

Doğan Holding

Doğan Holding'i, 12 aylık 22,60 TL hedef fiyat ve %55 getiri potansiyeli ile araştırma kapsamımıza dahil ediyor; "AL" tavsiyesi veriyoruz. Katalistler: i) 646 milyon USD solo net nakit pozisyonu ve düşük borçluluk, ii) Faaliyet gösterilen cazip sektörlerde yüksek büyüme potansiyeli, iii) Olası varlık satışları, yeni satın alımlar ve halka arzlar.

Doğan Holding, iştirakleri aracılığıyla elektrik üretimi, finansal hizmetler, madencilik, gayrimenkul, elektronik/teknoloji, otomotiv, internet/eğlence sektörlerinde faaliyet göstermektedir. 1Ç25 itibarıyla Net Aktif Değeri (NAD) 2,5 milyar USD, solo net nakit pozisyonu 646 milyon USD'dir; orta vadede NAD'ın 4 milyar USD'ye çıkarılması hedeflenmektedir. 1961'de temellerini atan ve geçmişte medya odaklı bir iş modeline sahip olan Holding, 2015 – 2018 döneminde bu alandaki varlıklarından çıkış yaparak; yenilenebilir enerji, dijital finansal hizmetler, madencilik, otomotiv, sanayi ve gayrimenkul gibi daha kârlı ve yüksek büyüme potansiyeline sahip sektörlerle yönelmiştir. 2024'te DMC ve Doğan Burda hisselerini satan Holding, elde ettiği kaynakları yüksek döviz geliri ve ihracat potansiyeline sahip madencilik sektörüne yönlendirmiştir. Bu doğrultuda, Gümüştaş ve Doku Madencilik'in %75 hissesi toplam 136,5 milyon USD bedelle satın alınmıştır.

Doğan Holding, 2030 hedefleri doğrultusunda üç stratejik ve üç taktiksel odak alanı belirlemiştir. Yenilenebilir enerji, finansal hizmetler ve madencilik stratejik büyüme alanları olarak konumlanırken; elektronik/teknoloji, otomotiv ve internet/eğlence/gayrimenkul segmentleri taktiksel büyüme alanları olarak belirlenmiştir. Holding, stratejik alanlardaki her bir iştirakinin 2030 yılına kadar 1 milyar USD değerlemeye ulaşmasını hedeflemektedir. Bu hedefin temellerini; i) yenilenebilir enerji segmentinde 1.100+ MW kapasite hedefi, ii) dijital sigorta segmentinde 533 milyon USD portföy büyüklüğü, iii) maden segmentinde sahip olunan arama lisansları oluşturmaktadır. Önümüzdeki 1 yıllık vadede, bir taktiksel alanın daha stratejik alan statüsüne geçmesi söz konusu olabilir. Stratejik alana geçiş ve 1 milyar USD değerlendirme potansiyeli taşıyan şirketlerden Karel Elektronik, modernizasyon yatırımları ve Daiichi'nin katkılarıyla stratejik alana geçiş potansiyelini korumaktadır. Buna ek olarak, 646 milyon USD'lik solo nakit pozisyonu ve gayrimenkul portföyü ile yeni şirket satın alımları gerçekleştirilebilir. Toplam Net Aktif Değer içerisinde; halka açık şirketler %17, halka kapalı şirketler %51 ve net nakit %33 paya sahiptir. Güçlü bilanço yapısı, hedef odaklı sektör dönüşümü ve varlık yönetim stratejisi ile Doğan Holding'in önümüzdeki dönemde yatırımcılar için cazip bir potansiyel sunduğunu düşünüyoruz.

