

Şirket Raporu

Büyüme için Stratejik Odak Alanları

Çeşitlendirilmiş portföyde yüksek NAD iskontosu mevcut

Doğan Holding, enerji, sanayi, otomotiv, finans ve yatırım, internet ve eğlence, gayrimenkul, madencilik ve diğer sektörleri içeren çeşitlendirilmiş bir iştirak portföyüne sahiptir. Finans ve Yatırım sektörü %28,3 ile NAD'da en büyük paya sahiptir. Diğer sektörler arasında gayrimenkulün NAD'daki payı %10,6, enerjinin %9,8, internet ve eğlencenin %8,3, sanayinin %6,2, madenciliğin %5,6 ve diğer sektörlerin %3,6'dır. Holding, 646 milyon USD'lik güçlü bir nakit pozisyonuna sahiptir ve bu da holdingin NAD'ının dörtte birinden fazlasını oluşturmaktadır. Doğan Holding'in halka açık şirketlerin NAD içindeki payı %13,2'dir. Önümüzdeki dönemde yeni halka arzlarla birlikte bu payın önemli ölçüde artmasını bekliyoruz. Doğan Holding, mevcut NAD'ına göre %57,1 iskonto ile cazip bir şekilde işlem görürken, 3 yıllık ortalama NAD iskontosu %51,2'dir.

3 sektörde 1 milyar USD değerlendirme hedefi

Holding'in iştiraklerini Stratejik ve Dinamik Odak Alanları olmak üzere iki alanda sınıflandırmıştır. Stratejik Odak Alanları yenilenebilir enerji, madencilik ve finansal hizmetler sektörlerinden oluşmaktadır. Dinamik Odak Alanları ise elektronik, teknoloji ve sanayi, otomotiv ve mobilite ile internet, eğlence ve gayrimenkul sektörlerinden oluşmaktadır.

Holding, Hepiyi Sigorta liderliğinde finansal hizmetler sektöründe 1 milyar USD değere ulaşmayı hedeflerken, yenilenebilir enerji sektöründe Galata Wind (GWIND) ve madencilik sektöründe Gümüştaş'ı 5 yıl içinde 1 milyar USD değere ulaştırmayı amaçlıyor. Ayrıca, Dinamik Odak Alanlarındaki Karel Elektronik (KAREL), şirketin bazı ön koşulları yerine getirmesi halinde yeni yatırımlar ile Stratejik Odak Alanlarına dahil olan 4. bir sektör olarak sektörde 1 milyar USD değerlendirme hedefi oluşacak.

Doğan Holding, Stratejik Odak Alanlarının NAD içindeki payını %45'ten %70'e çıkarmayı hedefliyor. Holding, Stratejik Odak Alanlarındaki şirketlerin değerini artırarak ve bazı şirketlerin satışı ile stratejik odak alanlarının payını artırabilir.

Stratejik Odak Alanları ve holding hedeflerinde değişiklik yok

Doğan Holding hem Stratejik Odak Alanlarını hem de holdingin genel hedeflerini korudu. GWIND, 50 MW'ın üzerinde kurulu kapasite artışı, yıllık 900-980 bin MWH elektrik üretimi ve %70-75 FAVÖK marjı hedefliyor. Gumustas ise %50'nin üzerinde gelir büyümesi, %25-30 FAVÖK marjı ve 40-45 milyon USD yatırım harcaması gerçekleştirilmeyi hedefliyor. Dijital finansal hizmetler sektöründe %70'in üzerinde gelir artışı hedeflenirken, Hepiyi Sigorta 250-300 milyon USD tutarında Yönetim Altındaki Varlık büyümesi hedeflemektedir.

Yüksek nakit yatırımlarda kullanılabilir

Holding 1Ç25 sonuçlarında 646 milyon USD (26,1 milyar TL) solo net nakit açıkladı. Doğan Holding'in nakit pozisyonu NAD'ın %26,4'ünü temsil etmektedir. 1Ç23'te Aytemiz'in satışı ile inorganik büyümenin ardından, holdingin solo net nakdi defansif nakit yönetimi ile güçlü kalmaya devam etmiştir. Halihazırda Doğan Holding nakdinin %80'ini döviz cinsinden tutmaktadır. Doğan Holding bu yüksek nakdini Stratejik Odak Alanların NAD'daki payını %45'ten %70'e çıkarmaya yönelik yatırımlara aktarmayı planlıyor.

Hepiyi Sigorta, Daichii and Sesa Halka arzları bekleniyor

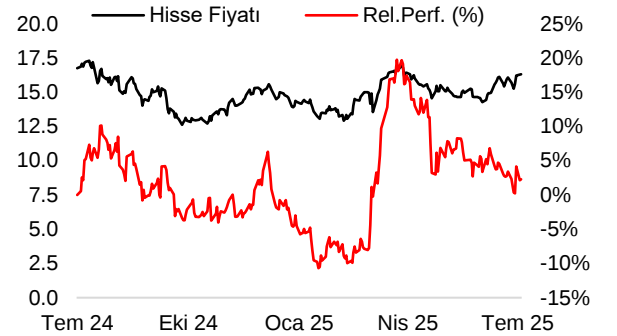
Holding önümüzdeki 3 yıl içinde önemli halka arzlar yapmaya hazırlanıyor. Halka arz için öne çıkan şirketler ise Hepiyi Sigorta, Daichii ve Sesa. Hepiyi Sigorta pazar payı kazanımı ve güçlenen finansal sonuçları ile halka arz için en büyük aday olurken, Daichii Doğan Holding'in güvendiği ve hatta payını artırdığı bir şirket. Sesa tarafında ise satın alma yoluyla büyüme ile halka arz mümkün. Bu halka arzlar ile holdinge önemli nakit girişi ve holdingin NAD iskontosunda daralma bekliyoruz.

22,60TL hedef fiyat ve “Endekse Paralel Getiri” notuyla kapsama alıyoruz

Doğan Holding'i, Stratejik Odak Alanlarına ait şirketlerdeki büyüme beklentisi, yatırımlara olanak sağlayan güçlü nakit pozisyonu ve şirket satışları ile olası nakit yaratımı nedeniyle hisse başına 22,60 TL hedef fiyat ile kapsama alıyoruz. Hisse başına TL22,60 hedef fiyatımız %38,7'lik yukarı yönlü potansiyele işaret ederken hisse için “Endekse Paralel Getiri” tavsiyemiz mevcuttur. Doğan Holding'in NAD iskontosunun %50'ye yaklaşmasını bekliyoruz.

23/07/2025

DOHOL		Endekse Paralel Getiri		
Bloomberg/Reuters Kodu		DOHOL TI / DOHOL.IS		
Tavsiye		Endekse Paralel Getiri		
Hisse Fiyatı (TL)		16.30		
Hedef Fiyat (TL)		22.60		
Yükseliş Potansiyeli		38.7%		
Piyasa Değeri (mn TL)		42,657		
Halka Açıklık (%)		35.9		
12 Aylık en düşük/en yüksek (TL)		12.54 / 17.58		
Ort. Gün. İşlem Hacmi (mn USD)		6.0		
Net Borç (mn TL) - 1Ç25		26,132		
Çarpanlar		2023	2024	2025*
F/DD		1.64x	1.64x	1.61x
Ortalama NAD İskontosu		46.3%	51.4%	51.2%
* 3A25 sonu DD kullanılmıştır, NAD iskontosu YBB hesaplanmıştır				
	1A	3A	12A	YBB
Rel. Getiri	-1%	-10%	2%	4%
Mutlak Getiri	14%	-10%	-3%	12%

Analyst: [Emre Şahinler](#)Analyst: [Övünç Gürsoy PhD CFA](#)

