avro bazlıdır ve bu durum Şirketin €/TL'ye duyarlılığını artırmaktadır. Düşük €/TL Doğu Otomotiv için ucuz satın alma maliyeti ve kolay fiyatlandırma anlamına gelmektedir. Kurlarda yükseliş yaşandığı dönemlerde, araç fiyatlarına aynı oranda yansıtılmaması marjları olumsuz etkilemektedir. Diğer yandan kur artışlarının aynı veya daha yüksek oranda fiyatlarla yansıtılması, araç fiyatlarını görece pahalı hale getirmekte ve Şirketin rekabet gücüne zarar vererek pazar payı kaybına yol açmaktadır.
- **Ticari araçların kiralamaya konu olabilmesi satış tahminlerimizde yukarı yönlü sapma yaratabilir** -- Maliye Bakanlığı nezdinde ticari araçların kiralanabilmesi için teknik çalışmaların olduğu biliniyor. Mevzuat değişikliği ticari araç talebini ciddi anlamda artıracığı göz önüne alındığında sektör ve Doğu Otomotiv için olumlu olacağını düşünüyoruz.
- **Taşımacılık sektöründe kullanılan ticari araçlara ÖTV muafiyeti** -- Hükümetin taksi, dolmuş, halk otobüsü, kamyon ve kamyonetlerde araçların yenilenmesi durumunda ÖTV'den muafiyet çalışması gündemde. ÖTV; otobüslerde %1, midibüslerde %4, minibüslerde %9, hafif ticari araçlarda %4 ile %15 arasında değişirken, taksilerin düzenlemeye dahil olması durumunda bu araçlara yönelik %45'lik ÖTV'nin alınmaması söz konusu olabilir. ÖTV muafiyetinin yılbaşına kadar geçerli olacağı dile getirilirken, büyük ihtimalle tarih uzatılacaktır. Dolayısıyla hem binek hem de hafif ticari segmentinde olası muafiyetin talebe etkisi olumlu olacaktır. Tofaş'ın tam kapasitede çalışması, üretiminin %70'ini ihracata ayırması ve filoya satılan Linea'ya ayrılan adetlerin sınırlı olması gerekçesiyle ilgili düzenlemenin Ford Otosan ve Doğu Otomotiv üzerindeki etkisinin daha fazla olacağı kanaatindeyiz.

Türkiye Şoförler ve Otomobilciler Federasyonu verilerine göre; Türkiye'de 100.000 civarında ticari taksi bulunurken, K belgesine sahip kamyon ve kamyonet sayısı 600.000, şehir içinde hatlı minibüsler 150.000 ve toplu taşıma yapan otobüslerle birlikte toplam ticari araç sayısı 1.2 milyona kadar çıkmaktadır. Ancak ÖTV indiriminden kaç aracın yararlanacağı çalışma tamamlandıktan sonra ortaya çıkacak. Bu nedenle söz konusu ÖTV ayarlamalarının sektör etkilerini değerlendirmek şu aşamada pek mümkün gözüküyor.

05 Ağustos 2016 Cuma

## Değerleme ve Öneri

- Doğu Otomotiv için "Parçaların Toplamı" yöntemine göre yaptığımız değerlemede 12 aylık hedef fiyatı 14,11 TL/hisse olarak belirledik. En son kapanış fiyatına göre %37 yükselme potansiyeli taşıyan hisse için uzun vadeli önerimiz "AL", kısa vadeli önerimiz ise "Endeks Üzeri Getiri" şeklindedir.
- Doğu Otomotiv'in değerlemesinde **Parçaların Toplamı** yöntemi kullanılmıştır. Buna göre Şirketin ana işkolu olan distribütörlük ve Tüvtürk faaliyetleri İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) ile; müştereken kontrol edilen Meiller-Doğu, iştirakleri olan Yüce Oto, VDTF, Doğu Teknoloji, Doğu Sigorta, VDF Servis Holding, finansal yatırım olarak bilançoda yer alan Doğu Holding Defter Değeri ile değerlendirilmiştir. Piyasa çarpanları yöntemini yatırımcılara referans teşkil etmesi için raporumuzda paylaştık ancak Şirketin değerini temsil etmeyeceği görüşümüz gerekçesiyle hesaplamamıza dahil etmedik. Bunun yanında Irak ve İsviçre operasyonlarını projeksiyonlarımıza dahil etmedik ki bu taraftaki gelişmeler değerlememizde olumlu sapmalar yaratabilecek unsurlardır.

Tablo 1: Doğu Otomotiv - Parçaların Toplamı Yöntemi (mn TL)

Değerleme Özeti	İş Kolu	Değerleme Yöntemi	DOAS Payı	Hedef Değer	NAD (DOAS'a katkısı)	NAD payı
<b>Ana iş kolu</b>	Perakende Otomotiv	İNA	96,2%	1.532	1.474	57%
<b>Müştereken kontrol edilen ortaklıklar</b>						
TUVTURK Kuzey-Güney	Araç Muayene	İNA	33,3%	1.608	536	21%
Meiller-Doğu	Damper ve Treyler Distribütörlüğü	DD	49,0%	11	6	0%
<b>İştirakler</b>						
Yüce Oto	Skoda araçların Distribütörlüğü	DD	50,0%	39	19	1%
VDTF	Tüketici Finansmanı	DD	48,0%	196	94	4%
Doğu Teknoloji	Bilgi Teknolojileri Servisi	DD	46,0%	9	4	0%
Doğu Sigorta	Otomotiv Sigortacılığı	DD	42,0%	81	34	1%
VDF Servis Holding	Tüketici Finansmanı	DD	38,2%	94	36	1%
<b>Finansal yatırımlar</b>						
Doğu Holding		DD	3,75%	14.219	533	
%30 Holding iskontosuz				9.953	373	14%
Özsermaye Değeri - 31 Mart 2016					2.576	
Öz Sermaye Maliyeti					15,0%	
12A Hedef Özsermaye Değeri					3.104	
Hedef Fiyat					14,11	
Cari fiyat					10,29	
Yükselme potansiyeli					37,1%	

İNA: İndirgenmiş Nakit Akımları, DD: Defter Değeri

Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Doğu Otomotiv

05 Ağustos 2016 Cuma

## Doğu Otomotiv Distribütörlük Faaliyetleri

- Doğu Otomotiv binek araç, hafif ticari araç ve ağır ticari araç segmentlerinde 13 markanın (Volkswagen Binek, Volkswagen Ticari, Audi, Porsche, Bentley, Lamborghini, Bugatti, SEAT, Skoda, Scania, Meiller, Scania Endüstriyel ve Deniz Motorları, Thermo King) 80'i aşkın modelini Türkiye otomotiv pazarına sunmaktadır.
- Doğu Otomotiv, Skoda marka araçların distribütörü Yüce Auto hisselerinin %50'sine iştirak etmesine rağmen, şirket faaliyetleri üzerinde kontrol gücüne sahip değildir. Bu nedenle Doğu Otomotiv'in distribütörlük faaliyetlerinin değerlemesine dahil edilmemiştir.

