

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu	DOHOL			
Mevcut Fiyat (TL)	15.19			
Hedef Fiyat (TL)	21.00			
Getiri Potansiyeli (%)	38%			
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	10.33	17.77		
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	331			
Sermaye (mln TL)	2,617			
Pazar	Yıldız Pazar			
Hisse Verileri (mln TL)				
Piyasa Değeri	39,752			
Hedeflenen Piyasa Değeri	54,957			
Hisse Performansı				
	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	13%	-3%	5%	17%
BIST100 Rölatif Getiri	2%	-5%	-3%	0%

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu	GWIND			
Mevcut Fiyat (TL)	28.14			
Hedef Fiyat (TL)	44.60			
Getiri Potansiyeli (%)	58%			
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	20.25	33.44		
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	67			
Sermaye (mln TL)	540			
Pazar	Yıldız Pazar			
Hisse Verileri (mln TL)				
Piyasa Değeri	15,196			
Hedeflenen Piyasa Değeri	24,084			
Hisse Performansı				
	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	16%	-9%	-2%	13%
BIST100 Rölatif Getiri	5%	-11%	-9%	-3%

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu	KAREL			
Mevcut Fiyat (TL)	10.15			
Hedef Fiyat (TL)	17.00			
Getiri Potansiyeli (%)	67%			
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	8.30	18.43		
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	52			
Sermaye (mln TL)	806			
Pazar	Yıldız Pazar			
Hisse Verileri (mln TL)				
Piyasa Değeri	8,180			
Hedeflenen Piyasa Değeri	13,700			
Hisse Performansı				
	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	12%	-20%	-36%	-26%
BIST100 Rölatif Getiri	1%	-22%	-40%	-36%

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

Toplantı ve Güncelleme Notu

Doğan Holding, 6 Aralık 2024 tarihinde son dönemdeki gelişmeleri de paylaştığı yıllık kurumsal yatırımcı toplantısını gerçekleştirdi. Söz konusu buluşmada, Doğan Holding yönetimine ek olarak, Hepiyi Sigorta ve Karel Elektronik yönetimi temsilcileri de yer aldı. Toplantıdan derlediğimiz notların da yer aldığı detaylı değerlendirmelerimize ve grup şirketlerine ait güncellemelerimize ilerleyen sayfalarda ulaşabilirsiniz.

Kısaca hatırlatacak olursak;

Doğan Holding'i (i) *proaktif portföy yönetimi* (ii) *sağlıklı bilanço yapısı* (iii) *solo net nakit pozisyonu* (iv) *Net Aktif Değer (NAD) iskontosunu azaltma hedefi*

Karel Elektronik'i (i) *teknoloji odaklı yapısı ile katma değeri yüksek sektörlerdeki faaliyetleri* (ii) *Doğan Holding ile bağlı ortaklıktan yaratılan sinerji ve yeniden yapılanma katkısı* (iii) *büyüme potansiyeli ile önümüzdeki dönem finansallarına ilişkin beklentileri*

Galata Wind Enerji'yi (i) *yenilenebilir enerji portföyü* (ii) *güçlü nakit akışı* (iii) *kapasite artırım hedefleri* (iv) *finansal kaynaklara ulaşma kabiliyeti* (v) *yeni pazarlarda büyüme hedefi*

gerekçeleri ile temel olarak beğeniyoruz.

Hedef fiyatlarımızı:

- Doğan Holding için 12-ay vadede 18,65 TL'den 21,00 TL'ye,
- Galata Wind için 12-ay vadede 41,19 TL'den 44,60 TL'ye,
- Karel Elektronik için 12-ay vadede 21,00 TL'den 17,00 TL'ye

revize ediyoruz. Her 3 hisse için de AL şeklindeki önerilerimizi koruyoruz. 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.

İçerik

Doğan Holding	3
Hepiyi Sigorta.....	6
Galata Wind Enerji.....	7
Karel Elektronik.....	8
Doğan Holding Net Aktif Değer (NAD) tablosu özeti.....	9
Doğan Holding Net Aktif Değer (NAD) tablosu Güncel.....	10
Doğan Holding Net Aktif Değer (NAD) tablosu 11 Aralık 2023 tarihli.....	11
Hedef fiyat ve öneri geçmişi	12
Yasal Uyarı	13

Doğan Holding

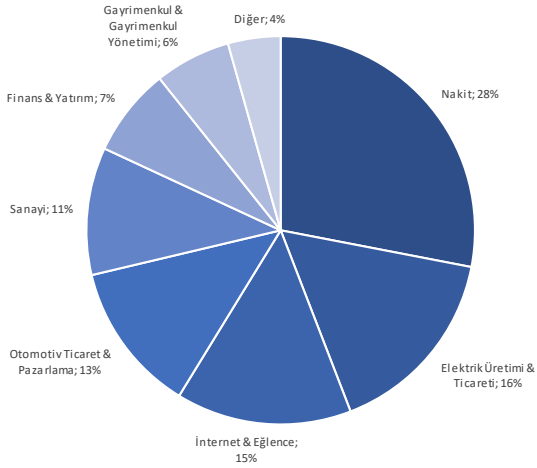
■ Doğan Holding,

- **2024 yılında yaşanan zorlukları;** i) kurun enflasyon altında hareket etmesi ii) maliyet baskısı (sanayi ve otomotiv segmentlerinde) iii) talep daralması
- **Olumlu gelişmeleri;** i) dengeli portföy yapısının oluşturulması ii) yüksek finansal gelir iii) grup bazında düşük borçluluk
- **Stratejik gelişmeleri ise;** i) portföy optimizasyonuna devam edilmesi ii) Gümüştaş ve Doku Madencilik şirketleri satın alımı iii) DOBUR ve DMC paylarının satış ve devri olarak sıralamıştır.