Tablo 1: Doğan Holding NAD Tablosu
DOĞAN HOLDİNG
Net Aktif Değer (NAD) Tablosu

				Cari NAD			Hedef NAD	
		Hisse Fiyatı/	Değer	Holding'in	Holding'in	NAD'e	Değer	Holding'in
Sektör/Şirket	Değerleme Metodu	Değerleme Çarpanı	TL mn	Payı %	Payı TL mn	oranı %	TL mn	Payı TL mn
Enerji								
Aslancık HES (Ortak Girişim)		1.0	-	33.3	-	-	-	-
Galata Wind Enerji	Piyasa Değeri	25.7	13,889	70.0	9,722	9.8	22,648	15,853
Toplam					9,722	9.8		15,853
Sanayi ve Ticaret								
Ditaş	Satış Bedeli		859	68.2	587	0.6	1,074	733
Doğan Dış Ticaret	Defter Değeri	1.0	148	100.0	148	0.1	185	185
Sesa Ambalaj	FD/FAVÖK	7.94	3,767	70.0	2,637	2.7	4,709	3,297
KAREL	Piyasa Değeri	8.7	6,995	40.0	2,798	2.8	8,744	3,498
Toplam					6,170	6.2		7,712
Otomotiv								
Dogan Trend	Defter Değeri	1.9	1,340	100.0	1,340	1.3	1,675	1,675
Toplam					1,340	1.3		1,675
Finans/Yatırım								
D Yatırım Bankası	Defter Değeri	1.5	1,464	100.0	1,464	1.5	1,829	1,829
Doruk Faktoring	Defter Değeri	1.5	2,018	100.0	2,018	2.0	2,522	2,522
Hepiyi Sigorta	Defter Değeri	6.1	27,809	85.0	23,637	23.8	34,761	29,547
Öncü Girişim Sermayesi	İçeriden Alınan Payların Değeri		946	100.0	946	1.0	1,182	1,182
Toplam					28,065	28.3		35,081
İnternet/Eğlence								
Kanal D - Romanya	FD/FAVÖK	3.8	4,999	100.0	4,999	5.0	6,249	6,248
Glokal (Hepsi Emlak)	FD/Gelirler	7.4	4,067	79.2	3,222	3.2	5,084	4,028
Toplam					8,221	8.3		10,276
Gayrimenkul								
D Gayrimenkul	Değerleme Raporu		7,368	100.0	7,368	7.4	9,210	9,210
D Yapı Romanya	Değerleme Raporu		920	100.0	920	0.9	1,149	1,149
Doğan Holding	Değerleme Raporu		304	100.0	304	0.3	380	380
Kandilli Gayrimenkul	Değerleme Raporu		2,579	50.0	1,290	1.3	3,224	1,612
M Investment	Değerleme Raporu		2,941	22.2	651	0.7	3,676	814
Toplam					10,533	10.6		13,167
Madencilik								
Gümüştaş	Satış Bedeli		6,634	75.0	4,975	5.0	8,292	6,219
Doku	Satış Bedeli		728	75.0	546	0.5	910	683
Toplam					5,521	5.6		6,902
Diğer								
Milta Turizm	Defter Değeri	1.6	3,597	100.0	3,597	3.6	4,496	4,496
Doğan Yayıncılık	Satış Bedeli		24	100.0	24	0.0	29	29
Toplam					3,621	3.6		4,526
Tüm İştirakler					73,193	73.7		95,192
Halka açık					13,107	13.2		20,084
Halka açık olmayan					60,087	60.5		75,108
Net Nakit - Holding solo					26,131	26.3		26,131
TOPLAM NET AKTİF DEĞERİ					99,324	100.0		121,323
DOĞAN HOLDİNG Piyasa Değeri					42,657			42,657
İskonto (-)/ Prim (+)					-57.1%			-64.8%
Uygulanan İskonto**								51%
İkonto Sonrası Hedef NAD								59,020
Hedef Fiyat								22.60
Güncel Hisse Fiyatı								16.30
Getiri Potansiyeli								38.7%

Kaynak: Şirket, Oyak Yatırım Araştırma, 22/07/2025 kapanışı

*Takibimizde olmayan şirketlerde hedef NAD %25 ile büyütülmektedir.

**Uygulanan iskonto 3 yıllık ortalama NAD iskontosundan hesaplanmıştır

Hem Stratejik Odak Alanlarında hem de Holding 2025 yılı hedeflerini korundu

Doğan Holding 1Ç25 sunumunda 2025 yılına ilişkin hedeflerini paylaştı. Hedeflerde Stratejik Odak Alanları ve Holding olmak üzere iki ayrı bölüm yer alırken, 4Ç24 hedeflerde herhangi bir değişiklik yapılmadı.

Stratejik Odak alanları için 2025 rehberinde 3 sektörde ayrı hedefler belirlenmiştir: Yenilenebilir enerji, Madencilik ve Dijital Finansal Hizmetler. Hedefler aşağıdaki gibidir:

- Yenilenebilir enerji:
 - GWIND, 2025 yılı sonuna kadar kurulu kapasitesini 50MW'ın arttırmayı hedeflemektedir. Şirket Mayıs ayı itibarıyla bu hedefe ulaşmış durumda.
 - GWIND'in başka bir hedefi ise 900-980 bin MWh elektrik üretim kapasitesine sahip olmaktır.
 - Şirketin %70-75 FAVÖK marjı gibi bir finansal hedefi bulunuyor. GWIND 1Ç25 sonuçlarında %71'lik bir FAVÖK marjı açıklamıştır ki bu hedefle uyumludur.
- Madencilik:
 - FAVÖK marjı hedefi %25-30, yatırım harcamaları hedefi ise 40-45mn USD'dir. Ayrıca, Gümüştaş için gelir büyümesi hedefi %50'nin üzerinde.
- Dijital finansal hizmetler:
 - Holding %70'in üzerinde gelir artışı beklemektedir. Ayrıca, Hepiyi Sigorta'da Yönetim Altındaki Varlıklarda 250-300mn USD artış beklenmektedir.

2025 hedeflerinde Doğan Holding için 3 hedef belirlenmiştir. Bu hedefler aşağıdaki gibidir:

- Holding gelirlerinde TÜFE +5 ila 8 puanlık bir büyüme bekliyor. Ancak, özellikle otomotiv, yenilenebilir enerji ve elektronik, teknoloji ve sanayi sektörlerinde 1Ç25 sonuçlarında görülen önemli gerilemeler bu hedefe ulaşılmasını zorlaştırabilir.
- FAVÖK büyümesinde TÜFE +6 ila 10 puanlık artış (Finansman ve yatırım segmenti hariç) 2025 yıl sonu için belirlenen bir diğer hedeftir. FAVÖK hedefi geçen yılki %9'luk marjı korumak olsa da otomotiv sektöründe açıklanan negatif FAVÖK rakamı Doğan Holding'in bu hedefe ulaşmasında zorluk yaratabilir.
- NAD tarafında ise holding, NAD'ını dolar bazında yıllık %5-10 artırmayı hedefliyor. Hedeflenen halka arzlar ile halka açık olmayan şirketler değerlerine yaklaşacak, özellikle stratejik odak alanlarına yapılacak yatırımlar ile şirket değerlerinde yaşanacak artışlar bu hedefe ulaşmada önemli adımlar olacaktır.

Tablo 2: Doğan Holding 2025 Hedefleri



Kaynak: Doğan Holding 1Ç25 Çeyrek Dönem Sunumu

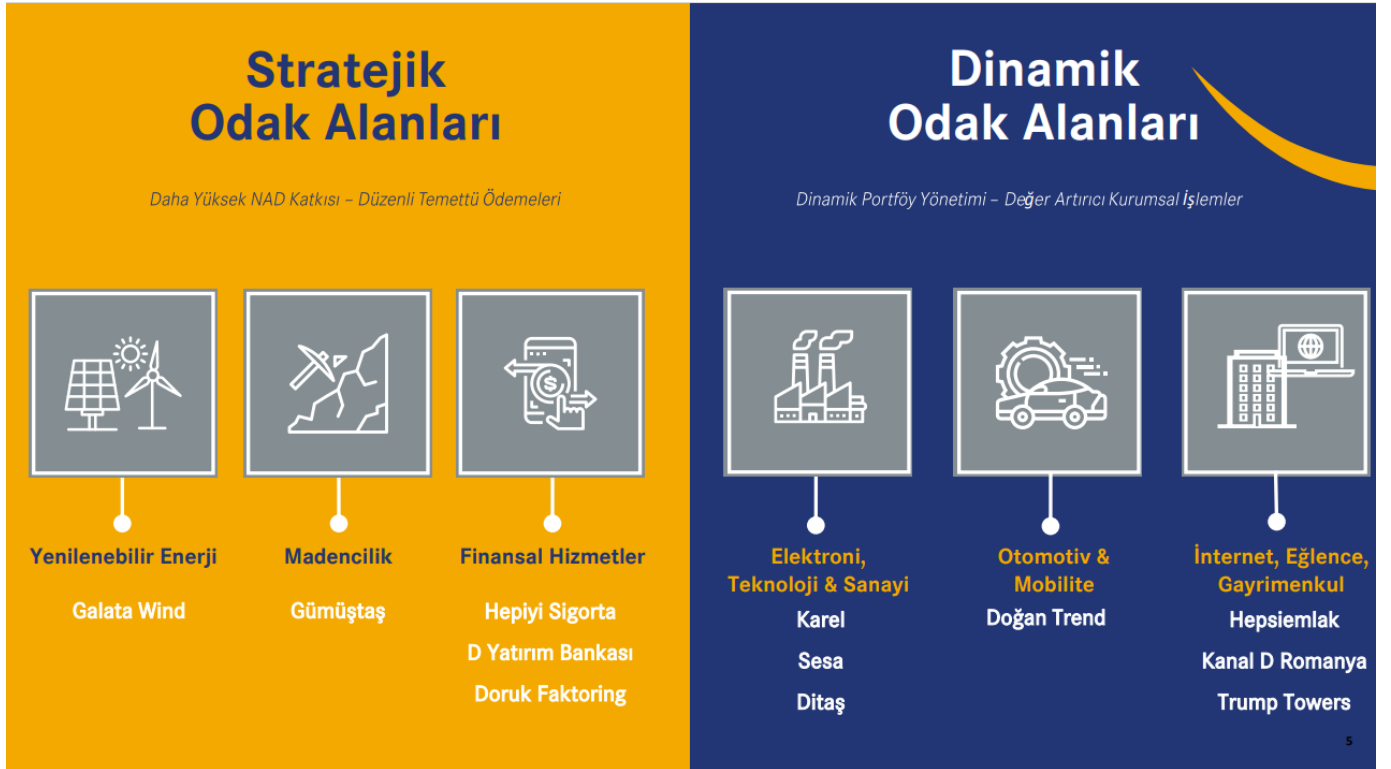
Yeni Portföy düzenlemesi: Stratejik Odak Alanları & Dinamik Odak Alanları

