

Doğan Holding (DOHOL TI) Galata Wind & Karel Elektronik (GWIND TI & KAREL TI)

Güncelleme Raporu

Doğan Holding ile son dönemdeki gelişmelere yönelik *‘Şirket’e yönelik düşüncelerimizi güncellemek ve önemli başlıkların tekrar üzerinden geçmek için’* toplantı gerçekleştirdik. Görüşmelerimizden derlediğimiz notların da yer aldığı detaylı değerlendirmelerimize ilerleyen sayfalarda ulaşabilirsiniz.

Doğan Holding, zorlu koşulların şirketler nezdinde geçerli olduğu 2024 yılında, Gümüştaş Madencilik’i portföyüne dahil etmesiyle stratejik değer alanlarına bir yenisini daha eklemiş ve tekrar dikkatleri üzerine çekmeyi başarmıştır. Hatırlayacak olursanız 11 Aralık 2023 tarihinde “Daha proaktif, daha sade, daha potansiyelli” başlıklı raporumuzla Doğan Holding’in dönüşüm sürecine *‘belki zamanlama olarak erken düşünülse de’* dahil olmuştuk. O gün öne çıkardığımız başlıkların bugün oldukça önemli olduğunu görmekteyiz. Kısaca özetleyecek olursak:

- **Daha proaktif:** 2023 yılında otomotiv sektöründe tüm gözleri üzerine çeken Doğan Trend Otomotiv, ek vergiler ve yaşanan gelişmelerle birlikte bugün eski ilgisini yitirmiş pozisyonudadır. Buna karşın, Doğan Holding’in finansal hizmetler ve madencilik alanlarında attığı adımlar, Şirket’in proaktif yönetim anlayışının en dikkat çekici kanıtları arasında yer almaktadır.
- **Daha sade:** Sadeleşme adımları, 2024 yılında DOBUR ve DMC paylarının satışı ve devriyle somut şekilde hayata geçmiştir.
- **Daha potansiyelli:** Mevcut şirketlerindeki büyüme potansiyellerine ek olarak yeni satın alınan **Gümüştaş** ve **Doku Madencilik** şirketleriyle yeni hikayeler sunmaya başlamıştır. Gayrimenkul portföyünün de eklenmesiyle elde tutulan **yaklaşık 1 milyar USD’lik nakit pozisyonu** ise yeni fırsatlar için önemli güç oluşturmaya devam etmektedir.

NAD tablosunda yaptığımız değişiklikler sonrasında Doğan Holding için 12-aylık hedef fiyatımızı 21,00 TL’den 25,70 TL’ye revize ediyor, AL şeklindeki önerimizi koruyoruz. Ayrıca, Araştırma kapsamımızda yer alan Galata Wind Enerji için 12-aylık hedef fiyatımızın 44,60 TL, Karel Elektronik için 12-aylık hedef fiyatımızın 17,00 TL olduğunu ve her iki hisse içinde önerilerimizin AL yönünde olduğunu hatırlatmak isteriz.

Karel’i 30 Kasım 2022, Galata Wind Enerji’yi ise 9 Temmuz 2024 tarihinden bu yana Model Portföyümüzde; Doğan Holding’i ise 9 Temmuz 2024’ten bu yana Döngüsel Portföyümüzde taşıdığımızı, grubu genel olarak beğenir pozisyonda yer aldığımızı da ayrıca hatırlatmak isteriz.

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu	DOHOL			
Mevcut Fiyat (TL)	16.13			
Hedef Fiyat (TL)	25.70			
Getiri Potansiyeli (%)	59%			
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	12.47	17.77		
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	385			
Sermaye (mln TL)	2,617			
Pazar	Yıldız Pazar			
Hisse Verileri (mln TL)				
Piyasa Değeri	42,212			
Hedeflenen Piyasa Değeri	67,257			
Net Borç	-21,317			
Firma Değeri	20,895			
Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	24%	11%	26%	11%
BIST100 Rölatif Getiri	25%	15%	20%	15%

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu	GWIND			
Mevcut Fiyat (TL)	25.28			
Hedef Fiyat (TL)	44.60			
Getiri Potansiyeli (%)	76%			
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	22.48	34.34		
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	72			
Sermaye (mln TL)	540			
Pazar	Yıldız Pazar			
Hisse Verileri (mln TL)				
Piyasa Değeri	13,651			
Hedeflenen Piyasa Değeri	24,084			
Net Borç	973			
Firma Değeri	14,624			
Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	-7%	-25%	6%	-25%
BIST100 Rölatif Getiri	-6%	-23%	1%	-23%

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu	KAREL			
Mevcut Fiyat (TL)	9.40			
Hedef Fiyat (TL)	17.00			
Getiri Potansiyeli (%)	81%			
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	7.55	17.67		
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	41			
Sermaye (mln TL)	806			
Pazar	Yıldız Pazar			
Hisse Verileri (mln TL)				
Piyasa Değeri	7,575			
Hedeflenen Piyasa Değeri	13,700			
Net Borç	4,894			
Firma Değeri	12,469			
Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	15%	-8%	-33%	-8%
BIST100 Rölatif Getiri	17%	-5%	-36%	-5%

İçerik

Doğan Holding	3
Madencilik: Gümüştaş Madencilik	6
Finans & Yatırım: Doğan Yatırım Bankası	7
Finans & Yatırım: Hepiyi Sigorta	7
Elektrik üretim: Galata Wind Enerji	8
Sanayi & ticaret: Karel Elektronik	9
Sanayi & ticaret: Sesa Ambalaj	10
Sanayi & ticaret: Ditaş	10
Otomotiv ticaret & pazarlama: Doğan Trend Otomotiv	11
Gayrimenkul portföyü	12
Nakit pozisyonu	13
Doğan Holding Net Aktif Değer (NAD) tablosu özeti	14
Doğan Holding Net Aktif Değer (NAD) tablosu	15
Hedef fiyat ve öneri geçmişİ	16
Yasal Uyarı	17

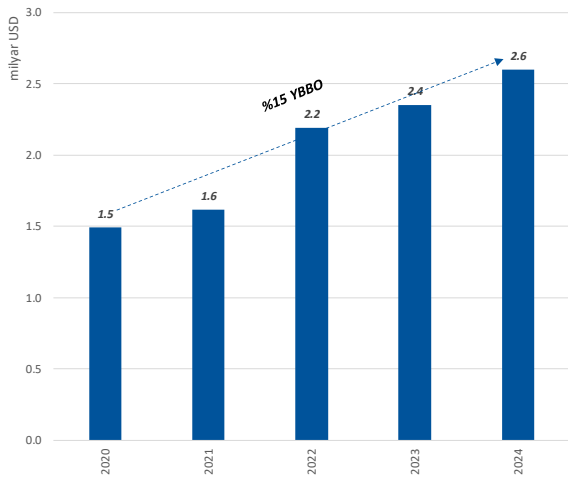
Doğan Holding

■ Hatırlayacak olursak Doğan Holding, yıl sonu finansallarının ardından 2024 yılını aşağıdaki şekilde özetlemiştir:

- Yaşanılan zorluklar; i) kurun enflasyon altında hareket etmesi ii) maliyet baskısı (sanayi ve otomotiv segmentlerinde) iii) talep daralması
- Olumlu gelişmeler; i) dengeli portföy yapısının oluşturulması ii) yüksek finansal gelir iii) grup bazında düşük borçluluk
- Stratejik gelişmeler ise; i) portföy optimizasyonuna devam edilmesi ii) Gümüştaş ve Doku Madencilik şirketleri satın alımı iii) DOBUR ve DMC paylarının satış ve devri olarak sıralanmıştır.

