

Doğan Holding

12/05/2025

İzleme Listesine Ekleme

AL

Yükselme Potansiyeli 81%

Nakit Gücüyle Desteklenen Uzun Vadeli Büyüme ve Çekici İskonto Potansiyeli

Doğan Holding için hedef hisse fiyatı 26TL olarak belirlediğimiz değer ile % 81 yükseliş potansiyeli sunduğunu öngörerek “AL” tavsiyesiyle kapsamaya başlıyoruz. Holding’in güçlü solo net nakit pozisyonu (toplam Net Aktif Değeri’nin yaklaşık %30’una denk gelmekte), NAD’a göre derin iskonto ile işlem görmesi ve aktif yatırım pipeline’ı, yatırımcıya cazip bir hikâye sunmakta.

1.Dördüncü büyüme dikeyi hangisi olacak? Doğan Holding, portföyünü madencilik, enerji üretimi ve finansal hizmetler sektörlerine odaklamış durumda. Buna ek olarak, portföyde dördüncü bir iş kolunun daha öne çıkarılması hedeflenmekte. Bu kapsamda öne çıkan en güçlü aday, KAREL’in finansal ve operasyonel performansına bağlı olarak bu yeni dikey rolünü üstlenmesi. Diğer bir ihtimal ise otomotiv segmenti; ancak SAIC Group ile Türkiye’de yerel üretim tesisi kurma planlarının askıya alınması, bu seçeneğin kısa vadede hayata geçmesini zorlaştırmakta. Üçüncü olasılık ise dijital sektöre yapılacak yeni bir yatırım.

2. Şirket Alım (M&A) Fırsatları. Sürdürülebilir solo net nakit pozisyonuyla desteklenen Holding, dördüncü büyüme dikeyinin yanı sıra 100–300 milyon dolar aralığında fırsatçı satın alma işlemleri gerçekleştirme kapasitesine sahip.

3. Hisse Geri Alımı. Hâlihazırda devam eden hisse geri alım programı, özellikle piyasanın zayıf seyrettiği dönemlerde hisse performansını desteklemeye devam edebilir. Güçlü nakit yapısı aynı zamanda Holding’in, iştiraklerinden aldığı temettülere paralel seviyelerde yatırımcılarına temettü dağıtabilmesine olanak tanımakta.

Cazip NAD İskontosu. Yaptığımız hesaplamalara göre Doğan Holding hisseleri, cari Net Aktif Değeri’ne (NAD) göre yaklaşık %55 iskontolu işlem görmekte. Her ne kadar solo net nakit ve halka açık iştiraklerin NAD içindeki payı bazı benzerlerine göre daha düşük olsa da, bu iskonto seviyesi yatırım açısından cazip bir giriş noktası sunmakta.

Riskler. Doğan Holding’in en temel risklerinden biri, yüksek solo net nakdin nasıl değerlendirileceğine dair belirsizliktir. Bu durum, sermaye tahsisi konusunda piyasa algısını zayıflatabilir. Ayrıca, madencilik segmentinde emtia fiyatlarındaki dalgalanmalar ve büyüme potansiyeli yüksek bazı iştiraklerin erken aşamada olması, yatırım tezinin gerçekleşme sürecini geciktirebilir.

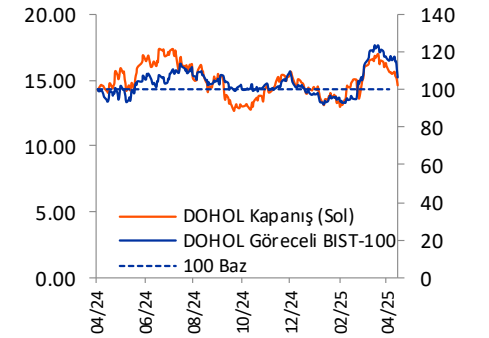
Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	14.55
12 Aylık Hedef Fiyat*	26.29
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	-
Piyasa Değeri (mn)	38,077
Halka Açık PD (mn)	13,575
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	617.3
Hisse sayısı (Adet mn)	2,617
Takas Saklama Oranı (%)	36
Yabancı Oranı (%)	20

*Güncelleme tarihi: 12/05/2025

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yıllık	12 Ay
TL	-12.1	0.4	1.8
ABD \$	-13.6	-8.2	-15.1
BIST-100 Relatif	-11.3	5.1	11.3

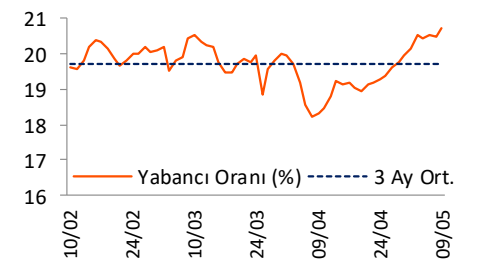
Çarpanlar (\$)	2024	2025	2026
F/K	7.7	6.2	5.4
PD/DD	0.5	0.6	0.7
FD/FAVÖK	2.9	1.6	1.4

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 14.55 14.55

Yabancı Oranı (%) Cari (%) : 20.49



Alpar Ata Turhan
aaturhan@isyatirim.com.tr
+90 212 350 25 14
Ozgur Safak Acikalin
oacikalin@isyatirim.com.tr
+90 212 350 25 14

Yatırım Tezi

Doğan Holding’in 646 milyon USD’lik güçlü solo net nakit pozisyonu ve %52 seviyesindeki Net Aktif Değeri (NAV) iskontosu, yatırım hikayesinin temelini oluşturmaktadır.

Hepiyi Sigorta’nın hızlı büyüme ivmesi ve olası bir halka arz süreci, Holding’in konsolide finansallarını güçlendirmesi ve hisse performansını destekleyecek önemli bir katalizör olarak öne çıkmakta. Hepiyi Sigorta, NAD hesaplamamızda (nakit hariç) %19’luk bir ağırlığa sahip. Şirket %77 ROE, %1.25 opex/satış oranı ile operasyonel verimlilik açısından benzerlerinden ayrışmakta. Yönetilen varlık büyüklüğünün bu yıl dolar bazında yaklaşık %50 artması beklenmekte.

Buna ek olarak, madencilik segmentine yapılan yatırımlar, kurşun ve çinko fiyatlarında yaşanabilecek olası yukarı yönlü hareketten olumlu etkilenebilir. Bu durum hem kârlılığı destekleyebilir hem de döviz bazlı gelirlerin toplam içindeki payını artırabilir. Madencilik segmenti, NAD içinde %8 paya sahip.

Eğer SAIC Group ile üretim anlaşması sonuçlanırsa, Türkiye’den yapılacak otomotiv ihracat potansiyeli döviz kurlarındaki dalgalanmalara karşı doğal bir koruma sağlayabilir. Ancak, anlaşmanın kısa vadede sonuçlanma olasılığının düşük olduğu izlenimini taşımaktayız.

NAD’daki en büyük varlık olan Galata Wind (GWIND.IS, AL, Hedef Fiyat: 55.5 TL), hem kâr hem de uzun vadeli değer yaratımı açısından portföyün merkezinde yer almaya devam etmekte. Galata Wind, 2025’e kadar kurulu gücünü 578 MW’a, 2030’a kadar ise 1.089 MW’a çıkarmayı hedeflemektedir.

NAD içinde görece daha küçük bir ağırlığa sahip olsa da, esnek ambalaj üreticisi Sesa ve Ditaş, uluslararası ticaret dinamiklerindeki değişimden, özellikle ABD’nin son ithalat vergisi düzenlemeleri sonrasında Türkiye’nin rekabet avantajından fayda sağlayabilir.

Holding hisseleri şu anda NAD’a göre %52 iskontolu işlem görmektedir. Dördüncü dikeyin eklenmesi ve ana iş kollarındaki büyümeyle birlikte Holding, mevcut 2.2 milyar USD seviyesindeki NAD’ını 4 milyar USD’ye çıkarmayı hedeflemektedir.

Ayrıca Holding’in, stratejik önceliği bulunmayan varlıklardan çıkış yapabileceğini düşünüyoruz. Bu kapsamda, özellikle internet ve eğlence segmentindeki şirketler potansiyel çıkış adayları arasında öne çıkmakta.

Riskler

Her ne kadar Doğan Holding çeşitlendirilmiş bir portföy yapısına sahip olsa da, genel yapı zaman zaman dağınık bir görünüm yaratabilmektedir.

Açıklanan ana iş kolları olan madencilik, enerji üretimi ve finansal hizmetler, Holding’in Net Aktif Değeri içerisinde göreceli olarak sınırlı bir ağırlığa sahiptir. Bu segmentlerdeki birçok iştirak hâlâ yatırım veya erken büyüme aşamasında yer almakta olup, bu durum uzun vadede önemli potansiyel barındırır da, kısa vadede değerlendirme üzerinde baskı yaratabilir ve görünürlüğü azaltabilir.

Buna ek olarak, stratejik önceliği olmayan varlıklardan çıkış sürecinde yaşanabilecek gecikmeler, portföyün sadeleştirilmesine yönelik çabaları sınırlayabilir. Ayrıca, güçlü solo net nakit pozisyonu bilanço açısından avantaj sağlasa da, bu kaynağın nasıl değerlendirileceğine ilişkin belirsizlik, yatırımcı nezdinde hem beklenti yaratmakta hem de soru işaretlerine neden olmaktadır.

Son olarak, SAIC Group ile yürütülen yerli otomotiv üretimi görüşmelerinin sonuçsuz kalması durumunda, bu durum hem otomotiv segmentinin stratejik konumunu zayıflatabilir hem de Doğan Trend Otomotiv’in portföydeki uzun vadeli rolüne dair belirsizlikleri artırabilir.

Dogan Holding

Shareholder Structure (%)	Company Description
Diğer	35.86
Yaşar Begümhan Doğan	11.58
Arzuhan Yalçındağ	11.52
Hanzade Vasfiye Doğan Boyner	11.48
Vuslat Sabancı	11.48
İşil Doğan	9.51

Gelir Tablosu (mn ₺)	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T	Bilanço (mn ₺)	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T
Net Satış Gelirleri	98,662	109,840	102,284	118,041	130,275	Dönen Varlıklar	108,789	108,183	106,183	110,711	114,137
Brüt Kar (Zarar)	17,988	13,594	16,718	19,097	20,922	Nakit ve Nakit Benzerleri	64,506	68,747	69,459	68,329	67,364
Operasyonel Giderler	10,010	12,641	10,717	12,149	13,258	Ticari Alacaklar	10,157	9,680	9,014	10,403	11,481
Esas Faaliyet Karı	7,978	953	6,001	6,948	7,665	Stoklar	4,046	9,636	8,973	10,355	11,428
Faali. Diğer Gelirler (Giderler)	12,123	8,039	11,468	14,155	16,095	Diğer Dönen Varlıklar	30,080	20,121	18,737	21,624	23,865
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. K (Z)	1,493	-1,865	-1,927	-1,982	-2,003	Duran Varlıklar	66,550	73,384	63,205	67,614	69,329
Net Yatırım Gelirleri (Giderleri)	14,498	5,416	6,180	6,096	5,635	Özkaynak Yönt. Değ. Yat.	3,510	1,821	1,696	1,957	2,160
Net Finansman Gelir (Gideri)	-31,906	-6,900	-10,994	-12,993	-14,179	Maddi Duran Varlıklar	22,001	29,091	24,381	25,323	25,153
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	4,185	5,643	10,729	12,224	13,212	Maddi Olmayan Duran Varlıklar	19,997	25,997	21,788	22,630	22,478
Vergi Giderleri (Gelirleri)	2,776	1,151	2,682	3,056	3,303	Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	14,650	11,833	11,019	12,716	14,034
Azınlık Payları	-526	-1,120	1,023	1,148	1,224	Toplam Varlıklar	175,339	181,567	169,388	178,325	183,467
Net Kar	557	5,612	7,024	8,020	8,684	Kısa Vadeli Yükümlülükler	54,019	63,487	67,773	78,764	83,893
Düzeltilmiş Net Kar	557	5,612	7,024	8,020	8,684	Finansal Borçlar	29,460	26,140	32,996	38,629	39,599
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	10,754	2,103	8,684	10,004	10,968	Ticari Borçlar	5,478	5,988	5,576	6,435	7,102
FAVÖK	15,373	6,161	10,852	12,545	13,842	Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	19,081	31,359	29,201	33,700	37,193

Büyümler & Opr. Perf.	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T	Uzun Vadeli Yükümlülükler	17,532	21,831	20,329	23,461	25,892
Büyümler						Finansal Borçlar	9,746	13,517	12,587	14,527	16,032
Net Satışlar	-	11.3%	-6.9%	15.4%	10.4%	Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	7,786	8,314	7,742	8,934	9,860
Faaliyet Karı	-	-88%	530%	16%	10%	Özkaynaklar	103,788	96,251	81,286	76,100	73,681
FAVÖK	-	-60%	76%	16%	10%	Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	90,894	82,453	69,649	65,215	63,153
Net Kar	-	908%	25%	14%	8%	Azınlık Payları	12,894	13,798	11,637	10,885	10,528
Operasyonel Performans						Toplam Kaynaklar	175,339	181,568	169,388	178,325	183,467

Brüt Marj	18.2%	12.4%	16.3%	16.2%	16.1%
Faaliyet Kar Marjı	8.1%	0.9%	5.9%	5.9%	5.9%
FAVÖK Marjı	15.6%	5.6%	10.6%	10.6%	10.6%
Efektif Vergi Oranı	124.5%	26.5%	25.0%	20.9%	17.9%
Net Kar Marjı	0.6%	5.1%	6.9%	6.8%	6.7%
Özkaynak Karlılığı	-	6.5%	9.2%	11.9%	13.5%
Aktif Karlılığı	-	3.1%	4.0%	4.6%	4.8%

Rasyo Analizi	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T
Düzeltilmiş F / K (x)	a.d	7.7	6.2	5.4	5.0
FD / FAVÖK (x)	1.1	2.9	1.6	1.4	1.3
FD / Satışlar (x)	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
PD / Defter Değeri (x)	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
Hisse Başı Temettü (₺)	0.48	0.07	0.31	0.50	0.68
Temettü Verimi	2.9%	0.4%	1.7%	2.6%	3.0%

Kaynak: İş Yatırım

Holding'in Net Aktif Değeri (NAD)