Doğan Holding, 4Ç24 itibarıyla iştiraklerini iki gruba ayırmıştır: Stratejik Odak Alanları ve Dinamik Odak Alanları. Bu portföy planlamasının amacı, bir yandan değer yaratma potansiyeli olan şirketleri yöneterek mevcut portföyü güçlendirmek, diğer yandan da daha dinamik bir yönetim ile değerine ulaşmış, zarar eden ya da gelecekte holdinge sunacağı bir şey kalmamış şirketlerin hızlı sirkülasyon ile alınıp satılabileceği alanları tespit edip portföyü sadeleştirmektir. Halihazırda %45 olan stratejik odak alanlarının payının, Dinamik Odak Alanları'ndaki sadeleştirmeler ve Stratejik Odak Alanları'ndaki değer artışları ile önümüzdeki 5 yıl içinde %70'e çıkarılması hedefleniyor.

Stratejik odak alanındaki şirketler, holdingin gelecekte değer yaratacağına inandığı ve portföyünün yapı taşları olarak belirlediği sektörlerden oluşmaktadır. Stratejik Odak Alanları yenilenebilir enerji, madencilik ve finansal hizmetler sektörleridir. Bu sektörler, holdingin düzenli temettü geliri elde ettiği ve yüksek NAD katkısı sağladığı sektörlerdir. Doğan Holding, önümüzdeki yıllarda bu sektörlerle olan katkısını artırmayı hedeflemektedir. Doğan Holding Stratejik odak alanları içerisinde yenilenebilir enerjide Galata Wind, madencilikte Gümüştaş şirketlerinde ve Hepiyi Sigorta'nın önemli katkısıyla finansal hizmetler sektöründe toplam 1 milyar USD değerlemeye ulaşmayı hedeflemektedir.

Dinamik odak alanları ise daha kısa vadeli ve yüksek devirli yatırım alanlarıdır. Doğan Holding, portföyünü sadeleştirmek için doğru tekliflerin alınması durumunda bu varlıklardan birleşme ve satın almalar, halka arzlar veya satış yoluyla değer yaratmayı planlamaktadır. Karel bu alanda önemli bir iştiraktır. Şirket 2024 yılında finansal ve operasyonel zorluklar yaşamıştır. Karel bu zorlukların üstesinden gelirse, stratejik odak alanlarından biri olarak dahil edilebilir ve Doğan Holding'in bir teknoloji varlığındaki bir başka yeni yatırımıyla birlikte, bu dikey kombinasyonun önümüzdeki 5 yıl içinde 1 milyar USD değerlemeye ulaşması hedeflenecektir. Karel'in beklenen performansı gösterememesi ve 1 milyar USD hedefinden uzaklaşması durumunda, holding 300-400 milyon USD karşılığında satın alabileceği bir şirkete yönelebilir ve Stratejik Odak Alanlarına yeni bir sektör ekleyebilir.

Tablo 3: Stratejik ve Dinamik Odak Alanları



Kaynak: Doğan Holding 1Ç25 Çeyrek Dönem Sunumu

Hepiyi Sigorta: Güçlü finansalları ve yüksek müşteri büyümesiyle halka arza hazır

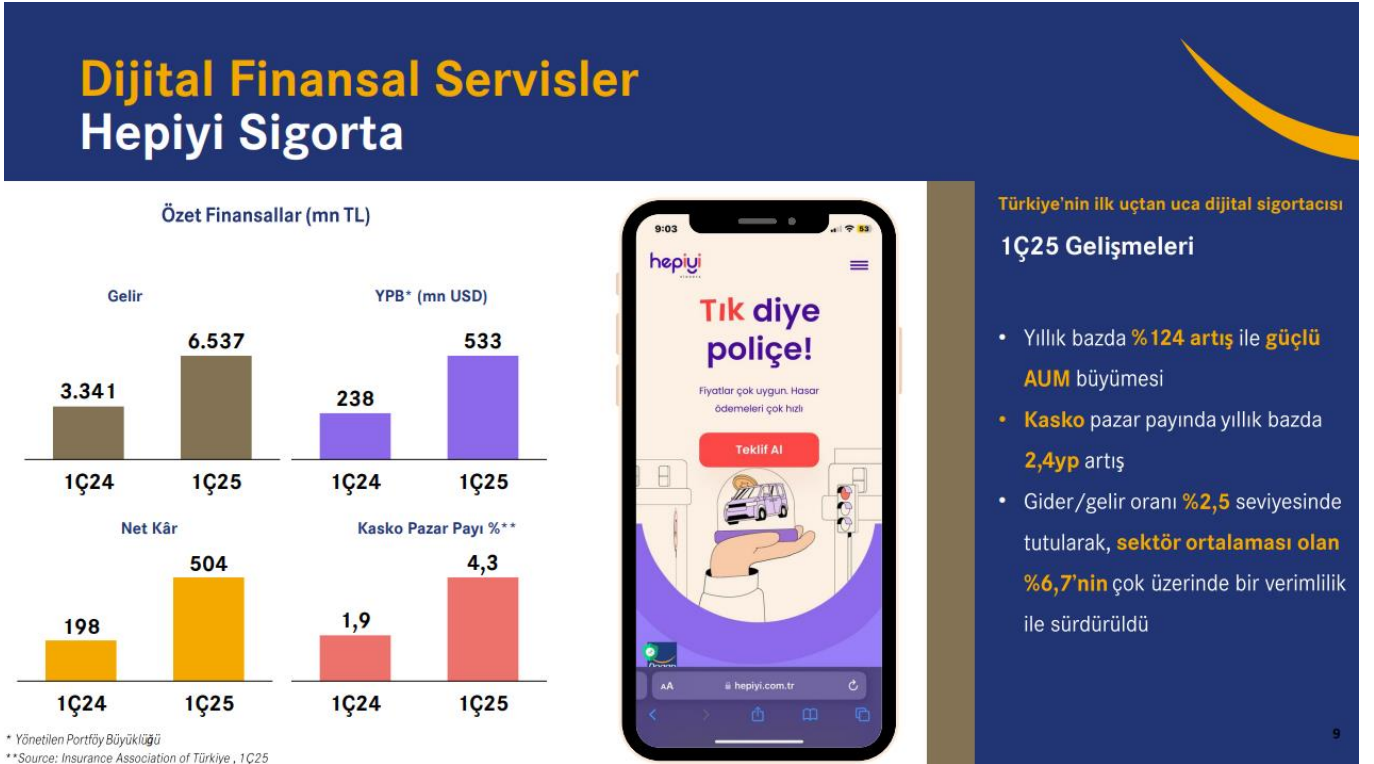
Hepiyi Sigorta, 2021 yılında Doğan Holding tarafından kurulan tamamen dijital bir sigorta şirkettir. Kuruluşundan bu yana yüksek müşteri büyümesi ve güçlü finansal sonuçları ile şirket, Doğan Holding'in iştirakleri arasında halka arz için bir numaralı adaydır.

Hepiyi Sigorta, Türkiye'nin ilk uçtan uca dijital sigortacıdır. Şirket, güçlü dijital altyapısı sayesinde, teklif verilebilen müşterilerin %87'sine ulaşabilmekte ve bu da güçlü bir müşteri büyümesi sağlamaktadır. Müşteri kazanımları 1Ç25 finansal sonuçlarını olumlu yönde etkilemiş ve brüt yazılan primlerin %170 artışla 6.375mn TL'ye ulaşmasında önemli rol oynamıştır. Şirket ayrıca, yönetilen portföy büyüklüğünü yıllık bazda %124 oranında artırarak 533mn TL'ye çıkarmış ve net kârın yıllık bazda önemli ölçüde artarak 881mn TL'ye yükselmesine katkıda bulunmuştur. Şirket ayrıca, sektör ortalaması olan %6,2'nin oldukça altında olan %2,6'lık sürdürülebilir maliyet/gelir oranı ile maliyetlerini iyi yönetebilmektedir.

Hepiyi Sigorta, kaydettiği müşteri kazanımlarıyla sadece olumlu bir finansal performans sergilemekle kalmamış, aynı zamanda önemli bir pazar payı da elde etmiştir. 1Ç25'te kasko pazar payını bir önceki yılın aynı dönemine göre 2,0 puan artırarak bu segmentteki pazar payını %3,7'ye yükseltmeyi başarmıştır. Hepiyi Sigorta, kuruluşundan bu yana MOD pazar payını sırasıyla 5x, 2x ve 2x oranında artırmıştır. Bu ivmenin önümüzdeki yıllarda azalmasını beklemekle birlikte, pay büyümesinin devam etmesini bekliyoruz.