DOHOL

AL

12 Aylık Hedef Fiyat
Getiri Potansiyeli

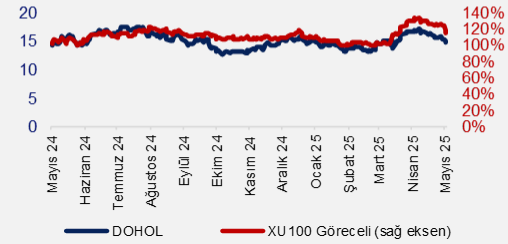
22,60 TL
%55

Pay bilgileri

Pay Kodu	DOHOL Tİ
Pay fiyatı (9 Mayıs 2025)	14,55
Pay fiyat aralığı (52 haftalık)	13 / 17
Piyasa Değ. (mn TL - \$ mn)	38077,3 - 987,2
Pay adedi (mn)	2.617
Halka Açıklık Oranı	%36
Pazar	Yıldız Pazar
Sektör	Holding

Ort. Günlük İşlem Hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
mn USD	7,9	10,0	10,0

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-11%	8%	0%
USD	-13%	0%	-8%
BIST-100'e göre performans	-12%	14%	5%



Oğuzhan Kaymak
+90 212 355 2622

oguzhan.kaymak@tacirler.com.tr

Özgür Tosun
+90 212 355 2637
ozgur.tosun@tacirler.com.tr

Holding, 2025 yılında %5 – 8 aralığında reel gelir büyümesi öngörmektedir. Bu büyümenin temel olarak i) elektrik üretimi segmentinde artan kapasiteden, ii) Hepiyi Sigorta'da güçlü ve karlı büyümeden, iii) otomotiv segmentinde kar odaklı satış stratejisinden, iv) sanayi ve ticaret segmentinde maliyet odaklı büyüme stratejisinden ve v) maden işinde yatırım odaklı büyüme gelirlerinden sağlanması hedefleniyor.

Ek olarak, aynı dönemde %6 – 10 aralığında reel FAVÖK büyümesi beklenmektedir. Net Aktif Değer tarafında ise, 2025 yılında dolar bazında %5 – 10 arasında büyüme öngörülmektedir. 2025 beklentileri finans ve yatırım segmenti hariçtir.

Riskler... Holding'in yüksek nakit pozisyonuna rağmen stratejik yatırımların sınırlı kalması, TL'de olası değerlenmenin döviz bazlı gelir ve varlıklar üzerindeki baskısı, enerji projelerinde uygulama ve regülasyon riskleri ile yüksek faiz ortamında otomotiv ve sigorta segmentlerinde talep daralması başlıca risk unsurları arasındadır.

İçerik

Şirket Profili.....	4
Yenilenebilir Enerji: Galata Wind (GWIND).....	7
İnternet ve Eğlence: Kanal D Romanya, Hepsieimlak.....	8
Finansal Hizmetler: Hepiyi Sigorta, Doğan Yatırım Bankası, Doruk Faktoring.....	9
Elektronik ve Teknoloji: Karel Elektronik (KAREL), Sesa Ambalaj, Ditaş (DITAS).....	10
Madencilik: Gümüştaş Madencilik, Doku Madencilik.....	11
Otomotiv: Doğan Trend Otomotiv.....	12
Gayrimenkul Yatırımları.....	13
Değerleme: Doğan Holding Net Aktif Değer (NAD) Tablosu.....	14
Doğan Holding Net Aktif Değer (NAD) Tablosu Özeti.....	15
Ekler.....	16
Yatırım Merkezlerimiz.....	19
Yasal Uyarı.....	20

Şirket Profili

Doğan Holding'in temelleri, 1961'de grubun otomotiv sektöründeki ilk şirketinin kurulmasıyla atılmıştır. Bugün Holding, elektrik üretimi, finansal hizmetler, madencilik, otomotiv, elektronik/teknoloji, internet/eğlence ve gayrimenkul yatırımlarını kapsayan geniş portföyüyle çok sektörlü bir yatırım grubu olarak faaliyet göstermektedir. Sermaye yapısında Doğan Ailesi'nin payı %64 olup, kalan %36'lık pay Borsa İstanbul'da halka açık olarak işlem görmektedir.