Grafik 1: NAD Kırılımı

Doğan Holding NAD Kırılımı (US\$ mn)										
İş Kolu/Şirket	Hisse Kodu	DOHOL'un Payı	Cari Değerleme Yöntemi	Cari Değer	DOHOL'un Payı	NAD Ağırlığı	Hedef Değerleme Yöntemi	Hedef Değer	DOHOL'un Payı	NAD Ağırlığı
Elektrik Üretim				337	236	15%		629	440	25%
Galata Wind	GWIND	70.0%	Piyasa Değeri	337	236		İNA	629	440	
Elektrik, Teknoloji ve Sanayi				402	196	13%		402	196	11%
Ditas	DITAS	68.2%	Piyasa Değeri	27	19		Piyasa Değeri	27	19	
Daiichi		25.0%	Satın Alma Bedeli	60	15		Satın Alma Bedeli	60	15	
Sesa Ambalaj		70.0%	FD/FAVÖK @7.85x	122	85		FD/FAVÖK @7.85x	122	85	
Karel Elektronik	KAREL	40.0%	Piyasa Değeri	193	77		Piyasa Değeri	193	77	
Otomotiv				51	51	3%		51	51	3%
Doğan Trend Otomotiv		100.0%	Defter Değeri @1.82x	51	51		Defter Değeri @1.82x	51	51	
Finans ve Yatırım				506	446	29%		506	446	25%
Hepiyi Sigorta		85.0%	Defter Değeri @ 4.22x	401	341		Defter Değeri @ 4.22x	401	341	
Diğer		100.0%	Defter Değeri	105	105		Defter Değeri	105	105	
İnternet ve Eğlence				178	144	9%		178	144	8%
Kanal D Romanya		100.0%	FD/FAVÖK @6.8x	13	13		FD/FAVÖK @6.8x	13	13	
Hepsi Emlak		79.2%	FD/Satışlar @13.4x	165	131		FD/Satışlar @13.4x	165	131	
Gayrimenkuller				349	260	17%		349	260	15%
D Gayrimenkul		100.0%	Ekspertiz Değeri	182	182		Ekspertiz Değeri	182	182	
D Yapı - Romanya		100.0%	Ekspertiz Değeri	23	23		Ekspertiz Değeri	23	23	
Doğan Holding İstanbul		100.0%	Ekspertiz Değeri	8	8		Ekspertiz Değeri	8	8	
Kandilli Gayrimenkul		50.0%	Ekspertiz Değeri	64	32		Ekspertiz Değeri	64	32	
M Investment		22.2%	Ekspertiz Değeri	73	16		Ekspertiz Değeri	73	16	
Madencilik				182	137	9%		182	137	8%
Gümüştaş		75.0%	Satın Alma Bedeli	164	123		Satın Alma Bedeli	164	123	
Doku		75.0%	Satın Alma Bedeli	18	14		Satın Alma Bedeli	18	14	
Diğer		100.0%	Satın Alma Bedeli	84	84	5%	Satın Alma Bedeli	84	84	5%
Toplam				1553			Toplam	1757		
Halka Açık				331			Halka Açık	536		
Halka Açık Olmayan				1221			Halka Açık Olmayan	1221		
Solo Net Nakit				646			Solo Net Nakit	646		
Cari NAD				2199			Hedef NAD	2403		
NAD İskontosu				-55%			Hedef NAD'A İskonto	-59%		

Solonakit haricinde Hedef Net Aktif Değer (NAD) hesaplamamızda en yüksek ağırlık Galata Wind Enerji (GWIND) hisselerinden gelmekte. "AL" tavsiyesi verdiğimiz GWIND hisselerini, hedef NAD hesaplamamızda hisse başı 55,5 TL seviyesinden dahil ettik.

Hepiyi Sigorta'nın değerlemesinde, yurt dışı benzer şirketler olan LMND.US ve ROOT.US için 2024 tahmini P/B çarpanı ortalaması olan 5.1x ve BIST'te işlem gören sigorta şirketlerinin 2024 medyan P/B çarpanı olan 3.3x değerlerine eşit ağırlık verdik.

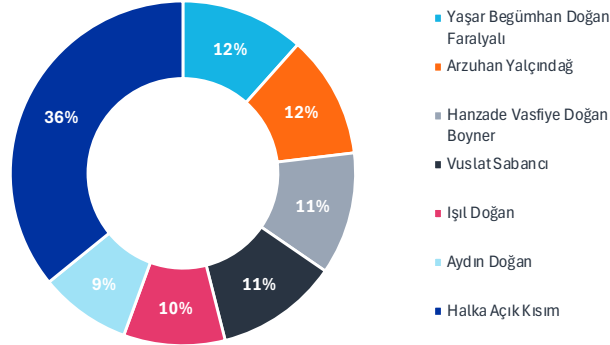
Gayrimenkul varlıkların değerlemesinde SPK lisanslı değerlendirme raporlarından alınan ekspertiz değerlerini, geçtiğimiz yıl satın alınan madencilik şirketlerinin değerlemesinde ise işlem fiyatlarını baz aldık. Halka açık olan Ditaş ve Karel'in değerlemesinde piyasa değerlerini kullanırken, halka açık olmayan diğer iştirakler için ise muhafazakâr çarpanlar uyguladık.

Doğan Holding için hesapladığımız hedef NAD'ın yaklaşık yarısı, halka açık iştirakler ve solo net nakit pozisyonundan oluşmaktadır. Bu oranlar Koç Holding, Sabancı Holding ve Aydın Doğan Holding'de sırasıyla %94, %71 ve %92 seviyelerindedir. Bu nedenle, KCHOL (%20), SAHOL (%30) ve AGHOL (%25) için kullandığımız hedef NAD iskontolarından daha yüksek bir oranla, DOHOL hisselerine %40 iskonto uygulamayı tercih ettik. USD bazlı NAD hesaplamamızı, 2026 yılı ortalama USD/TRY tahminimizi kullanarak TL bazlı hedef hisse fiyatına dönüştürdük.

Şirket Bilgileri

1959 yılında kurulan Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş. ("Doğan Holding"), merkezi İstanbul'da bulunan, çeşitlendirilmiş yapıya sahip bir yatırım holdingidir. Grup, 1961 yılında otomotiv sektörüne adım atarak kurumsal yapılanmasının temellerini atmış ve zamanla Türkiye'nin en önde gelen yatırım gruplarından biri haline gelmiştir. Bugün portföyü; enerji, sanayi, otomotiv ticareti, finans, internet & teknoloji ve gayrimenkul gibi farklı alanlara yayılmakta olup, son on yılda medya ağırlıklı geçmişinden uzaklaşarak ölçeklenebilir ve sürdürülebilir iş kollarına odaklanan daha dengeli bir yapıya kavuşmuştur.

Grafik 2: Hissedarlık Yapısı

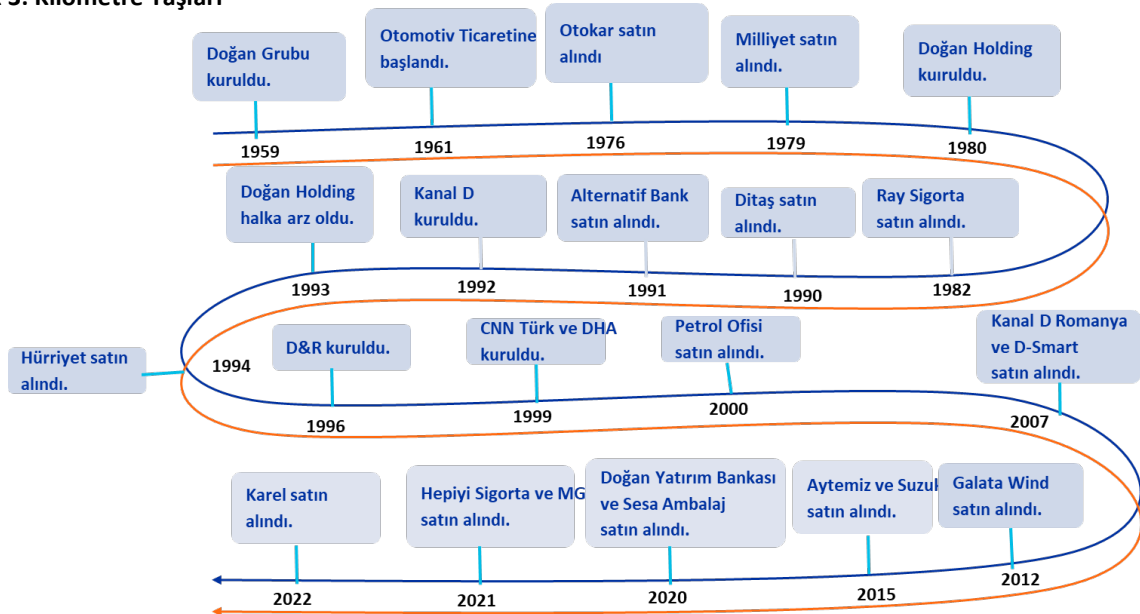


Kaynak: Şirket Verileri, İş Yatırım

Doğan Holding'in kayıtlı sermaye tavanı 4.0 milyar TL, ödenmiş sermayesi ise 2.62 milyar TL seviyesindedir. Sermayenin yaklaşık %35.86'sı halka açık olup, bu payın borsa değeri yaklaşık 1 milyar TL civarındadır. Kalan %65'lik pay ise altı farklı hissedar arasında görece dengeli bir şekilde dağılmıştır. Holding; Galata Wind (yenilenebilir enerji), Karel Elektronik (telekom ve savunma teknolojileri), Hepsiemlak (dijital gayrimenkul platformu) ve Ditaş (otomotiv yan sanayi) gibi birçok iştirakle çok ortaklı bir yapı üzerinden faaliyetlerini sürdürmektedir.

Güçlü nakit pozisyonu, düşük borçluluğu ve fırsat odaklı yatırım yaklaşımı sayesinde Doğan Holding, döngüsel ve büyüme odaklı sektörlerde stratejik esneklik sağlayarak disiplinli bir sermaye tahsisçisi olarak konumlanmaktadır.

Grafik 3: Kilometre Taşları



Kaynak: Şirket Verileri, İş Yatırım

Grafik 4: Geçmiş Satın Almalar ve Çıkışlar

	2020	2021	2022	2023	2024&2025
Satın Alım	Sesa Ambalaj 57,8 mn EUR, %70 pay	Profil Grubu 2,9 mn EUR, %70 pay	Karel Elektronik 843 mn TL, %40 pay Maksipak 7,9 mn EUR, %70 pay	Zingat	Gümüştaş Madencilik 123 mn USD, %75 pay Doku Madencilik 13,5 mn USD, %75 pay Diiachi 15 mn USD, %25 pay
Yeni	Doğan Yatırım Bankası Doğan Trend Otomotiv	Hepiyi Sigorta			
Halka Arz		Galata Wind 100 mn USD, %30 pay			
Satış	DMC 23,4 mn USD, %60 pay		Milpa Arazi Satışı 100 mn USD Çelik Halat 26 mn EUR, %70 pay	Aytemiz 168 mn USD, %50 pay Milpa 55 mn USD, %82 pay	DOBUR 4,8 mn USD, %38,2 pay DMC 38,3 mn EUR, %40 pay

Kaynak: Şirket Verileri, İş Yatırım

2020–2024 döneminde Doğan Holding, portföyünü satın almalar, çıkışlar ve yeni girişimlerden oluşan dengeli bir strateji ile aktif şekilde yeniden şekillendirmiştir.

Bu süreçte; Sesa Ambalaj, Karel Elektronik, Gümüştaş Madencilik ve Doku Madencilik gibi şirketlerde çoğunluk hissesi elde edilerek ambalaj, elektronik ve madencilik gibi stratejik sektörlerle giriş yapılmıştır. Aynı zamanda, yatırım bankacılığı (Doğan Yatırım Bankası), sigortacılık (Hepiyi Sigorta) ve mobilite (Doğan Trend Otomotiv) alanlarında yeni platformlar hayata geçirilmiştir.

2021 yılında gerçekleşen Galata Wind halka arzı, portföy görünürlüğü ve likiditeyi artıran önemli bir adım olmuştur. Çıkış tarafında ise Holding; DMC, Aytemiz ve Milpa gibi eski portföy varlıklarını nakde çevirerek, bazı satış işlemlerinden 100 milyon USD'yi aşan gelir elde etmiştir.

Bu dinamik sermaye yeniden tahsis stratejisi, Holding'in yüksek büyüme potansiyeline sahip, ölçeklenebilir ve uzun vadede değer yaratan iş kollarına yönelme vizyonunu yansıtmaktadır.

Finansal Analiz

31 Aralık 2024 itibarıyla konsolide gelirler içinde en yüksek payı %34 ile finans segmenti oluşturmuştur. Bu segment içerisinde en büyük gelir katkısını Hepiyi Sigorta sağlarken, onu sırasıyla Doğan Yatırım Bankası, Doruk Faktoring ve Öncü Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı (GSYO) takip etmiştir.

İkinci sırada yer alan otomotiv segmenti, gelirlerin %31'ini oluşturmuş olup, bu katkı tamamen Doğan Trend Otomotiv tarafından sağlanmıştır.

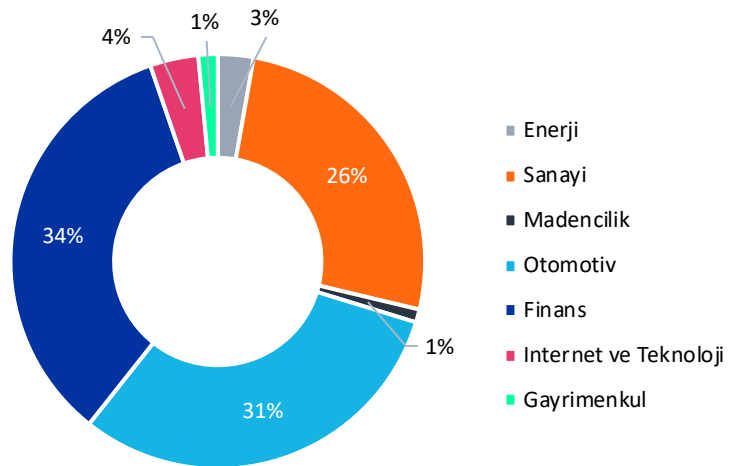
Sanayi segmenti, toplam gelirlerin %26'sını oluşturarak üçüncü sırada yer almıştır. Holding bu segmentte yedi farklı şirket üzerinden faaliyet göstermekte olup, en yüksek katkı Karel Elektronik, Ditaş ve Sesa Ambala'dan gelmiştir.

Enerji segmenti ise, Galata Wind ve iki hidroelektrik santral (HES) üzerinden faaliyet göstermekte olup, toplam gelirlerin %3'ünü oluşturmuştur. Gelir katkısı görece düşük olmasına rağmen, öngörülebilir ve güçlü nakit akışı nedeniyle Galata Wind, Hepiyi Sigorta ile birlikte portföyün en değerli varlıkları arasında değerlendirilmektedir. Ayrıca, özellikle Galata Wind öncülüğünde enerji segmentinde görülen yüksek FAVÖK marjları, önemli bir yukarı yönlü potansiyel sunmaktadır.

2024 yılında satın alınan Gümüştaş ve Doku Madencilik ile portföye dahil edilen madencilik segmenti, yıl sonunda toplam gelirlerin %1'lik kısmını oluşturmuştur. Holding bu oranı önümüzdeki yıllarda sektöre yapacağı hızlandırılmış yatırımlarla anlamlı ölçüde artırmayı hedeflemektedir.