Güçlü finansalları, yüksek müşteri büyümesi ve istikrarlı bir şekilde artan pazar payı ile Hepiyi Sigorta, Doğan Holding'in halka açık olmayan iştirakleri arasında halka arz için en önemli adaydır. Şirket şu anda bir dizi yatırımcı ile hisse alımı için görüşmektedir. Hepiyi Sigorta'nın halka arzında belirleyici faktörlerden biri de şirketin yurt dışına açılma planları. Hepiyi Sigorta'nın yurtdışı planını gerçekleştirmesi halinde, şirketin burada büyümeyi bekleyip 2027 yılından sonra yurtdışı piyasalarda halka arzı gerçekleştirme ihtimali bulunuyor.

Tablo 4: Hepiyi Sigorta Finansalları ve Önemli Gelişmeleri



Kaynak: Doğan Holding 1Ç25 Çeyrek Dönem Sunumu

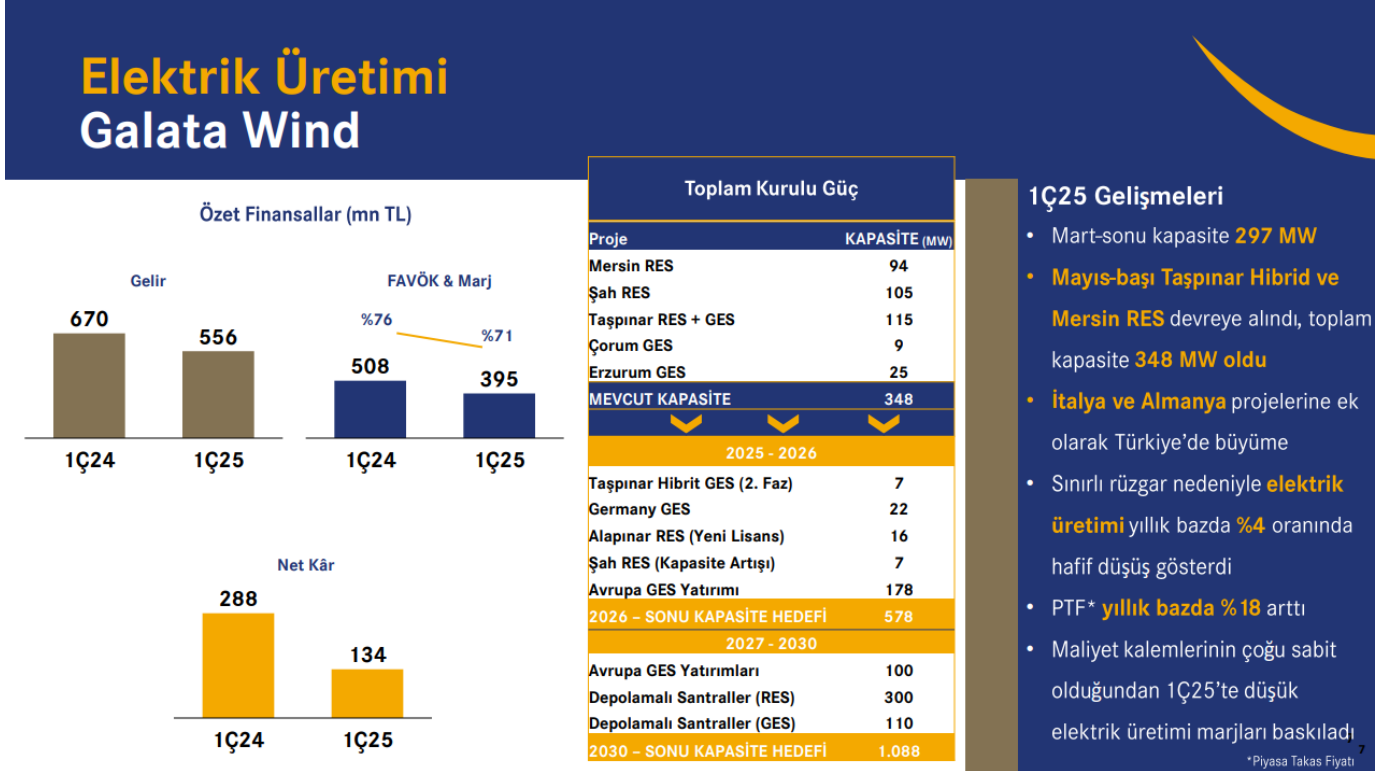
GWIND: Finansal sonuçlar beklentilere paralel gerçekleşirken Avrupa yatırımları hız kazanıyor

GWIND, Doğan Holding'in stratejik odak alanları içerisinde yer alan yenilenebilir enerji sektöründeki şirkettir. Şirket, holdingin 5 yıl içinde 1 milyar USD değere ulaşmayı hedeflediği şirketlerden biridir. Ayrıca Galatwind, Doğan Holding'in halka açık üç şirketinden biri olup halka açık şirketlerin NAD'ının yaklaşık %70'ini oluşturmaktadır. Şirketin toplam NAD içindeki payı ise yaklaşık %9'dur.

GWIND, Mayıs ayı itibariyle Taşpınar Hibrit ve Mersin RES santrallerini devreye alarak toplam kurulu gücünü 354MW'a yükseltti. Bu kapasite artışıyla birlikte GWIND, 2025 yılı için belirlediği 50MW'ın üzerindeki kurulu güç artış hedefini de tamamlamış oldu. Şirket bu kapasiteyi 2025-2026 yıllarında 578MW'a, 2027-2030 yıllarında ise 1.088MW'a çıkarmayı hedefliyor. Bu iki yılda gerçekleşecek kapasite artışı ile GWIND ilk kez yurt dışında santral kurmayı planlıyor. Halihazırda Almanya'da 43MW Agri-PV ve 40MW BESS GES kapasitesi ve İtalya'da 9MW GES projesi planlanırken, Avrupa için kalan 108MW kapasite planı 2026 yılına kadar devam etmektedir. Şu anda toplam 52MW GES ve 40MW BESS projesi yolda olup, hedeflenen 200MW kapasitenin geri kalanı gelişmiş Avrupa ülkelerinde gerçekleştirilecektir. GWIND, Almanya GES projesini ve İtalya GES projelerini 2025 sonu veya 2026'da tamamlamayı hedeflemektedir.

Finansal sonuçlara bakıldığında, sınırlı rüzgar nedeniyle yıllık bazda %4 düşen elektrik üretimi, gelirlerin %17 azalarak 556mn TL'ye gerilemesine neden olmuştur. Sabit maliyet kalemleri nedeniyle, düşük satışlar hem FAVÖK'ü hem de FAVÖK marjını olumsuz etkiledi. Şirket 395mn TL FAVÖK açıklamıştır ki bu da %71'lik bir FAVÖK marjına denk gelmektedir. Burada olumlu olan nokta satışlardaki düşüşe rağmen FAVÖK marjının sene başında belirlenen %70-75 FAVÖK marjı hedefi ile uyumlu olmasıdır. Şirketin karı da yarıdan fazla düşerek 134mn TL'ye gerilemiştir.