Tablo 2: Doğu Otomotiv Perakende Otomotiv Faaliyetleri - İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA)

Doğu Otomotiv (DOAS) - Perakende Otomotiv İNA (milyon TL)

Ağırlıklı Sermaye Maliyeti Hesaplama

	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T (TD)
Risksiz Faiz Oranı	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,00%
Risk Primi	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,00
Özsermaye Maliyeti	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	14,00%
Borçlanma Maliyeti	12,50%	12,50%	12,50%	12,50%	12,50%	12,50%	12,50%	12,50%	12,50%	12,50%	12,00%
Vergi Oranı	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	9,60%
Özsermaye Oranı	33,59%	35,97%	38,38%	41,17%	43,44%	46,07%	48,22%	50,68%	52,66%	54,90%	56,65%
Ağırlıklı Sermaye Maliyeti	11,68%	11,80%	11,92%	12,06%	12,17%	12,30%	12,41%	12,53%	12,63%	12,75%	12,09%

İNA Yöntemi ile değerlendirme

(milyon TL)	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T (TD)
Satış Gelirleri	10.267,3	11.268,2	12.324,1	13.574,3	14.928,8	16.324,2	17.570,1	18.899,6	20.318,7	21.833,8	22.707,2
Büyüme	-5,7%	9,7%	9,4%	10,1%	10,0%	9,3%	7,6%	7,6%	7,5%	7,5%	4,0%
FVÖK	359,1	394,9	436,0	488,6	543,9	605,6	653,2	700,3	747,4	794,5	826,3
Operasyonel Kar Marjı	3,5%	3,5%	3,5%	3,6%	3,6%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,6%	3,6%
Vergi	-41,7	-51,4	-61,4	-72,9	-85,3	-99,4	-110,1	-121,7	-133,1	-145,4	-157,1
Vergi Sonrası Net Operasyonel K/Z	317,4	343,6	374,6	415,7	458,6	506,2	543,1	578,6	614,3	649,1	669,2
+ Amortisman	49,0	55,5	62,0	66,0	70,4	77,9	82,1	87,6	93,5	99,8	106,4
FAVÖK	408,2	450,4	498,0	554,6	614,3	673,6	724,4	775,9	827,9	880,2	917,6
FAVÖK Marjı	4,0%	4,0%	4,0%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,0%	4,0%
Yatırım Harcamaları / Amortisman	-204%	-180%	-99%	-103%	-106%	-120%	-123%	-125%	-126%	-127%	-100,0%
+/- Çalışma sermayesindeki değişimi	341	-10	-137	-157	-180	-192	-185	-181	-194	-209	-224
Satışlardaki değişim	-622	1.001	1.056	1.250	1.354	1.395	1.246	1.330	1.419	1.515	873
Çalışma sermayesindeki değişimi / Satışlardaki değişim	-55%	-1%	-13%	-13%	-13%	-14%	-15%	-14%	-14%	-14%	-26%
- Yatırım Harcamaları	100	100	62	68	75	82	88	94	102	109	91
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	608	289	238	257	274	301	342	379	399	417	446

Sonsuz Büyüme Oranı											4,0%
Sonsuza Giden Değer											5.727
İskonto Faktörü	0,92	0,82	0,74	0,66	0,59	0,52	0,46	0,41	0,37	0,32	0,29
İskonto edilmiş Nakit Akımları - 31 Mart 2016	559,5	238,0	175,4	168,9	160,6	156,7	158,4	156,1	145,9	135,3	1.657,5
Firma Değeri - 31 Mart 2016	3.712										
Net Borç*	2.180						8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%
Özsermaye Değeri - 31 Mart 2016	1.532						2,0%	1,449	1,283	1,132	994
							3,0%	1,681	1,485	1,310	1,151
							4,0%	1,979	1,742	1,532	1,345
							5,0%	2,374	2,077	1,818	1,591
							6,0%	2,922	2,531	2,199	1,913
											1,666

\*Net Borç, 300 milyon TL temettü ödemesiyle düzeltilmiş tutarı ifade etmektedir.

Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji

## İNA Varsayımlarımız ve Finansal Tahminler

- İNA analizimizde iskonto oranı hesaplanırken %9,5 Risksiz Faiz Oranı, %5 Hisse Senedi Risk Primi, 1,1x beta (terminal yıl için 1,0x) ve %4 Sonsuz Büyüme Oranı kullanılmıştır.
- Şirketin operasyonel marjlarının normalleşmesini bekliyoruz -- Şirket pazar payını mevcut seviyelerde tutarken, brüt kar marjını da korumaya önem vermektedir. Doğu Otomotiv'in uzun vadede brüt kar marjının ortalama %10,9 olmasını bekliyoruz.



05 Ağustos 2016 Cuma

Şirketin faaliyet giderlerinin net satışlara oranı 2010'daki %8,7 seviyesinden %6,2'ye geriledi. 2015'te bazı lansmanların iptal edilmesiyle düşen bu oranın 2016'da %7,2 olmasını, değerlendirme dönemi boyunca ortalama %7,3 düzeyinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

Doğu Otomotiv'in uzun vadede brüt kar marjının %10,9, FAVÖK marjının %4,1 seviyesinde dengelenmesini bekliyoruz. 2015 seviyesinin de altında olan FAVÖK marjı varsayımımızın muhafazakâr bir yaklaşımla oluşturulduğunu ve özellikle faaliyet giderlerinin daha düşük oranda gerçekleşmesiyle Şirketin bizim varsayımlarımızın üzerinde operasyonel marjlara ulaşabileceğini düşünüyoruz.

- **Yatırım harcamaları** -- Önemli yatırım harcamaları 2017'de tamamlanacak olan Şirketin 2016 ve 2017 yılında 100 mın TL, 2018-2026 yılları arasında satışların %0,5'i düzeyinde yatırım harcaması yapacağını öngördük. Terminal yıl için ise Şirketin sadece yenileme yatırımları yapacağı varsayımıyla bir yatırım bütçesi öngörülmüştür.
- **Çalışma sermayesi ihtiyacı** -- Şirketin çalışma sermayesi ihtiyacı ortalama 35 gün alacak tahsil süresi, 36 gün stok devir süresi ve 15 gün ticari borç ödeme süreleri varsayımları ile hesaplanmıştır.
- **Vergi** -- Değerleme sürecinde Şirket için hesaplanan Vergi Öncesi Kar rakamı üzerinden %20'lik kurumlar vergisi uygulanarak vergi hesaplaması yapılmıştır.
- **Satış gelirleri ve pazar payı** -- Doğu Otomotiv'in önümüzdeki 5 yıl için BA, HTA, ATA ve toplamda (Skoda, Meiller hariç) sırasıyla ortalama %4,1, %6,8, %18,5 ve %4,9 yıllık bileşik büyüme oranı öngörüyoruz.

Tablo 3 - Satış Modeli Varsayımlarımız

Model varsayımları	2015	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T
DOAS Satışlar (adet)	182.593	167.235	177.123	183.335	192.774	202.661
BA	145.891	132.690	137.771	141.612	148.692	156.125
HTA	33.411	32.242	36.272	38.086	39.990	41.990
ATA	3.291	2.304	3.080	3.637	4.092	4.547
Net satışlar (mın TL)	10.889	10.267	11.268	12.324	13.574	14.929
Brüt Kar Marjı	10,2%	10,7%	10,7%	10,8%	10,8%	10,9%
Faaliyet Kar Marjı	4,0%	3,5%	3,5%	3,5%	3,6%	3,6%
FAVÖK Marjı	4,4%	4,0%	4,0%	4,0%	4,1%	4,1%

\*Skoda ve Meiller satışları dahil edilmemiştir.

\*\*Satış adetleri toptan verileri yansıtmaktadır.

Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Doğu Otomotiv

- **Değerlememize ilişkin yukarı yönlü potansiyeller** -- Şirket değerlemesini i) sektöre yönelik vergi indirimleri, ii) hurda teşviği, iii) beklentimizden yüksek otomotiv talebi, iv) tahminlerimizden üzerinde pazar payı, v) FAVÖK marjının varsayımlarımızın üzerinde gerçekleşmesi olumlu etkileyecektir.
- **Değerlememize ilişkin aşağı yönlü riskler** -- Şirket değerlemesini i) beklenenden düşük satış hacmi ve satış gelirleri, ii) varsayımlarımızdan yüksek yatırım harcamaları iii) faiz vb ortamın talebi olumsuz etkilemesi, iv) sektöre yönelik ek vergiler v) sektördeki rekabet koşullarında Şirket aleyhine kötüleşmesi, vi) ithalat maliyetlerinde tahminlerimizin üzerinde artışın marjları zayıflatması olumsuz etkileyecektir.
- **Duyarlılık Analizi** -- İNA analizimizin iskonto ve sonsuz büyüme oranlarına hassasiyetini görmek adına yaptığımız "duyarlılık analizi" diğer her şey sabit iken risksiz faiz oranlarındaki 50 bp artışın değerlemeyi %12,2 düşürürken, sonsuz büyüme oranında 100 bp artışın ise hedef değeri %18,7 artırdığına işaret etmektedir.

## Tüvtürk

- Tüvtürk; Özelleştirme İdaresi Başkanlığı tarafından ihale edilen Araç Muayene İstasyonlarının Yapımı, Bakımı ve İşletilmesine ilişkin imtiyaz hakkını Ağustos 2008'de imzalanan sözleşme ile 20 yıllığına kazanmıştır. Doğu Otomotiv'in Tüvtürk'teki ortaklık hissesi %33'tür. Diğer ortakları ise Bridgepoint ve TÜV SÜD'dür.
- Ulaştırma Bakanlığının denetiminde, 47 alt işleticisi ile beraber araç muayene hizmetini yürüten Tüvtürk, 81 ilde işleme açtığı uluslararası standartlara uygun 203 sabit, 5 motosiklet, 76 gezici ve 27 gezici traktör istasyonu ile toplamda 311 araç muayene istasyonu faaliyet göstermektedir.

Tablo 4: Tüvtürk - İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

Tüvtürk Kuzey-Güney (mn TL)	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
İmtiyaz Gelirleri	103	112	275	396	445	485	541	592	657	715	798	836
Giderler	21	23	25	28	30	33	37	40	44	49	54	59
Net Operasyonel K/Z	83	89	250	369	415	452	504	552	612	667	744	777
Vergi Oranı	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Vergi Sonrası Net Operasyonel K/Z	66	71	200	295	332	361	403	441	490	533	595	622
İskonto Faktörü	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2
İskonto edilmiş Nakit Akımları	60	58	143	186	186	179	177	171	168	162	160	148
Net Borç	190											
Özsermaye Değeri	1.608											
DOAS payı	536											
Varsayımlar	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Muayene Edilmesi Beklenen Araç Sayısı (mn)	8,500	8,674	9,593	9,956	10,790	11,301	12,130	12,767	13,643	14,278	15,350	16,222
Muayene Oranı	82%	83%	84%	85%	86%	87%	88%	89%	90%	91%	92%	93%
Muayene Ücreti (ağırlıklı ortalama TL)	163	175	184	194	203	214	225	236	248	261	274	275

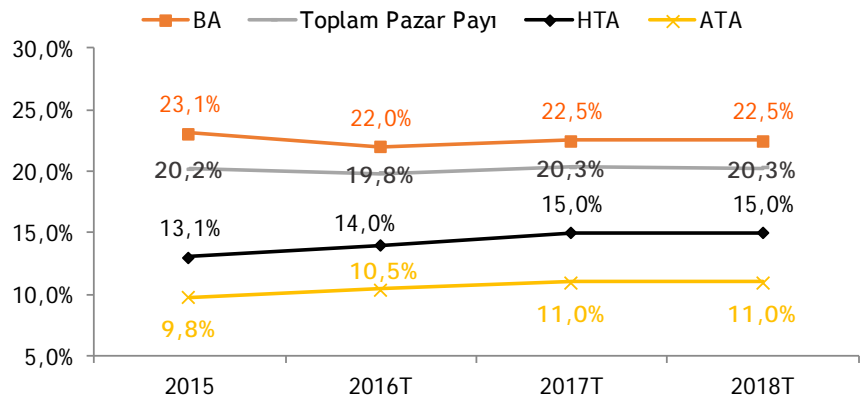
## Tüvtürk İNA Varsayımlarımız ve Finansal Tahminler

- Tüvtürk için İndirgenmiş Nakit Akımlarını baz alarak yaptığımız değerlendirme sonrası Şirket için 1,6 mlr TL değere ulaşmaktayız. Doğu Otomotiv'in %33,3 olan payına düşen değer ise 536 mn TL düzeyindedir.
- Araç parkının yıllık ortalama %6 oranında artmasını bekliyoruz. 2016 yılında muayene edilecek araçların muayene edilmesi gereken araçlara oranının %82 seviyesinde olacağını, 2027 yılında ise %93'e ulaşacağını tahmin etmekteyiz.
- 2016'da muayene ücretlerinin 2015 yılına göre %5 artarak ağırlıklı ortalama 163 TL (%18 KDV hariç) olmasını 2017'de %7, 2018-2027 yılları arasında ortalama %5 artacağını varsayıyoruz. (Bakanlık her 5 yılda 1 muayene ücretlerini +/- %20 düzeltme hakkına sahiptir).
- İNA analizimizde ağırlıklı özsermaye maliyeti %13 olarak kullanılırken, değerlendirme dönemi işletme hakkının 2027 yılında sona ereceği dikkate alınarak terminal yıl hesabı yapılmamıştır.