Tablo: Doğan Holding'e Bakış

Elektrik Üretimi	Sanayi & Ticaret	Madencilik	Otomotiv	Finans & Yatırım	İnternet & Eğlence	Gayrimenkul Yatırımları
 Önde gelen rüzgar ve güneş santrali işletmecisi	 Türkiye'nin lider elektronik şirketi  Esnek ambalaj üretimi  Rot üretimi	 Türkiye'nin önde gelen kurşun-çinko üreticisi Doku Madencilik	 MG ve Suzuki Türkiye distribütörü Vespa, Piaggio, Kymco motosiklet satışı Suzuki Marine satışı	 Dijital sigorta şirketi  3,6 milyar TL aktif büyüklük 	 Romanya'da en çok izlenen 2. TV kanalı  Online emlak listeleme pazarında 2. büyük oyuncu	 Türkiye'nin önde gelen marinası  İstanbul'da yer alan ofis ve AVM binası

Kaynak: Doğan Holding

Öne Çıkan Gelişmeler

2024'te Doğan Burda'daki paylar 4,8 milyon USD ve DMC'deki paylar 38,3 milyon Euro bedelle satılmış, elde edilen kaynaklarla, madencilik sektörüne stratejik bir giriş yapılmıştır; bu kapsamda Gümüştaş Madencilik'in %75 hissesi 123 milyon USD'ye, Doku Madencilik'in %75 hissesi ise 13,5 milyon USD'ye satın alınmıştır.

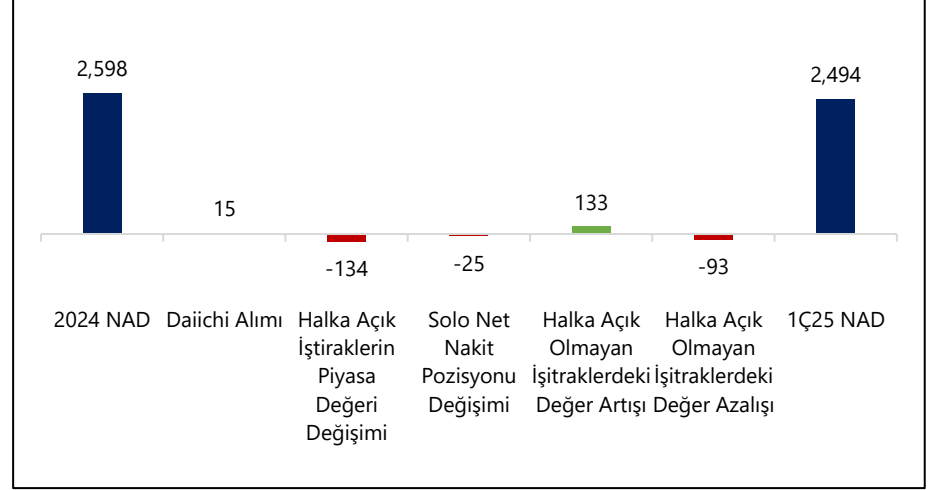
1Ç25'te 15 milyon ABD doları bedelle Daiichi'nin %25 hissesi alınmıştır. Bu tutarın 12,6 milyon dolarlık kısmı Karel'den alınan %21 hisseyi, %4'ü kuruculardan alınan hisseyi kapsamaktadır. Bu işlemle, otomotiv kokpit elektroniği ve bilgi/eğlence teknolojisi pazarındaki payı artırmak ve zorlu bir dönemden geçen Karel'e destek olmak amaçlanmıştır.

Ayrıca, D Yatırım Bankası'na ödenmiş sermayesini artırabilmesi için yaklaşık 20 milyon ABD dolarında sermaye avansı ödemesi yapılmıştır.