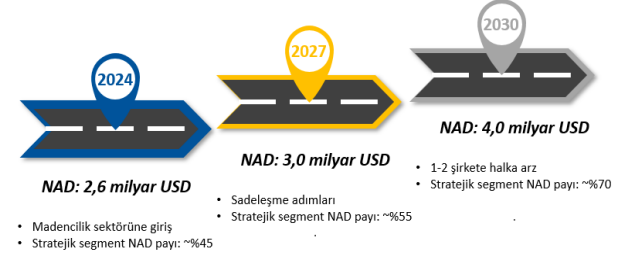
■ 2024 yılında Gümüştaş ve Doku Madencilik şirketlerini satın alarak dikkatleri üzerine çeken Doğan Holding, uzun süredir dile getirdiği 4 milyar USD’lik Net Aktif Değer (NAD) hedefine ulaşma beklentisini kararlılıkla sürdürmektedir. 2030 yılı için belirlenen 4 milyar USD’lik NAD hedefi, yıllık %15’lik bileşik büyüme oranına işaret etmektedir. Nitekim Holding’in 2020 yılından bu yana sergilediği performansa baktığımızda, halihazırda %15’lik yıllık bileşik büyüme oranını yakalamış olduğunu görmekteyiz. Bu bağlamda, Doğan Holding’in 4 milyar USD’lik NAD hedefi, mevcut büyüme hikayesinin sürekliliğini koruduğunun bir göstergesi niteliğindedir.

Tarihsel NAD gelişimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Şirket verileri

2030 hedefleri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Şirket verileri

■ Holding, 2030 hedefleri doğrultusunda 3 stratejik, 3 de taktiksel alan belirlemiştir. 2025 yıl sonunda bir taktiksel alanın daha stratejik alana geçişi söz konusu olabilir. Halihazırda **stratejik segmentlerini; yenilenebilir enerji, madencilik ve finansal hizmetler** oluşturmaktadır. **Taktiksel alanda ise elektronik/teknoloji, otomotiv ve internet/eğlence/gayrimenkul** bulunmaktadır. Stratejik alanda yer alan şirketlerinin her birini 2030 yılına kadar 1 milyar USD değerlemeye ulaştırmak ana hedef konumundadır. Bu hedefin temellerini;

- i) yenilenebilir enerji segmentinde 2026 ve sonrası için 1.000 MW’ın üzerinde kapasite hedefi,
- ii) dijital sigorta segmentinde 484 milyon USD portföy büyüklüğü (bu doğrultuda halka arz için en güçlü aday),
- iii) maden segmentinde sahip olunan 80 adet arama lisansı oluşturmaktadır.

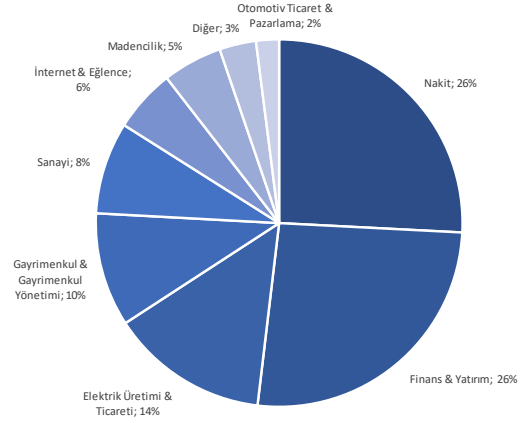
Taktiksel alandan stratejik alana geçiş yapma ve 1 milyar USD değerlendirme potansiyeline sahip şirketler ve beklentileri, aşağıdaki gibidir:

- i) Karel Elektronik, büyük müşterilerle sözleşme koşullarının yenilenmesiyle elde edilen istikrarlı faaliyet ortamının ardından, modernizasyon yatırımları ve Daiichi’nin katkılarıyla stratejik alana geçiş potansiyelini sürdürmektedir.
- ii) SAIC ile üretim tesisi kurulmasına yönelik gelecek haber akışı ve motosiklet üretim yatırımları, Doğan Trend Otomotiv’in stratejik alana geçişini destekleyebilecek hikâyeyi taşımaktadır.
- iii) Mevcut şirketlere ek olarak, 671 milyon USD’lik solo nakit pozisyonu ve 260 milyon USD değerindeki gayrimenkul portföyü ile yeni şirket satın alımları gerçekleştirilmesi.

■ En basit ifade ile, varlıkların satılmaları durumunda şirketin elde edilebileceği nakit miktarını gösteren **Net Aktif Değer (NAD)** tablosuna baktığımızda, 2023 sonunda 2,4 milyar USD olan net aktif değerinin, 2024 yıl sonunda 2,6 milyar USD seviyesinde olduğu açıklanmıştır. Doğan Holding’in mevcut durumda net aktif değerinin %26’sını finans&yatırım, %14’ünü elektrik üretim, %10’unu gayrimenkul yatırım, %8’ini sanayi, %6’sını internet ve eğlence, %5’sini madencilik, %3’ünü diğer (Milta Turizm ve Doğan Yayıncılık) ve %2’sini ise otomotiv segmenti oluşturmaktadır. **Net aktif değer**in **sektörlere göre dağılımında 1 yılda yaşanan değişim ise proaktif yönetimi fazlasıyla işaret etmektedir.** 2023 yılında otomotiv ticareti ve internet&eğlence segmentlerinin payının %10’un üzerinde seyrettiğini gözlerken, bugün her iki segmentin payının %10 altına düştüğünü görmekteyiz. %7’lerde bulunan finans&yatırım segmenti ise bugün net aktif değer içinde %25’in üzerinde paya sahiptir ve 1 milyar USD hedefine en yakın segment konumundadır.

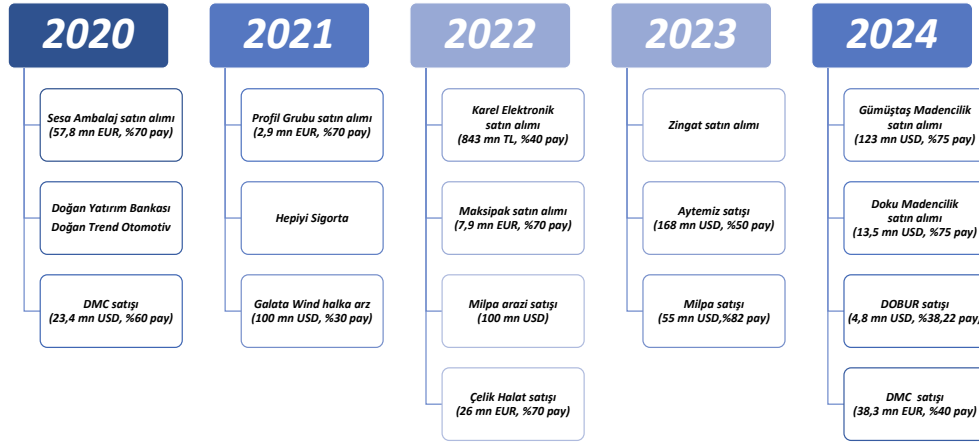
Aşağıdaki tabloda 2024 yıl sonu itibarıyla net aktif değer içindeki segmentlere ait pay dağılımlarını görebilirsiniz.