Tablo 5: Galata Wind Finansalları ve Önemli Gelişmeleri



Kaynak: Doğan Holding 1Ç25 Çeyrek Dönem Sunumu

Gümüştaş: Yeni Stratejik Alan madencilik beklentileri aştı

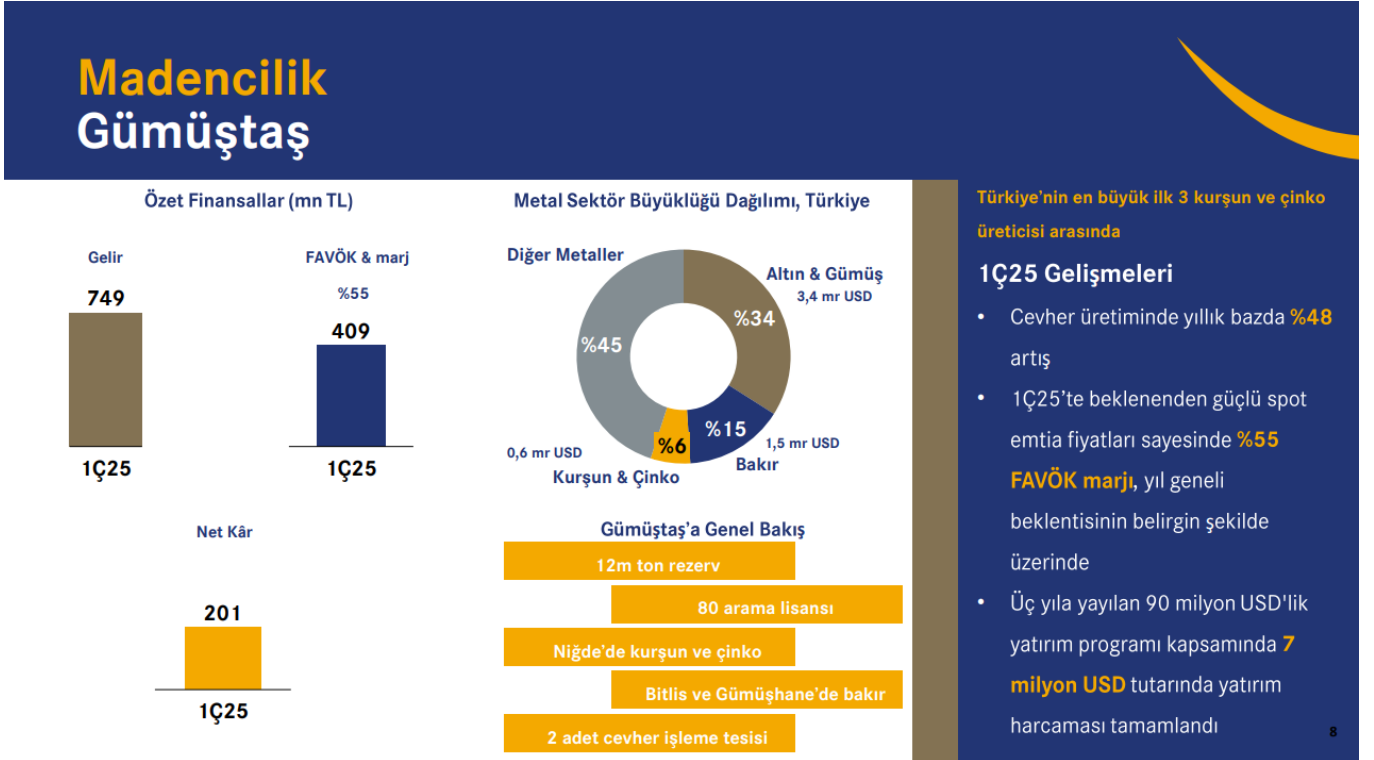
Gümüştaş, Doğan Holding'in madencilik sektörü altındaki yeni portföy planlamasında stratejik odak alanlarındaki şirketlerden biridir. Doğan Holding, madencilik sektörüne girmek için 2024 yılında 123mn USD karşılığında hisselerin %75'ini satın aldı. Gümüştaş, holdingin 5 yıl içinde 1 milyar USD değere ulaşmayı hedeflediği dört şirketten biridir.

Şirket, Niğde'de kurşun ve çinko madenlerine sahiptir ve Türkiye'nin en büyük 3 kurşun ve çinko üreticisi arasındadır. Gümüştaş ayrıca Bitlis ve Gümüşhane'de bakır madenlerine sahiptir. Şirketin toplam 12 milyon ton rezervi, 80 arama ruhsatı ve bu rezervleri işlemek için yılda toplam 600 bin ton kapasiteli 2 maden işleme tesisi bulunmaktadır. Gümüştaş 1Ç25'te maden üretimini yıllık bazda %40 artırmıştır. Gümüştaş, 80 arama ruhsatından 6'sını açmayı başarmıştır. Şirket 5 yıl içinde işleme kapasitesini ikiye katlayarak yılda 1,2 milyar tona çıkarmayı hedefliyor.

Şirket 1Ç25'te 740mn TL gelir ve 409mn TL FAVÖK elde etti. Bu sonuçlar %55'lik bir FAVÖK marjına işaret ediyor ki bu da 2025 yıl sonu beklentilerinin oldukça üzerinde. Şirket ayrıca 1Ç25'te 201mn TL kar açıklamıştır. Şirketin 2025 yılına ilişkin finansal hedefleri arasında %25-30 FAVÖK marjı ve %50'nin üzerinde gelir büyümesi yer alıyor.

Yatırımlar tarafında ise Gümüştaş, 2025 yılına kadar 40-45 milyon USD, önümüzdeki 3 yıl içinde ise toplam 90 milyon USD yatırım harcaması yapmayı planlamaktadır. Şirket bu harcamaları hem halihazırda işlenmekte olan madenlerde hem faaliyette olan maden işleme tesislerinin geliştirilmesinde hem de henüz arama faaliyetlerine başlanmamış ancak arama ruhsatı bulunan 80 alanda değerlendirmeyi hedeflemektedir. Bu hedefler doğrultusunda 1Ç25'te 7mn USD tutarında yatırım harcaması gerçekleştirilmiştir.

Tablo 6: Gümüştaş Finansalları ve Önemli Gelişmeleri



Kaynak: Doğan Holding 1Ç25 Çeyrek Dönem Sunumu

KAREL: En kötü geride kaldı, 2025 için olumlu görünüm, beklenen Daichii halka arzı önemli

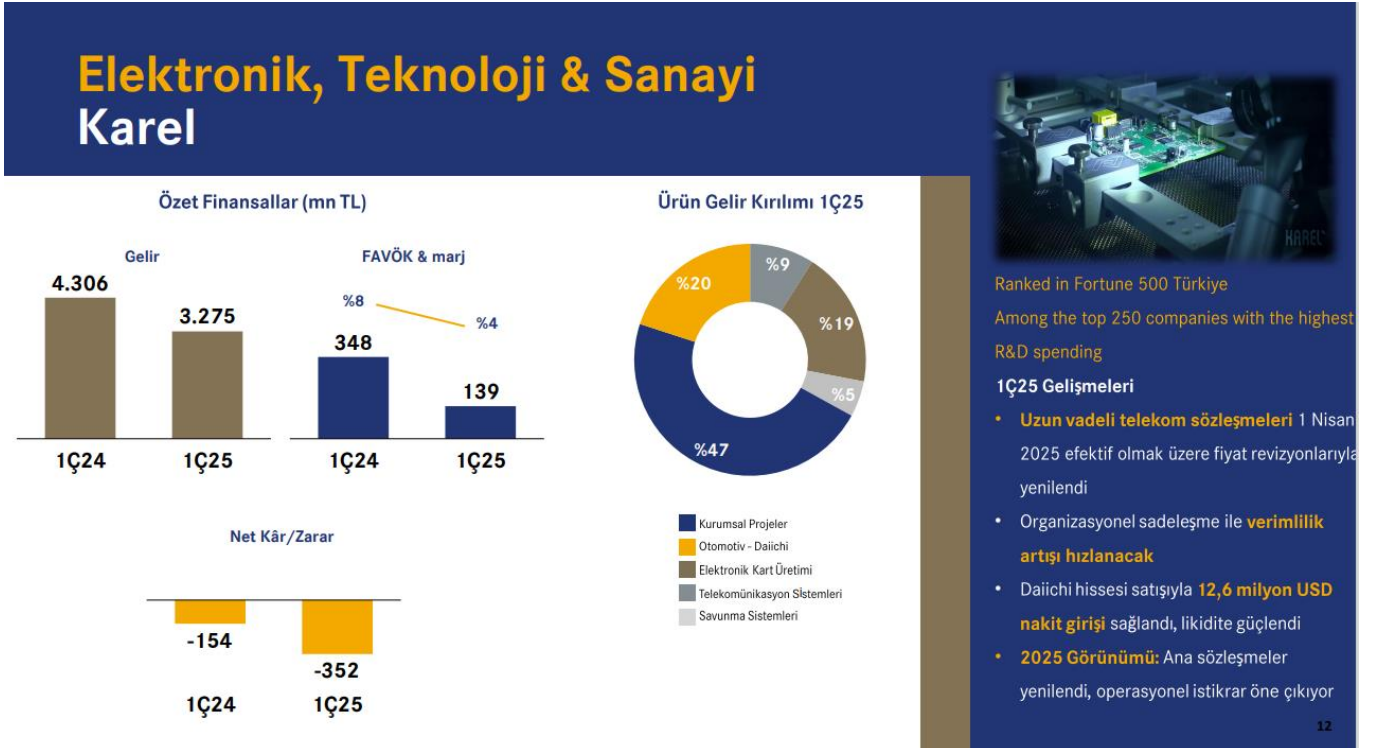
KAREL, Doğan Holding'in iletişim, savunma, kurumsal, elektronik ve otomotiv teknolojileri alanlarında hizmet veren bir iştirakidir. Holding, 1. çeyrekte otomotiv teknolojileri şirketi Daichii'nin %25 hissesini 15mn ABD Doları karşılığında satın almıştır. KAREL bu hisse satışından 12,6mn ABD Doları gelir elde ederken, kalan hisseler diğer hissedarlardan satın alındı. Daichii, Doğan Holding'in orta vadede halka arz etmeyi planladığı şirketler arasında yer alıyor. Bu hisse alımının Doğan Holding'in nakit pozisyonuna olumlu katkı yapmasını bekliyoruz, zira holding olası bir halka arz için ön hazırlık yapmış oluyor.

Ürün gelirlerinin dağılımına bakıldığında, kurumsal projeler %47 ile toplam gelirlerin neredeyse yarısını oluştururken, otomotiv teknolojileri ve Daichii KAREL'in gelirlerinin %20'sini oluşturmaktadır. Geri kalan ürünlerden elektronik kart üretimi gelirlerin %19'unu, telekomünikasyon sistemleri %9'unu ve savunma sistemleri %5'ini oluşturmaktadır.