■ **Galata Wind Enerji'nin** 2024'ü 300 MW ile tamamlayacağı, Holding'in ana saç ayaklarından birini oluşturduğu, **Sesa ve Ditaş'ın**, ihracat odaklı şirketler olması kaynaklı hem Avrupa'nın zayıf seyrinden hem de güçlü TL'den oldukça olumsuz etkilendiği, **otomotiv tarafının** ise hem regülasyonlar kaynaklı hem de finansman maliyetlerinin yüksek olması nedeniyle zorlu bir seneyi geride bıraktığı bilgisi verildi.

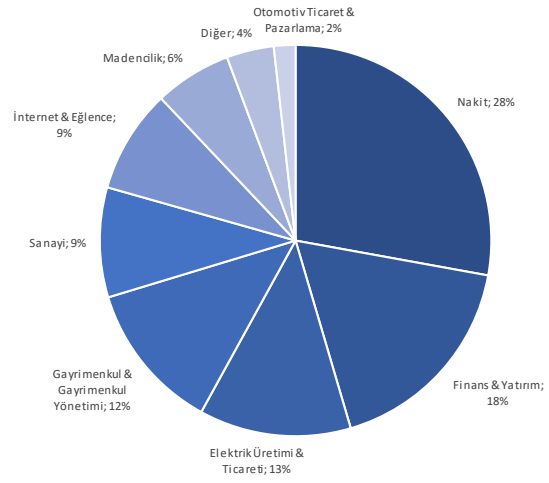
■ **En basit ifade ile, varlıkların satılmaları durumunda şirketin elde edilebileceği nakit miktarını gösteren net aktif değer tablosuna baktığımızda, 2023 sonunda 2,3 milyar USD olan net aktif değerinin, 3Ç24 dönemi sonunda 2,2 milyar USD seviyesinde olduğu açıklanmıştır.** Doğan Holding'in mevcut durumda net aktif değerinin %17'sini finansal yatırım, %13'ünün elektrik üretim, %12'sini gayrimenkul yatırım, %8'ini internet ve eğlence, %9'unu sanayi ve ticaret, %7'sini finansman ve yatırım, %6'sını madencilik ve %2'sini ise otomotiv segmenti oluşturmaktadır. **Net aktif değer sektörler göre dağılımında 1 yılda yaşanan değişim dikkat çekmektedir. Bu değişim, Holding'in bu süreçte hem en çok hangi segmentlerde zorlandığını hem de hangi segmentlerinin koruma sağladığını da açıkça göstermektedir.** Aşağıda 3Ç23 ve 3Ç24 dönem sonu itibariyle net aktif değer içindeki segmentlere ait pay dağılımlarını görebilirsiniz.