Sektörlere göre NAD payı | 2024



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Doğan Holding

- **2024 yıl sonu itibarıyla %58 olan net aktif değer iskontosunun düşürülmesi ana hedefler arasında yer almaya devam etmektedir.** Hatırlayacak olursak, 2024 yılı finansalları ardından yapılan toplantıda, net aktif değer iskontosunun yüksek olmasının nedenleri, portföy içinde halka açık şirketlerin payının az olması ve net nakit pozisyonunun yüksek olması olarak ifade edilmişti. Toplam net aktif değer içinde halka açık şirketlerin payı %19, halka kapalı şirketlerin payı %46, arazi ve gayrimenkullerin payı %10 ve net nakdin payı ise %26’dır.
- **Doğan Holding, 2018 yılından bugüne sadeleşme ve proaktif yönetim için 18 birleşme ve satın alma işlemi gerçekleştirmiştir.** Önümüzdeki dönemde de bu yöndeki adımların devam edeceğini öngörmekteyiz. Hatırlayacak olursanız, 2023 yıl sonunda paylaştığımız raporumuzda, **sadeleşme adımları** için beklentimiz, **DMC, Hepsi Emlak ve Doğan Burda** tarafında olması yönündeydi. **2024 yılında DMC ve Doğan Burda çıkış yapılan şirketler** olarak karşımızda yer alırken, önümüzdeki dönemde ise, gelecek sadeleşme adımlarının gayrimenkul portföyünden ve Ditaş tarafında olmasını bekliyoruz. Bunun yanı sıra aynı raporumuzda **halka arz** ihtimali için beklentimiz **Doğan Trend Otomotiv, Hepiyi Sigorta ve Sesa Ambalaj** yönündeydi. Geldiğimiz noktada piyasa koşullarının da el vermemesi dolayısıyla halka arz süreci tarafında herhangi bir adım atılmadığını görmekteyiz. **Bugün, Hepiyi Sigorta halka arz için beklentimizin en yüksek olduğu şirket konumundadır.** **Doğan Trend Otomotiv ve Sesa Ambalaj tarafında ise ekonomik ve politik şartların yeniden şirketlerin lehine dönmesi durumu, halka arz potansiyelini canlandırabilecek hikayeleri barındırmaktadır.** Ancak, bu noktada, **Hepiyi Sigorta’ya ek olarak Daiichi’nin halka arz ihtimalinin diğer şirketlere göre yüksek olduğu kanaatindeyiz.** Aşağıdaki tabloda 2020 yılı sonrasında gerçekleşen satın alımları, çıkışları ve yeni kuruluşları görebilirsiniz.



- Holding, 2025 yılında enflasyona kıyasla yaklaşık %5-8 arası gelir büyümesi elde edilmesi öngörmektedir. Bu büyümenin temelleri yıllık kurumsal yatırımcı toplantısında; i) elektrik üretimi segmentinde artan kapasite ile birlikte büyüme ii) Hepiyi Sigorta'da güçlü ve karlı büyüme iii) otomotiv segmentinde kar odaklı satış stratejisi iv) sanayi ve ticaret segmentinde maliyet odaklı büyüme stratejisi v) maden işinde yatırım odaklı büyüme olarak açıklanmıştır.
- 2025 yılında enflasyona kıyasla yaklaşık %6-10 arasında FAVÖK büyümesi beklenmektedir. Keza yıllık kurumsal yatırımcı toplantısında, Holding'in ortalama net karının 150-200 milyon USD, FAVÖK'ün ise 300-400 milyon USD bandına oturduğunu, bu noktada artık yeni hedefin net kar tarafında 300-400 milyon USD bandına, FAVÖK'te ise 700-800 milyon USD bandına yerleşilmesi yönünde olduğu açıklanmıştır.
- Net aktif değer tarafında ise 2025 yılı beklentisi dolar bazında %5-10 arasında büyüme yönündedir.

Madencilik: Gümüştaş Madencilik

- Yeni girilen madencilik segmenti tarafında Gümüştaş, Türkiye'nin önde gelen kurşun ve çinko üreticisi ve ihracatta önemli oyuncularından biri konumundadır. **Sahip olduğu maden rezervleri ve döviz bazlı gelir üretme kapasitesiyle dikkat çeken Gümüştaş Madencilik, toplamda 23 milyon ton rezerve sahiptir.** 80 arama ve 16 üretim lisansı ile maden portföyünü yönetmektedir. **Şirket, sahip olduğu büyüme potansiyeline ek olarak jeopolitik risklerden ve makroekonomik dalgalanmalardan daha az etkilenir pozisyonu dolayısıyla, Doğan Holding'in portföyünde stratejik varlık konumlandırılması içinde yer almaktadır.**
- Holding, kurumsal yatırımcı toplantısında, 2025 yıl sonunda, madencilik tarafının 80-100 milyon USD satış geliri ve 35-40 milyon USD FAVÖK elde etmesini hedeflediğini açıklamıştı. Buna ek olarak 2024 finansalları ardından yayınlanan bültende, Gümüştaş Madencilik'in 2025 yılında; *i) TL bazında %50'nin üzerinde satış geliri büyümesi ii) %25-30 FAVÖK marjı iii) 40-45 milyon USD yatırım harcaması* gerçekleştirmesi öngörüsü paylaşılmıştır.
- Madencilik sektöründeki büyüme dinamiklerine kısaca değinecek olursak; **kurşun, çinko, bakır ve pirit gibi metaller, batarya teknolojileri ve elektrikli araç ekosistemindeki kritik rolleri, bu sektörü uzun vadeli büyüme trendine yönlendiren önemli katalizörler olmaktadır.** Ayrıca, madencilik operasyonları, yüksek emtia fiyatlarının sürdüğü bir ortamda, Holding'e anlamlı bir kârlılık katkısı sağlama potansiyeline sahiptir. **2025-2027 yılları arasında yaklaşık 90 milyon USD'lik yatırımla, potansiyel rezervlerin üretime kazandırılması ve kapasite artırımı hedeflenmektedir.** Ayrıca, 80 arama lisansı ve süregeldiği rezerv geliştirme faaliyetleri, segmentin ölçeklenebilirliğini güçlendirerek, yeni büyüme fırsatları sunmaktadır.