1Ç25 KAREL için oldukça zorlu bir çeyrek oldu. Müşterisi Turkcell'de asgari ücret zammının gerçekleşmemesi gelirler üzerinde önemli bir olumsuz etki yaratırken, Arçelik'in azalan siparişleri ve 2024 yılında yaşanan fabrika yangını olumsuz sonuçların diğer nedenleri oldu. Satış gelirleri yıllık bazda %24 düşüşle 3.275mn TL olarak açıklandı. FAVÖK ve FAVÖK marjı ise sırasıyla 139mn TL ve %4 ile 348mn TL ve %8 olan 1Ç24 rakamlarının oldukça altında kaldı. Net zarar ise 1Ç24'e göre önemli bir artışla 352mn TL olarak gerçekleşmiştir.

KAREL 2025 için olumlu bir görünüme sahip. Turkcell tarafında ise en kötünün geride kaldığını, Nisan ayından itibaren geçerli olan fiyat revizyonları ve organizasyonel sadeleştirmelerden elde edilen verimlilik kazanımlarının şirketin 2025 yılı görünümünü güçlendirdiğini belirtiyor. Turkcell ile yapılan anlaşmadaki önemli revizyonlardan biri, baz fiyatın geçmişte olduğu gibi yılda bir kez yerine 6 ayda bir artırılacak olması ve bunun da sonuçlar üzerindeki enflasyon baskısını azaltacak olması. Buna ek olarak, elektronik kart tarafında şirket ölçek ekonomisi yaratmak için operasyonel düzenlemeye başlamıştır. Arçelik'in düşük talebi finansalları olumsuz etkilerken, KAREL yeni müşterilerle görüşmektedir.

Tablo 7: Karel Finansalları ve Önemli Gelişmeleri



Kaynak: Doğan Holding 1Ç25 Çeyrek Dönem Sunumu

Diğer İştirakler: M&A, halka arz ve satış yoluyla değer yaratma hedefleniyor

Doğan Holding'in daha önce bahsedilen dört şirket dışında da iştirakleri bulunmaktadır. Bu iştirakler finansal hizmetler, elektronik, teknoloji ve sanayi, otomotiv ve mobilite, internet, eğlence ve gayrimenkul sektörlerindedir. Bu sektörler ve bu sektörlerdeki iştirakler çoğunlukla holdingin Dinamik Odak Alanları olup, doğru zamanda ve doğru değerlemelerle gelen tekliflerin değerlendirilmesiyle ya birleşme ve satın almalar ya halka arz ya da satış yoluyla değer yaratabilecek şirketlerdir.

Dogan Trend Otomotiv: Doğan Trend Otomotiv, perakende araç satışı ve araç kiralama faaliyetlerini yürütmektedir. Şirket 1Ç25'te 388mn TL net zarar açıklayarak net zarar rakamını yükseltmiştir. Zarara giden yolda kaydedilen 322mn TL'lik negatif FAVÖK rakamı operasyonel faaliyetlerdeki bozulmayı gösterirken, satış hacmindeki yıllık %72'lik düşüş zayıf finansalların ana nedenidir. MG, Suzuki ve motosiklet satış hacimleri sırasıyla %90, %44 ve %40 oranında gerileyerek finansal sonuçlardaki olumsuz görünümün ana etkenleri oldu. Ürün bazında ise Çin menşeli araçların ek vergi oranının %40'tan %50'ye çıkarılması ve toplam gümrük vergisinin %60'a ulaşması nedeniyle MG marka ürünler diğer markalara göre dezavantajlı duruma düşerken, engelli vatandaşlar için ÖTV muafiyetine hak kazanan araçlarda %20 olan yerleştirme şartının %40'a çıkarılması nedeniyle Suzuki marka ürünler satışları olumsuz etkiledi. Doğan Holding, şirketin bu olumsuz gidişatının zayıf yılsonu sonuçlarıyla devam etmesini bekliyor. Doğan Trend Otomotiv gelecekte daha iyi bilinen markaların distribütörlüğünü yapmaya başlayabilir veya bayiliklerinde sadeleşmeye gidebilir.

Sesa Ambalaj: Sesa Ambalaj, Türkiye'nin önde gelen niş, ölçeklenebilir, premium ve geri dönüştürülebilir esnek ambalaj üretim ve satış şirketidir. Şirketin 1Ç25 satışları yıllık bazda %16,5 düşüşle 970mn TL olarak açıklanmıştır. Operasyonel açıdan şirketin FAVÖK'ü yarıdan fazla düşerken, FAVÖK marjı 8 puan azalarak %8'e geriledi. Buna rağmen şirket 0,3mn TL ile bir önceki yılın oldukça altında bir zarar açıkladı. Şirket ihracat payını %56'ya yükseltirken, burada en önemli hissedar İngiltere olurken, ABD ve Avrupa'nın da önemli payı bulunuyor. Şirket, Trump tarifelerinin katkı sağlayacağına ve ABD'nin payını daha da artıracığına inanıyor. Sesa Ambalaj'da başka bir şirketin satın alınmasını takiben halka arz olasılığı da bulunuyor veya satış Sesa Ambalaj'ın değer yaratması için seçenekler arasında yer alıyor.

D Yatırım Bankası: D Yatırım Bankası 1Ç25'te yıllık bazda %9,2'lik hafif düşüşle 139mn TL ciro ve yıllık bazda %56,6'lık keskin düşüşle 23mn TL net kar açıklamıştır. Şirket son bir yıllık dönemde toplam varlıklarını 3.046mn TL'den 5.551mn TL'ye çıkarmıştır. Şirketin nominal değeri 2,1 milyar TL'yi aşan 11 adet sermaye piyasası aracı bulunmaktadır. Şirket ayrıca büyümeyi desteklemek için ödenmiş sermayesini 20mn USD artıracaktır.

Doruk Faktoring: Doruk Faktoring'in satış gelirleri 1Ç25'te bir önceki yılın aynı dönemine göre yaklaşık iki kat artarak 895mn TL'ye ulaşmıştır. Net kar bir önceki yıla göre 3 kat artarak 213mn TL'ye yükselmiştir. Şirket son bir yıllık dönemde toplam aktiflerini önemli ölçüde artırarak 3.894mn TL'den 6.220mn TL'ye çıkarmıştır. Şirketin özkaynak karlılığı 1Ç25'te yıllık bazda 6 puan artarak %18'e yükselmiştir.

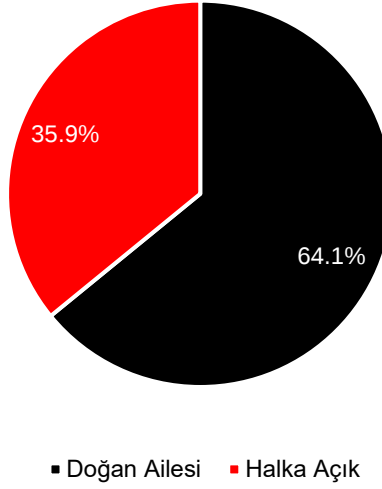
Hepsiemlak: Hepsiemlak online emlak sektörünün en büyük 2. şirketidir. Şirket 1Ç25 sonuçlarında gelirlerini yıllık bazda %33,3 oranında artırarak 144mn TL'ye çıkarırken, 1Ç24'teki negatif FAVÖK rakamı 5mn TL pozitif dönmüş ve net zararını %81,2 oranında azaltarak 26mn TL'ye indirmiştir. Şirket ayrıca Zingat'ın satın alınmasıyla inorganik büyüme gerçekleştirirken, Property Finder ile stratejik ortaklık kurdu.

Kanal D Romanya: Kanal D Romanya, Romanya'nın 2 numaralı TV kanalıdır. 2 numaralı TV kanalıdır. Şirketin 1Ç25 finansallarında, gelirlerdeki hafif düşüşe rağmen, FAVÖK %35,1 artarak 200mn TL'ye yükselmiştir. FAVÖK marjı 14 puanlık önemli bir artışla %38,5'e yükseldi. Net kar ise %25,0 oranında artarak 100mn TL'ye yükselmiştir.