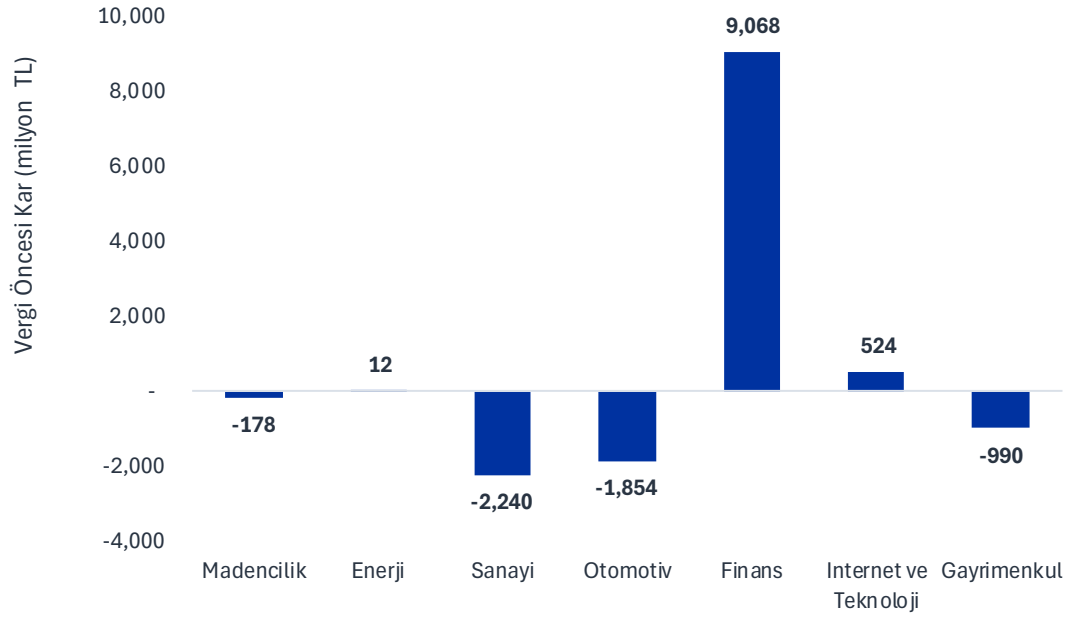
Gelir sağlayan diğer segmentler arasında, D Gayrimenkul (Trump Towers, Milta Marina ve Milta Bodrum'u içermektedir) ile internet & teknoloji segmenti (Hepsiemlak, Kanal D Romanya ve Doğan Yayıncılık) yer almaktadır. Bu şirketler, istikrarlı gelir akışlarıyla portföy çeşitliliğine katkı sağlamaya devam etmektedir.

Grafik 5: Gelirlerin Kırılımı



Kaynak: Şirket Verileri, İş Yatırım

Grafik 6: Vergi Öncesi Kar (Zarar) Kırılımı



Kaynak: Şirket Verileri, İş Yatırım

31 Aralık 2024 itibarıyla Doğan Holding, sürdürülen faaliyetlerden toplam 4,34 milyar TL vergi öncesi kâr elde etmiştir. Ancak, yıl içerisinde tüm segmentler kârlı bir performans sergileyememiştir.

Finans segmenti, 2024 yılında 9,07 milyar TL ile en yüksek vergi öncesi kârı sağlayan iş kolu olmuştur. Bu güçlü performansın ana kaynağı, Hepiyi Sigorta'nın etkileyici büyümesidir. Şirket, yıl boyunca sektör ortalamasının 3 katı üzerinde büyüme göstermiş ve hayat dışı sigorta alanında, pazarlama giderleri hariç tutulduğunda, sadece %1.25 gibi son derece düşük bir hasar oranı ile faaliyet göstermiştir.

Diğer taraftan, Doğan Yatırım Bankası 2024 yılında net zarar açıklarken, Doruk Faktoring gelirlerini artırmış ve net kâr elde ederek finans segmentine pozitif katkı sağlamıştır.

Hepiyi Sigorta'nın yönetilen varlık büyüklüğü (AUM) yıl içinde iki katından fazla artarak 484 milyon USD'ye ulaşmıştır. Şirketin önümüzdeki yıllarda da sektör ortalamasının üzerinde bir performans sergilemesi beklenmektedir. Disiplinli risk alma politikası, yalın maliyet yapısı ve dijital odaklı iş modeliyle, Hepiyi Sigorta, Holding'in finansal hizmetler portföyünde önemli bir değer yaratıcı konumunda yer almaya devam etmektedir.

Buna karşılık, toplam gelirlerin %57'sini oluşturan otomotiv ve sanayi segmentleri, 2024 yılında zarar açıklayan iki ana segment olmuştur.

Sanayi segmentinde, Karel'in operasyonları üretim tesisinde yaşanan yangın nedeniyle ciddi şekilde aksarken, bu durum şirketin performansını olumsuz etkilemiştir. Ayrıca, artan finansman giderleri de kârlılığı aşağı çekmiştir. Ancak, önemli müşteri sözleşmelerinin yenilenmesi büyük ölçüde tamamlanmış olup, operasyonel verimlilik çalışmalarıyla birlikte 2025 yılının Karel için daha istikrarlı geçmesi beklenmektedir.

Ditaş, zayıf operasyonel kârlılık, otomotiv sektöründeki yavaşlama, TL bazlı maliyetlerin artması ve yüksek finansman giderleri nedeniyle yılı zararla kapatmıştır. Öte yandan, Sesa Ambalaj yılı kârlı kapatmış olsa da, hem net kârı hem de FAVÖK marjı bir önceki yıla kıyasla düşmüştür. Bu gerilemede artan üretim maliyetleri ve kurun enflasyona göre daha yavaş artış gösterdiği makroekonomik ortamın marjları baskılaması etkili olmuştur.

Dogan Holding

Otomotiv segmentinde FAVÖK marjı, Çin menşeli araçlara uygulanan ek ithalat vergileri ve yeni GSR (Genel Güvenlik Yönetmeliği) standartlarının devreye alınması nedeniyle olumsuz etkilenmiştir. 2025 yılında Çin'den ithal edilen araçlara yönelik ek vergi yükü ve ÖTV muafiyeti için aranan yerlilik oranı limitlerinin artırılması, Doğan Trend için satışlar üzerinde baskı yaratmaya devam edecektir.

Buna karşın, 2025 yılında devreye alınacak yeni motosiklet üretim tesisi, iki tekerlekli araç satışlarında büyümeyi desteklemesi beklenen bir gelişmedir. Ayrıca, SAIC ile MG markalı araçların Türkiye'de üretimi konusunda görüşmeler devam etmektedir. Olası bir anlaşma halinde, yerli üretim sayesinde hem maliyetlerin düşmesi hem satış adetlerinin artması hem de EBITDA marjlarında kayda değer bir iyileşme öngörülmektedir.

Gayrimenkul segmenti ise 2024 yılında zarar açıklamıştır. Bu zararın temel nedeni, yatırım amaçlı gayrimenkullerdeki gerçeğe uygun değer kayıplarıdır.

Finans segmenti hariç tutulduğunda, Doğan Holding'in 2024 yılındaki toplam FAVÖK'ünün %54'ü enerji segmentinden gelmiştir ve bu tutar yaklaşık 1,6 milyar TL seviyesindedir. Ancak güçlü FAVÖK performansına rağmen, Galata Wind'in büyüme yatırımları kapsamında gerçekleştirdiği yüksek sermaye harcamaları nedeniyle, enerji segmentinin vergi öncesi kârı sınırlı kalmıştır.

İnternet ve teknoloji segmenti ise sınırlı da olsa kâr açıklamıştır. Bu segmentte yer alan Kanal D Romanya, ülkede en çok izlenen ikinci televizyon kanalı konumunu korumuş, istikrarlı gelir üretimiyle kârlı yapısını devam ettirmiştir. Buna karşın, çevrim içi gayrimenkul ilan pazarının ikinci büyük oyuncusu olan Hepsieklam yılı zarar ile kapatmıştır. Her ne kadar Zingat'ın satın alınması ve Property Finder ile yapılan stratejik iş birliği sayesinde gelirler büyümüş olsa da, yüksek TL bazlı operasyonel giderler şirketin kârlılığını olumsuz etkilemiştir.

2024'ün son çeyreğinde faaliyete geçen madencilik segmenti ise, beklendiği üzere düşük tutarda da olsa vergi öncesi zarar yazmıştır. Bu durum, henüz yatırım fazında olan yeni bir segment için olağan bir başlangıç olarak değerlendirilmektedir.

Hepiyi Sigorta (%16 NAD Payı)

2021 yılında Doğan Holding bünyesinde kurulan Hepiyi Sigorta, sektöre güçlü bir giriş yaparak, 27 Nisan 2022 tarihinde SEDDK'dan hayat dışı sigorta branşlarında faaliyet göstermek üzere ruhsatını almıştır. Sigorta hizmetlerini hem dijital e-ticaret platformu hepiyi.com.tr üzerinden hem de Türkiye geneline yayılmış acente ağı aracılığıyla sunan şirket, Türkiye'nin ilk uçtan uca dijital sigorta şirketi olma özelliğini taşımaktadır. Müşterilerine poliçe satın alma aşamasından hasar yönetimine kadartüm süreçlerde dijitalleşmenin sağladığı avantajları sunmaktadır.

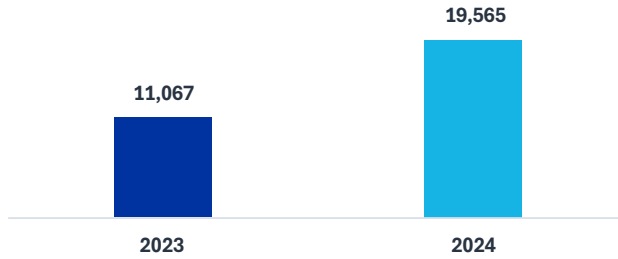
2022 yılının ikinci yarısında faaliyete geçen şirket, 2024 yılı itibarıyla 8.000'i aşkın acente, 1,9 milyon müşteri ve 2,1 milyon poliçe üretimi ile sektördeki konumunu daha da güçlendirmiştir. Aynı zamanda konut ve DASK ürünlerini de portföyüne ekleyerek ürün gamını çeşitlendirmiştir.

Motor sigortası segmentinde 2023 yılı sonunda %1,9 olan pazar payını, 2024 sonunda %3,1'e, 1Ç25 itibarıyla ise %4,3'e çıkaran Hepiyi Sigorta, büyük verinin akıllıca kullanımı ve dijital-geleneksel kanal dengesinin etkin yönetimi sayesinde yönetilen portföy büyüklüğünü 484 milyon USD'ye taşımıştır.

Şirketin 2024 yılı gelirleri %77 artarak 19,6 milyar TL'ye ulaşmıştır. Sektördeki en düşük maliyet/gider oranı (%2*) ile faaliyet gösteren şirket, bu oranı dijital ve geleneksel kanallar arasında kurduğu doğru denge sayesinde korumuş ve %91 yıllık artışla 1.420 milyon TL net kâr açıklamıştır. Hepiyi Sigorta, 2025 yılında da güçlü ve kârlı büyümesini sürdürmeyi hedeflemektedir.

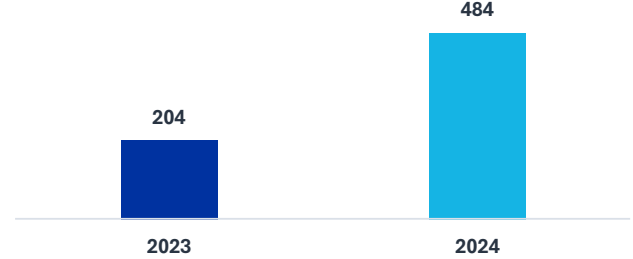
*Yönetilen Portfolyo Büyüklüğü

Grafik 7: Toplam Brüt Prim Üretimi (milyon TL)



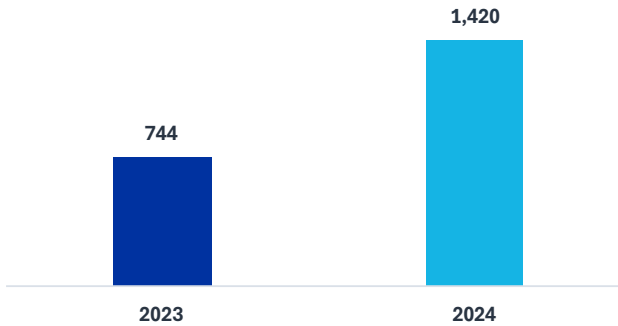
Kaynak: Şirket Verileri, İş Yatırım

Grafik 8: Yönetilen Portfolyo Büyüklüğü (milyon USD)



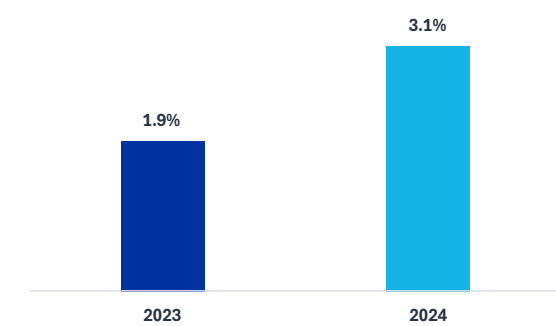
Kaynak: Şirket Verileri, İş Yatırım

Grafik 9: Net Kar (milyon TL)



Kaynak: Şirket Verileri, İş Yatırım

Grafik 10: Pazar Payı (%)



Kaynak: Şirket Verileri, İş Yatırım

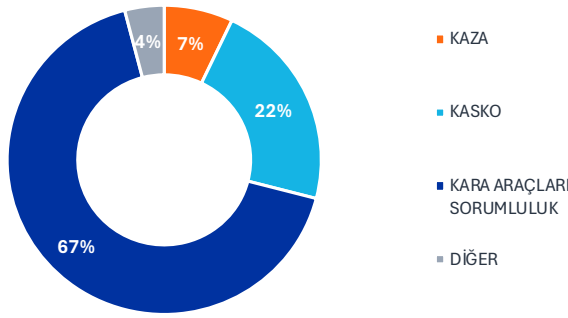
Hepiyi Sigorta (%16 NAD Payı)

Hepiyi Sigorta yalnızca hayat dışı sigorta segmentinde faaliyet göstermektedir. Teknik gelirlerin kırılımında en yüksek paya sahip olan branş, toplam teknik gelirin %67'sini oluşturan Zorunlu Trafik Sigortası (Motor Third Party Liability – MTPL) kategorisidir ve bu branşta toplam 8,5 milyar TL brüt prim üretimi gerçekleştirilmiştir.

İkinci sırada yer alan Kasko (Motor Own Damage) kategorisi, toplam teknik gelirlerin %22'sini oluşturarak yaklaşık 2,8 milyar TL brüt prim üretmiştir. Ferdi kaza segmenti ise %7'lik pay ve 0,9 milyar TL brüt prim ile üçüncü sırada gelmektedir. Diğer kategorisi ise %4'lük pay ile toplam teknik gelirin kalan kısmını oluşturmaktadır.

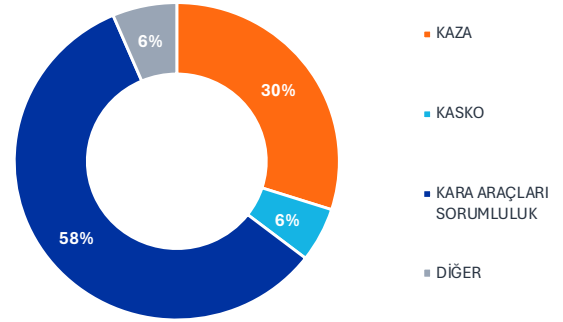
Aşağıdaki ikinci grafik, Hepiyi Sigorta'nın toplam 2,75 milyar TL teknik kârının dağılımını göstermektedir. Teknik kârın büyük bölümü, %58 ile Zorunlu Trafik Sigortası (MTPL) branşından elde edilmiştir. Bunu %30 pay ile Ferdi Kaza branşı takip etmektedir; bu da söz konusu ürünün portföy içindeki yüksek kârlılığına işaret etmektedir. Kasko ve Diğer kategorileri ise teknik kârın %6'lık kısmını oluşturmuştur.