Sektörlere göre NAD payı | 3Ç23



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Doğan Holding

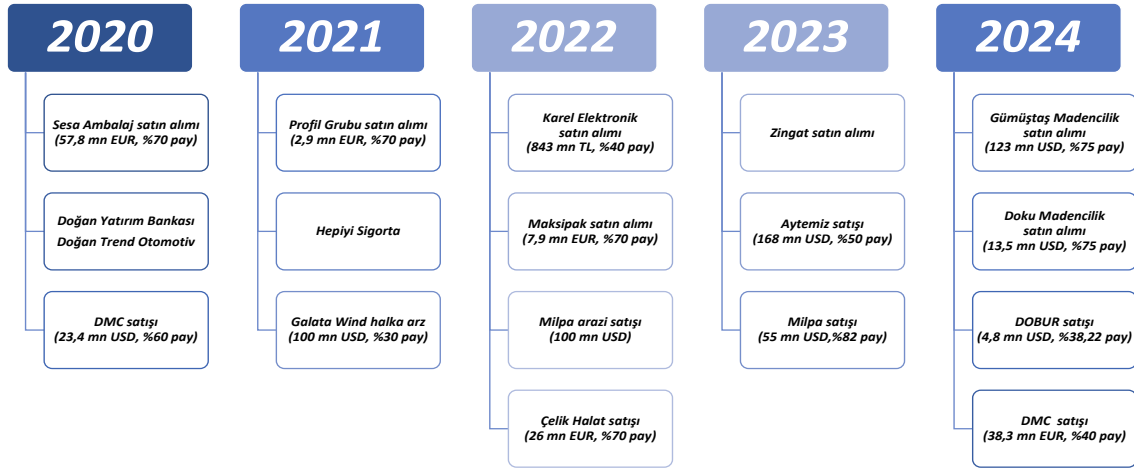
Sektörlere göre NAD payı | 3Ç24



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Doğan Holding

■ 2023 sonunda %51 olan net aktif değer iskontosu, 2Ç24 döneminde %56'ya yükselmiş, 3Ç24 döneminde ise %50 seviyesine gerilemiştir. **Toplantıda, net aktif değer iskontosunun yüksek olmasının nedenleri ise, portföy içinde halka açık şirketlerin payının az olması ve net nakit pozisyonunun yüksek olması olarak ifade edilmiştir.** Toplam net aktif değer içinde **halka açık şirketlerin payı %18, halka kapalı şirketlerin payı %42, arazi ve gayrimenkullerin payı %12 ve net nakdin payı ise %28'dir.**

- Doğan Holding, 2018 yılından bugüne 18 birleşme ve satın alma işlemi gerçekleştirmiştir. Aşağıdaki tabloda 2020 yılı sonrasında gerçekleşen satın almaları, çıkışları ve yeni kuruluşları görebilirsiniz.



- Holding, 2024 yılı hedefleri ve gerçekleştirmelerini aşağıdaki şekilde açıkladı.

2024 hedefleri

- net aktif değerın 2,2 milyar USD olması
- iskontonun yaklaşık %45 seviyesine gerilemesi
- net aktif değer içinde stratejik segmentlerin payının yaklaşık %60 olması
- en az 1 yeni sektöre giriş
- daha yalın portföy yapısı

2024 yılı gerçekleştirmeleri

- 2,2 milyar USD net aktif değer
- iskonto oranı yaklaşık %52 seviyesinde
- net aktif değer içinde stratejik segmentlerin payının yaklaşık payı %47 seviyesinde
- madencilik sektörüne giriş
- DOBUR ve DMC satışı

- Geleceğe yönelik detaylara geçtiğimizde, Holding, aktif portföy yönetimi, daha yüksek net aktif değer ve düzenli temettü ödemesi doğrultusunda stratejik segmentlerini; **yenilenebilir enerji, elektronik/teknoloji, otomotiv, madencilik ve dijital finansal hizmetler** olarak belirlenmiştir.

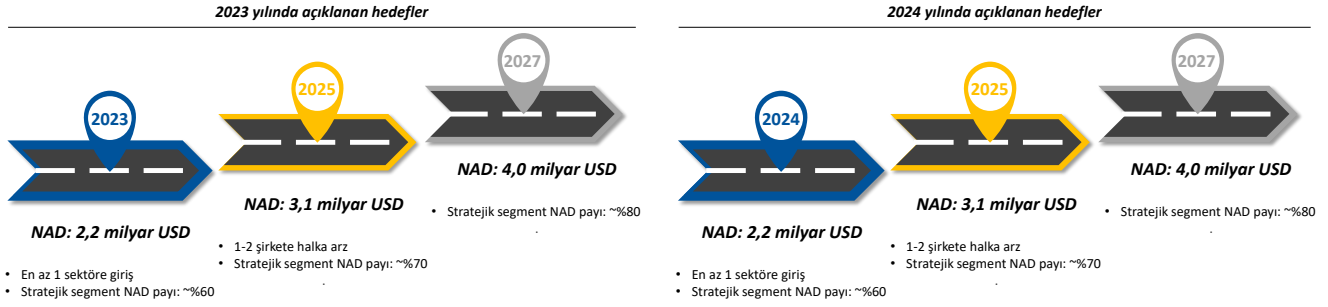
- Grup şirketlerinin her birini 1 milyar USD değerlemeye ulaştırmak ana hedef konumundadır. Bu hedef doğrultusunda;

- yenilenebilir enerji segmentinde 2026 ve sonrası için 1.086 MW kapasite hedefi
- dijital sigorta segmentinde 430 milyon USD portföy büyüklüğü (bu doğrultuda halka arz için en güçlü aday)
- otomotiv tarafında SAIC ile üretim tesisi çalışmaları, motosiklet üretim yatırımlarının tamamlanması
- elektronik teknoloji tarafında kapasite artışı ve modernizasyon yatırımları, Daichi ürün gamında katma değerli ürün çeşitliliği
- maden sektörüne giriş
- yeni şirket satın almaları temel alınmaktadır.

- 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'ün ise 700-800 milyon USD bandına oturması yönünde olduğu açıklandı.

- 2025 yılında enflasyona kıyasla yaklaşık %5-10 arası gelir büyümesi elde edilmesi öngörülmektedir. Bu büyümenin temelleri; 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 açıklandı.

