

Doğan Holding 14/12/2023 tarihinde bir yatırımcı toplantısı gerçekleştirdi.

Toplantının öne çıkan başlıkları aşağıda yer almaktadır.

- Holding 2023 yılının 3. çeyreğine kadar geçen sürede karmaşık segment yapısını sadeleştirmek ve aynı zamanda ileride gerçekleştirilecek yatırımların finansmanını sağlamak amacıyla %50 payına sahip olduğu Aytemiz'de sahip olduğu tüm payları 168 milyon USD ve %82 payına sahip olduğu Milpa'da sahip olduğu tüm payları 55 milyon USD karşılığında satışını gerçekleştirdi.
- Doğan Holding Hepsiemlak şirketiyle Zingat birleşmesi için resmi süreci başlatmış, rekabet kurulundan onay beklemektedir.
- Toplantıda Holding 2021 yılından beri yüksek temettü dağıttığına değinirken bu yıl Mayıs ve Haziran aylarında dağıtılan temettü miktarı toplam 675 milyon TL'dir.
- Holding'in 2022 yıl sonu net nakti 509 milyon USD iken 2023 3. çeyrek sonuçlarında 682 milyon USD'ye yükselmiştir.
- Galatawind şirketi, rüzgar ve güneş santrali işletmecisi bir şirkettir. Güncel olarak 269MW üretim kapasitesi mevcuttur. Şirket yıl sonuna kadar kapasitesini 30MW arttırarak toplam kapasitesini 300MW'a çıkarmayı hedeflemekte. 2023 yılı içerisinde aynı zamanda 350MW depolama kapasiteli tesisi için ön lisans başvurusuna onay aldı. Ek olarak şirket Avrupa'da 2 ayrı proje geliştirme firması ile toplamda 300MW kapasiteli güneş enerji santrali projesi için anlaşmıştı, bu yatırımın 2025 yılının sonunda devreye girmesi bekleniyor. Bu yatırımların haricinde şirket 25MW kapasiteli hibrit yatırımı yapmayı da hedefliyor.
- Karel şirketinde güçlü büyümenin devam etmesi bekleniyor 2023 yıl sonu için 315-320 milyon USD hasılat beklentisi mevcut. Şirket yüksek işletme sermayesine ve fazla miktarda stoğa sahipti, 2023 yılı içerisinde stoklar 30 milyon USD azaldı. Şirketin finansman giderleri yüksek olduğu için sonuçlarında zarar yazıyor, bu sebeple sermaye artışı kararı alındı. Sermaye artışından elde edilen nakit yatırımlarda kullanılacaktır. Sermaye artırımının şirkete 15 milyon USD değerinde katkı vermesi bekleniyor. Bu tutarın USD 10 milyon doları şirkete sermaye avansı olarak ödendi. 2023 yılı içerisinde şirket Turkcell ile iş birliği gerçekleştirmiş, Daichii şirketini satın almış ve diğer segmentlerde de organik büyüme kaydetmiştir. Şirket Net borç/FAVÖK oranını 2.0x'a çekmiştir, 2022 yılında bu çarpan 3.5x'ti. Şirketin 12 milyon değerinde yatırımı var bu yatırımların ödemesi 2024 yılında gerçekleşecek ve yatırımların 2Ç24'te devreye geçmesi planlanıyor. 2024 yılı için ise güçlü hasılat ve FAVÖK yanında zarardan kara dönülmesi bekleniyor.
- Sesa şirketinde devam eden bir yatırım yok. Şirketin gelirlerinde ihracat payı %50'ye yakın. 2023 yılı şirket için zor bir yıl olduğu aktarıldı yurt içinde daralan talep büyümenin yavaşlamasına sebep oldu. Türkiye'deki yüksek enflasyon, TL maliyetleri negatif etkilerken, döviz tarafındaki stabilite karı aşağı çekti. Bu sebeple marjlarda daralma gerçekleşti. Şirket gelecek yıl için marjların daha sabit olmasını bekliyor.
- Ditaş şirketi otomotiv üretimindeki toparlanma sayesinde gelir tarafında pozitif etkilenmiş olsa da yüksek finansman giderleri ve düşük operasyonel karlılık sebebiyle net kar tarafında zayıf bir performans göstermiştir.
- Doğan Trend Otomotiv şirketi özellikle MG satış adetlerindeki artış sayesinde 9A23'te 9A22 gelirlerinin 4 katı 475 milyon USD gelir elde edilmiştir. Sektördeki artan rekabete rağmen şirketin karlılığı korundu FAVÖK 71 milyon USD iken FAVÖK marjı %15 olarak açıklandı. 2023 yılında şirket Kymco ve Paiggio ile üretim planlamasına başlamıştır.
- Hepiyi Sigorta şirketi 2023 yılında faaliyete başlamıştır. Şirketin geniş bir dijital acente ağı ve yüksek dijital yetkinliği rekabet avantajı sağlamaktadır. Şirket yönettiği portföy büyüklüğünü 2022'den bu yana 76 milyon USD'den 174 milyon USD'ye yükselmiştir. Şirket 3Ç23'e kadar 180-190 milyon USD ciro yarattı. Şirketin 179 milyon USD değerinde varlığı mevcuttur. Şirketin hasar primleri ise sektörün biraz altında.