## Kısaca Doğu Otomotiv ve Sektördeki Konumu

- Şirket, 1994 yılında kurulmuş olup halihazırda Doğu Holding ve Doğu Araştırma Geliştirme ve Müşavirlik Hizmetleri A.Ş. ortaklığında faaliyetine devam etmektedir. Halka açık olan Şirketin hisselerinin %34,5'i (fiili dolaşım oranı %26) Borsa İstanbul'da (BİST) işlem görmektedir.
- Doğu Otomotiv, Volkswagen Grup markalarının Türkiye temsilcisidir. Doğu Otomotiv binek araç, hafif ticari araç ve ağır vasıta segmentlerinde 13 markanın (Volkswagen Binek, Volkswagen Ticari, Audi, Porsche, Bentley, Lamborghini, Bugatti, SEAT, Skoda, Scania, Meiller, Scania Endüstriyel ve Deniz Motorları, Thermo King) 80'i aşkın modelini Türkiye otomotiv pazarına sunmaktadır. Doğu Otomotiv, VW Grubu'yla güvene dayalı yakın işbirliğinin bir sonucu olarak 2009 yılından bu yana İsviçre'nin Lozan kentinde, D-Auto Suisse SA adıyla Porsche Yetkili Satıcı ve servis hizmeti vermektedir. Doğu Otomotiv, yine yurtdışı faaliyetleri kapsamında, Kuzey Irak'ta Volkswagen ve Audi markaları distribütörlüğü için Erbil merkezli D-Auto LLC şirketini 2014 yılında hizmete açmıştır. Doğu Otomotiv distribütörlük faaliyetlerinin yanı sıra, otomotiv finansmanı, yedek parça ticareti, lojistik hizmetleri, ikinci el araç ticareti, filo kiralama ve sigorta gibi tamamlayıcı hizmet alanlarında da faaliyet göstermektedir.
- Şirket, 2015 yılında iştiraki olan Volkswagen Doğu Finansman'ın (VDF), Scania Finansman A.Ş. ve MAN Finansman A.Ş. hisselerini satın aldı. Krone'deki üretim ortaklığı ve distribütörlük anlaşmasını ise sonlandırdı. Müştereken kontrol edilen diğer bir ortaklık olan Meiller'de ise üretim durdurulurken, distribütör faaliyetlerinin devam edilmesine karar verildi. Doğu Otomotiv Filo kiralama Şirketi olan LeasePlan'deki payını satmıştı, VDF Servis A.Ş. çatısı altında VDF Filo Kiralama A.Ş.'nin kurulduğu açıklandı.
- Yurtiçi performans -- Doğu Otomotiv'in perakende satışları 2015'te %30 arttı ve 202.517 adet oldu. Şirket yurtiçi pazarda %20,2 pay elde ederken, binek araçlarda %23,1, ticari araçlarda %13,1, ağır ticari araçlarda %9,8 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2015 yılında yoğun rekabetin yaşandığı binek araç (BA) segmentinde Doğu Otomotiv %30 gibi pazarın üzerinde bir büyüme gerçekleştirmiş ve 167.584 adet satışla %23,1 pazar payı elde etmiştir. 2012 yılından itibaren daralan hafif ticari araç (HTA) segmentinde satışlar 2014 yılı Ağustos ayından başlayarak kuvvetlenmiştir. Bu paralelde 2015 yılında Doğu Otomotiv 31.642 adet araç satışı ve %13,1 pazar payı elde etmiştir. 12 yıl aradan sonra VW Ticari'de Lokomotif modeller olan yeni yüze sahip Caravelle, Transporter ve Caddy lansmanları gerçekleşmiştir. Doğu Otomotiv kamyon satışları (ATA) pazarın üzerinde, %63 büyüyerek, 3.291 adet olarak gerçekleşmiş olup, %9,8 pazar payı elde etmiştir. 2018 yılında Şirketin BA, HTA ve ATA tarafında sırasıyla %22,5, %15,0, %11,0 pazar payı elde etmesini toplam otomotiv pazarında ise %20,3 pazar payına sahip olmasını bekliyoruz.

Grafik 6: Yurtiçi Pazar Payı



Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Doğu Otomotiv

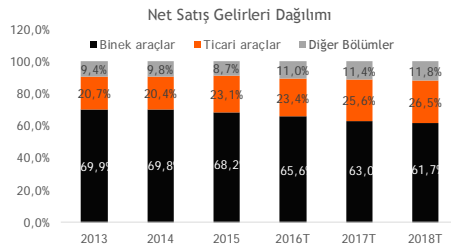
05 Ağustos 2016 Cuma

- Bölümlere göre gelir -- Binek araçların satış gelirleri içerisindeki payı 2015'te %69,8'den %68,2'ye gerilerken, 2018 yılına ilişkin pazar payı tahminimiz, ticari araç ve satış sonrası hizmet gelirlerindeki artış beklentimiz gibi nedenlerle %61,7'ye düşmesini bekliyoruz. Bu paralelde şirketin brüt karının 2015'te %53,5'i binek araçlardan gelirirken, 2018'de bu oranın %45,8 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Binek araçların esas faaliyet karındaki payı 2015'te %64,7'den %61,8'e gerilerken, 2018'de %40,5 seviyesinde olmasını bekliyoruz.

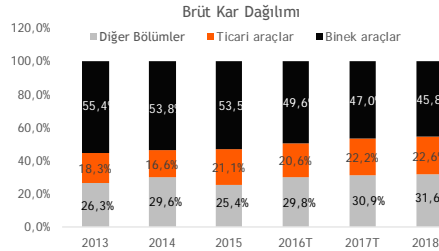
Ticari araçların satış gelirleri içerisindeki payı 2015'te 2014 yılındaki %20,4 seviyelerinden %23,1'e çıkarken, 2018'de %26,5'e yükseleceğini bekliyoruz. Brüt karın 2015'te %21,1'i binek araçlardan gelirirken, 2018'de bu oranın %22,6 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Ticari araçların esas faaliyet karındaki payı 2015'te %19,8'den %27,8'e yükselirken, 2018'de %36,3 seviyesinde olmasını bekliyoruz.

Şirketin satış sonrası hizmet gelirlerinin toplam içindeki payı 2010-2013 döneminde ortalama %10,2 iken kur etkisinin (€/TL'deki yükselişlerin) fiyatlara yeterince yansıtılmaması nedeniyle 2014'te %9,8, 2015'te ise %8,7 seviyelerine geriledi. 2015'te satış sonrası hizmetlerin brüt kardaki payı %25,4 (2014: %29,6), esas faaliyet karındaki payı ise %10,4 olarak gerçekleşti. 2018'de bu segmentin toplam gelirler içerisindeki payının %11,8, brüt kardaki payının %31,6, esas faaliyet karı içerisindeki payının ise %23,2 seviyesinde olmasını bekliyoruz.

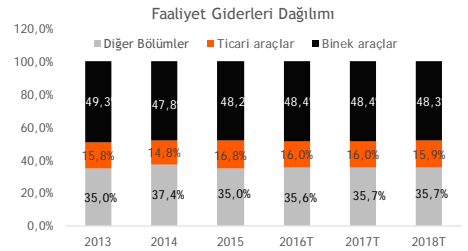
Grafik 7: Net Satış Gelirleri Dağılımı (%)



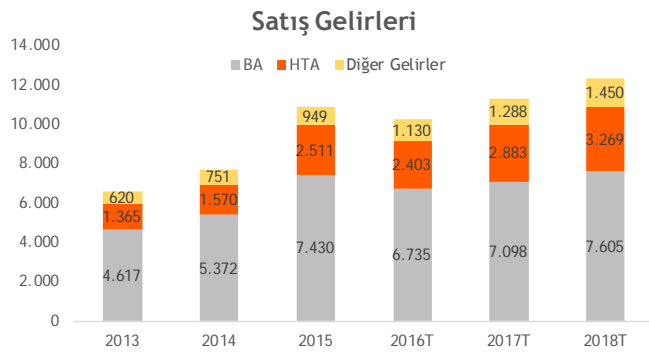
Grafik 8: Brüt Kar Dağılımı



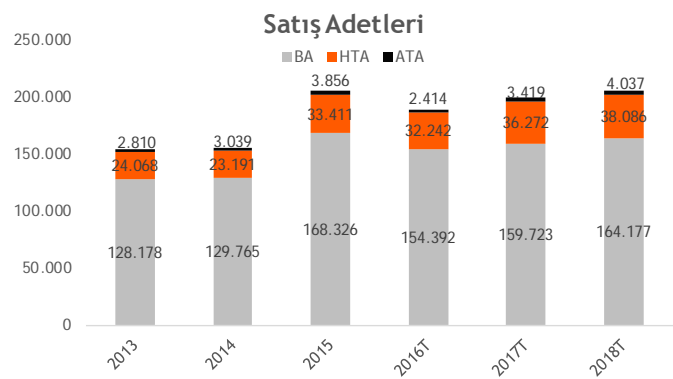
Grafik 9: Faaliyet Giderleri Dağılımı



Grafik 10: Satış Gelirleri (mn TL)



Grafik 11: Satış Adetleri



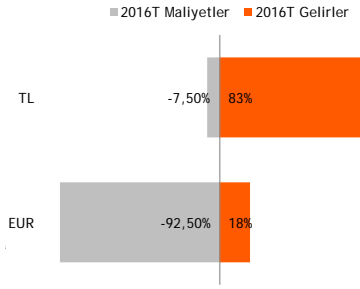
Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Doğu Otomotiv

\*BA satış adetlerine Skoda dahil edilmiştir.  
 \*ATA 2016-2018 satış adetlerine Meiller dahil edilmiştir.  
 \*ATA 2013-2015 satış adetleri Krone'ü da içermektedir.  
 \*Satış adetleri toptan verileri yansıtmaktadır.