- Şirket, 2023 yılı Ekim ayında yayımladığı yatırımcı sunumunda 2023, 2025 ve 2027 yılları baz gösterilerek büyüme hedefleri ve stratejilerini paylaşmıştı. **Bu toplantıda 2025 ve 2027 hedefleri değişmezken, 2023 yılı hedeflerinin, 2024 yılında gerçekleştiği ve süreç içinde açıklanan hedeflere paralel hareket edildiği gözlenmektedir.**

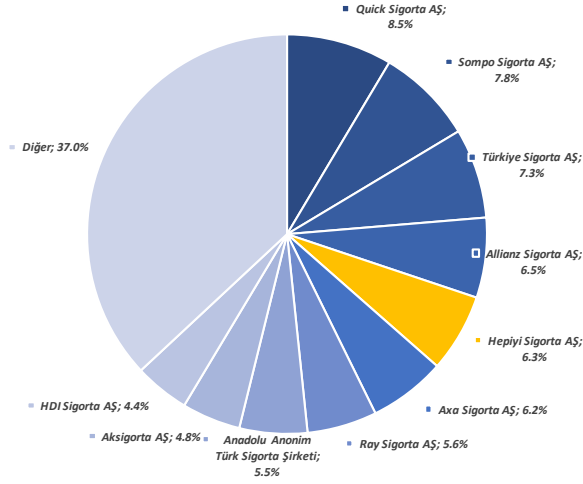


- Yeni girilen madencilik segmenti tarafında Gümüştaş, Türkiye'nin önde gelen kurşun ve çinko üreticisi ve ihracatta önemli oyuncularından biri konumundadır. Madencilik tarafında %50'nin üzerinde pay sahibi olmaları sebebiyle, daha etkin olabileceklerini, ayrıca, satın alma sonrası yeni sinerji oluşturmak adına Holding tarafından yeni genel müdür ve yöneticilerin atandığı bilgisine yer verildi. **Holding, 2025 yıl sonunda, madencilik tarafının 80-100 milyon USD satış geliri ve 35-40 milyon USD FAVÖK elde etmesini hedefliyor.**
- Hisse geri alımı tarafında gelen soru üzerine, hisse programını sağlıklı fiyat oluşumunu desteklemek adına başlattıklarını, ancak henüz piyasanın bunu desteklememesi kaynaklı geri alım yapmadıklarını açıkladılar.

Hepiyi Sigorta

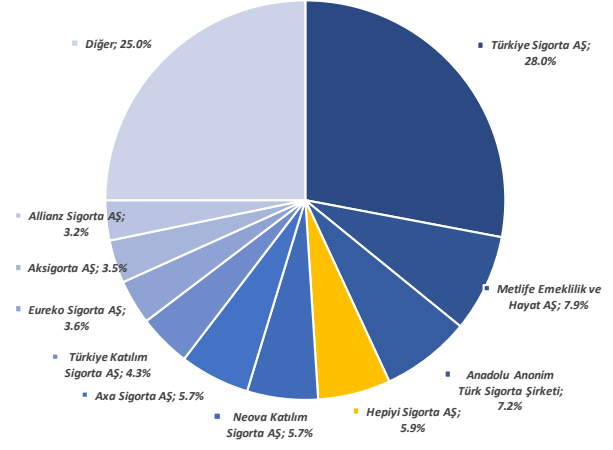
- Bugün halka arz için en güçlü aday olarak karşımıza çıkan Hepiyi Sigorta, 2021 yılında kurulmuş, faaliyetlerine 2022 yılı Haziran ayında başlamıştır. Aralık 2022’de 76 milyon USD olan portföy büyüklüğü, 3Ç24 dönemi itibariyle 430 milyon USD’ye ulaşmış durumdadır. Satış geliri ise 9A24 döneminde 14 milyar TL’yi aşmıştır. Şirket, bugün, pazarda en çok teklif veren konumundadır. TSB verilerine göre, kasko segmentinde Hepiyi Sigorta, 3Ç24 dönemi itibariyle yaklaşık %2,8’lik pazar payı elde etmeyi başarmıştır.

Prim üretimine göre pazar payı | Trafik - 10A24



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, TSB

Prim üretimine göre pazar payı | Kaza - 10A24



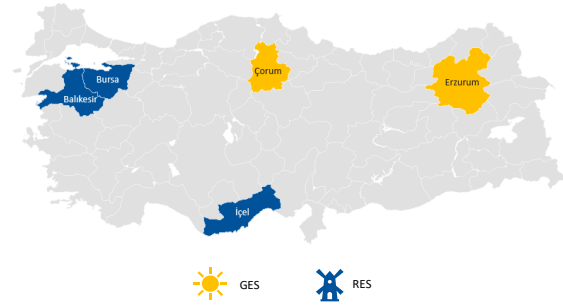
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, TSB

- Branş ve şube gibi fiziksel ofislerinin olmaması maliyet açısından önemli avantaj sağlamaktadır. Bu noktada genel gider oranının diğer sigorta şirketlerine göre oldukça düşük olmasının altı çizilmiştir.
- Hepiyi Sigorta, yakın zamanda yurt dışı pazarına girmeyi planladıklarını açıkladı. Türkiye’de başarılı olan ve kısa zamanda büyüyen bu modelin yurt dışında da başarılı olacağını düşündüklerini söylediler.
- Sunumda, yurt dışı oyuncuları ve Hepiyi Sigorta’nın yer aldığı bir karşılaştırma tablosu paylaşıldı. Hepiyi Sigorta için baz alınan yurt dışı oyuncularının piyasa değerlerine dikkat çekildi. 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 yılında ABD’de kurulan, bireysel ürünlere odaklanmış olan **Lemonade**, 3,5 milyar USD piyasa değerine sahiptir.