Finans & Yatırım: Doğan Yatırım Bankası

- Sermaye piyasası ürünleri ve kurumsal finansman alanındaki faaliyetleriyle Doğan Holding'in finansal hizmetlerdeki varlığını güçlendiren ve çeşitlendiren önemli iştiraklerinden biri konumundadır.
- Kısa süre önce sermayesini 200 milyon TL'den 1,4 milyar TL'ye yükselterek Doğan Yatırım Bankası'nın büyüme momentumunu desteklediği görülmektedir.

Finans & Yatırım: Hepiyi Sigorta

- Bugün halka arz için en güçlü aday olarak karşımıza çıkan Hepiyi Sigorta, 2021 yılında kurulmuş, faaliyetlerine 2022 yılı Haziran ayında başlamıştır. Aralık 2022'de 76 milyon USD olan portföy büyüklüğü, 2024 yıl sonu itibarıyla 484 milyon USD'ye ulaşmış durumdadır. Şirket, son durumda, pazarda en çok teklif veren konumundadır. TSB verilerine göre, kasko segmentinde Hepiyi Sigorta, 2024 yıl sonu itibarıyla yaklaşık %3'lük, trafik branşında %5,8'lik pazar payı elde etmeyi başarmıştır.

Kasko branşı pazar payları						
Şirket Adı	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Anadolu Anonim Türk Sigorta Şirketi	13.9%	14.0%	13.7%	14.7%	14.0%	13.3%
HDI Sigorta AŞ	9.7%	11.9%	13.7%	14.2%	13.1%	10.4%
Türkiye Sigorta AŞ		7.7%	7.9%	5.3%	9.9%	10.2%
Axa Sigorta AŞ	10.2%	10.2%	9.4%	7.7%	9.6%	8.5%
Sompo Sigorta AŞ	9.1%	6.8%	6.2%	8.0%	6.3%	8.0%
Allianz Sigorta AŞ	8.9%	9.9%	9.8%	10.4%	9.5%	7.8%
Aksigorta AŞ	9.1%	9.7%	8.9%	7.8%	7.0%	4.9%
Ray Sigorta AŞ	2.6%	2.7%	2.9%	3.0%	2.7%	4.1%
Unico Sigorta AŞ	1.8%	2.2%	1.5%	2.3%	2.6%	3.2%
Neova Katılım Sigorta AŞ			2.5%	3.2%	2.9%	3.1%
Hepiyi Sigorta AŞ				0.7%	1.8%	3.0%
AcnTürk Sigorta AŞ				0.6%	2.6%	2.8%
Zurich Sigorta AŞ	1.4%	1.8%	0.9%	1.3%	1.6%	2.7%
Eureko Sigorta AŞ	3.0%	2.7%	2.6%	3.0%	2.7%	2.3%
Magdeburger Sigorta AŞ	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.9%	2.2%
Doga Sigorta AŞ	1.7%	1.8%	2.2%	1.7%	2.0%	2.0%
Ana Sigorta AŞ			0.2%	0.4%	0.9%	1.4%
Mapfre Sigorta AŞ	4.1%	3.1%	2.5%	2.1%	1.0%	1.1%
SS Atlas Sigorta Kooperatifi						1.1%
Ankara Anonim Türk Sigorta Şirketi	1.2%	0.9%	0.8%	1.0%	0.8%	1.0%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TSB

Trafik branşı pazar payları						
Şirket Adı	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Quick Sigorta AŞ	6.5%	7.0%	5.6%	10.7%	15.9%	10.9%
Sompo Sigorta AŞ	9.5%	8.1%	5.6%	6.1%	5.8%	7.8%
Türkiye Sigorta AŞ		6.9%	9.3%	12.0%	11.6%	6.9%
Axa Sigorta AŞ	7.0%	6.0%	5.2%	6.1%	6.9%	6.3%
Allianz Sigorta AŞ	8.5%	8.7%	8.7%	6.7%	5.9%	6.3%
Anadolu Anonim Türk Sigorta Şirketi	8.9%	10.3%	11.5%	9.4%	6.6%	5.9%
Hepiyi Sigorta AŞ				1.7%	3.6%	5.8%
Ray Sigorta AŞ	2.0%	2.3%	2.3%	3.2%	3.4%	5.4%
HDI Sigorta AŞ	4.3%	4.0%	3.5%	5.4%	3.6%	4.3%
Unico Sigorta AŞ	0.7%	0.9%	1.5%	2.1%	3.5%	4.3%
Neova Katılım Sigorta AŞ			7.1%	4.6%	4.3%	4.3%
Aksigorta AŞ	8.1%	8.3%	9.4%	5.2%	4.6%	4.2%
Ethica Sigorta AŞ	5.4%	5.9%	5.7%	4.4%	3.8%	3.7%
Zurich Sigorta AŞ	5.7%	5.7%	5.4%	4.6%	3.9%	3.6%
Ankara Anonim Türk Sigorta Şirketi	1.9%	2.0%	2.5%	3.9%	2.8%	2.9%
Bereket Sigorta AŞ	1.5%	2.0%	2.0%	1.8%	2.0%	2.8%
Zurich Sigorta AŞ	0.5%	0.8%	0.9%	0.9%	1.1%	2.2%
Mapfre Sigorta AŞ	4.7%	2.6%	2.6%	2.0%	2.2%	2.1%
Eureko Sigorta AŞ	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	1.5%	2.0%
Corpus Sigorta AŞ	1.1%	1.4%	1.0%	2.6%	3.3%	1.7%

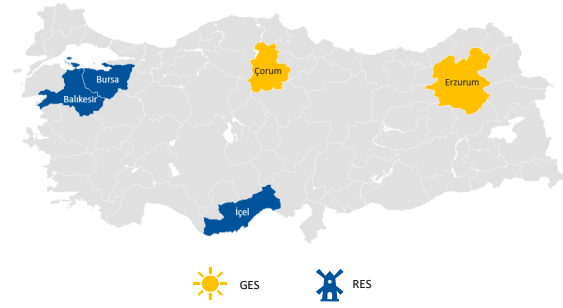
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TSB

- Doğan Holding tarafından gerçekleştirilen kurumsal yatırımcı toplantısında, Hepiyi Sigorta için baz alınan yurt dışı oyuncularının piyasa değerleri öne çıkarılmıştı. 2016 yılında Hindistan'da kurulan, bireysel ürünlere odaklanmış olan Acko, 1,4 milyar USD piyasa değerine sahiptir. Yine 2016 yılında Hindistan'da kurulan, bireysel ürünlere odaklanmış olan Digit, 4 milyar USD piyasa değerine sahiptir. 2015'te ABD'de kurulan, bireysel ürünlere odaklanmış olan Lemonade, 3,5 milyar USD piyasa değerine sahiptir.
- Branş ve şube gibi fiziksel ofislerinin olmaması, maliyet açısından önemli avantajı barındırması, gerçekleştirdiği ve hedeflediği büyüme hedefleri doğrultusunda, Hepiyi Sigorta, 2025 yılında Doğan Holding tarafında adından sıklıkla bahsedeceğimiz ana şirket konumunda yer almaktadır.