Analist: [Emre Şahinler](#) +90 212 319 12 12

Analist: [Dr. Övünç Gürsoy](#) +90 212 319 12 13

- Doğan Yatırım Bankası 2022’de, 1.2 milyar TL olan aktif büyüklüğünü 2023 yılında 2.7 milyar TL’ye arttırmıştır. Yıl içerisinde gelen regülasyonlar sebebiyle hafif olumsuz etkilense de şirketin sonuçları pozitif. Ayrıca şirket Doğan Holding’in yıl içerisinde gerçekleştirmiş olduğu Aytemiz paylarının satışı işleminde de aktif rol almıştır.
- İnternet ve eğlence sektörü şirketlerinden Kanal-D Romanya şirketi ülkedeki 2. büyük televizyon kanalı konumundadır. Holding şirketin performansından memnun ve şirket düzenli olarak Doğan Holding’in temettü geliri elde etmesini sağlamaktadır.
- Hepsiemlak şirketi online emlak listeleme pazarında Türkiye’de 2. büyük oyuncu konumundadır.
- Bodrum Marina’nın doluluk oranı %100’e yaklaşmış duruma. Marina düzenli kira artışı yapılmakta bu da karlılığı pozitif etkilemektedir.
- Trump Towers ise İstanbul’da yer alan ofis ve AVM binasıdır. Binanın ofis tarafında %100 doluluk oranına yaklaşıırken, AVM tarafında ise doluluk oranı %96 civarındadır.
- Doğan Holding’in bu iki gayrimenkulü haricinde Türkiye’de 3,087 milyon TL, Romanya’da 532 milyon TL ve ABD’de 600 milyon TL değerinde toplam 4.220 milyon TL değerinde araziye sahiptir. Holding bu arazilerin nakite çevrilmesi adına çalışmalara başlamış ve güncel olarak Romanya’daki satışlara öncelik verilmiştir.
- Holding’in ciro performansı elektrik üretimi tarafında yıllık bazda %11 düşüş gösterdi. 2022 yılının ilk 3 ayında elektrik üretim şirketleri serbest piyasa fiyatlarından satış yapabilmıştır. Ancak Nisan 2022’de sektörde uygulanmaya başlayan tavan fiyat uygulaması Eylül 2023’e kadar devam etmiş, dolayısıyla 2022’de 3 ay serbest fiyattan elektrik satılabilirken, 2023’te ilk 9 ay tavan fiyat uygulanmış, bu da satışları olumsuz etkilemiştir. İki yıl arasındaki bu fark performanstaki düşüşün ana nedenidir.
- Sanayi tarafında ciroda yıllık %40’lık büyümenin ana sebebinin ise büyük ölçüde Karel’in performansından kaynaklandığını Ditaş’ın da hafif pozitif etkilediği toplantıda aktarıldı.
- Finans sektöründe Hepiyi Sigorta ve Doğan Yatırım Bankası’nın yüksek performansı yıllık %769 gibi ciddi bir ciro büyümesi sağladı.
- Doğan Holding yeni satın aldığı ve yeni kurulan 3 şirketinde yüksek büyüme performansı kaydetti. Bu 3 şirket Karel, Hepiyi Sigorta ve Doğan Trend Otomotiv şirketleridir. 9A22 ve 9A23 sonuçları karşılaştırıldığında Karel gelirini 131 milyon USD’den 247 milyon USD’ye, Hepiyi Sigorta 2 milyon USD’den 188 milyon USD’ye ve Doğan Trend Otomotiv ise 124 milyon USD’den 475 milyon USD’ye çıkarmıştır. Bu üç şirketin toplam gelirlerdeki payı 9A22’de %43’ken 9A23’te bu oran %69’a çıkmıştır. Bu durum, Doğan Holding’in portföyündeki yeni stratejik şirketlerin güçlü performansını göstermektedir.
- Holding sene başından beri borçları azaltmaya yönelik çalışmalar yapmaktadır. Galatawind şirketinde net nakit azalmış fakat net naktin azalmasının sebebi devam eden yatırımlar olmuştur. Sanayi tarafında net borç tarafında ciddi düzelmeler mevcuttur, Karel şirketinde 27 milyon USD, Doğan Dış Ticaret şirketinde 36 milyon USD, Sesa şirketinde 13 milyon USD ve diğer sanayi şirketlerinde 3 milyon USD değerinde borç kapatılmıştır. Bunun dışında finans tarafında Hepiyi Sigorta net nakitini 98 milyon USD arttırarak 2022 yıl sonu nakiti olan 76 milyon USD’yi 174 milyon USD’ye çıkarmıştır. Doğan Trend Otomotiv şirketinde 45 milyon USD değerinde borç artışı yaşanmış bunun sebebi ise iş hacmindeki artıştır. Doğan Holding ise Aytemiz ve Milpa paylarının satışlarının katkısıyla holding solo net nakit pozisyonunu 173 milyon USD arttırarak 2022 yıl sonu nakiti olan 509 milyon USD’yi 682 milyon USD’ye çıkarmıştır. Holding, 2023 yılının yatırımlar için uygun bir yıl olmadığını, şirketlerin finansal performanslarındaki normalleşmeyle birlikte şirket değerlemelerinin birleşme ve satın alma tarafında daha makul hale gelmesiyle yatırımların önümüzdeki yıl hızlanacağını açıkladı.