Galata Wind Enerji

- 2021 yılında halka açılan Galata Wind, bugün Holding'in ana saç 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 plana çıkmaktadır. 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'nin satış gelirleri 9A24 döneminde geçen yılın aynı dönemine göre %13 azalarak 1.682 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Toplam üretimi %10 artmasına rağmen satış geliri azalışında; PTF'nin %2 azalması ve endeksleme oranı kaynaklıdır. Ayrıca, 9A23 döneminde, karbon kredisi satışlarından yaklaşık 62 milyon TL gelir elde edilirken, 9A24 döneminde uygun fiyatların oluşmaması sebebi ile karbon kredisi satışı gerçekleştirilmemiştir.

- Hatırlayacak olursak, Şirket, ek kapasite ve yatırımları doğrultusunda, 2025 yılına kadar portföyünü 576 MW kapasiteye ulaştırmayı hedeflemektedir. 2026 yılı ve sonrasında devreye alınması planlanmakta olan projeler ile 1.000 MW üzerinde kapasiteli bir şirket haline geleceği öngörülmektedir. Yanda verilen tabloda ek kapasite artışları ve yeni yatırımların detaylarını bulabilirsiniz.

- Holding, toplantıda Galata Wind Enerji'nin yılı 300 MW ile tamamlayacağı, halihazırda daha yüksek kapasiteye ulaşabileceğini, tribün ve finansmanın hazır olduğuna, ancak, resmi süreç kaynaklı gecikmelerin olduğu bilgisine yer verdi.

Ek kapasite ve yatırımlar		2024	2025	2026 ve sonrası
RES Yatırımları	Mersin RES + 39 MW			
			Alapınar RES + 13,6 MW	
GES Yatırımları	Taşpınar Hibrit GES 2. Faz: + 25 MW			
			Avrupa GES 200 MW	Avrupa GES 100 MW
Depolamalı Santraller				RES 300 MW GES 100 MW
Toplam Kapasite		362 MW	576 MW	1.086 MW

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

Karel Elektronik

- Hem Holding hem de Karel yönetimi Karel'in kötü bir yıl geçirdiğinin farkında olduklarını ifade ederek sunuma başladılar. Sunumda, bu yıl yaşanan zorluklar; **i) personel giderinde son 2 yılda gerçekleşen 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 endekli) 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 sıralandı.
- Bu zorluklarda yıla yangın ile başlamış olmanın çarpan etkisi yarattığının üzerinde duruldu. Her ne kadar yangın dolayısıyla üretim kaybı sınırlı kalmış olsa da, önemli verimlilik kayıpları oluştuğu, **özellikle 3Ç24 döneminde etkilerinin daha derin gözlendiği, bunun da tedarik zincirinde kırılmalara yol açtığı bilgisine yer verildi.** Şirket, sigortadan tüm alacaklarını tahsil ettiğini, hasar tazminatı olduğu için net kar üzerinde etkisi olmayacağını sorulan soru üzerine yanıtladı.
- Hatırlanacağı üzere daha önce yayınladığımız raporlarda, Doğan Holding satın alımı ile yaratılan sinerjinin Karel'in yeniden yapılanma sürecinde oldukça önemli olduğunu vurgulamıştık. **Karel'in karşılaştığı zorluklar paralelinde henüz bu sinerjinin pozitif etkileri görülme de toplantıda geleceğe yönelik daha pozitif bir tablo çizilirken, Karel'in finansman ihtiyacı için çeşitli yöntemlerin değerlendirildiği bilgisine yer verildi.** Bu yöntemlere Daiichi'nin halka arzı veya Daiichi paylarının Holding tarafından satın alınması örnek verildi. Ancak, henüz alınmış bir karar olmadığını belirtelim.
- Yönetim ekibinin 3 ana önceliği; **i) şirketi sıkılaştırmak ii) teknoloji odağı iii) dinamik satış** olarak açıklandı. Kısa vadeli öncelikler ise; **i) kurumsal projeler segmentinde yapılanma ve karlılık ii) elektronik kart segmentinde karlılık iii) stok ve tedarik yönetimi iv) stabil üretim ve verimlilik v) nakit üretimi ve yönetimi** olarak sıralandı.
- Dönüşüm kapsamında atılan adımlar; **i) 2023 dönem sonu itibarıyla 4.651 olan personel sayısının 4.000 seviyelerine yaklaşması ii) stokların azaltılması iii) fabrika modernizasyonu iv) atıl konumda olan, değer yaratmayan aktiflerin bilançodan temizlenmesi** olarak sıralanmıştır.
- Otomotiv elektroniği, iletişim sistemleri ve savunma sistemleri segmentlerinin oldukça yüksek büyüme potansiyeli olduğuna dikkat çekilirken, üretim tarafında, modernizasyonun neredeyse tamamlandığı ve artık daha karlı üretime geçileceği bilgisine yer verildi.