Elektrik üretim: Galata Wind Enerji

- 2021 yılında halka açılan Galata Wind, bugün, Holding'in ana sac ayaklarından biri olarak karşımıza çıkmaktadır. Galata Wind Enerji, önde gelen rüzgâr ve güneş santrali işletmecisi olup, 3 rüzgâr enerjisi (RES), 2 güneş enerjisi santraline (GES) ve 1 hibrit güneş enerjisi santraline sahip olmanın yanı sıra kapasite artışları ve büyüme hikayesiyle ön planda konumlanmaktadır. Şirket'in, mevcutta 297,2 MW kapasitesi bulunmaktadır.

Galata Wind Enerji santralleri



Kaynak: Deniz Yatırım ve Strateji ve Araştırma Bölümü, Galata Wind Enerji

Santral adı	Tipi	Kurulu Güç (MW)	Kurulu güç dağılımı	Yekdem Tabi	YEKDEM FİYAT (MW/h)
Şah	Rüzgâr	105.0	35.3%	Hayır	-
Mersin	Rüzgâr	62.7	21.1%	Hayır	-
Taşpınar	Rüzgâr	79	26.6%	Evet	\$94+\$21
Erzurum	Güneş	24.7	8.3%	Evet	\$133.00
Çorum	Güneş	9.4	3.2%	Evet	\$133.00
Taşpınar	Hibrit güneş	16.4	5.5%	Evet	\$94+\$21
TOPLAM:		297.2			

Kaynak: Deniz Yatırım ve Strateji ve Araştırma Bölümü, Galata Wind Enerji

- Galata Wind Enerji, 2024 yılında üretim kapasitesini 297,2 MW'a çıkararak elektrik üretiminde yıllık %11'lik artış göstermiştir. Ancak, elektrik fiyatlarındaki düşüş nedeniyle satış gelirleri 2024 yılında %12 oranında azalmıştır. Elektrik satış fiyatlarındaki gerileme, yurt içindeki yüksek enflasyondan kaynaklanan maliyet artışları ve uluslararası operasyonlar için yapılan danışmanlık giderlerinin etkisiyle operasyonel maliyetlerde yaşanan artış ve bunun operasyonel kârlılık üzerindeki baskısı ile izlenmiştir.
- Şirket'in, yıl sonu finansalları ardından paylaştığı 2025 yılı beklentileri; i) 1,6 milyar TL yatırım harcaması ii) 900-980 bin MWh elektrik üretimi iii) 400-450 bin ton karbon kredi sertifikası üretimi iv) %70-75 FAVÖK marjı yönündedir. Bu beklentilere ek olarak, Şirket'in, yurt içi ve yurt dışında satın alım fırsatlarını yakından takip etmeye devam edeceği ve 2025 yılında özellikle Avrupa'da devam eden proje geliştirme faaliyetlerinin yatırım aşamasına taşınmasının hedeflendiği belirtilmiştir. Türkiye'de, inşaat faaliyetlerine 2024 yılında başlanan Mersin RES'teki 39 MW'lık ek kapasite artırımı ve Taşpınar Hibrit GES'in ikinci faz projeleri için montaj çalışmalarında son aşamaya gelindiği ve 2025 yılında her iki projenin de faaliyete geçmesi planlandığı açıklanmıştır. Buna ek olarak, 15,8 MWm / 13,6 MWe kurulu güce sahip Alapınar RES için 2025 yılında yatırımlara başlanması ve santralin yıl sonuna doğru devreye alınması planlanmaktadır. Ayrıca, Şah RES'teki ek kapasite için 2025 yılı son çeyreğinde yatırım faaliyetlerine başlanması öngörülmektedir. **Özetle, yatırımlara ve nihai sonuçlarına odaklanıldığı bir süreç Şirket nezdinde geçerli olmaya başlamıştır.**
- 2025 yılı beklentilerinin yanı sıra Şirket'in uzun vadeli yatırım planı Holding tarafından hedeflenen 1 milyar USD hedef değere ulaşması için belirlenen temel başlıklar arasındadır. 2025-2026 yıllarında yapılması planlanan 284,4 MW yatırım planı ile Şirket'in kurulu gücünün önce 581,6 MW'a ulaşması, devam eden yatırım süreci sonunda 2030 yılında ise 1.091,6 MW'a ulaşması planlanmaktadır.

Sanayi & ticaret: Karel Elektronik

- Modernizasyon ve dönüşüm sürecinde olan Karel Elektronik, hatırlanacağı üzere 2024 yılına ‘şanssız’ olarak tanımlayabileceğimiz yangınla başlamıştı. 2024 yılının zorluklarına ek olarak yıla yangın ile başlamış olmanın çarpan etkisi finansal sonuçlar üzerinde kendini göstermiş ve Şirket’te devam eden ‘dönüşüm ve yeniden yapılanma sürecini’ gölgelemiştir.
- Doğan Holding tarafından gerçekleştirilen kurumsal yatırımcı toplantısında 2024 yılında yaşanan zorluklar; **i) personel giderinde son 2 yılda oluşan reel artışlar ve bunun özellikle proje, üretim ve Ar-Ge alanlarında olumsuz etkisi ii) düşük döviz kuru (gelirinin %50’den fazlası yabancı para birimi cinsinden ya da yabancı paraya endeksli) iii) artan finansman maliyeti iv) üretim aksaklıkları ve bunun müşterilerde yarattığı olumsuz etki v) kültürel dönüşüm ihtiyacı vi) gelirlerin ve karın son çeyreğe yığılması** olarak sıralanmıştı.
- Hatırlanacağı üzere, daha önce yayınladığımız raporlarda, Doğan Holding satın alımı ile yaratılan sinerjinin Karel’in yeniden yapılanma sürecinde son derece önemli olduğunu ve ‘uzun vadeli yeni hikâye arayışındaki yatırımcı kesimi için fırsat’ olduğu temasını öne çıkarmış ve vurgulamıştık. Karel’in karşılaştığı zorluklar paralelinde, bugüne kadar bu sinerjinin pozitif etkileri görülemez de toplantıda, geleceğe yönelik daha pozitif bir tablo çizilmiş, Karel’in finansman ihtiyacı için çeşitli yöntemlerin değerlendirildiği bilgisine yer verilmişti. Bu yöntemlere Daiichi’nin halka arzı veya Daiichi paylarının Holding tarafından satın alınması örnek verilirken, 2 Nisan 2025 tarihinde gelen KAP açıklaması ile bu sinerjiyi oluşturmak için adım atıldığını görmüş olduk. KAP açıklamasının detaylarını aşağıda bulabilirsiniz.