Diğer İştirakler: M&A, halka arz ve satış yoluyla değer yaratma hedefleniyor (Devam ediyor)

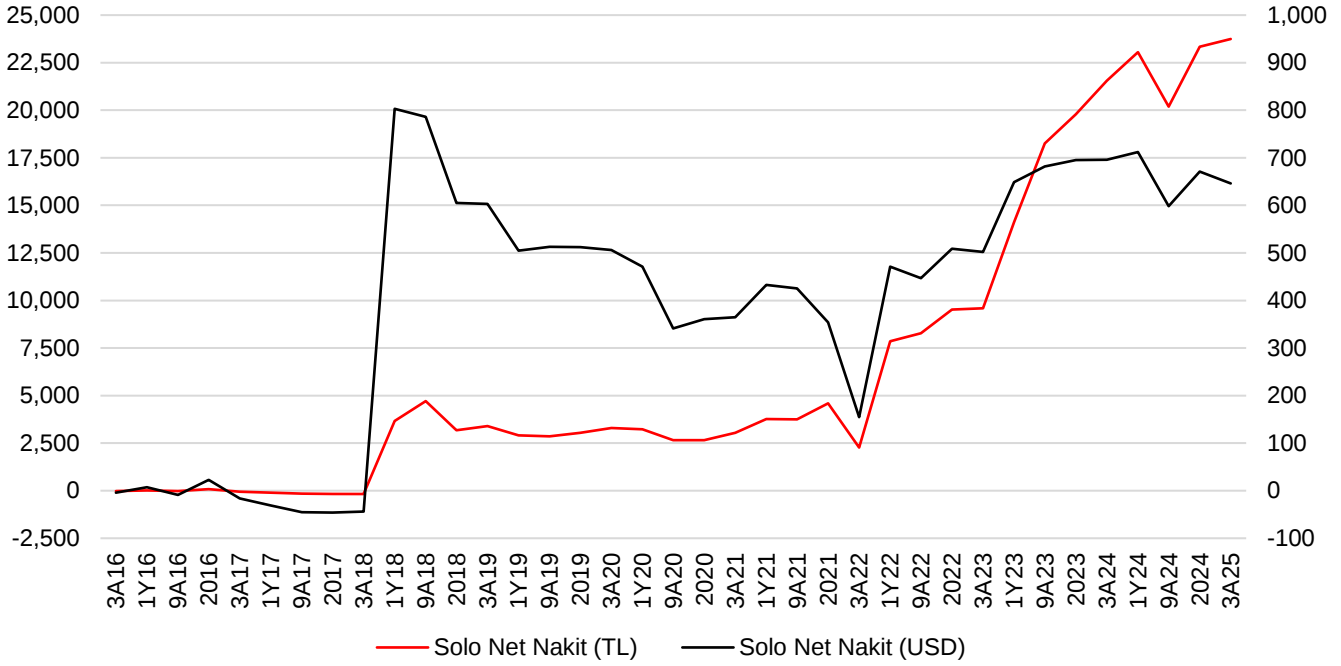
Gayrimenkul Yatırımları: Doğan Holding'in bu iştirak portföyüne ek olarak gayrimenkul yatırımları da bulunmaktadır. D Yapı Romanya, Kandilli gayrimenkul, Doğan Holding binası, M Investment NY ve D Gayrimenkul holdingin gayrimenkul portföyünün bir parçasıdır. Toplam gayrimenkul portföy değeri 349mn USD iken, Doğan Holding'in sahiplik payı 260mn USD değerlemeye işaret etmektedir.

Tablo 8: Doğan Holding'in Hissedar Yapısı



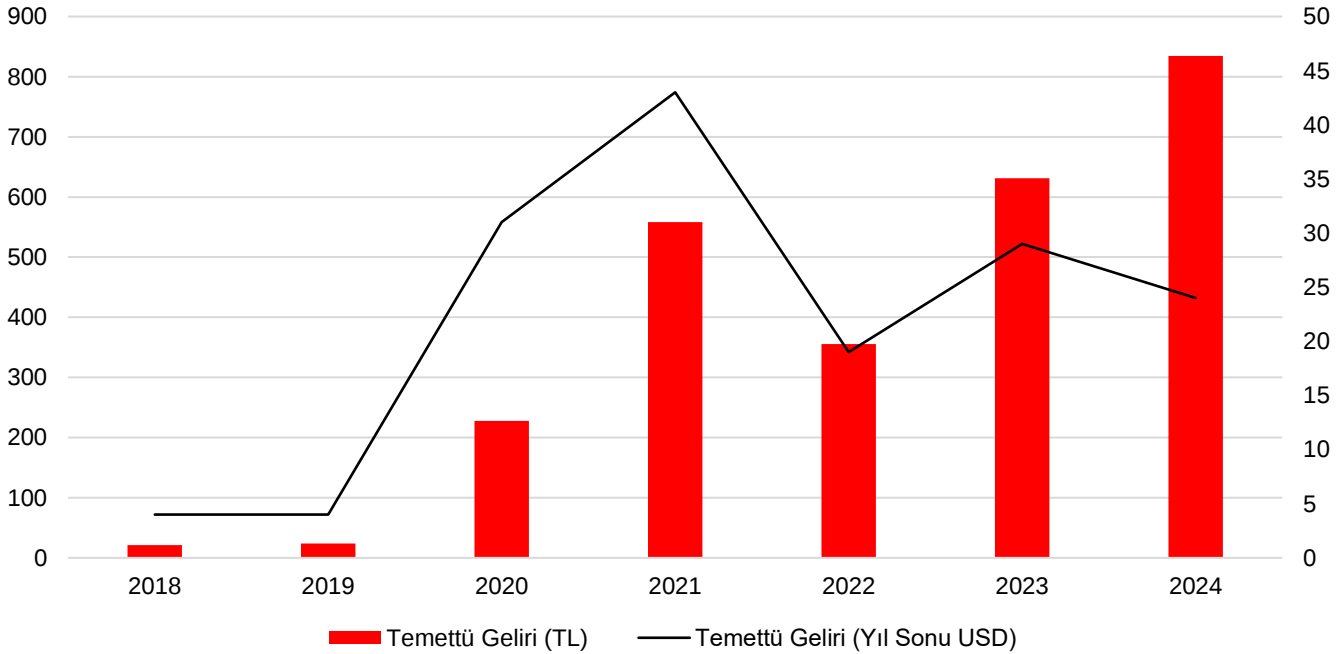
Kaynak: Şirket

Tablo 9: Holding Solo Net Nakit (milyon TL, milyon USD)



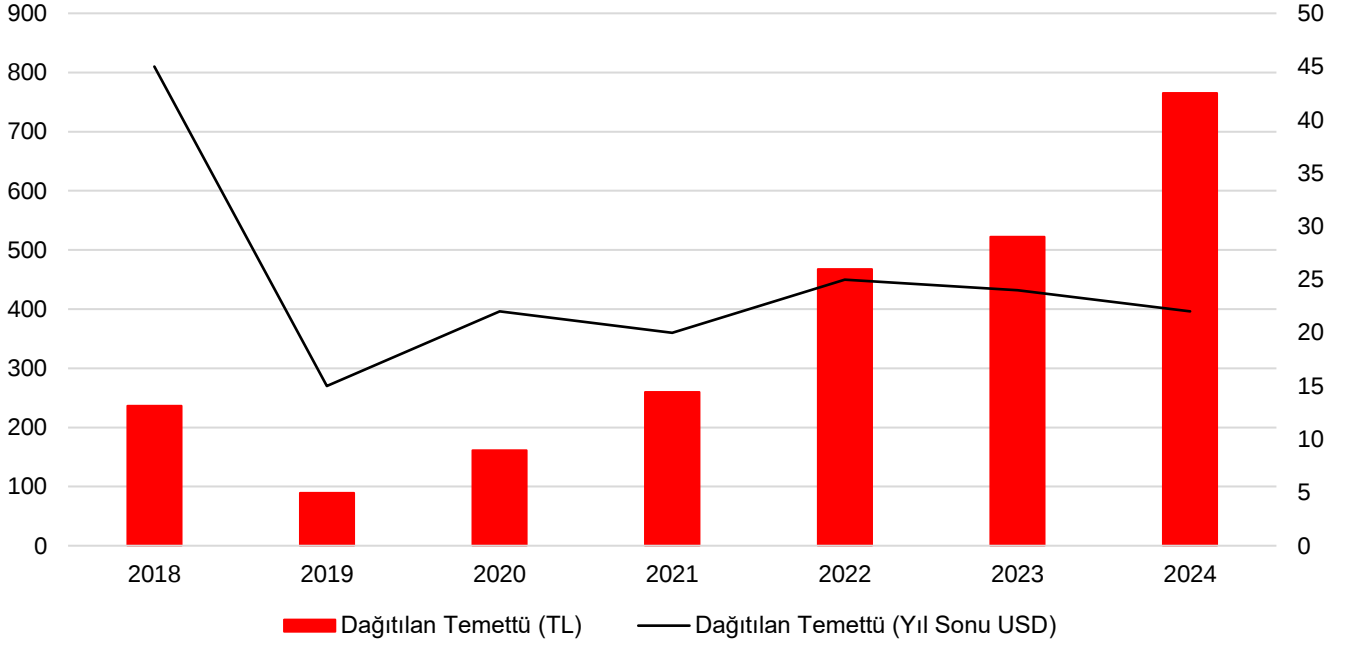
Kaynak: Şirket, OYAK Yatırım Araştırma

Tablo 10: Temettü Geliri (milyon TL, milyon USD)