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 7,0x 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 47,5 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 10,0x FD/FAVÖK ve 8,0x 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 gerçekleşmemişti. Milta, Bodrum Marina'yı 1997 yılından başlamak üzere 49 yıl süreyle işletme hakkına sahiptir. Söz konusu anlaşmasının işlem değerini 5 yıllık dönem için düşürerek modelimize dahil ettik.
 - **Madencilik: Gümüştaş ve Doku Madencilik** için işlem bedelini baz aldık.

Elde ettiğimiz değere mevcut 20,4 milyar TL'lik solo net nakit pozisyonunu ekleyerek 78,6 milyar TL net aktif değere ulaştık. Sonuç olarak, bulunan net aktif değere %30 oranında holding iskontosu uygulamamızın ardından Doğan Holding için 21,00 TL seviyesinde 12-aylık hedef fiyata ulaşmaktayız. 12-aylık hedef fiyatımız %38 getiri potansiyeline işaret ediyor.

- Hedef fiyat değişikliğimizin temellerini;
 - *madencilik segmentinin eklenmesi,*
 - *DMC ve DOBUR hisselerinin satışı,*
 - *GWIND ve KAREL tarafında 2024 yılının neredeyse bitmiş olması kaynaklı modellerimizi 1 yıl ileriye taşımamız nedeniyle hedef fiyatlarımızda gerçekleşen değişimler,*
 - *otomotiv segmentinde 1 yıl ileriye dönük FD/FAVÖK çarpan modeli yerine defter değerini baz almamız,*
 - *gayrimenkul & gayrimenkul yönetimi segmentinde son açıklanan ekspertiz değerlerine yer vermemiz,*
 - *tüm segmentleri 1 yıl ileriye taşımamız,*
 - *net nakit pozisyonundaki değişim,*
 - *makro beklentilerimizdeki değişiklikler*

oluşturmaktadır.

- Sonraki sayfalarda güncel Net Aktif Değer (NAD) tablomuzu ve 11 Aralık 2023 tarihinde yayınladığımız NAD tablomuzu bulabilirsiniz.

Doğan Holding Net Aktif Değer (NAD) tablosu | Güncel

Hedef Net Aktif Değer Tablosu							
Segment	Değerleme Yöntemi	Hisse Fiyatı / Değerleme Kat Sayısı	Toplam Değer (milyon TL)	Holding Payı	Holding Payı	Hedef Toplam Değer (milyon TL)	% of NAD
Elektrik Üretimi & Ticareti							
Galata Wind	İNA & Benzer Şirket Karşılaştırması	28.14	15,196	70.00%	70.00%	16,859	29.0%
TOPLAM						16,859	29.0%
Sanayi							
Ditaş	Piyasa Değeri	16.30	1,386	68.24%	68.24%	1,237	2.1%
Doğan Dış Ticaret	Defter Değeri	1.00	294	100.00%	100.00%	347	0.6%
Karel Elektronik	İNA	10.15	8,180	40.00%	40.00%	5,480	9.4%
Sesa Ambalaj	2025T FD/FAVÖK	7.0x	2,449	70.00%	70.00%	2,023	3.5%
TOPLAM						9,088	15.6%
Otomotiv Ticaret & Pazarlama							
Doğan Trend Otomotiv	Defter Değeri	1.0x	1,307	100.00%	100.00%	1,545	2.7%
TOPLAM						1,545	2.7%
Finans & Yatırım							
D Yatırım Bankası	Defter Değeri	1.00	788	100.00%	100.00%	931	1.6%
Doruk Faktoring	Defter Değeri	1.00	855	100.00%	100.00%	1,010	1.7%
Hepiyi Sigorta	Defter Değeri	1.00	3,131	100.00%	100.00%	3,701	6.4%
Öncü Girişim Sermayesi Fonu	Insider Payları	1.00	1,621	100.00%	100.00%	1,916	3.3%
TOPLAM						7,557	13.0%
İnternet & Eğlence							
Kanal D - Romanya	2025T FD/FAVÖK	10.0x	3,175	100.00%	100.00%	3,637	6.2%
Glokal (Hepsi Emlak)	2025T FD/Satışlar	8.0x	2,425	79.22%	79.22%	2,491	4.3%
TOPLAM						6,128	10.5%
Gayrimenkul & Gayrimenkul Yönetimi							
D Gayrimenkul	Ekspertiz Değeri	1.00	6,911	100.00%	100.00%	10,324	17.7%
D Yapı - Romanya	Ekspertiz Değeri	1.00	716	100.00%	100.00%	1,070	1.8%
Doğan Holding - İstanbul	Ekspertiz Değeri	1.00	266	100.00%	100.00%	397	0.7%
Kandıllı - İstanbul	Ekspertiz Değeri	1.00	2,165	50.00%	50.00%	1,617	2.8%
M Investment - USA	Ekspertiz Değeri	1.00	676	22.15%	22.15%	224	0.4%
TOPLAM						13,632	23.4%
Diğer							
Milta Turizm	İşlem Bedeli	1.00	2,841	100.00%	100.00%	3,359	5.8%
Doğan Yayıncılık	İşlem Bedeli	1.00	22	100.00%	100.00%	26	0.0%
TOPLAM						3,384	5.8%
Madencilik							
Gümüştaş	İşlem Bedeli	1.00	5,596	75.00%	75.00%	6,614	11.4%
Doku	İşlem Bedeli	1.00	614	75.00%	75.00%	726	1.2%
TOPLAM						7,340	12.6%
TOPLAM							
Halka Açık						23,576	30.0%
Halka Açık Olmayan						34,617	44.0%
Net Nakit						20,404	26.0%
Net Aktif Değer (milyon TL)						78,597	
Doğan Holding Piyasa Değeri (milyon TL)						55,018	
İskonto/Prim						-30%	
Hisse Fiyatı						21.00	
Yükseliş Potansiyeli						38%	