“Doğan Holding’in bağlı ortaklığı olan Öncü Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.’nin (Öncü GSYO); Daiichi Elektronik Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi’nin (Daiichi Elektronik) 4.000.000 Türk Lirası ödenmiş sermayesinin;

→ %21’ini temsil eden paylarını; 12.600.000 Amerikan Doları bedelle (pay başına bedel 15 Amerikan Doları) Karel Elektronik Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi’nden (Karel Elektronik) ve,

→ %4’ünü temsil eden paylarını ise; 2.400.000 Amerikan Doları bedelle (pay başına bedel 15 Amerikan Doları) Ömer Tunç AKDENİZ’den

olmak üzere %25’ini temsil eden paylarını, toplam 15.000.000 Amerikan Doları bedelle (pay başına bedel 15 Amerikan Doları) satın ve devir almasına ilişkin olarak Öncü GSYO ile Karel Elektronik ve Ömer Tunç AKDENİZ arasında ‘Pay Devir Sözleşmesi’ akdedilmiş ve Daiichi Elektronik paylarının devri, 02.04.2025 tarihi itibarıyla tamamlanmıştır.”

- Hatırlayacak olursak, Karel’in 4Ç24 dönem sonu itibarıyla 4,9 milyar TL net borç pozisyonu bulunmaktadır. Daiichi paylarının Öncü GSYO tarafından satın alınması ile Karel’in net borç pozisyonunda %9’luk azalış olacağını değerlendiriyoruz.
- 2024 yılında alınan aksiyonların, artık, 2025 yılında meyvesinin toplanmasını bekliyoruz. Finansman maliyetinin hala yüksek olması ve var olan net borç pozisyonu doğrultusunda net kar üzerinde baskının devam edeceğini öngörmekle birlikte, bu noktada, 2025 yılında önceliğin, operasyonel karlılık tarafında iyileşmenin takip edilmesi yönünde olması gerektiğini düşünüyoruz.

Sanayi & ticaret: Sesa Ambalaj

- Türkiye'nin ölçeklenebilir, niş ve premium esnek ambalaj üretimi yapan tek şirketi konumunda yer alan Sesa Ambalaj, Holding'in taktiksel odak alanında yer alan şirketlerinden bir diğeridir.
- Diğer sanayi şirketlerinde olduğu gibi zorlu geçen 2024 yılı, Sesa Ambalaj üzerinde de etkili olmuştur. Sesa Ambalaj, daha yüksek kârlılık sağlayan ihracatın payını, 2024 yılında %53'ten %56'ya yükseltmeyi başarmıştır. Ancak, TL enflasyonu ile USD-TL kur gelişmeleri arasındaki uyumsuzluk operasyonel kârlılığı olumsuz etkilemiştir.
- Sesa Ambalaj, ihracatın toplam gelir içindeki payını artırmaya odaklı büyüme modelini korumaya devam etmektedir. Avrupa bölgesindeki ekonomik canlanma ve USD-TL kuru gelişmeleri arasındaki uyumsuzluğun azalması, 2025 yılı için toparlanmayı beraberinde getirebilir. Bunun yanı sıra, Maksipak gibi satın alımlar gerçekleştirerek yeni büyüme hikayeleri yaratabilecek olup, iyi bir teklifle Doğan Holding'in çıkış yapabileceği şirketler arasında yer alabileceğini düşündüğümüzü de eklemek isteriz.

Sanayi & ticaret: Ditaş

- Ağır sanayi ve OEM müşterilerine rot ve süspansiyon parçası tedarik eden Ditaş, taktiksel odak alanında yer alan şirket konumundadır.
- Ditaş'ın operasyonları, 2024 yılında otomotiv sektöründeki OEM üreticilerinden gelen talebin azalmasından olumsuz etkilenmiştir. Azalan ölçek ekonomisine ek olarak, TL enflasyondaki yüksek seyir sebebiyle artan operasyonel giderler ise negatif FAVÖK kaydedilmesine yol açmıştır.

Otomotiv ticaret & pazarlama: Doğan Trend Otomotiv

- SAIC Motor'un, Avrupa'da ilk fabrikasını kurmayı açıklamasının ardından bu üretim merkezinin Türkiye'de kurulma ihtimaliyle dikkatleri üzerine çeken Doğan Trend Otomotiv, 2024 yılında Çin'den Türkiye'ye ithal edilen araçlar üzerindeki ek vergiler dolayısıyla zorlanılan bir süreci geride bırakmıştır.
- Şirket, getirilen ek vergilerin yarattığı zorluklara rağmen, 2024 yılında binek otomobil satışlarını %1 oranında artırarak yaklaşık 22 bin adede ulaşmıştır. Ancak, söz konusu ek vergiler ve Global Safety Regulations (GSR) standartlarının uygulanması, Şirket'in FAVÖK marjı üzerinde olumsuz baskı oluşturmuştur.
- 2023 yılında Doğan Holding'in net aktif değerinde %10'un üzerinde paya sahip olan otomotiv ticaret & pazarlama segmentinin bu paralelde, 2024 yılında %2'lik paya gerilediğini görüyoruz.

Gayrimenkul portföyü

- 2024 yılında Holding'in net aktif değerinin %10'unu oluşturan 260 milyon USD değerinde gayrimenkul portföyü bulunmaktadır. Net aktif değer iskontosunun azaltılması doğrultusunda gayrimenkul portföyünde de sadeleştirme adımlarının atılmasını beklemekteyiz. Aşağıdaki tabloda gayrimenkul portföyünün detaylarını bulabilirsiniz.

Şirket	Lokasyon	Ekspertiz Değeri (milyon TL)		
		2023	2024	y/y
D Yapı Romanya	Bükreş, Romanya	611	802	31%
Doğan Holding	Gümüşsuyu, İstanbul	195	265	36%
Kandilli Gayrimenkul	Tepeüstü, İstanbul	1,593	2,249	41%
M Investment	New York	2,635	2,565	-3%
D Gayrimenkul	Şişli, İstanbul	5,087	6,427	26%
Toplam		10,121	12,308	22%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Şirket verileri

Nakit pozisyonu

- Holding'in 2024 yıl sonu itibarıyla 671 milyon USD net nakit pozisyonu bulunmaktadır. Holding, mevcut nakit yönetim stratejisini; i) *getiri beklentilerine dayalı esnek döviz pozisyonu yönetimi* ii) *varlık dağılımında yüksek getiri-orta risk dengesini gözetken temkinli yaklaşım* olarak açıklamıştı. **2024 yılı net nakit pozisyonunun dağılımı; %46 EUR, %35 USD ve %18 TL yönünde şekillenmektedir.** Buna paralel, ilk çeyrek finansallarını karşılamaya hazırlandığımız son 2 haftada yaşanan yukarı yönlü kur hareketinin rakamlara pozitif yansıtacağı bir dağılım olduğunu değerlendiriyoruz.