Şirket Profili

1Ç25’de Holding’in Net Aktif Değeri 2024 yıl sonuna göre bir miktar gerileyerek 2,5 milyar USD olmuştur. Bu düşüş, çeyrek boyunca halka açık varlıkların piyasa dalgalanmalarından olumsuz etkilenmesinden kaynaklanmıştır.

Tablo: Nad Değişimi



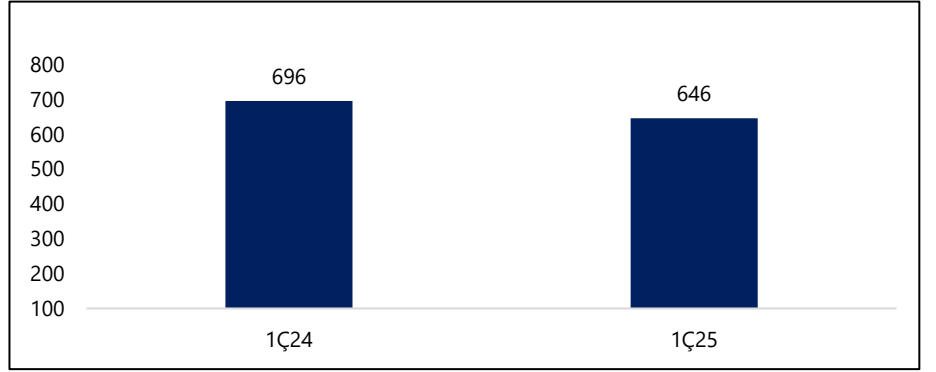
Kaynak: Doğan Holding

Şirket Profili

Gerçekleştirilen varlık alım - satım işlemleri sonucunda, Holding'in solo net nakit pozisyonu bir önceki yılki 696 milyon USD seviyesinden 646 milyon USD'ye gerilemiştir.

Bu net nakit pozisyonu, Holding'in toplam Net Aktif Değeri içinde yaklaşık %33 paya sahiptir.

Tablo: Solo Net Nakit Pozisyonu (mn USD)

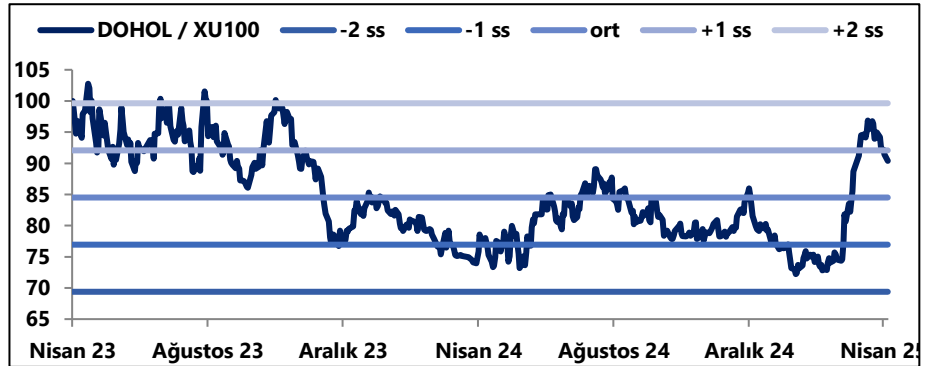


Kaynak: Doğan Holding

Hisse Performansı

Doğan Holding hisseleri, 2024'te %31 getiri sağlamış ve Bist 100 Endeksi ile paralel bir performans sergilemiştir. Aynı dönemde, yabancı kurumsal yatırımcı payı %17'den %18'e yükselirken, 1Ç25 itibarıyla yabancı kurumsal yatırımcı payı %20 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo: Doğan Holding / Bist 100 Relatif Performans



Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma, Matriks

Yenilenebilir Enerji: Galata Wind (GWIND)

Doğan Holding'in enerji segmentindeki amiral gemisi Galata Wind, üretiminin tamamını yenilenebilir kaynaklardan gerçekleştiren bir elektrik üreticisidir. 1Ç25 itibarıyla, Galata Wind'in portföyü 2 rüzgar enerjisi santrali (RES), 2 güneş enerjisi santrali (GES) ve 1 hibrit GES olmak üzere toplam 348MW kurulu güce ulaşmıştır (2024: 297,2MW). Ek olarak Avrupa'daki genişleme, İtalya ve Almanya'daki projelerle başlamıştır. Şirket, 2030 yılına kadar kurulu gücünü 1.100 MW seviyesine çıkarmayı hedeflemektedir.