Grafik 11: Brüt Prim Kırılımı



Kaynak: Türkiye Sigortalar Birliği, İş Yatırım

Grafik 12: Teknik Kar Kırılımı



Kaynak: Türkiye Sigortalar Birliği, İş Yatırım

Bu dağılım, Hepiyi Sigorta'nın kârlılığının büyük ölçüde motor branşlarına, özellikle de zorunlu trafik sigortasına yoğunlaştığını göstermektedir. Bu durum, yüksek prim üretimi ve güçlü teknik marjlar açısından avantajlı olmakla birlikte, şirketin kârlılığının regülasyonlara ve motor sigortası pazarındaki gelişmelere karşı hassasiyet taşıdığına, dolayısıyla belirli bir yoğunlaşma riski içerdiğine de işaret etmektedir.

Hepiyi Sigorta (%16 NAD Payı)

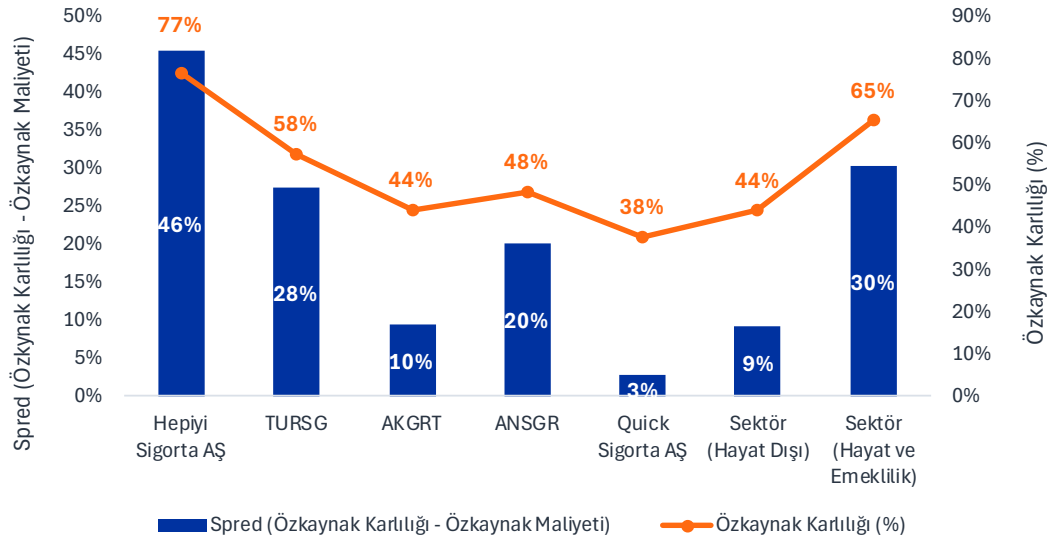
Hepiyi Sigorta'nın Özsermaye Karlılığı (ROE) %77 seviyesinde gerçekleşmiş olup, bu oranla sigorta sektöründeki oyuncular arasında en yüksek değerlere sahip şirketlerden biri konumundadır.

Hayat dışı sigorta segmentinde faaliyet gösteren şirketler, genellikle hayat ve bireysel emeklilik segmentine kıyasla daha düşük ROE seviyeleriyle çalışmaktadır. Bu fark, sektör ortalamaları karşılaştırıldığında daha belirgin hâle gelmektedir: hayat dışı segmentte ortalama ROE %44 seviyesindeyken, hayat ve bireysel emeklilik segmentinde bu oran %65 düzeyindedir.

Bu duruma rağmen, hayat dışı alanda faaliyet gösteren Hepiyi Sigorta, yalnızca kendi segmentindeki rakiplerinin çoğunu geride bırakmakla kalmamakta, aynı zamanda hayat ve bireysel emeklilik segmentinde faaliyet gösteren birçok şirketin ortalama ROE'sinin de üzerine çıkmaktadır.

Bu yüksek kârlılık seviyesi, şirketin etkin risk yönetimi, dijital operasyonel verimliliği ve doğru fiyatlama stratejilerinin güçlü bir göstergesi olarak değerlendirilmektedir.

Grafik 13: Spred ve Özkaynak Karlılığı Kıyaslaması



Kaynak: Türkiye Sigortalar Birliği, İş Yatırım

Dogan Holding

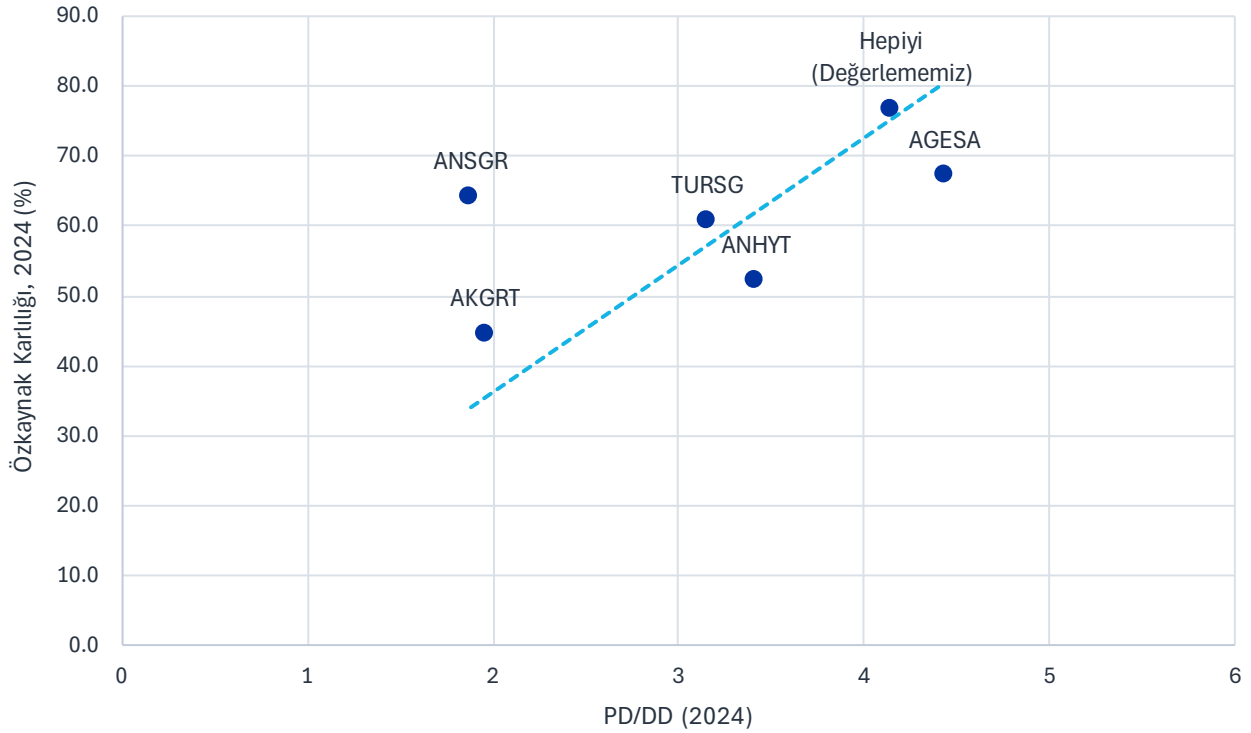
Hepiyi Sigorta'nın değerlemesinde, %50 yerli ve %50 yabancı sigorta şirketlerinden oluşan eşit ağırlıklı bir peer grubu üzerinden Fiyat/Defter Değeri (F/DD – P/B) çarpanı yöntemi kullanılmıştır.

Yerli karşılaştırma grubu; Anadolu Hayat, Anadolu Sigorta, Türkiye Sigorta, Agesa ve Aksigorta şirketlerinden oluşurken, uluslararası peerlar arasında Lemonade ve Root yer almaktadır. Bu analiz sonucunda, yabancı şirketlerden 5,14x, yerli şirketlerden ise 3,16x P/B çarpanı elde edilmiş, ve bu doğrultuda ortalama değerlendirme çarpanı 4,22x olarak belirlenmiştir.

Aşağıdaki grafikte, Hepiyi Sigorta ROE–P/B ilişkisinin gösterildiği trend çizgisinin üzerinde konumlanmaktadır. Bu konum, şirketin aynı trend altında kalan firmalara kıyasla daha cazip bir değerlendirme seviyesinde olduğunu ve potansiyel olarak piyasa tarafından iskontolu işlem gördüğünü göstermektedir.

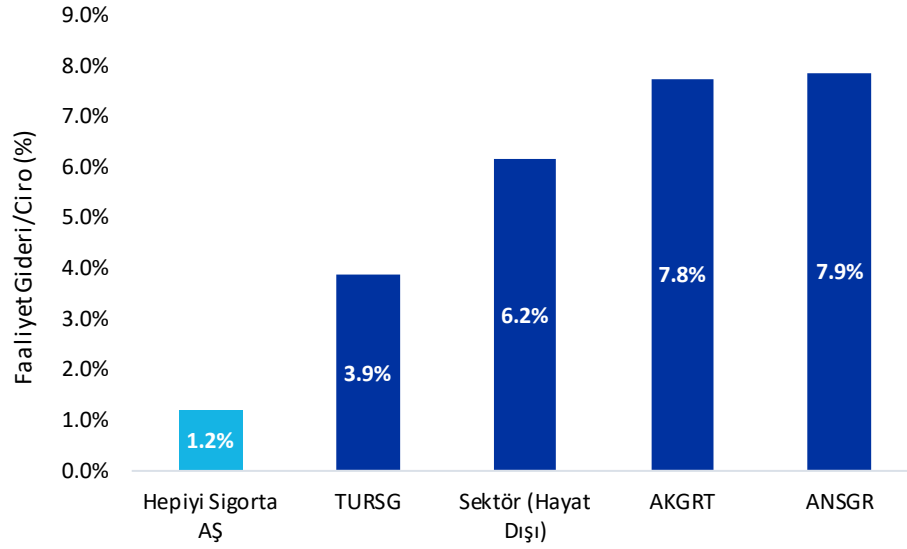
Buna ek olarak, değerlendirme çarpanlarından bağımsız şekilde değerlendirildiğinde, Hepiyi Sigorta'nın karşılaştırma grubundaki en yüksek özsermaye kârlılığına (ROE) sahip şirket olması, şirketin güçlü kârlılık profilini bir kez daha teyit etmektedir.

Grafik 14: Özkaynak Karlılığı ve PD/DD Kıyaslaması



Kaynak: Türkiye Sigortalar Birliği, İş Yatırım

Grafik 15: Faaliyet Gideri / Ciro Kıyaslaması



Kaynak: Türkiye Sigortalar Birliği, İş Yatırım

*Marka bilinirliğini artırmaya yönelik olarak ilk yıllarda yapılan yüksek pazarlama harcamaları nedeniyle, maliyet hesaplamasında pazarlama giderleri hariç tutulmuştur.

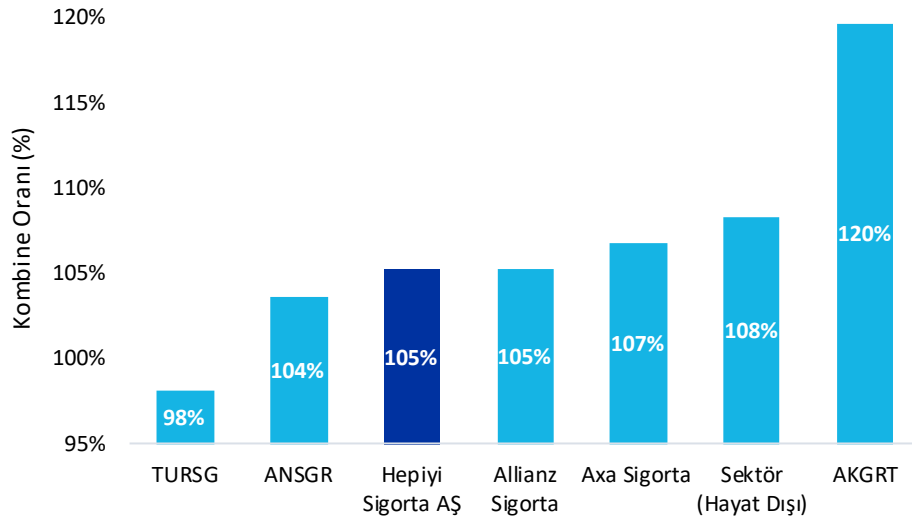
%1,2 seviyesindeki faaliyet giderlerinin satışlara oranı (opex-to-sales ratio) ile Hepiyi Sigorta, hayat dışı sigorta segmentindeki şirketler arasında en verimli çalışan sigorta şirketi konumundadır. Bu olağanüstü maliyet verimliliği, ağırlıklı olarak şirketin insurtech iş modeli sayesinde operasyonlarını dijital ortamda minimum genel giderle yürütebilmesinden kaynaklanmaktadır. Bu durum, yüksek operasyonel verimliliğe ve ölçek ekonomilerinden etkin bir şekilde faydalanma kabiliyetine işaret etmektedir.

Pazarlama giderleri dahil edildiğinde dahi, Hepiyi Sigorta sektördeki en düşük faaliyet gideri oranına sahip ilk üç sigorta şirketi arasında yer almaya devam etmektedir. Şirketin bu alandaki üstünlüğü, sürdürülebilir teknik kârlılık ve uzun vadeli değer yaratma potansiyelinin güçlü bir göstergesi olarak değerlendirilmektedir.

Aşağıdaki grafik, Türkiye’de faaliyet gösteren önde gelen hayat dışı sigorta şirketlerinin kombine oranlarını karşılaştırmaktadır. Hepiyi Sigorta’nın %105 seviyesindeki kombine oranı, sektör ortalaması olan %108’in altında kalmakta olup, Allianz Sigorta ve Axa Sigorta gibi büyük oyuncularla benzer seviyededir. Her ne kadar %105’lik oran, teknik kârlılığı işaret eden %100 eşik seviyesinin üzerinde olsa da, şirketin sektöre kıyasla disiplinli bir underwriting (risk kabul) politikası izlediğini göstermektedir.

Öte yandan, AKGRT %120’lik kombine oranıyla dikkat çekerken, bu oran ana faaliyetlerden teknik zarar oluştuğuna işaret etmektedir. Sektörde en düşük kombine oranına sahip şirket ise %98 ile TURSG olup, bu seviye kârlı bir teknik faaliyet yapısını ortaya koymaktadır.