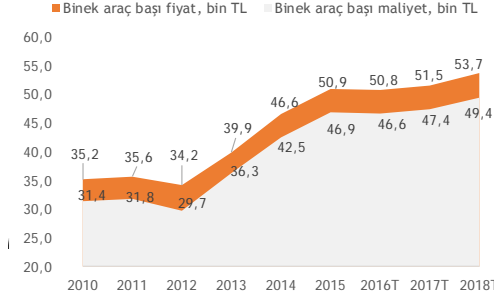
05 Ağustos 2016 Cuma

- Bölümlere göre karlılık -- Şirketin brüt kar marjı oranı 2015'te geçen senenin aynı dönemine göre 1,2 puan düşerek %10,2 olarak gerçekleşirken, binek araçların brüt marjı %8,0, ticari araçların %9,3, satış sonrası hizmetlerin %29,7 olarak açıklanmıştır. Brüt kar marjını ve maliyetleri olumsuz yönde etkileyen gelişmeler ise şöyledir: i- Pazar payının korunması için yapılan satış kampanyaları ve bayi destekleri, ii- €/TL'de oynaklığın artması, (Pazardaki rekabet nedeniyle, kurdaki artışın araç fiyatlarına tam olarak yansıtılmaması) iii- Bazı binek araç modellerinde FOB fiyat artışı

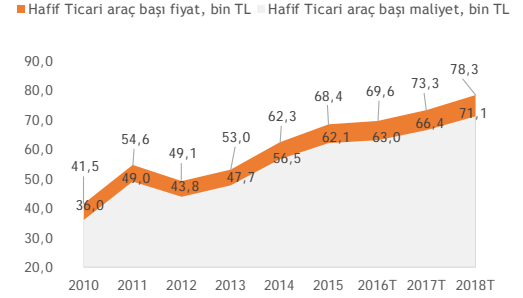
Grafik 12: Gelir-Maliyet (GM) Dağılımı



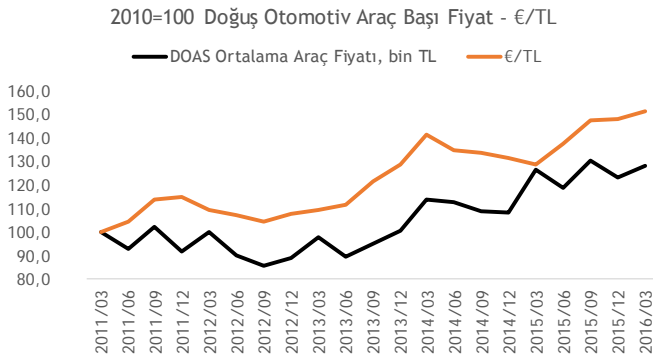
Grafik 13: BA Araç Başlı GM



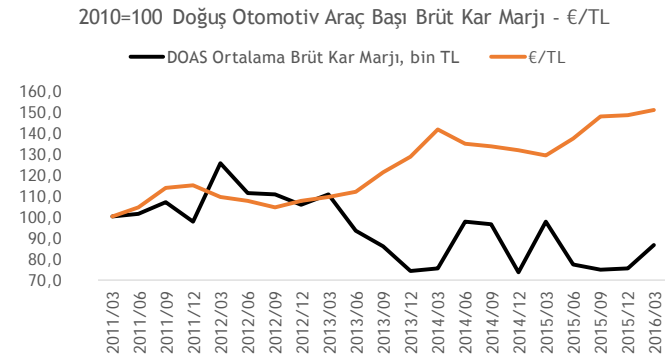
Grafik 14: HTA Araç Başlı GM



Grafik 15: Araç Başlı Ortalama Fiyat & €/TL



Grafik 16: Araç Başlı Ortalama Brüt Kar Marjı & €/TL



Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Doğu Otomotiv

- Borçluluk -- Doğu Otomotiv'in 31 Mart 2016 itibariyle kısa ve uzun vadeli finansal borçları 1,93 mlr TL, net borcu ise 1,880 mlr TL seviyesindedir. Çalışma sermayesini fonlamak amacıyla borçluluğu yükselen Şirketin Net Borç/FAVÖK oranı 2010'da 1,42x iken 2015'te 3,86x olarak gerçekleşti. 2018'de Net Borç/Özsermaye oranının 1,06 seviyelerine gerilemesini, Net Borç/FAVÖK oranının ise 3,38x olmasını bekliyoruz.

Tablo 5 - Borçluluk düzeyi (mn TL)

Borçluluk	2015	2016T	2017T	2018T
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	1.645	1.631	1.612	1.593
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	296	288	284	281
<b>Toplam Finansal Borçlar</b>	<b>1.941</b>	<b>1.919</b>	<b>1.896</b>	<b>1.874</b>
Net Borç	1.869	1.775	1.709	1.686
Toplam Finansal Borç/Özsermaye	142%	149%	134%	118%
Toplam Finansal Borç/FAVÖK	4,01	4,70	4,21	3,76
Net Borç/Özsermaye	1,37	1,38	1,21	1,06
Net Borç/FAVÖK	3,86	4,35	3,79	3,38

Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Doğu Otomotiv

- Kur riski -- Şirket, kur farklarına karşı kendini korumaya alıyor. Şirket ithalatı peşin yaparak, TL cinsi borçlanarak, günlük FX işlemleriyle kur riskini minimize ederek, dövizde kısa pozisyon taşımamayı hedefliyor. 31 Mart 2016 itibariyle net döviz pozisyonu 237,7 mn TL (%15,4'i €, %76,5'i \$) artıdadır.

05 Ağustos 2016 Cuma

- **Hisse performansı** -- Doğu Otomotiv aylık, 3 aylık, 12 aylık ve yılbaşına göre performansta Ford Otosan, Tofaş ve BİST100'e rölaf daha kötü performans sergilemiştir. Hisse yılbaşına göre %4,8 değer kazansa da, 12 aylık %13,8 düşüş kaydetmiştir. Pazar payının ve marjların korunmasına yönelik algının teyit edilmesi, emisyon problemlerinin de üstesinden gelinmesiyle son 3 yıllık ortalama betası 1,47 olan hissenin tepki hareketinin hızlı olmasını bekleyebiliriz.

Tablo 6 - Hisse Performansı

Getiri Performansları %	Mutlak				Rölatif		
	DOAS	FROTO	TOASO	BIST 100	FROTO	TOASO	BIST 100
Aylık	-7,4	1,9	-5,9	-2,8	-9,2	-1,6	-4,8
3 Aylık	-2,5	-5,3	6,0	-0,6	3,0	-8,0	-1,9
12 Aylık	-13,8	-12,3	4,9	-9,6	-1,7	-17,8	-4,6
Yılbaşına Göre	4,8	10,4	29,0	5,7	-5,0	-18,7	-0,8

Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji

- **Temettü** -- Şirket sektörel ve ülke ekonomik şartlarında şirket faaliyetlerini etkileyebilecek nitelikte herhangi bir olumsuzluk bulunmaması halinde, Sermaye Piyasası mevzuatına göre hesap edilmiş dağıtılabilir karın asgari %50'si dağıtılması yönünde karar almıştır. Yönetim Kurulu değerlendirmesi sonrası farklı bir oran veya tutar Genel Kurula sunulabilir. Şirket, 2004'ten beri düzenli temettü dağıtmaktadır. 2015 yılı karından 300 mn TL brüt temettü ödemesi gerçekleştirilmiştir. Dağıtılan kâr payı 2014 yılına göre %100 artarken 2004-2015 yılları arasında Doğu Otomotiv tarafından ödenen temettü miktarı 1,1 mlr TL'ye ulaşmıştır.