- Doğan Holding 2022 yılında başlatmış olduğu hisse geri alım programının büyüklüğü 300 milyon TL olarak belirlenmişti. Bu zamana kadar ise bu program kapsamında 57.5 milyon TL geri alım yapılmış, ve güncel olarak programa devam edilmesi konusunda görüşmeler devam etmektedir.
- Doğan Holding 9A22'de 2,122 milyon USD olan Net Aktif Değer'ini 2023 hedeflerine paralel 9A23'te 2,301 milyon USD'ye çıkarmıştır. Holding'in Net Aktif Değer'i Aytemiz paylarının satışından 100 milyon USD, Milpa paylarının satışından ise 57 milyon USD düşmesine rağmen Otomotiv sektöründeki 231 milyon USD, Finans sektöründeki 118 milyon USD, İnternet ve Eğlence sektöründeki 138 milyon USD ve holding solo nakitteki 173 milyon USD'lik artışın katkısıyla 2,301 milyon USD'ye yükselmiştir. Bu değere göre şirket NAD iskontosunu %57 olarak hesaplamaktadır. Holdingin gelecek yıllardaki NAD hedefleri 2024 için 2.7 milyar USD, 2025 için 3.1 milyar USD ve 2027 için 4.0 milyar USD'dir.
- Doğan Holding'in halka açık şirketlerinin payı NAD'inin %21'ine eşittir. Holding 2024 hedeflerinde en az 1 yeni sektöre girmeyi planlarken 2025 yılında ise 1-2 şirketi halka arz ederek hem şirketlerin halka açıklık oranını arttırmak hem de stratejik segmentin payını arttırmayı planlıyor. Halka açmak için potansiyele sahip olan şirketler Doğan Trend Otomotiv, Hepiyi Sigorta ve Karel'in altındaki Daichii şirkettir.
- Holding'in 2024 yılı için finansal beklentileri TÜFE+%5-10'luk bir gelir büyümesinin yanında FAVÖK marjı tarafında ise elektrik üretimi tarafında artan kapasite sayesinde hafif iyileşme beklenirken sanayi segmentinde yatay otomotiv segmentinde ise rekabetin artması sebebiyle gerileme bekleniyor.
- Doğan Holding enflasyon muhasebesi uygulaması hakkında yatırım şirketini nakiti sebebiyle pozitif etkileyeceğini, sanayi sektöründe hem olumlu hem olumsuz etkilerken enerji sektörüne bir etkisinin olmamasını bekliyor.