Grafik 16: Kombine Oranı Kıyaslaması



Kaynak: Türkiye Sigortalar Birliği, İş Yatırım

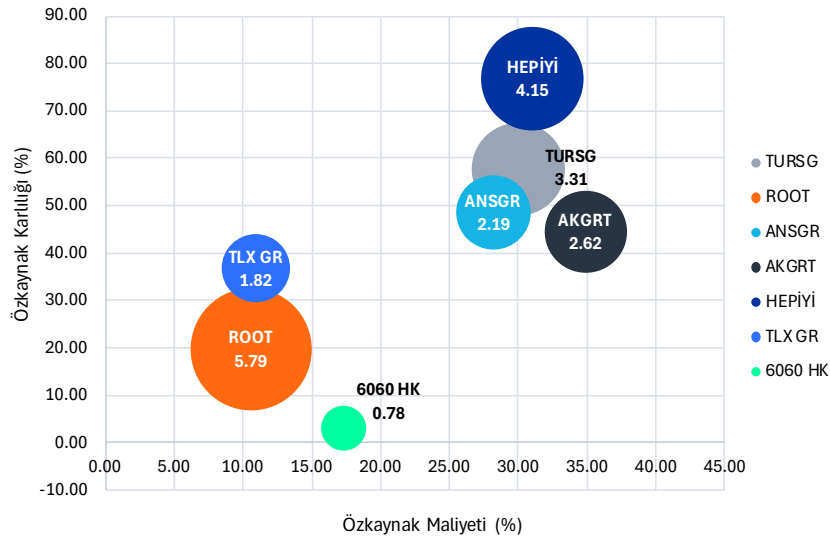
Hepiyi Sigorta’nın dijital doğası, yüksek enflasyon ortamında maliyet ve hasar kontrolünü etkin bir şekilde yürütebilmesini sağlamaktadır. Grafik üzerinde daha düşük bölgede konumlanması da bu durumu desteklemektedir. İlerleyen dönemde operasyonel verimlilik ve portföy optimizasyonu ile birlikte şirketin teknik kârlılığa geçiş potansiyeli oldukça yüksektir.

Ayrıca, Hepiyi Sigorta’nın toplam brüt prim üretiminin %67’si zorunlu trafik sigortası (MTPL) branşından gelmektedir. Bu yüksek yoğunlaşma dikkate alındığında, %105’lik kombine oran sektöre göre oldukça makul bir seviyedir. Karşılaştırma yapılan diğer şirketlerin portföyleri trafik branşına daha az bağımlı olup daha dengeli bir ürün dağılımına sahiptir. Ancak trafik sigortası genellikle daha yüksek hasar ve gider oranları barındırdığı için, bu yapı içinde Hepiyi’nin kombine oranı olumlu bir sonuç olarak değerlendirilmelidir.

Aşağıdaki grafik, Hepiyi Sigorta ile yerli ve yabancı muadillerinin Özsermaye Karlılığı (ROE) ve Sermaye Maliyeti (CoE) oranlarını karşılaştırarak şirketlerin görece değerlendirme ve sermaye verimliliği açısından konumlarını ortaya koymaktadır. Hepiyi Sigorta, yaklaşık %80 seviyesindeki yüksek ROE'si ile, %30 civarındaki görece yüksek sermaye maliyetine rağmen diyagonal referans çizgisinin oldukça üzerinde konumlanmakta ve bu da şirketin hissedarlara anlamlı bir değer yarattığını ve sermayeyi son derece verimli kullandığını göstermektedir.

Yerli emsaller arasında TURSG, AKGRT ve ANSGR gibi şirketler benzer CoE seviyelerinde sağlam ROE oranları sunarken, bu şirketler hissedarlara sağladıkları getiriler açısından Hepiyi'nin gerisinde kalmaktadır. Bu durum, Hepiyi Sigorta'nın güçlü kârlılığına ek olarak etkin risk yönetimi ve başarılı fiyatlama stratejileri uyguladığını ortaya koymakta; şirketi sektör ortalamasının belirgin şekilde üzerine taşımaktadır.

Grafik 17: Özkaynak Karlılığı, Özkaynak Maliyeti ve PD/DD Kıyaslaması



Kaynak: Bloomberg, İş Yatırım

Uluslararası insurtech oyuncuları olan ROOT (ABD) ve ZhongAn (Çin, ticker: 6060.HK) ise grafiğin sol alt köşesinde konumlanmakta olup, düşük ROE oranları ve görece olumlu CoE ortamlarına rağmen düşük sermaye verimliliği sergilemektedir. Özellikle ZhongAn'ın anlamlı bir getiri yaratamaması, ROOT'un ise sektörel beklentilerin altında kalması dikkat çekmektedir.

Buna ek olarak, grafikteki her bir balonun büyüklüğü, ilgili şirketin Piyasa Değeri / Defter Değeri (F/DD – P/B) çarpanını temsil etmekte ve piyasa değerlemesi hakkında görsel bir fikir sunmaktadır. Hepiyi Sigorta'nın görece büyük balon büyüklüğü, yatırımcıların şirketin güçlü kârlılık metriklerine prim verdiğini ve yüksek bir piyasa değeri atfettiğini ortaya koymaktadır. ROOT gibi şirketler yüksek P/B oranına sahip olmasına rağmen düşük sermaye verimliliği gösterirken, düşük ROE ve yüksek CoE'ye sahip olan ZhongAn gibi şirketlerin düşük P/B çarpanlarıyla işlem görmesi, piyasa güveninin zayıf olduğunu göstermektedir.

Özkaynak karlılığı, özkaynak maliyeti ve PD/DD üçgeninde yapılan bu bütüncül analiz, Hepiyi Sigorta'nın hem değer yaratımı hem de yatırımcı algısı açısından üstün konumunu pekiştirmektedir.

Sermaye maliyeti, Bloomberg verileri baz alınarak aşağıdaki formüle göre Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli (CAPM) kullanılarak hesaplanmıştır:

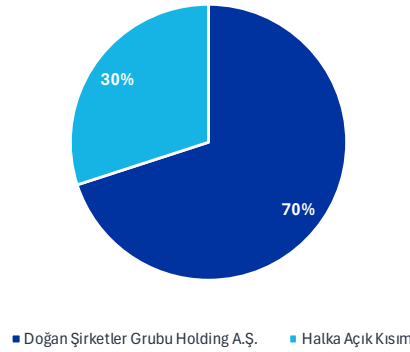
$$\text{Özkaynak Maliyeti} = \text{Risksiz Faiz Oranı} + \text{Beta} \times \text{Hisse Risk Primi}$$

Hepiyi Sigorta halka açık bir şirket olmadığından, şirketin sermaye maliyeti, halka açık üç yerli karşılaştırmalı şirketin CoE ortalaması alınarak tahmin edilmiştir. Bu yaklaşım, Hepiyi'nin faaliyet gösterdiği piyasa koşulları ve risk profiline uygun makul bir referans değeri sunmaktadır.

Galata Wind (11% NAD Payı)

Galata Wind, Türkiye genelinde rüzgâr ve güneş enerjisi santralleri aracılığıyla %100 temiz enerji üretimine odaklanan bir yenilenebilir enerji şirkettir. Şirket, aynı zamanda bireysel ve kurumsal müşterilere yönelik olarak konutlar, okullar ve ticari binalar için güneş enerjisi sistemlerinin tasarımı ve kurulumu hizmetlerini de sunmaktadır. Galata Wind'in %70'i Doğan Holding'e aitken, kalan %30'luk kısmı halka açık şekilde Borsa İstanbul'da işlem görmektedir.

Grafik 18: Galata Wind Hissedarlık Yapısı



Kaynak: Şirket Verileri, İş Yatırım

Toplam 348 MW kurulu güce sahip olan Galata Wind, Türkiye'nin enerji ithalat bağımlılığını azaltma ve karbon ayak izini düşürme hedeflerine önemli katkı sağlamaktadır. Şirketin faaliyetleri, yılda yaklaşık 430.000 ton CO₂ salımının önlenmesine olanak tanımaktadır. Elektrik üretim portföyü, 246,7 MW rüzgâr enerjisi (Mersin, Balıkesir ve Bursa'da) ve 50,5 MW güneş enerjisi (Bursa, Çorum ve Erzurum'da) olmak üzere iki ana kaynağa dayanmaktadır. Şu an kurulu gücün %85'i rüzgâr temellidir; ancak yeni güneş enerjisi yatırımlarının devreye girmesiyle bu oranın %71'e gerilemesi beklenmektedir.

Galata Wind, gelirlerinin bir kısmını karbon kredisi satışlarından elde etmektedir. Bu kalem, 2023 yılında toplam gelirlerin yaklaşık %2,5'ini (2022: %2,9, 2023: %2,1) oluşturmuştur. Tüm faaliyet gelirleri, Gold Standard ve Verified Carbon Standard (VCS) sertifikalı rüzgâr ve güneş varlıklarından sağlanmaktadır.

Şirket, 2025 yılına kadar kurulu gücünü 550 MW'a çıkarmayı hedeflemekte olup bu hedef doğrultusunda, yurt içi yatırımların yanı sıra, devlet destekli YEKA ihalelerine katılım ve başta Avrupa pazarı olmak üzere seçici uluslararası yatırımlar planlanmaktadır.

Galata Wind Yatırım Tezi

Galata Wind stands out among energy peers with its low leverage (0.5x Net Debt/EBITDA) and strong cash generation, enabling uninterrupted investments even in tight financing conditions. Şirket Verileri targets 1,026 MW installed capacity by 2030, up from 348 MW today, with an estimated \$512 million capex—assumed to be financed with 65% debt and 35% equity.

Despite short-term margin pressure from high upfront investment needs, long-term returns are supported by selective enTL into battery storage and continued participation in YEKA auctions. Carbon credit revenues are currently modest (approximately \$4.5/ton), but the potential upside is significant as Türkiye prepares for a formal carbon market by 2026, aligning with EU pricing (around \$70–80/ton). European investments, including a 300 MW solar project with PPA-backed sales, offer additional long-term value. While project-level uncertainties persist, a 3% risk premium has been applied to account for potential delays.

Key risks include regulatory lag and electricity price volatility. However, as a 100% renewable producer with low marginal costs, Galata Wind is relatively insulated from spot market fluctuations and well-positioned for long-term, stable margin generation.

GWIND — Operasyonel Varlıklar ve Büyüme Görünümü

2024 yılı itibarıyla Galata Wind, Türkiye genelinde rüzgar ve güneş enerjisi varlıklarıyla toplam 348 MW kurulu güce sahiptir. Şirketin yatırımları devam etmekte olup, kurulu gücün 2025 yılına kadar 578 MW'a, 2030 yılına kadar ise 1.088 MW'a ulaşması hedeflenmektedir.

RES

Taşpınar RES & Hibrit GES (Bursa): Toplam 88,4 MW kurulu güce sahip olup, hibrit güneş santralinin 2. fazı (25 MW) 2024 yılı sonunda devreye alınmıştır. Santral, 2025 yılına kadar yerli ekipman teşviklerinden yararlanmakta olup, yıllık yaklaşık 125.000 ton CO₂ azaltımı sağlamaktadır.

Şah RES (Balıkesir): 105 MW kurulu güce sahip olan santral, %35,8 kapasite kullanım oranı ile yılda 330.000 MWh üretmekte ve 170.000 ton CO₂ emisyonunu azaltmaktadır. YEKDEM sonrası satışlar serbest piyasada yapılmaktadır.

Mersin RES: 62,7 MW kurulu güce ve %43,2 kapasite kullanım oranına sahip olup, Türkiye'nin en verimli rüzgar santrallerinden biridir. Yıllık üretimi 215.000MWh düzeyinde olup 2024 yılı sonunda 39 MW'lık kapasite artışı tamamlanarak devreye alınmıştır.

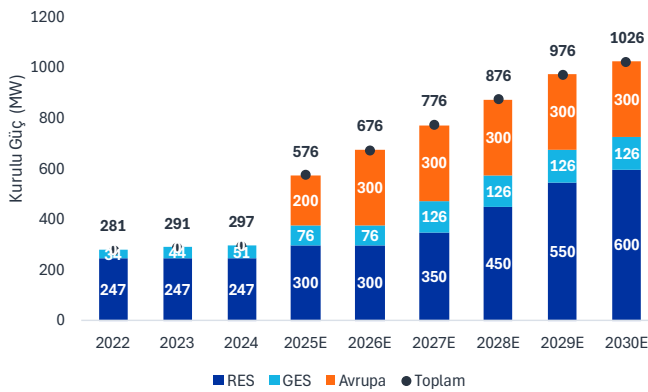
GES

Erzurum GES (24,7 MW) ve Çorum GES (9,4 MW) santralleri birlikte yıllık yaklaşık 54.000 MWh elektrik üretmektedir. Her iki santral de 2027–2028 yıllarına kadar YEKDEM kapsamında faaliyet göstermektedir.

Büyüme Planları

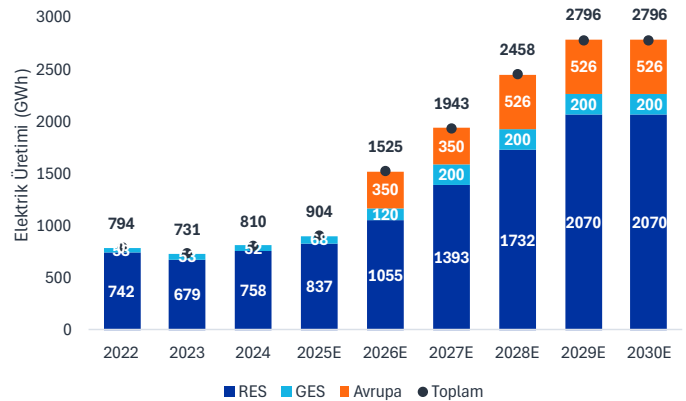
Alapınar RES (13,6 MW) ve Europe Solar Faz 1 (200 MW) projelerinin 2026 yılında devreye alınması beklenmektedir. Galata Wind, 2023 yılında Avrupa'da toplam 300 MW'lık güneş enerjisi projeleri için ortak geliştirme anlaşmaları imzalamış olup, bu projelerin 2030 yılına kadar tamamlanması planlanmaktadır. Yurt içi yatırımlar (Taşpınar Faz 2 ve Mersin kapasite artışı) ile birlikte, Galata Wind Energy Global liderliğinde 2025 yılı sonuna kadar kurulu gücün 550 MW'ı aşması hedeflenmektedir. Galata Wind, hem Türkiye'de hem de Avrupa'da sermaye hafif, ölçeklenebilir ve ESG uyumlu büyüme stratejisini sürdürmektedir.

Grafik 19: Kurulu Güç Projeksiyonu



Kaynak: Şirket Verileri, İş Yatırım

Grafik 20: Elektrik Üretim Projeksiyonu



Kaynak: Şirket Verileri, İş Yatırım

Şirket, yenilenebilir enerji portföyünü önemli ölçüde büyütmeyi hedeflemekte olup, kurulu gücünü 2022'deki 281 MW seviyesinden 2030 yılına kadar 1.088 MW'a çıkarmayı planlamaktadır. Bu büyümenin ana kaynakları arasında yurtiçi rüzgâr ve güneş projeleri ile Avrupa'daki uluslararası yatırımlar yer almaktadır. Aynı dönemde, yıllık elektrik üretiminin de 794 GWh seviyesinden 2.796 GWh'ye yükselmesi beklenmekte olup, bu artış hem varlık tabanının genişlemesi hem de teknoloji bazında kapasite kullanım oranlarının iyileşmesi ile desteklenecektir.