Son 5 yıllık ortalamada %82 temettü ödeme oranı olan Şirketin önümüzdeki dönemde dağıtım oranının %60, temettü veriminin ise ortalama %7,2 olmasını bekliyoruz. Temettü rakamları ilgili yılın karından dağıtılan rakamı ifade etmektedir.

Tablo 7 - Temettü (mn TL)

Temettü	2015	2016T	2017T	2018T
Net Kar	302	221	261	336
Brüt Temettü	300	133	157	201
Temettü Oranı %	99,2%	60,0%	60,0%	60,0%
Temettü Verimi %	13,3%	5,9%	6,9%	8,9%

Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji, Doğu Otomotiv

#### Otomotiv sektörü için satış hacmi tahminlerimiz

- 2015 yılında otomotiv sektörü satışları 2014'e göre %25,4 artarak 1.001.669 (kamyon dahil) adet ile en yüksek satış adedi olarak kaydedildi. Otomobil satışları, bu dönemde bir önceki yılın aynı dönemine göre %23,5 artarak 725.596 adede yükselirken, hafif ticari pazarı %34,4 oranında artarak 242.421 adede, kamyon pazarı %8,3 artışla 33.652 adede ulaştı. 2012 yılında başlayan hafif ticari araçlardan binek araçlara kayış 2013 yılında en üst seviyesine ulaştıktan sonra yavaşlamıştır. Binek araçların toplam endüstrideki payı bir önceki seneye göre 1 puan azalarak %72,4 olurken, hafif ticari araçların payı %22,6'dan %24,2 seviyesine çıkmıştır.
- Otomotiv Distribütörleri Derneği'ne göre 2016 yılı (kamyon hariç) otomotiv sektörü pazarının 900-950 bin adet aralığında olacağı tahmin edilmektedir. Vakıf Yatırım olarak bizim tahminimiz otomotiv sektörünün ODD ve sektör büyüme tahminlerinin altında 955.200 (kamyon hariç 932.200 adet) adede ulaşılacağı yönünde. Bu satışlarda, BA payının 701.900, HTA segmentinin payının 230.300, ATA payını ise 22.000 adet (önceki: 23.000 adet) olarak tahmin etmekteyiz. Binek araç tahminimiz Temmuz 2016 yıllıklandırılmış gerçekleşmelerinin altında olup, muhafazakar bir seviyeye işaret ediyor.

## Satılan Modeller

- Audi... Doğu Otomotiv tarafından Türkiye'ye 1994 yılında ithal edilmeye başlayan Audi markası, 2015 yılında 20.279 adetle tarihindeki en yüksek satış rakamına ulaşarak %2,8'lik pazar payı elde etmiştir. Satış sonrası hizmetler cirosunda %18'lik artış sağlanmıştır.
- Seat... 1998 yılından beri Doğu Otomotiv bünyesinde faaliyetini sürdüren SEAT, tarihinin en yüksek pazar payını elde ettiği 2015 yılında 16.911 adet satış rakamına ve %2,3'lük pazar payına ulaşmıştır. 2015 yılındaki satış başarısının bir etkeni de SEAT'ın filo satışlarındaki payının artmasıdır. 2014 yılına göre SEAT'ın filo adetleri %70 oranında artmış ve böylece bu zamana kadarki en yüksek filo adedine ulaşmıştır.
- Škoda... 2015 yılında 22.107 adetlik satış rakamına ulaşan Škoda %3,1'lik pazar payına ulaşmıştır.
- Bentley... Üst lüks segment pazarında yer alan marka 19 adet satış rakamıyla önceki yıllara paralel düzeyde gerçekleşmiştir.
- Lamborghini... 2015 yılında 6 adet Lamborghini Huracan satış ve teslimatı gerçekleştirilmiştir.
- Porsche... Porsche 2015'te 861 adet araç satışıyla yeni bir rekora imza atmıştır. Porsche Türkiye, Orta ve Doğu Avrupa bölgesinde yer alan 26 ülke arasında satışlarda ikinci sırada yer almıştır.
- Volkswagen Ticari... Hafif ticari pazarında üçüncülüğünü koruyan Volkswagen Ticari, ithal ticari araç satışlarında ise lider olmuştur. Volkswagen Ticari Araç, 31.642 adet satışla hafif ticari araç pazarında %13,1 pay almış, ithal ticari araç pazarında ise %29,5 pazar payı ile liderliğini korumuştur.

2015 yılı, Volkswagen Ticari Araç'ın önemli ürün lansmanlarını gerçekleştirdiği bir yıl olmuştur. Yeni Caravelle, Yeni Transporter, Yeni Caddy, Crafter Premium ve Yeni Amarok Exclusive, 2015 yılında Türkiye pazarına sunulmuştur. Volkswagen markası bu yıl üst üste üçüncü kez, binek ve ticari araç toplam satışıyla, en çok satılan marka unvanını kazanmıştır.

- Scania... Marka 2015 yılını 3.291 adetlik satış rakamı ile sonlandırmış ve satışına başladığı tarihten bu yana en yüksek satış rakamına ulaşmıştır.
- Meiller... 2015 yılında 407 adet satış gerçekleştiren marka bir önceki yıla göre satış adedini %31 artırmıştır. Meiller-Doğu ortaklığında yapılan üretim Kasım 2015'te durdurulmuş olup, Doğu Otomotiv Meiller distribütörlüğüne devam etmektedir.

## İştirakler, Bağlı Ortaklıklar ve Müştereken Yönetilen Ortaklıklar

- Doğu Oto... Temsil ettiği 7 marka için (VW Binek Araç, VW Ticari Araç, Audi, Porsche, SEAT, ŠKODA ve DOD) İstanbul, Ankara ve Bursa illerinde 6 noktada, yeni ve ikinci el araç, yedek parça ve aksesuar satışı yapmakta, müşterilerine sigorta, finans ve satış sonrası destek hizmetleri vermektedir. Doğu Oto 2015'te, 59.933 adet (Doğu Otomotiv satışlarının %30'u) araç satışı yapmış, Esenyurt ve Etimesgut'a yenileme yatırımı gerçekleştirmiş olup, Kartal projesinin temelini atmıştır. Projenin tamamlanmasıyla Doğu Oto'nun satış ve servis hizmetlerini yeni yerinde vermeye 2017 yılında başlaması hedefleniyor. Ayrıca Maslak Bölgesi de yenilenmiş Audi Showroom ve Servis konseptiyle hizmet vermeye başlamıştır. Bunlara ilave olarak Maslak Bölgesinde ŠKODA markasının da satışına başlanacaktır.
- D-Auto Suisse SA... Doğu Otomotiv'in bağlı ortaklığı D-Auto Suisse SA, 2009 yılının Eylül ayından bu yana faaliyetlerini İsviçre'nin Lozan şehrinde, Porsche bayii olarak sürdürmektedir. Şirket müşterilerine yeni ve ikinci el araç, yedek parça satışı yapan ve satış sonrası tüm hizmetleri sunmaktadır.
- D-Auto LLC... %100 Doğu Otomotiv sermayeli D-Auto LLC, 2013 yılında, Volkswagen ve Audi markalarıyla Irak distribütörlüğü anlaşmasını imzalamış olup, 2014 yılı Temmuz

ayında Erbil şehrinde faaliyetlerine başlamıştır. Şirket 2015 Aralık ayında Volkswagen Ticari Araç ile de Irak distribütörlüğü anlaşmasını imzalamış, temsil ettiği üçüncü marka olarak bünyesine katmıştır.