Doğan Holding Net Aktif Değer (NAD) tablosu özeti

- Doğan Holding (DOHOL TI)'in 12-aylık hedef piyasa değerine ulaşırken Parçaların Toplamı değerlendirme yöntemini kullandık.
 - **Enerji: Galata Wind (GWIND TI)** için ise İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Benzer Şirket Çarpanları değerlendirme yöntemlerini kullandık.
 - **Sanayi: Doğan Dış Ticaret'in** defter değeri ve **Ditaş (DITAS TI)**'in piyasa değerinin 1 yıl ileri dönük değerlerini modelimize dahil ederken, **Karel Elektronik (KAREL TI)** için İNA değerlemesi, **Sesa Ambalaj** için de sektör çarpanı ile uyumlu olarak 7,85x FD/FAVÖK çarpanını baz aldık.
 - **Otomotiv Ticaret ve Pazarlama: Doğan Trend Otomotiv** için defter değerinin 1 yıl ileri dönük değerlerini modelimize dahil ettik.
 - **Finans & Yatırım: D Yatırım Bankası, Doruk Faktoring ve Hepiyi Sigorta** için defter değeri, **Öncü Girişim Sermayesi Fonu** için de hissedarı olduğu Insider'ın son tur fonlamasına göre şirketteki paylarının değeri olan 23,3 milyon USD'nin 1 yıl ileri dönük değerlerini modelimize dahil ettik.
 - **İnternet & Eğlence: Kanal D Romanya ve Hepsi Emlak** için sektör çarpanları ile uyumlu olarak sırasıyla 6,8x FD/FAVÖK ve 13,4x FD/Satışlar çarpanlarını baz aldık.
 - **Gayrimenkul: D Gayrimenkul, D Yapı – Romanya, Doğan Holding – İstanbul, Kandilli ve M Investment – ABD'nin** ekspertiz değerlerini 1 yıl ileri götürerek modelimize dahil ettik.
 - **Diğer: Milta Turizm ve Doğan Yayıncılık**'ın sırasıyla 2017 ve 2021 yıllarına ait işlem bedelini baz aldık. Hatırlatmak gerekirse, Milta Marina, 2017 yılında 105 milyon USD bedelle Koç Holding'e satışı olacaktı, ancak, anlaşma gerçekleşmemiştir. Milta, Bodrum Marina'yı 1997 yılından başlamak üzere 49 yıl süreyle işletme hakkına sahiptir.
 - **Madencilik: Gümüştaş ve Doku Madencilik** için işlem bedelini baz aldık.

Elde ettiğimiz değere mevcut 23,7 milyar TL'lik solo net nakit pozisyonunu ekleyerek 96,1 milyar TL net aktif değere ulaştık. Sonuç olarak, bulunan net aktif değere %30 oranında holding iskontosu uygulamamızın ardından Doğan Holding için 25,70 TL seviyesinde 12-aylık hedef fiyata ulaşmaktayız. 12-aylık hedef fiyatımız, son kapanış fiyatına kıyasla %59 getiri potansiyeline işaret ediyor.

- Hedef fiyat değişikliğimizin temellerini;
 - *gayrimenkul & gayrimenkul yönetimi segmentinde son açıklanan ekspertiz değerlerine yer vermemiz,*
 - *tüm segmentleri 1 yıl ileriye taşımamız,*
 - *net nakit pozisyonundaki değişim,*
 oluşturmaktadır.

Doğan Holding Net Aktif Değer (NAD) tablosu

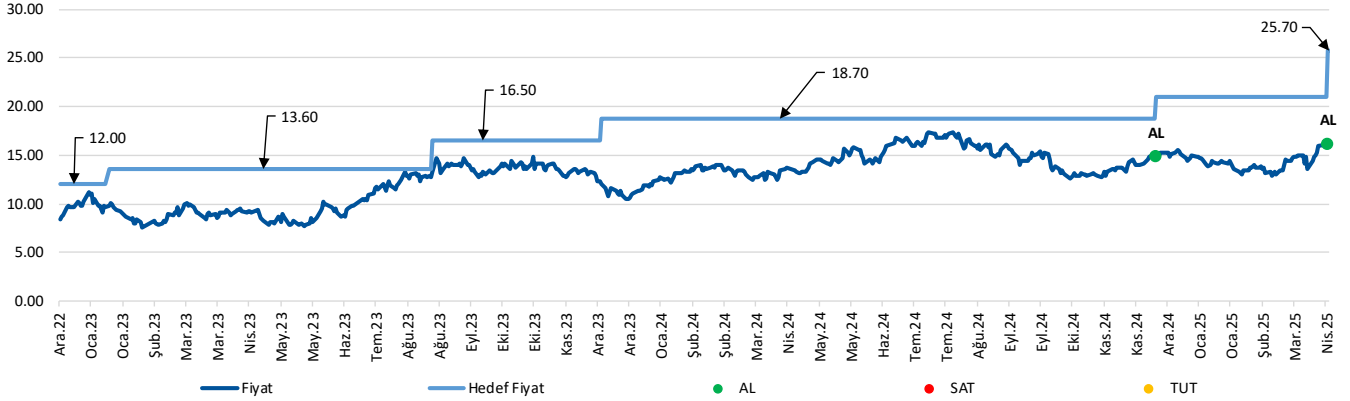
Hedef Net Aktif Değer Tablosu					
Segment	Değerleme Yöntemi	Hisse Fiyatı / Değerleme Kat Sayısı	Holding Payı	Hedef Toplam Değer (mn TL)	% of NAD
Elektrik Üretim					
Galata Wind	İNA & Benzer Şirket Karşılaştırması	25.28	70.00%	16,859	23.3%
TOPLAM				16,859	23.3%
Sanayi					
Ditaş	Piyasa Değeri	12.68	68.24%	963	1.3%
Doğan Dış Ticaret	Defter Değeri	1.00	100.00%	257	0.4%
Karel Elektronik	İNA	9.40	40.00%	5,480	7.6%
Sesa Ambalaj	2025T FD/FAVÖK	7.85x	70.00%	3,500	4.8%
TOPLAM				10,200	14.1%
Otomotiv Ticaret & Pazarlama					
Doğan Trend Otomotiv	Defter Değeri	1.9x	100.00%	2,206	3.0%
TOPLAM				2,206	3.0%
Finans & Yatırım					
D Yatırım Bankası	Defter Değeri	1.50	100.00%	1,562	2.2%
Doruk Faktoring	Defter Değeri	1.50	100.00%	1,848	2.5%
Hepiyi Sigorta	Defter Değeri	3.40	85.00%	14,151	19.5%
Öncü Girişim Sermayesi Fonu	Insider Payları	1.00	100.00%	981	1.4%
TOPLAM				18,541	25.6%
İnternet & Eğlence					
Kanal D - Romanya	2025T FD/FAVÖK	6.8x	100.00%	3,180	4.4%
Glokal (Hepsi Emlak)	2025T FD/Satışlar	13.4x	79.22%	5,785	8.0%
TOPLAM				8,965	12.4%
Gayrimenkul & Gayrimenkul Yönetimi					
D Gayrimenkul	Ekspertiz Değeri	1.00	100.00%	8,515	11.7%
D Yapı - Romanya	Ekspertiz Değeri	1.00	100.00%	1,063	1.5%
Doğan Holding - İstanbul	Ekspertiz Değeri	1.00	100.00%	351	0.5%
Kandilli - İstanbul	Ekspertiz Değeri	1.00	50.00%	1,490	2.1%
M Investment - USA	Ekspertiz Değeri	1.00	22.15%	753	1.0%
TOPLAM				12,171	16.8%
Diğer					
MİTA Turizm	İşlem Bedeli	1.00	100.00%	3,498	4.8%
Doğan Yayıncılık	İşlem Bedeli	1.00	100.00%	27	0.0%
TOPLAM				3,524	4.9%
Madencilik					
Gümüştaş	İşlem Bedeli	1.00	75.00%	6,888	9.5%
Doku	İşlem Bedeli	1.00	75.00%	756	1.0%
TOPLAM				7,644	10.5%
TOPLAM				72,467	
Halka Açık				23,302	24.2%
Halka Açık Olmayan				49,165	51.1%
Net Nakit				23,662	24.6%
Net Aktif Değer (mn TL)				96,129	
Doğan Holding Piyasa Değeri (mn TL)				67,290	
İskonto/Prim				-30%	
Hisse Fiyatı				25.70	
Yükseliş Potansiyeli				59%	