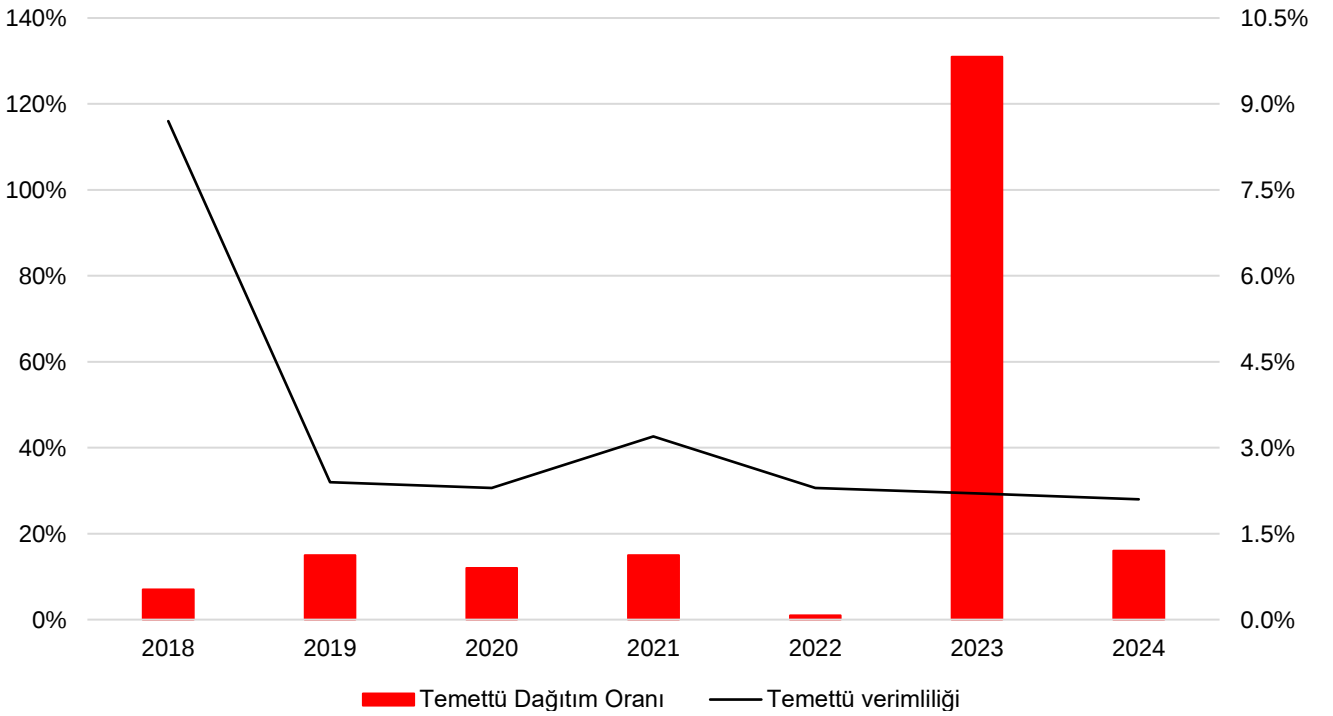
Kaynak: Şirket, OYAK Yatırım Araştırma

Tablo 11: Dağıtılan Temettü (milyon TL, milyon USD)



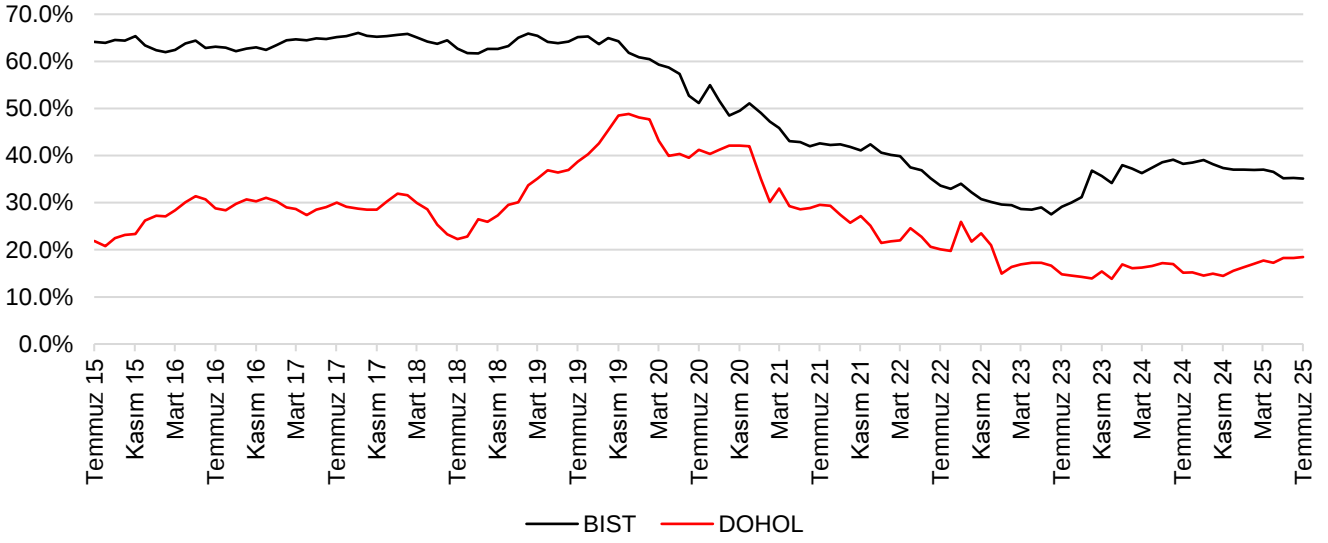
Kaynak: Şirket, OYAK Yatırım Araştırma

Tablo 12: Temettü Verimliliği ve Temettü Dağıtım Oranı



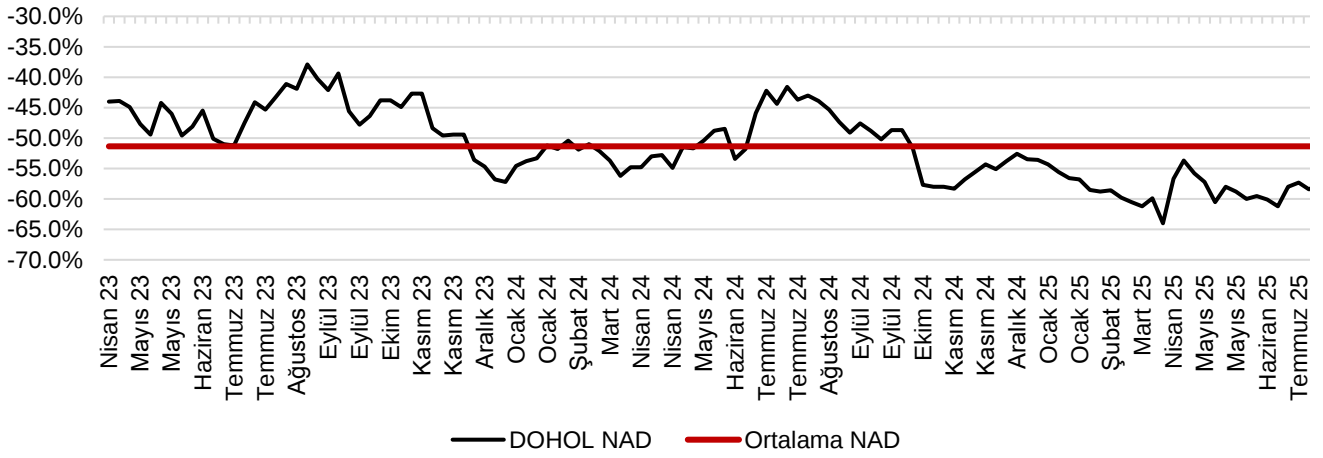
Kaynak: Şirket, OYAK Yatırım Araştırma

Tablo 13: BIST-100 ve DOHOL Yabancı Payları



Kaynak: Matriks Veritabanı

Tablo 14: Doğan Holding Ortalama NAD



Source: OYAK Yatırım Araştırma

Değerleme Yaklaşımı

Değerleme yöntemi olarak çoğunlukla İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Uluslararası Eş Grup Karşılaştırması yöntemleri kullanılırken, Temettü Verimi, Gordon Büyüme Modeli ve Yenileme Değeri metodu da uygun olan durumlarda kullanılmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü analistleri, değerlemelerinde tek bir yöntemle bağlı kalabilecekleri gibi; kendi yorumlarına göre, çeşitli ağırlıklandırmalar yaparak birden çok değerlendirme yöntemini de bir arada kullanabilmektedirler. BIST-100'ün "Beklenen Piyasa Getirisi", araştırma kapsamındaki şirketlerin, halka açıklık oranlarına karşılık gelen piyasa değerleri üzerinden bulunan hedef getirilere göre hesaplanmaktadır.

Derecelendirme Metodolojisi

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş., araştırma kapsamındaki her şirketi aşağıdaki kriterlere göre derecelendirmektedir:

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder. Hedef getirisi, 12 aylık dönem sonundaki "Beklenen Piyasa Getirisi"nin en az %40 üzerinde olan hisseler ENDEKS ÜZERİNDE GETİRİ tavsiyesi verilir. Hedef getirisi "Beklenen Piyasa Getirisi"nin %25'inden az olan hisseler ENDEKS ALTINDA GETİRİ tavsiyesi verilirken; ENDEKSE PARALEL tavsiyesi ise, hedef getirisi ile Beklenen Piyasa Getirisi arasında +40%/-%25'lik bant içerisinde kalan hisseler verilen öneridir.

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler. Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirebilir.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.