- DOD... İkinci el araç alım - satım ve takas hizmetlerini gerçekleştirmektedir. Yetkili satıcı araç tedarik ağının genişletilmesi ve stok çeşitliliğinin artırılması amacıyla, işbirliği yürütülen firma sayısı bir önceki yılın iki katına çıkarılmış; araç tedariki 2014 yılına oranla %38 oranında, araç satışları ise %69 oranında artmıştır.
- VDF... Şirket 2015 yılında bireysel taşıt kredilerinde “yaşayan kredi miktarı” bazında tüketici finansmanı şirketleri ve bankalar arasında pazar liderliğini sürdürmüştür. vdf, 2015 sonu itibarıyla 78.000 adet yeni kredi vererek yaşayan kredi sayısını toplam 146.000 adede çıkarmış, kredi hacmini ise bir önceki yıla göre 49% artışla 4 mlr TL’den 5,9 mlr TL’ye yükseltmiştir. vdf, önceki yıl Scania Finans birleşmesine ek olarak 2015’te MAN Finansı da bünyesine katarak ağır vasıta finansmanı ile otomotiv sektörünün tüm segmentlerinde hizmet vermeye başlamıştır.
- Tüvtürk... Türkiye’de periyodik araç muayenesinde yetkili ve görevli tek kuruluş olan Tüvtürk 2015 yılında cirosunu %13,7 artışla 1,17 mlr TL’den 1,33 mlr TL’ye çıkarmıştır. Tüvtürk, 2015 yılında operasyona başlayan istasyonları ile sabit istasyon sayısını 207’ye, yeni gezici traktör istasyonlarının eklenmesiyle gezici istasyon sayısını ise 106’ya yükseltmiştir. 2015 yılında, bir önceki yıla göre %2,5’lik artışla 8,091 mn aracın periyodik araç muayenesi gerçekleştirilmiştir.



05 Ağustos 2016 Cuma

## Doğu Otomotiv - 2Ç16 Tahminlerimiz

Doğu Otomotiv'in satış adetleri ODD ve TAİD verilerine göre 2Ç16'da önceki çeyreğin %27, geçen yılın %7 altında gerçekleşmiş olduğu görülmektedir. Şirketin 2Ç16'da satış gelirlerinin çeyreklik %31, yıllık ise %6 artmasını beklemekteyiz. Binek araç segmenti brüt karlılığının %8,6 (önceki çeyreğin 0,1 puan altında), hafif ticari segmentinin ise %9,8 (önceki çeyreğin 0,1 puan üzerinde) düzeyinde oluşmasını, faaliyet giderlerinin net satışlara oranının ise önceki çeyreğe göre 0,6 puan gerileyerek %7,2 olarak gerçekleşmesini böylece FAVÖK marjının %4,0, net karın ise Doğu Holding'den gelen 9,3 mn TL temettünün de katkısıyla 81 mn TL ile önceki çeyreğin üzerinde, geçen yıla paralel seviyede oluşmasını bekliyoruz.

Gelir Tablosu - Özet	VKY					Kons.	Sapma %
(mn TL)	2Ç16T	1Ç16	Çeyreksele %	2Ç15	Yıllık %		
Net Satışlar	2.962	2.252	31%	2.794	6%	3.066	-3%
FAVÖK	117	92	28%	112	4%	129	-9%
Net Dönem Karı	81	47	71%	82	-2%	71	13%
FAVÖK Marjı	4,0%	4,1%	-0,1 yp	4,0%	-0,1 yp	4,2%	-0,3 yp
Net Kar Marjı	2,7%	2,1%	0,6 yp	3,0%	-0,2 yp	2,3%	0,4 yp

Adet	2Ç16T	1Ç16	Çeyreksele %	2Ç15	Yıllık %
Yurtiçi	56.605	44.559	27%	60.744	-7%
BA	47.721	35.793	33%	53.145	-10%
HTA	8.358	8.058	4%	6.783	23%
ATA	526	708	-26%	816	-36%
<b>pazar payı</b>					
PC	22,7%	23,2%	-0,5 yp	23,6%	-0,9 yp
LCV	14,0%	18,6%	-4,6 yp	11,6%	2,4 yp
ATA	8,0%	18,4%	-10,5 yp	8,0%	0 yp

Kaynak: Şirket, Research Turkey, ODD, TAİD, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, Ç: Çeyrek, T: Tahmin, VKY: Vakıf Yatırım,

ODD: Otomotiv Distribütörleri Derneği, TAİD: Ağır Ticari Araçlar Derneği,

Kons: Konsensüs

## Ek 1: Doğu Otomotiv - Vakıf Yatırım ve Konsensüs Karşılaştırma

mn TL	VKY	Kons.	Fark	VKY	Kons.	Fark	VKY	Kons.	Fark
				2016T	2017T				
12A Hedef Değer	3.104	2.818	10,13%						
Net Satışlar				10.267	10.592	-3,07%	11.268	11.253	0,13%
FAVÖK				408	434	-5,95%	450	520	-13,38%
Net Kar				221	294	-24,8%	261	326	-19,8%
Brüt Kar Marjı				10,7%	10,6%	0,1 yp	10,7%	10,7%	0,1 yp
FAVÖK Marjı				4,0%	4,1%	-0,1 yp	4,0%	4,6%	-0,6 yp
Net Kar Marjı				2,2%	2,8%	-0,6 yp	2,3%	2,9%	-0,6 yp

## Ek 2: Doğu Otomotiv - Benzer Şirket Karşılaştırması (Çarpan Analizi)

Doğu Otomotiv: Benzer Şirketler Çarpanları												
Şirket Adı	Ülke	Piyasa Değeri mn \$	Firma Değeri mn \$	PD/DD 12M	F/K				FD/FAVÖK			
					12M	2016T	2017T	2018T	12M	2016T	2017T	2018T
DOGUS OTOMOTIV S	Türkiye	774	1.254	2,1	7,5	10,2	8,6	6,7	9,6	11,4	10,3	9,3
FORD OTOMOTIV	Türkiye	3.964	4.873	3,4	13,5	15,0	11,6	11,0	10,7	11,1	8,9	8,3
TOFAS-TURK OTOMO	Türkiye	2.852	3.111	3,4	14,2	10,6	13,5	12,8	8,3	9,7	8,3	7,9
Yurtiçi Benzer Şirket Ort.				3,4	13,8	12,8	12,5	11,9	9,5	10,4	8,6	8,1
PENSKE AUTOMOTIV	Rusya	3.041	7.873	1,8	9,6	10,3	9,3	9,1	12,0	13,9	12,7	12,2
DELEK AUTOMOTIVE	Çin	805	953	4,3	7,8				6,4			
BILIA AB-A SHS	Japonya	1.312	1.431	5,2	17,2	27,9	19,7	16,6	9,6	13,9	9,7	9,4
LOOKERS PLC	İtalya	532	770	1,4	7,9	7,3		6,6	5,7	6,0	5,6	5,3
INCHCAPE PLC	Fransa	4.110	4.057	2,6	17,3	12,1	12,5	13,0	9,5	7,4	7,6	7,8
VERTU MOTORS PLC	Almanya	244	212	0,8	7,7				4,7	5,6	4,7	4,1
Yurtdışı Benzer Şirket Ort.				2,7	11,3	14,4	13,8	11,3	8,0	9,4	8,0	7,8
Ortalama				2,9	11,9	13,9	13,3	11,5	8,4	9,7	8,2	7,9
Medyan				3,0	11,5	11,4	12,5	11,9	8,9	9,7	8,3	7,9
Max				5,2	17,3	27,9	19,7	16,6	12,0	13,9	12,7	12,2
Min				0,8	7,7	7,3	9,3	6,6	4,7	5,6	4,7	4,1