Doğan Holding dünkü kapanış değerlerine ve bizim hesaplamalarımıza göre Net Aktif Değerine göre %57.2 iskontolu işlem görmektedir.

DOĞAN HOLDİNG

Net Aktif Değer (NAD) Tablosu

Cari NAD						
Sektör/Şirket	Değerleme Metodu	Hisse Fiyatı/ Değerleme Çarpanı	Değer TL mn	Holding'in Payı %	Holding'in Payı TL mn	NAD'e oranı %
Enerji						
Boyabat HES (Ortak Girişim)		1.0	-	33.3	-	-
Aslancık HES (Ortak Girişim)		1.0	-	33.3	-	-
Galata Wind Enerji	Piyasa Değeri	22.5	12,139	70.0	8,497	12.7
Toplam					8,497	12.7
Sanayi ve Ticaret						
Ditaş	Piyasa Değeri	16.6	1,408	68.2	961	1.4
Doğan Dış Ticaret	Defter Değeri		238	100.0	238	0.4
Sesa Ambalaj	FD/FAVÖK	7.25	2,537	70.0	1,776	2.7
KAREL	Piyasa Değeri	22.7	9,147	40.0	3,659	5.5
Toplam					6,633	9.9
Otomotiv						
Dogan Trend	FD/FAVÖK	5.0	8,894	100.0	8,894	13.3
Toplam					8,894	13.3
Finans/Yatırım						
D Yatırım Bankası	Defter Değeri	2.0	1,399	100.0	1,399	2.1
Doruk Faktoring	Defter Değeri	2.0	992	100.0	992	1.5
Hepiyi Sigorta	Defter Değeri	2.0	2,125	100.0	2,125	3.2
Öncü Girişim Sermayesi	İçeriden Alınan Payların Değeri		714	100.0	714	1.1
Toplam					5,229	7.8
İnternet/Eğlence						
Kanal D - Romanya	FD/FAVÖK	10.0	8,135	100.0	8,135	12.1
Netd Music & DMC (JV)	FD/FAVÖK	12.6	2,234	40.0	893	1.3
Glokal (Hepsi Emlak)	FD/FAVÖK	8.0	1,691	79.2	1,340	2.0
Toplam					10,368	15.5
Gayrimenkul						
D Gayrimenkul	Değerleme Raporu		2,456	100.0	2,456	3.7
D Yapı Romanya	Değerleme Raporu		567	100.0	567	0.8
Doğan Holding	Değerleme Raporu		133	100.0	133	0.2
Kandilli Gayrimenkul	Değerleme Raporu		1,397	50.0	699	1.0
M Investment	Değerleme Raporu		639	100.0	639	1.0
Toplam					4,494	6.7
Diğer						
Milta Turizm	Satış Bedeli		2,428	100.0	2,428	3.6
Doğan Burda (JV)	Piyasa Değeri	70.3	1,375	39.7	546	0.8
Doğan Yayıncılık	Satış Bedeli		23	100.0	23	0.0
Toplam					2,997	4.5
Tüm İştirakler					47,111	70.3
Halka açık					13,663	19.6
Halka açık olmayan					33,449	56.2
Net Nakit - Holding solo					19,887	24.2
TOPLAM NET AKTİF DEĞERİ					66,998	100.0
DOĞAN HOLDİNG Piyasa Değeri					28,656	
İskonto (-)/ Prim (+)					-57.2%	

Kaynak: BIST'in 20/12/2023 kapanış değerleri, 3Ç23 Doğan Holding Finansal Raporu

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. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin araştırma kapsamındaki şirketlerin piyasa değeri, yaklaşık olarak BIST'nin toplam piyasa değerinin %80'ine karşılık gelmektedir.

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 %10 üzerinde olan hisselerle ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ tavsiyesi verilir. Hedef getirisi "Beklenen Piyasa Getirisi"nin %10'unundan az olan hisselerle ENDEKSİN ALTINDA GETİRİ tavsiyesi verilirken; ENDEKSE PARALEL tavsiyesi ise, hedef getirisi ile Beklenen Piyasa Getirisi arasında +/- %10'luk bant içerisinde kalan hisselerle 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.