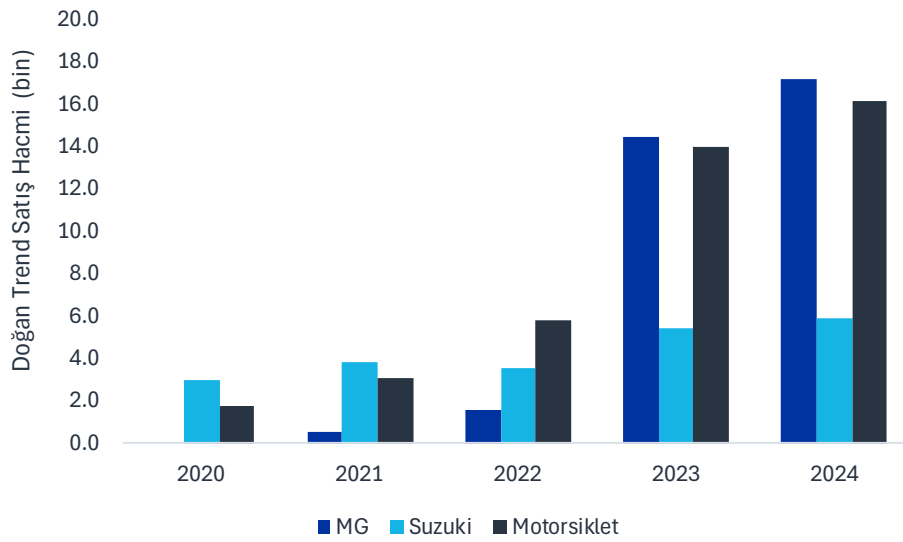
Doğan Trend Otomotiv (2% NAD Payı)

Doğan Trend Otomotiv, otomobil, motosiklet, deniz motorları ve şarj ekipmanlarını kapsayan geniş ürün portföyüyle yenilikçi ve çevre dostu mobilite çözümleri sunmaktadır. Şirket, faaliyetlerini sıfır ve ikinci el araç satışı, kiralama hizmetleri ve dijital platformları olan suvmarket.com ve scootermarket.com üzerinden sürdürmektedir.

2020 yılından bu yana organik büyüme ve yeni markaların eklenmesiyle operasyonlarını güçlendiren Doğan Trend, İstanbul, Ankara ve İzmir gibi büyük şehirlerdeki 3S tesisleri ve İstanbul ile Bodrum'daki motosiklet satış noktaları olmak üzere toplam sekiz satış noktası üzerinden müşterilere hizmet vermektedir.

Marka bazında değerlendirildiğinde, MG satışları 2023 yılında 14.500 adetten 2024'te 17.200 adede yükselerek %19 büyüme kaydetmiştir. Suzuki satışları ise aynı dönemde 5.400 adetten 5.900 adede çıkmıştır. Motosiklet tarafında da satışlar 14.000 adetten 16.200 adede ulaşmıştır. Automobility bölümü kapsamında, 2024 yılında toplam 23.100 otomobil ve 16.200 motosiklet satışı gerçekleştirilmiştir. Ayrıca, yıl boyunca 500 adet yeni araç kiralama sözleşmesi imzalanmış ve Suvmarket platformunda %5 yıllık büyüme ile toplam 2.721 adet ikinci el araç satışı yapılmıştır.

Grafik 21: Doğan Trend Satış Hacmi (bin)

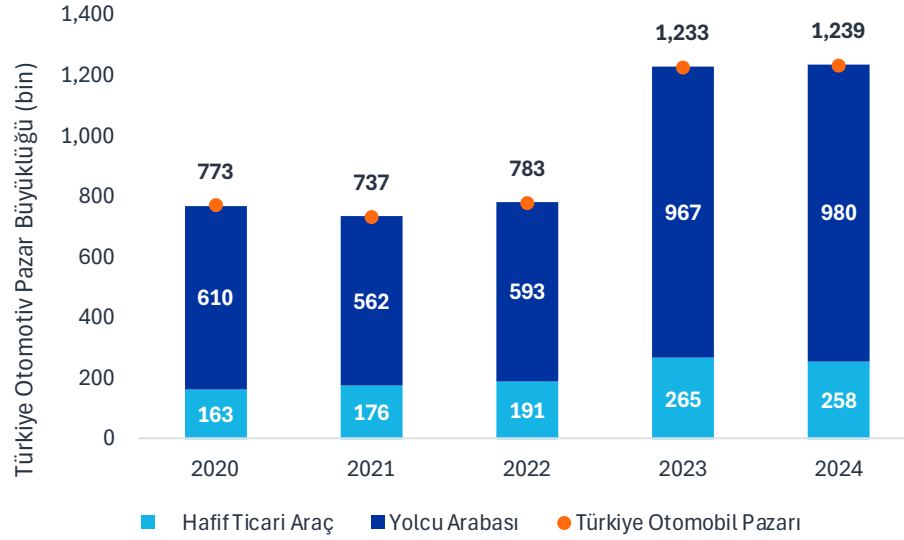


Kaynak: Şirket Verileri, İş Yatırım

Özellikle MG markası için elde edilen bu satış rakamları, Türkiye pazarındaki konumunun güçlendiğini ve müşteri sadakatinin artmaya devam ettiğini göstermektedir. Ancak, artan rekabet ve yeni regülasyonların devreye girmesiyle birlikte operasyonel kârlılığa bozulmalar yaşanmıştır. Buna ek olarak, yüksek finansman giderleri nedeniyle şirket 2024 yılını net zararlar kapatmıştır. Bu sonuç, büyümeye yönelik yatırımların getirdiği mali yükü yansıtırken, satış hacmindeki güçlü seyir şirketin uzun vadede tekrar kârlılığa dönebilmesi için önemli bir temel oluşturmaktadır.

Her ne kadar MG ve Suzuki markaları Türkiye otomotiv pazarında görece küçük bir pazar payına sahip olsa da, Doğan Trend, 2024 gibi sektör açısından zorlu geçen bir yılda her iki markanın satış hacmini artırmayı başarmıştır. Türkiye otomotiv sektörüne ilişkin tarihsel verilere göre, 2023 yılında toplam araç satış hacmi 2022'ye kıyasla %57 oranında artış göstermiştir. Ancak, 2024 yılında satış hacmi 2023 seviyelerinde yatay seyretmiş, bu da büyüme ivmesinde bir yavaşlamaya işaret etmektedir. Türkiye'de her yıl satılan araçların yaklaşık %20'si hafif ticari araçlardan, kalan %80'i ise binek otomobillerden oluşmaktadır.

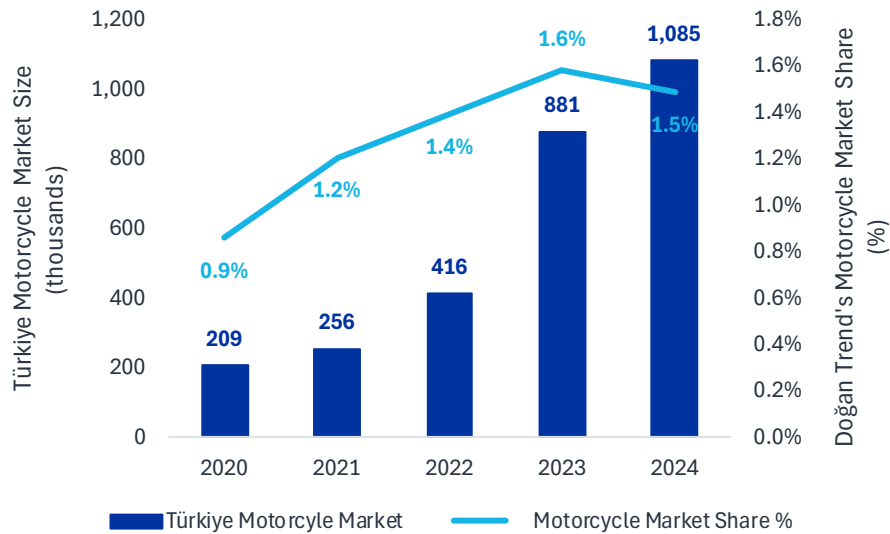
Grafik 22: Türkiye Otomotiv Pazar Payı (bin)



Kaynak: Şirket Verileri, İş Yatırım

Motosiklet tarafında ise Doğan Trend'in Türkiye pazarı içindeki payı, otomobil segmentine kıyasla belirgin şekilde daha yüksektir. Türkiye'de yıllık motosiklet satışları son yıllarda güçlü bir artış trendi sergilemiştir: 2022 yılında %62, 2023 yılında %112 ve 2024 yılında %23 oranında büyüme kaydedilmiştir. Bu eğilim, özellikle çevreci ve bireysel mobiliteye olan talebin artmasıyla birlikte, Doğan Trend'in motosiklet segmentindeki büyüme potansiyelini daha da ön plana çıkarmaktadır.

Grafik 23: Türkiye Motorsiklet Pazar Büyüklüğü (bin) ve Doğan Trend'in Pazar Payı (%)

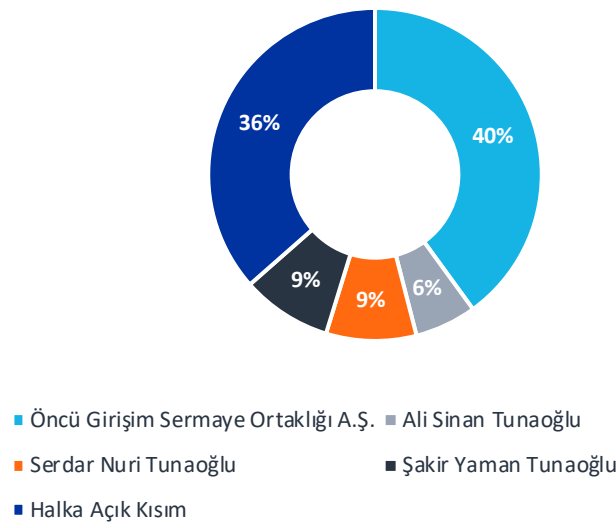


Kaynak: Şirket Verileri, İş Yatırım

KAREL (4% NAD Payı)

1986 yılında kurulan Karel, Ar-Ge ve tasarımdan üretim ve satış sonrası hizmetlere kadar tüm değer zincirini yöneten, Türkiye'nin önde gelen teknoloji şirketlerinden biridir. 2006 yılından bu yana Borsa İstanbul'da işlem gören Karel, yurt içinde geliştirdiği teknolojilerle birçok ülkede faaliyet göstermekte; uluslararası şirketler, kamu kurumları, savunma sanayii kuruluşları, telekom operatörleri, hastaneler, üniversiteler ve otomotiv markaları gibi geniş bir müşteri portföyüne çeşitli iş ortaklıkları yoluyla hizmet sunmaktadır. 30 Haziran 2022 tarihinde Doğan Holding tarafından satın alınan Karel, bu tarihten itibaren Holding'in iştiraklerinden biri olarak faaliyetlerini sürdürmektedir.

Grafik 24: Hissedarlık Yapısı



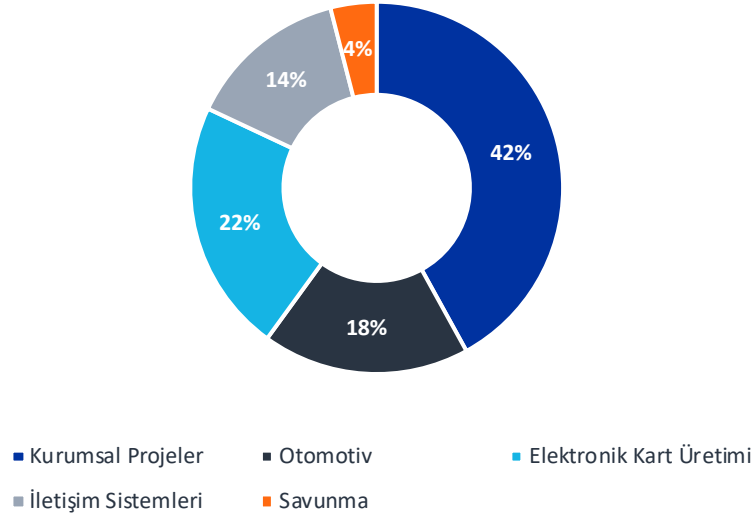
Kaynak: Şirket Verileri, İş Yatırım

Şirket dört ana segmentte faaliyet göstermektedir: İletişim Sistemleri, Savunma Sanayi, Otomotiv Teknolojileri ve Elektronik Üretim. 2024 yılı ürün bazlı gelir dağılımında en büyük pay %42 ile kurumsal projelere aittir; bunu %22 ile elektronik kart üretimi, %18 ile otomotiv, %14 ile iletişim sistemleri ve %4 ile savunma segmenti takip etmektedir.

İletişim Sistemleri segmentinde Karel; IP santraller, çağrı merkezleri, mobil iletişim çözümleri, terminal ekipmanları, video konferans sistemleri ve bulut tabanlı iletişim çözümleri ile hem yurt içi hem de yurt dışı pazarlara hizmet vermektedir. Şirket, Türkiye PBX pazarında liderliğini sürdürmektedir.

Savunma Sanayi segmentinde ise kara, deniz ve hava platformlarına yönelik geniş bir çözüm portföyü sunulmakta; Kurumsal Projeler altında ise anahtar teslim çözümler, satış öncesi ve sonrası hizmetler ile telekom operatörleri ve kamu kurumlarına ekipman tedariki sağlanmaktadır.

Grafik 25: Ürün bazında Gelir Kırılımı —2024



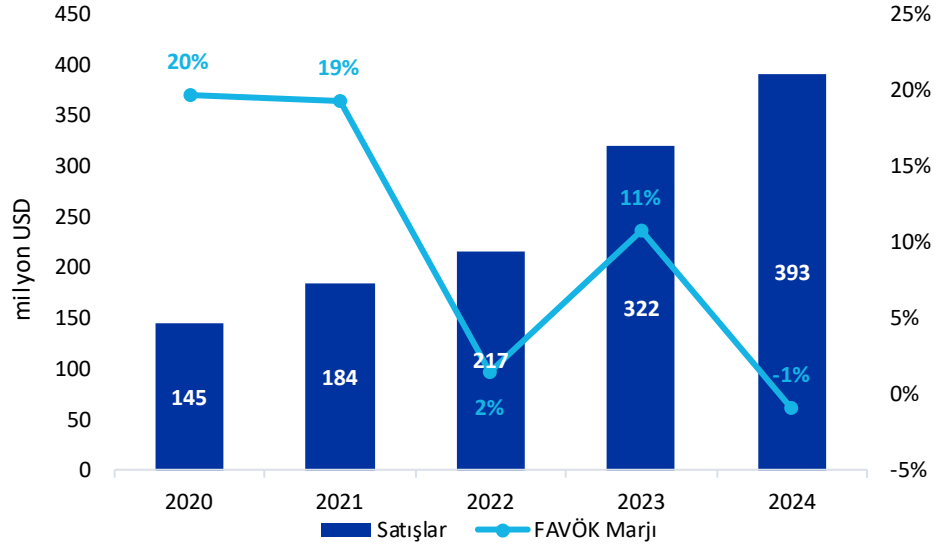
Kaynak: Şirket Verileri, İş Yatırım

2022 yılında Karel, otomotiv sektöründeki varlığını güçlendirmek adına akıllı ekranlar, bilgi-eğlence sistemleri ve çeşitli sürücü destek kontrol ekipmanları üretiminde uzmanlaşmış Tier-1 tedarikçisi Daiichi'yi bünyesine katmıştır. Daiichi; TOGG, Fiat, Tofaş, Ford, Hyundai, GM, Suzuki, Temsa, Karsan, BMC, Mitsubishi, Volkswagen ve Lancia gibi önde gelen otomotiv markalarıyla iş birliği yapmaktadır.