Kaynak: Bloomberg, 28.07.2016

## Hisse Senedi Öneri Metodolojisi

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Vakıf Yatırım") araştırma raporlarında izleme listesinde yer alan şirketler için "Gelecek 12 aya yönelik" ve "Kısa Vadeli Öneri" olmak üzere ikili bir öneri sistemi uygulamaktadır.

1. Gelecek 12 aya yönelik öneri: Şirket ile ilgili yapılan detay analiz ve değerlendirme çalışması sonrası ulaşılan getiri potansiyeli dikkate alınarak ve hissenin 12 aya kadar elde tutulması durumunda sağlaması beklenen getiri oranları çerçevesinde verilmektedir.

Burada AL, TUT, SAT olmak üzere üç temel öneri veriyoruz.

Bu önerilerin hangi yüzdesel yükseliş beklentileri doğrultusunda verileceği konusunda ise dinamik bir modelleme öngörüyoruz. Buna göre;

- TUT (T) - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" kadar (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) yükseliş veya düşüş potansiyeli içermesi.
- AL (A) - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" den fazla (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) yükseliş potansiyeli içermesi
- SAT (S) - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" den fazla (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) düşüş potansiyeli içermesi.

Yukarıdaki tabloda belirlenen sınırlar, piyasanın doğası gereği geçici sürelerle ihlal edilebilir. Örneğin değerlemelerde dikkate alınmayan olumlu bir gelişmenin fiyatlanmasıyla AL önerimiz olan hisse senedi, hedef değerinin üstüne çıkabilir veya tersi bir durum söz konusu olabilir. Bu tür ihlallerin 3 aydan fazla sürmesi durumunda hedef değer ve öneri güncellemesi yayınlanması gereklidir.

Gelecek 12 aya yönelik öneri değişikliği şirket değerlemesini etkileyecek her türlü gelişme ve piyasa fiyatındaki hareketler dikkate alınarak ve şirket ile ilgili bir güncelleme raporu yayınlanarak yapılır.

Eğer değerlendirme değişimine sebep olan etken şirkete özel bir gerekçe ile değil, değerlendirme parametrelerinin (kur, faiz, büyüme, iskonto oranları vs) değişimi sonucu oluyorsa hedef değer güncellemesi tek tek şirketler için rapor yazılmaksızın topluca ve herhangi bir zamanlama kısıtlaması olmaksızın yapılabilir.

2. Kısa Vadeli Öneri: Hisse senedinin çeşitli gerekçelerle kısa vade için (3 ay) gelecek 12 aya yönelik öneri paralelinde hareket edeceği veya ayrışacağı düşünülüyorsa bu görüşümüzü kısa vadeli öneriler vurgulanacaktır. Bu öneri sistemimiz ise aşağıdaki gibi üç şekildedir.

- Endekse Paralel Getiri (EPG) : Kısa vadede endekse veya sektör endeksine paralel getiri beklentisi
- Endeksin Üzerinde Getiri (EAG): Kısa vadede endeksin veya sektör endeksinin üzerinde getiri beklentisi
- Endeksin Altında Getiri (EAG) : Kısa vadede endeksin veya sektör endeksinin altında getiri beklentisi

Endeksin üzerinde ve altında getiri için herhangi bir rölatif getiri sınırı bulunmamaktadır.

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan çalışmalarda ilgili hisse ile ilgili kullanılacak diğer tanımlamalar ve kısaltmalar;

- Kapsam Dışı (KD) - Herhangi bir hedef değer ve önerimiz olmayan hisse senetlerini ifade eder.
- Öneri Yok (OY) - Herhangi bir hedef değer ve önerimiz olmayan ancak izleme listemizde olan hisse senetlerini ifade eder.
- Revize Ediliyor (RE) - Öneri Listemizde olan ancak çeşitli gerekçelerle öneri ve hedef değerimizi güncelleme gereği duyulan şirketlerin bu geçiş periyodunda olduğunu ifade etmek için kullanılır.

## Sektör Öneri Metodolojisi

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan sektör raporlarında;

- İYİMSER - 12 aylık dönemde sektördeki koşullarının olumlu gelişmesi
- KÖTÜMSER- 12 aylık dönemde sektördeki fiyatlama ve rekabet koşullarının olumsuz gelişmesi
- NÖTR - 12 aylık dönemde sektörde önemli bir değişiklik yaşanmaması

## Piyasa Öneri Metodolojisi

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan piyasaya yönelik strateji raporlarında;

- **AĞIRLIĞI ARTIR** - 12 aylık dönemde Piyasaya yönelik olumlu beklentiler nedeniyle hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının artırılmasını ifade eder
- **AĞIRLIĞI AZALT** - 12 aylık dönemde Piyasaya yönelik olumsuz beklentiler nedeniyle hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının azaltılmasını ifade eder
- **NÖTR** - 12 aylık dönemde Mevcut durumu değiştirecek önemli bir beklentinin olmaması durumunu ifade eder.

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan önerilerin işaret ettiği endeks hedef değeri ile piyasa önerisi paralel olmalıdır. Buna göre örneğin endeks için **AĞIRLIĞI ARTIR** şeklinde bir öneri yapılmışken Vakıf Yatırım izleme listesindeki hisselerin işaret ettiği yükselme potansiyelinin bu öneriyi teyit etmesi gerekmektedir.

Ayrıca Vakıf Yatırım izleme listesindeki şirketlerin adet olarak ve/veya halka açık piyasa değeri ağırlıklı olarak öneri dağılımının piyasa önerisine paralel olması beklenirken, daha dengeli bir izleme listesi oluşturulması maksadıyla herhangi bir dönemde AL ve SAT önerilerinin toplam öneriler içindeki ağırlığının %20'den az olmaması hedeflenmektedir.

Yukarıdaki her iki durum için dönemsel ve geçici ihlaller olabileceği kabul edilmekle birlikte 3 ayı geçen uyumsuzluklarda öneri revizyonu yapılması gerekliliği bulunmaktadır.

## Yasal Çekince Bildirimi

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve 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. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.



[www.vakifyatirim.com.tr](http://www.vakifyatirim.com.tr)

## Genel Müdürlük

Akatlar Mah. Ebulula Mardin Cad. No: 18 Park Maya Sitesi F-2/A Blok  
Beşiktaş 34335 İstanbul  
(0212) 352 35 77

## Araştırma ve Strateji Müdürlüğü

[vkyarastirma@vakifyatirim.com.tr](mailto:vkyarastirma@vakifyatirim.com.tr)

Sezai ŞAKLAROĞLU

Selahattin AYDIN

Tuğba SAYGIN

Serap KAYA

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.