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

Doğan Holding Net Aktif Değer (NAD) tablosu | 11 Aralık 2023 tarihli

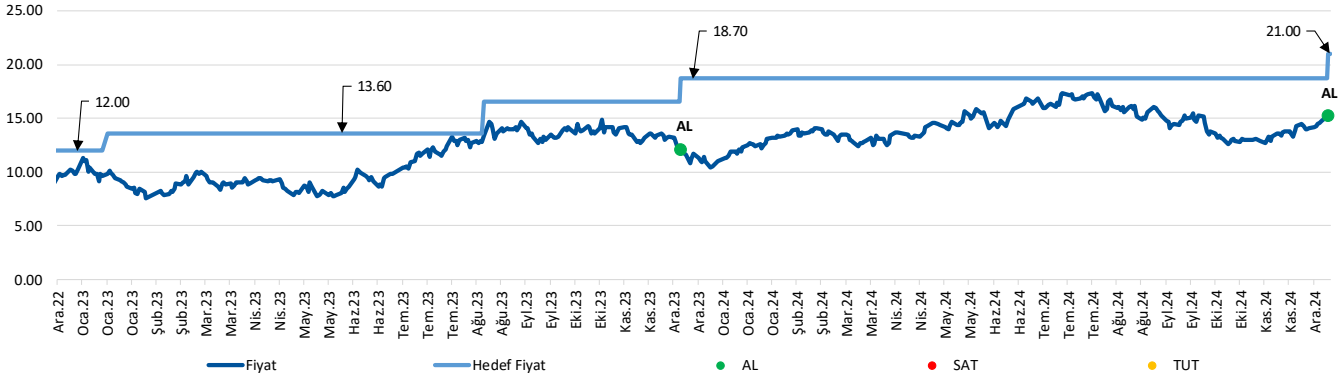
Hedef Net Aktif Değer Tablosu							
Segment	Değerleme Yöntemi	Hisse Fiyatı / Değerleme Kat Sayısı	Toplam Değer (milyon TL)	(milyon TL)	Holding Payı	Hedef Toplam Değer (milyon TL)	% of NAD
Elektrik Üretimi & Ticareti							
Galata Wind	İNA & Benzer Şirket Karşılaştırması	24.72	13,349		70.00%	13,608	26.6%
TOPLAM						13,608	26.6%
Sanayi							
Ditaş	Piyasa Değeri	17.56	1,493		68.24%	1,278	2.5%
Doğan Dış Ticaret	Defter Değeri	1.00	223		100.00%	286	0.6%
Karel Elektronik	İNA	25.14	10,130		40.00%	6,608	12.9%
Sesa Ambalaj	2024T FD/FAVÖK	7.0x	1,751		70.00%	1,644	3.2%
TOPLAM						9,816	19.2%
Otomotiv Ticaret & Pazarlama							
Doğan Trend Otomotiv	2024T FD/FAVÖK	4.0x	4,672		100.00%	6,250	12.2%
TOPLAM						6,250	12.2%
Finans & Yatırım							
D Yatırım Bankası	Defter Değeri	1.00	657		100.00%	754	1.5%
Doruk Faktoring	Defter Değeri	1.00	466		100.00%	597	1.2%
Hepiyi Sigorta	Defter Değeri	1.00	998		100.00%	1,179	2.3%
Öncü Girişim Sermayesi Fonu	Insider Payları	1.00	671		100.00%	860	1.7%
TOPLAM						3,389	6.6%
İnternet & Eğlence							
Kanal D - Romanya	2024T FD/FAVÖK	10.0x	5,670		100.00%	7,011	13.7%
Netd Music & DMC	2024T FD/FAVÖK	12.0x	1,683		40.00%	828	1.6%
Glokal (Hepsi Emlak)	2024T FD/Satışlar	8.0x	1,292		79.22%	1,315	2.6%
TOPLAM						9,153	17.9%
Gayrimenkul & Gayrimenkul Yönetimi							
D Gayrimenkul	Ekspertiz Değeri	1.00	2,306		100.00%	3,145	6.1%
D Yapı - Romanya	Ekspertiz Değeri	1.00	532		100.00%	726	1.4%
Doğan Holding - İstanbul	Ekspertiz Değeri	1.00	125		100.00%	170	0.3%
Kandıllı - İstanbul	Ekspertiz Değeri	1.00	656		50.00%	447	0.9%
M Investment - USA	Ekspertiz Değeri	1.00	600		100.00%	818	1.6%
TOPLAM						5,307	10.4%
Diğer							
Doğan Burda	Piyasa Değeri	75.75	1,482		38.40%	718	1.4%
Milta Turizm	İşlem Bedeli	1.00	2,282		100.00%	2,922	5.7%
Doğan Yayıncılık	İşlem Bedeli	1.00	21		100.00%	29	0.1%
TOPLAM						3,669	7.2%
TOPLAM						51,193	
Halka Açık						22,212	31.8%
Halka Açık Olmayan						28,981	41.5%
Net Nakit						18,681	26.7%
Net Aktif Değer (milyon TL)						69,874	
Doğan Holding Piyasa Değeri (milyon TL)						48,912	
İskonto/Prim						-30%	
Hisse Fiyatı						18.70	
Yükseliş Potansiyeli						55%	