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Şirket verileri

Hedef fiyat ve öneri geçmişi

DOHOL

Doğan Holding için tarihsel önerilerimiz

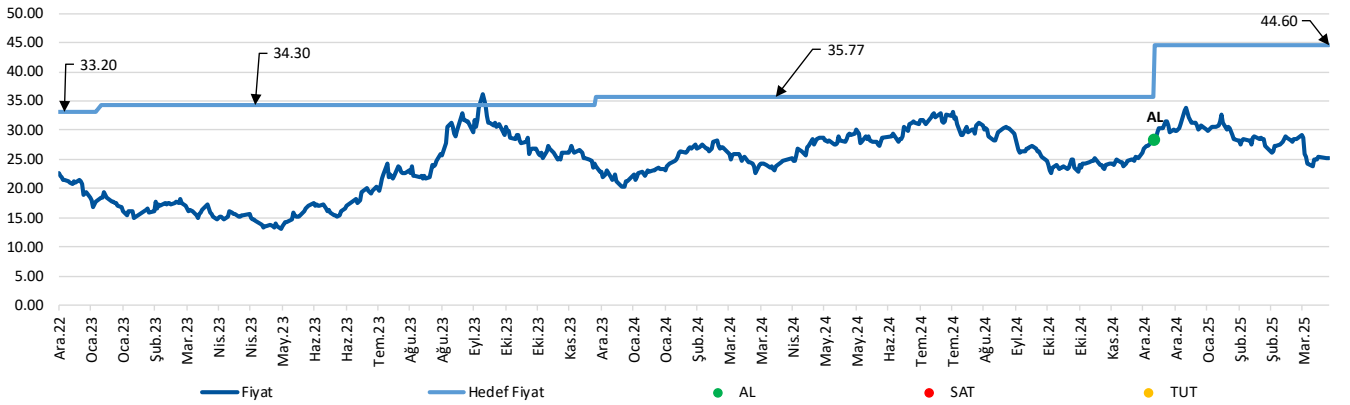


* Rapor çıkış tarihindeki hedef fiyatlar baz alınmıştır.

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

GWIND

Galata Wind Enerji için tarihsel önerilerimiz

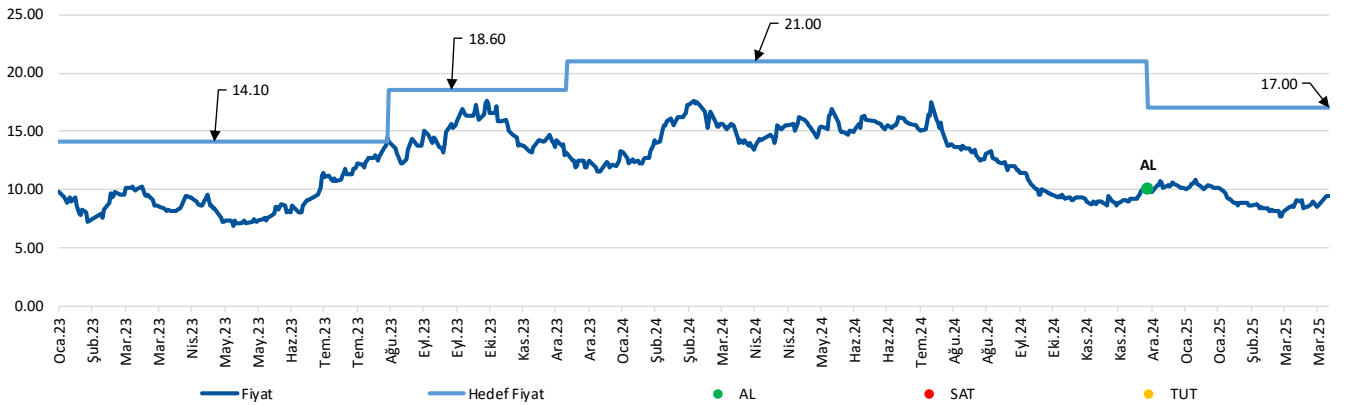


* Rapor çıkış tarihindeki hedef fiyatlar baz alınmıştır.

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

KAREL

Karel Elektronik için tarihsel önerilerimiz



* Rapor çıkış tarihindeki hedef fiyatlar baz alınmıştır.

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Yasal Uyarı

Bu rapor/e-posta içerisinde yer alan değerlendirmeler Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak genel nitelikte hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve hiçbir şekilde alış veya satış yapılması yönünde yönlendirme olarak değerlendirilmemelidir. Deniz Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit etmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk okuyucuların kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Deniz Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Deniz Yatırım ve DenizBank Finansal Hizmetler Grubu çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bu rapor/e-posta içerisinde yer alan bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler sermaye piyasası aracına yönelik bir yatırım tavsiyesi, alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve yatırım danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Buradaki içeriğin hiçbir bölümü Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, hiçbir şekil ve ortamda yayınlanamaz, alıntı yapılamaz ve kullanılamaz. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Derecelendirme

Deniz Yatırım Analistleri, her hisse senedi için bir veya birden fazla değerlendirme yöntemi kullanarak 12 aylık hedef değerler (fiyatlar) ve buna bağlı olarak potansiyel getirileri hesaplamaktadır. 12 ay derecelendirme sistemimiz; AL, TUT ve SAT olmak üzere 3 farklı genel yatırım tavsiyesi içerir.

AL: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **en az %20 ve üzerinde** oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

TUT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0-20 aralığında** oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

SAT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0'dan daha düşük** seviyelerde oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

Derecelendirme	Potansiyel Getiri (PG), 12-ay
AL	≥%20
TUT	%0-20
SAT	≤%0

Kaynak: Deniz Yatırım

Deniz Yatırım Analistleri hisse senetlerini potansiyel katalizörler, tetikleyici gelişmeler, riskler ile piyasa, sektör ve rakip firma gelişmeleri ışığında değerlendirmektedir. Analistlerimiz genel yatırım tavsiyesinin kamuoyuyla paylaşılmasını takip eden süreçte hisse senetlerini titizlikle yakından takip etmeye devam etmekte; ancak, hisse senedi fiyatındaki dalgalanmalardan ötürü değerler, derecelendirme sistemimizdeki sınırları aştığı takdirde, analistlerimiz hisse senedi hakkında sundukları tavsiyeyi değiştirmemeyi ve/veya Gözden Geçirme (GG) sürecine almayı tercih edebilirler.