Ayrıca, Karel yıllık 15 milyon elektronik kart üretim kapasitesiyle Türkiye'nin önde gelen elektronik üretim merkezlerinden biri konumundadır. Şirket, artan üretim teknolojisi talebi ve değişen endüstri ihtiyaçlarına paralel olarak yatırımlarına devam etmekte; Arçelik, Beko, Vestel, Aselsan, Havelsan ve Roketsan gibi önde gelen yerli markaların yanı sıra Redring, Haceb ve Häer gibi uluslararası müşterilere de hizmet vermektedir.

2024 yılı, Karel'in Elektronik Üretim birimi için dönüşüm açısından kritik bir yıl olmuştur. Yılın başında Ankara Sincan'daki üretim tesisinde çıkan yangın, sınırlı üretim kayıplarına ve geçici verimlilik düşüşlerine neden olmuştur. Ancak söz konusu hasar, sigorta kapsamında kısa sürede telafi edilmiş; üretim hattı kısa bir süre içinde yeniden faaliyete geçirilmiştir. Yılın ikinci yarısında, tedarik zinciri aksaklıklarını azaltmak ve verimlilik kayıplarını telafi etmek amacıyla ek önlemler devreye alınmıştır. Buna rağmen, 2024 yılında yangına bağlı üretim kaybı, zayıf satış performansı, enflasyon kaynaklı maliyet artışları ve dijital dönüşüm ile yeniden yapılanmaya ilişkin ilave giderler EBITDA marjını olumsuz etkilemiştir.

Grafik 26: Satışlar (milyon USD) ve FAVÖK Marjı (%) - KAREL



Kaynak: Şirket Verileri, İş Yatırım

KAREL'in satışlarının 2020 yılında 145 milyon USD seviyesinden 2024 yılında 393 milyon USD'ye yükselerek dolar bazında yıllık bazda büyüme gösterdiği görülmektedir. 2020 ve 2021 yıllarında satışlarla paralel olarak FAVÖK de artmış ve %19–20 seviyelerinde marj korunmuştur. Ancak 2022 yılı zorlu geçmiş ve FAVÖK yaklaşık 3 milyon USD seviyesine gerilemiştir. 2023 yılında toparlanarak 35 milyon USD FAVÖK açıklanmış ve %11'lik bir marj yakalanmıştır. 2024 yılında ise FAVÖK negatif gerçekleşmiş ve -3 milyon USD olmuştur.

Bu olumsuz tabloyun temel nedeni, Ankara'daki üretim tesisinde yaşanan yangın olup, bu olay operasyonları ciddi şekilde etkilemiştir. Buna ek olarak, yüksek enflasyon nedeniyle artan maliyetler, sermaye harcamaları ve finansal giderler de kârlılığı baskılamıştır. Ayrıca, 2024 yılında Türk lirasının dolara karşı değer kazanması, ihracat gelirlerinin pozitif etkisini sınırlamıştır.

2025 yılı için daha olumlu bir tablo öngörülmektedir. Yeni kazanılan ihaleler ve sözleşmeler, 2024'e kıyasla daha düşük enflasyon nedeniyle azalan maliyetler ve 2024 yılında başlatılan yeniden yapılandırma ve dijital dönüşüm sürecinin operasyondan verimlilik yaratması, KAREL'in performansını desteklemesi beklenmektedir. Ayrıca, 2025 yılında USD/TRY kurunun yeniden artacağı beklentisiyle ihracat gelirlerinden daha fazla katkı sağlanabileceği öngörülmektedir. Bu görünümü, satışlarının %68'i yurt dışı pazarlardan gelen KAREL'in iştiraki Daiichi'nin güçlü ihracat profili de desteklemektedir.

Son olarak, KAREL 7 Mayıs 2025 tarihinde Turkcell, Superonline ve Kule Hizmet ile Bölge Çözüm Ortaklığı sözleşmelerini yenilemiştir. 1 Nisan 2025 itibarıyla yürürlüğe giren ve 57 ili kapsayan bu anlaşmaların üç yıllık sürede yaklaşık 20 milyar TL ciro yaratması beklenmektedir (fiyatlar 6 ayda bir güncellenecektir). Ayrıca, 1Ç25 döneminde holding, 15 milyon USD karşılığında Daiichi'nin %25 hissesini satın alarak şirketteki payını artırmış ve aynı zamanda KAREL'e nakit girişi sağlamıştır.

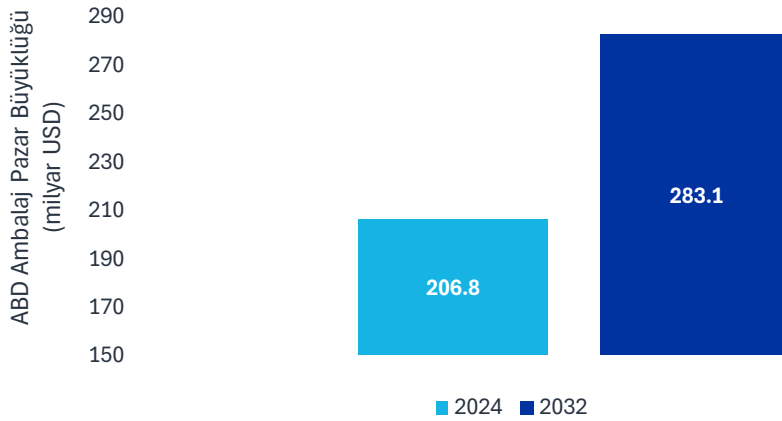
Sesa Ambalaj (4% NAD Payı)

Sesa Ambalaj'ın %70'i 2020 yılında Doğan Holding tarafından 57,8 milyon euro karşılığında satın alınmıştır. Gıda, kozmetik ve tarım kimyasalları gibi sektörlerle yönelik esnek ambalaj ve bariyer malzemeleri üreten sanayi şirketi, Türkiye'nin ölçekli ve katma değerli niş ambalaj üretiminde uzmanlaşmış tek oyuncusu olarak öne çıkmaktadır. 2024 yılında Sesa Ambalaj, özellikle geri dönüştürülebilir, tekrar kapanabilir ve leke tutmayan ambalaj çözümlerine odaklanarak kapasite ve kalite yatırımları için 2 milyon euro harcamıştır.

Yıl içinde yüksek kârlılığa sahip olan ihracatın toplam gelirler içindeki payı %53'ten %56'ya yükselmiş ve şirket, bu katkıyı kısa vadede daha da artırmayı hedeflemektedir. Ancak, ihracat hacmindeki büyümeye rağmen, ihracat ürünlerinin fiyatları sabit kalırken enflasyon kaynaklı operasyonel maliyetlerdeki artış kârlılığı baskılamıştır.

Sesa Ambalaj'ın ikinci büyük ihracat pazarı olan Amerika Birleşik Devletleri'nin ambalaj sektörü 2023 yılında 197,18 milyar dolar büyüklüğe ulaşmış olup, 2024-2032 döneminde yıllık bileşik %4 büyüme beklentisiyle 2032 yılında 283,07 milyar dolara ulaşacağı öngörülmektedir. Bu durum, şirket için olumlu bir gelişme olarak değerlendirilmektedir. Öte yandan, ABD'nin ticaret savaşlarını diğer ülkelere yayma ihtimali ve ek gümrük vergileri uygulaması, satış projeksiyonlarımız için aşağı yönlü bir risk oluşturabilir.

Grafik 27: ABD Ambalaj Pazar Büyüklüğü (milyar USD)



Kaynak: ABD Ambalaj Pazar Raporu, İş Yatırım

ABD, ambalaj ithalatının büyük bölümünü Vietnam, Çin ve Güney Kore'den yapmakta olup, bu ülkelere sırasıyla %46, %145 ve %25 oranlarında gümrük vergisi uygulamaktadır. Türkiye ise hâlihazırda yalnızca %10'luk görece düşük bir vergi dilimine tabidir. Bu avantaj sayesinde Sesa Ambalaj'ın ABD pazarında rekabet üstünlüğü elde etmesi ve büyümesini hızlandırması mümkündür.

Ayrıca, ambalaj talebinin inelastik yapısı ve yüksek üretim maliyetleri göz önüne alındığında, yeni gümrük vergilerinin ABD'de yerli üretimi ciddi şekilde teşvik etmesi beklenmemektedir. Bu nedenle, yeni ABD gümrük politikalarının Sesa Ambalaj veya sektör üzerinde yıkıcı bir etki yaratması beklenmemektedir. Son olarak, rakip ülkelere uygulanan yüksek vergi oranları Sesa Ambalaj için yukarı yönlü bir risk faktörü olarak değerlendirilebilir.

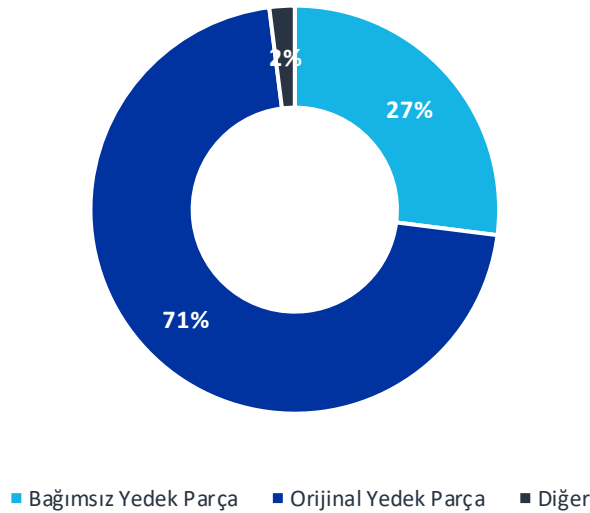
DİTAŞ (1% NAD Payı)

1972 yılında araç altyapı parçaları üretmek amacıyla kurulan ve 1978’de faaliyete geçen Ditaş, 21 Mayıs 1991 tarihinden bu yana Borsa İstanbul’da işlem görmektedir. Yıllık 7,8 milyon adetlik üretim kapasitesiyle Ditaş, günümüzde Türkiye’nin en büyük orijinal ekipman (OE) rot üreticisidir. Şirket, hem yurtiçi hem de yurtdışındaki araç üreticilerine direksiyon ve süspansiyon sistem parçaları tedarik etmekte olup, Türkiye’de ticari araç segmentinde rot ihtiyacının yaklaşık %80’ini, binek araç segmentinde ise %15’ini karşılamaktadır. 4Ç21’de Profil Sanayi ve Ticaret A.Ş. ile 3S Kalıp Aparat Makine Sanayi ve Ticaret A.Ş.’nin %70’lik hisselerini satın alarak otomobil ve hafif ticari araç segmentine giriş yapan Ditaş, böylece tüm araç segmentlerine hizmet verebilir hâle gelmiştir. Günümüzde üretimin %25’i 30’dan fazla ülkeye ihraç edilmekte olup, şirketin küresel ayak izi güçlenmektedir.

2024 yılında bağımsız yedek parça pazarı düşük talep ve dalgalı fiyatlamadan kaynaklanan yoğun rekabet ortamında durağan kalmıştır. Uluslararası pazarlarda Çinli ve Hintli üreticilerin agresif fiyatlama politikaları Ditaş’ın yeni sipariş alma kabiliyetini zorlaştırmıştır. Ayrıca, Profil Grubu ürünlerine olan talebin zayıflamasıyla birlikte, şirket yeni üretim yerine mevcut müşterilere yönelik promosyon kampanyalarıyla stok boşaltımına odaklanmıştır. Mısır ve Cezayir’e yapılan satışlar gümrük ve ödeme problemleri nedeniyle durdurulurken, Avrupalı müşterilerin Çin ve Hindistan’a yönelmesi dikkat çekmiştir.

Tüm bu zorluklara rağmen, Ditaş yıl içerisinde 246 yeni ürünü piyasaya sunmuştur. Gelir dağılımında orijinal yedek parçalar % 71, bağımsız yedek parçalar ise %27 paya sahiptir. Ancak 2024 yılında otomotiv sektöründeki yavaşlama, OEM üreticilerden gelen siparişlerin düşmesi ve kur baskısının devam etmesi nedeniyle şirketin toplam gelirleri %23 oranında daralmıştır. TL bazlı artan maliyetler operasyonel kârlılığı da olumsuz etkilemiş ve Ditaş, yüksek finansal giderler ve zayıf faaliyet performansı nedeniyle yılı 206 milyon TL net zarar ile kapatmıştır.

Grafik 28: Ürün Bazlı Gelir Kırılımı —2024



Kaynak: Şirket Verileri, İş Yatırım

Madencilik (6% NAD Payı)

Doğan Holding, madencilik sektörüne ilk adımını Kurmel Holding'den %50 ve Ortadoğu Otomotiv'den %25 pay alarak atmıştır. Bu işlemlerle birlikte Holding, sürdürülebilir madencilik faaliyetleriyle öne çıkan Gümüştaş Madencilik ve Doku Madencilik şirketlerinde toplam %75 oranında ortaklık elde etmiştir. Gümüştaş Madencilik'in %75'i 123 milyon USD karşılığında, Doku Madencilik'in %75'i ise 13,5 milyon USD bedelle satın alınarak madencilik sektörüne güçlü bir giriş yapılmıştır. Niğde'den Bitlis'e uzanan geniş bir coğrafyada faaliyet gösteren bu şirketler, yeşil dönüşüm için kritik öneme sahip çinko, kurşun ve bakır gibi hammaddelerin üretimine odaklanmaktadır. Önümüzdeki dört yıl içinde yalnızca Niğde Bolkar bölgesindeki tesis yatırımı ve yeraltı madenciliği geliştirme faaliyetleri için 100 milyon USD tutarında yatırım planlanmaktadır. Kapasite artırımı yoluyla büyüme hedeflenirken, 80'in üzerinde ruhsat ile yeni maden sahalarının keşfine yönelik sondaj çalışmaları da başlatılmıştır.

2024 yılı faaliyet ve finansal sonuçlarına göre, söz konusu madencilik yatırımı portföy optimizasyonuna -137 milyon USD katkı sağlarken, madencilik operasyonlarından elde edilen gelir 864 milyon TL'ye ulaşmıştır (4. çeyrek katkısı: 217 milyon TL).

1982 yılında kurulan Gümüştaş Madencilik, Türkiye'nin önde gelen kurşun ve çinko üreticilerinden biri olup ihracatta önemli bir rol oynamaktadır. Şirket, Gümüşhane, Niğde ve Bitlis'te maden sahaları ve zenginleştirme tesisleri işletmekte olup, Kastamonu, Ordu, Artvin, Erzurum ve Niğde'de rezerv artırmaya yönelik ileri düzey arama faaliyetlerini sürdürmektedir. Gümüştaş'ın Niğde'deki analiz laboratuvarı TS EN ISO/IEC 17025 akreditasyonuna sahip olup element analizi, flotasyon testi ve jeoteknik değerlendirmeler gibi çok sayıda çalışma yürütmektedir.