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

Hedef fiyat ve öneri geçmişi

DOHOL

Doğan Holding için tarihsel önerilerimiz

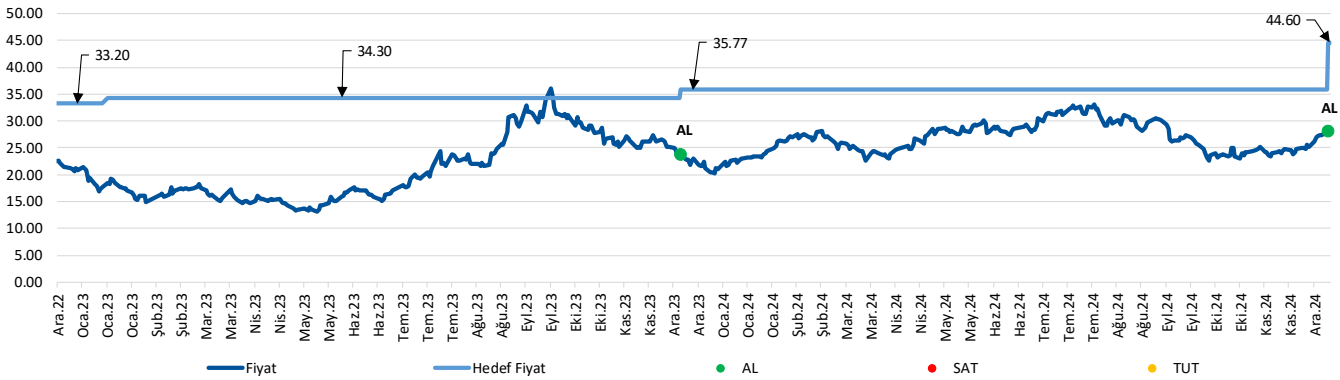


* Rapor çıkış tarihindeki hedef fiyatlar baz alınmıştır.

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

GWIND

Galata Wind Enerji için tarihsel önerilerimiz

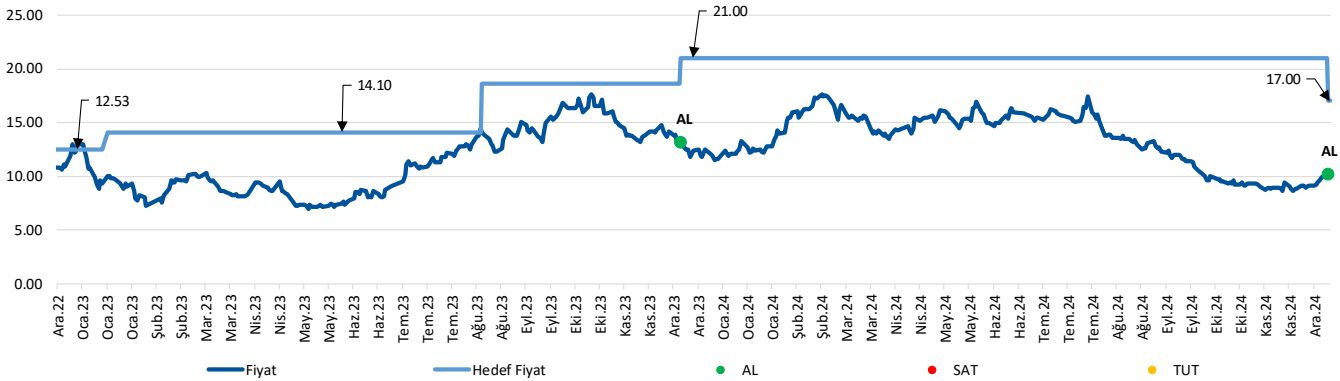


* Rapor çıkış tarihindeki hedef fiyatlar baz alınmıştır.

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 şekilde ortamda yayımlanamaz, 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 değerlendirme ifade etmektedir.

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

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