Doku Madencilik ise iştiraklerinden Esen Madencilik ile birlikte, maden arama, üretim ve ihracat faaliyetlerine odaklanmaktadır. Geniş ruhsat portföyü sayesinde yüksek katma değerli madenlerin üretimini artırmayı ve küresel pazardaki rekabetçiliğini güçlendirmeyi hedeflemektedir. Doku Madencilik, faaliyetlerinde çevresel sürdürülebilirlik ve teknolojik verimlilik ilkelerini benimseyerek modern madencilik anlayışıyla fark yaratmaktadır.

Gümüştaş'ın hâlihazırda 80 arama ve 16 üretim ruhsatı bulunmaktadır. Mevcut rezervler 9 milyon ton seviyesindeyken, ek olarak 14 milyon tonluk potansiyel rezerv tahmin edilmektedir. Önümüzdeki üç yıl içinde madencilik segmenti için 90 milyon USD tutarında yatırım yapılması planlanmaktadır.

HepsiEmlak (6% NAD Payı)

Glokal Dijital Hizmetler Pazarlama ve Ticaret A.Ş. çatısı altında faaliyet gösteren Hepsiemlak, 2006 yılından bu yana dijital gayrimenkul çözümleri sunmaktadır. Şirket, 2024 yılında Zingat ile birleşmesi ve MENA bölgesinin lider ilan platformu Property Finder ile kurduğu stratejik ortaklık sayesinde ikinci büyüme fazına girmiştir. Yılın ilk yarısında krediye erişimdeki zorluklar ve yabancı yatırımcı ilgisinin azalması nedeniyle piyasada bir durgunluk yaşanırken, reel fiyat düzeltmeleri ve kamu bankalarının kampanyalarıyla birlikte yılın ikinci yarısında sektörde toparlanma gözlenmiştir.

Hepsiemlak, rakiplerinden ayrılmak amacıyla 150 bini aşkın kullanıcıya ulaşan Yapay Zeka Destekli Akıllı Değerleme Sistemi ve kişiselleştirilmiş ilan sıralama algoritmaları gibi yenilikçi çözümleri devreye almıştır. Gayrimenkullerin değerinin gerçek zamanlı takip edilebildiği “Emlaklarım” modülünün ise 2025 yılının ikinci çeyreğinde kullanıma sunulması planlanmaktadır. Global bir iş ortağıyla yürütülen dijital pazarlama optimizasyonları ve teknolojik yatırımlar sayesinde şirketin sektördeki konumu daha da güçlenmiştir.

Yeni mevzuatlara uyum çerçevesinde, ilan sahiplerinin kimliklerinin doğrulanmasını ve yetkisiz ilanların önlenmesini amaçlayan Elektronik İlan Doğrulama Sistemi'ne entegrasyon süreci devam etmektedir. Ayrıca, 2024 yılında sektörel dönüşüme uyum sağlamak adına emlak profesyonelleri arasında ilan paylaşımı ve iş birliğini kolaylaştıracak teknolojik bir altyapı oluşturulmuştur. Tüketicileri ve yatırımcıları koruma amacıyla siber güvenlik önlemleri de artırılmıştır.

Türkiye'nin çevrimiçi gayrimenkul ilan pazarında ikinci en büyük oyuncu konumunda olan Hepsiemlak, Property Finder iş birliği ve Zingat'ın satın alınmasıyla inorganik büyümesini hızlandırmıştır. Kısa vadede agresif büyüme stratejileri ve dijital dönüşüm adımları kârlılığı baskılamış olsa da, bu gelişmeler şirketin sektördeki konumunu güçlendirerek uzun vadeli sürdürülebilir büyüme hedeflerini desteklemektedir. Geniş kullanıcı tabanı, güçlü teknolojik altyapısı ve marka gücüyle Hepsiemlak, yatırımcılar için önemli bir potansiyel sunmaktadır.

Kanal D Romanya (1% NAD Payı)

Kanal D Romania, Mart 2007'de yayın hayatına başlamış olup, geçen 17 yıl içinde Romanya'nın en çok izlenen ve en popüler televizyon kanallarından biri hâline gelmiştir. Yenilikçi yayıncılık yaklaşımı ve yüksek kaliteli, orijinal içerikleriyle dikkat çeken kanal, Romanya televizyon sektöründe kalıcı ve güçlü bir konum edinmiştir. Eğlencenin yanı sıra bilgi veren ve toplumsal duyarlılığı yüksek içerikleriyle geniş bir izleyici kitlesine hitap etmektedir. Özellikle prime-time kuşağında yer alan yerel diziler, haber programları ve yarışma formatlarıyla yüksek reyting oranlarına ulaşan bu başarı, dijital platformlara da taşınmıştır.

Doğan Holding iştiraki olan Doğan Media International bünyesinde faaliyet gösteren Kanal D Romania, televizyon, radyo ve dijital alanlarda güçlü bir varlığa sahip entegre bir medya grubuna dönüşmüştür. Grup bünyesinde 2023 yılında kurulan Kanal D2, Radio Impuls ve dijital platformlar olan kanald.ro, wowbiz.ro ve stirilekanald.ro'nun yanı sıra, WOWNews ve theXclusive gibi YouTube kanallarıyla yeni medya tüketicilerine yönelik yaratıcı dijital içerikler üretmektedir.

Finansal açıdan istikrarlı bir yapıya sahip olan Kanal D Romania, düzenli olarak temettü dağıtmakta ve Doğan Holding'in konsolide mali tablolarına anlamlı katkı sunmaktadır. Artan reklam gelirleri, büyüyen izleyici kitlesi ve dijitalleşmeye yapılan yatırımlar sayesinde şirket, sadece geleneksel medya alanında değil, dijital dönüşüm konusunda da öncü bir oyuncu hâline gelmiştir. Romanya medya pazarındaki yoğun rekabete rağmen, yerel içerik üretimine verdiği önem ve yenilikçi stratejileriyle Kanal D Romania büyüme ivmesini sürdürmektedir.

Gayrimenkuller (%12 NAD Payı)

Trump Towers Istanbul

D Gayrimenkul, Doğan Holding iştiraki olarak 2018 yılında gayrimenkul alanına odaklanmaya başlamış ve Mecidiyeköy'de konumlanan sembol niteliğindeki karma proje Trump Towers İstanbul'un portföye katılmasıyla varlık yapısını önemli ölçüde güçlendirmiştir. 2024 yılında Trump Towers'ın kira getirisi yaklaşık %7 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Toplam 260.000 m² kiralanabilir alana sahip olan mülk, 36 katlı bir ofis kulesi ve beş katlı bir alışveriş merkezinden oluşmaktadır. Merkezi konumu, modern mimarisi ve güçlü kiracı karması sayesinde Trump Towers, 2024 yılında %99 doluluk oranı ile istikrarlı kira geliri üretmeye devam etmiş; ziyaretçi trafiği ve ciroda çift haneli büyüme kaydetmiştir.

Ofis kulesi, esnek yerleşim imkânları ve üst segment hizmetleri sayesinde kurumsal kiracıların ilgisini çekerken; alışveriş merkezi ise günlük ortalama 20.000 ziyaretçiye hitap eden dinamik bir perakende ve eğlence deneyimi sunmaktadır. Trump Towers, yüksek getiri potansiyeli ve uzun vadeli değer yaratım kapasitesiyle D Gayrimenkul'ün büyüme stratejisinde kilit bir varlık olarak öne çıkmaktadır.

DoubleTree by Hilton Bodrum Marina Vista

DoubleTree by Hilton Bodrum Marina Vista, 2020 yılından bu yana Hilton markası altında faaliyet gösteren ve Bodrum'un merkezinde konumlanan butik bir oteldir. Güçlü marka bilinirliği, merkezi lokasyonu ve istikrarlı performansı sayesinde, otel Doğan Holding'in turizm portföyündeki en önemli varlıklardan biri haline gelmiştir.

2024 yılında uluslararası talepte yaşanan zorluklara rağmen, otel %78 doluluk oranıyla faaliyet göstermiş ve 19.000'in üzerinde oda satışı gerçekleştirmiştir. İç pazara odaklanan stratejiler ve büyük rezervasyon platformlarıyla dijital entegrasyon sayesinde performans sürdürülebilir kılınmıştır. Dinamik fiyatlama stratejileri ve çeşitlendirilmiş satış kanalları, yıl boyunca gelir optimizasyonunu desteklemiştir.

Operasyonel verimlilik, lokasyon avantajı ve marka gücünü bir araya getiren otel, Türkiye'nin seçkin kıyı otelcilik pazarında istikrarlı nakit akışı ve uzun vadeli büyüme potansiyeli sunarak cazip bir turizm yatırımı profili çizmektedir.

Milta Bodrum Marina

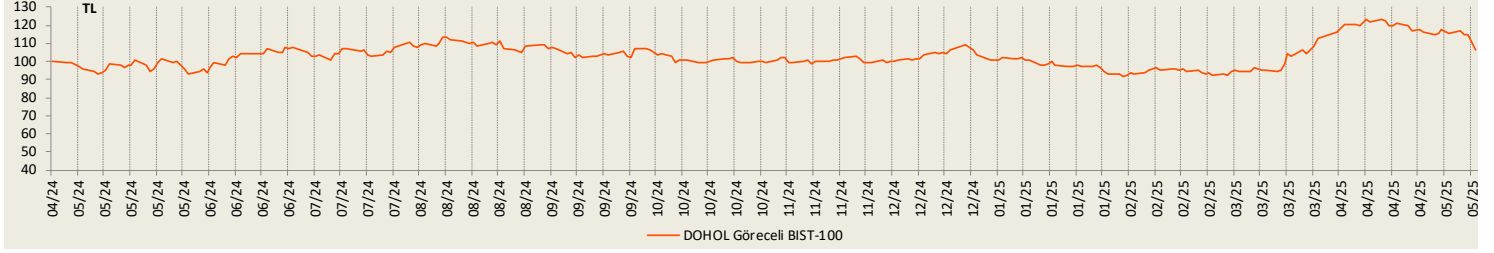
Milta Bodrum Marina, Bodrum'un kalbinde konumlanmış olup, Akdeniz'in önde gelen marinalarından biri olarak kabul edilmektedir. Üst düzey hizmet kalitesi, merkezi lokasyonu ve güçlü operasyonel standartlarıyla öne çıkan marina, toplamda 475 yat bağlama kapasitesine (425 deniz, 50 kara) sahiptir. 7/24 güvenlik ve sağlık hizmetlerinin yanı sıra, Türkiye'nin tam donanımlı deniz ambulansına sahip ilk marinası olma özelliğini taşımaktadır.

2024 yılında %103 ortalama doluluk oranına (%112 yoğun sezonda) ulaşan Milta Bodrum Marina, gelirlerini %74, FAVÖK'ünü ise %84 oranında artırarak dikkat çekici bir operasyonel başarı sergilemiştir. Türkiye'nin artan marina kapasitesi hedefleri ve Akdeniz yat turizmine yönelik yükselen talep göz önüne alındığında, marina stratejik değerini her geçen gün artırmaktadır.

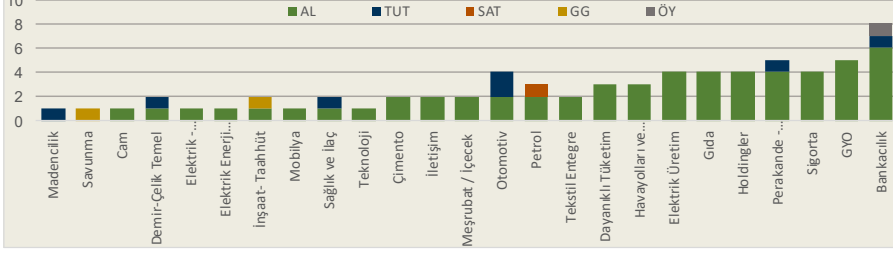
Milta Bodrum Marina, çevresel sürdürülebilirliğe verdiği önemi ardı ardına aldığı 17 "5 Altın Çıpa" ve 27 Mavi Bayrak ödülüyle göstermektedir. Aynı zamanda sosyal ve kültürel projeleriyle sadece bir marina değil, sürdürülebilir ve canlı bir yaşam alanı olarak da konumlanmakta; yatırımcılar için uzun vadeli değer sunmaktadır.

Doğan Holding

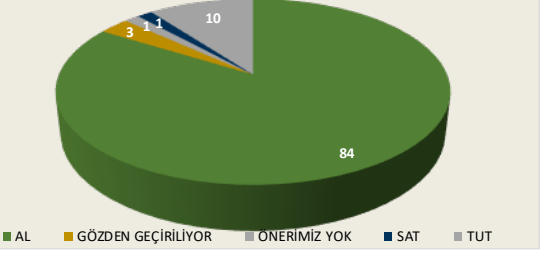
Göreceli Getiri / Öneriler



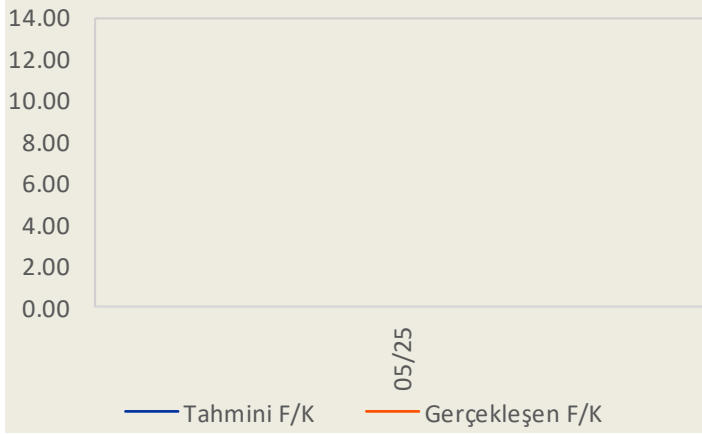
Şirket Sayısı



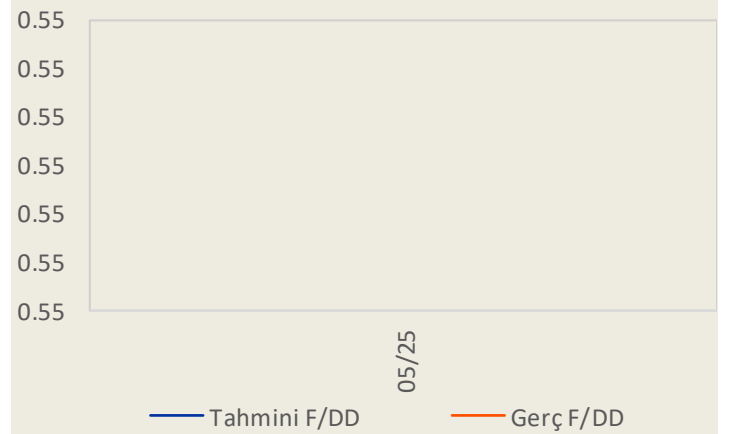
Takip Listesi Dağılımı



Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



Tahmini F/DD & Gerç F/DD



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznim olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.