Tablo: Galata Wind Portföyü



Kaynak: Doğan Holding 2024 yıl sonu yatırımcı sunumu

Ekim 2023 sonrası AUF (Azami Uzlaştırma Fiyat) mekanizmasının kaldırılmasıyla, MW başına ortalama satış fiyatı 2023'te 82 USD'den 2024'te 68 USD'ye gerilemiş, bu gelişmeye bağlı olarak 2024'te bir önceki yıla göre net gelirlerde %12 oranında düşüş kaydedilmiştir. Aynı dönemde, elektrik satış fiyatlarındaki gerileme ve yurt içi yüksek enflasyon kaynaklı maliyet artışları, operasyonel giderleri artırmış ve FAVÖK marjının %69 seviyesine gerilemesine neden olmuştur. Maliyetinin büyük kısmı sabit olduğu için, 1Ç25'te sınırlı elektrik üretimi kâr marjları üzerinde baskı oluşturmuştur. Piyasa Takas Fiyatı (PTF) ise 1Ç25'te yıllık %18 artmıştır.

Şirketin yıl sonu finansalları ardından paylaştığı 2025 yılı beklentileri; i) 50+ MW kurulu güç artışı ii) 900 - 980 bin MWh elektrik üretimi iii) %70 - 75 FAVÖK marjı yönündedir. 2025 yılı beklentilerinin yanı sıra şirketin uzun vadeli yatırım planı Holding tarafından hedeflenen 1 milyar USD hedef değere ulaşması için belirlenen temel başlıklar arasındadır.

Tablo: Toplam Kurulu Güç

Toplam Kurulu Güç (Mevcut)		2025-2026		2027-2030	
Proje	Kapasite (MW)	Proje	Kapasite (MW)	Proje	Kapasite (MW)
Mersin RES	94	Taşpınar Hibrit GES (2. Faz)	7	Avrupa GES Yatırımları	100
Şah RES	105	Germany GES	22	Depolamalı Santraller (RES)	300
Taşpınar RES + GES	115	Alapınar RES (Yeni Lisans)	16	Depolamalı Santraller (GES)	110
Çorum GES	9	Şah RES (Kapasite Artışı)	7		
Erzurum GES	25	Avrupa GES Yatırımı	178		
	348		578		1088

Kaynak: Doğan Holding 1Ç25 DOHOL yatırımcı sunumu

İnternet ve Eğlence: Kanal D Romanya ve Hepsiemlak

Kanal D Romanya

Kanal D Romanya, ülkenin en çok izlenen ikinci televizyon kanalı konumundadır. Düzenli temettü geliri ve kârlı finansal yapısı sayesinde Holding portföyünde değerli bir varlık olarak konumlanırken, cazip bir değerlendirme oluşması halinde, satışa konu edilebilecek varlıklar arasında yer almaktadır.

Hepsiemlak.com

2006 yılında Doğan Holding bünyesinde kurulan Glokal Dijital Hizmetler Pazarlama ve Ticaret A.Ş., Hepsiemlak.com markasıyla emlak arayanları doğru ilanlarla buluşturmayı hedeflemektedir. 2024 yılında Zingat ile birleşen şirket, Orta Doğu ve Kuzey Afrika'nın lider ilan portalı Property Finder ile ortaklık kurarak dönüşüm sürecinin ikinci aşamasına geçmiştir.

Hepsiemlak 2024 yılı gelirlerini bir önceki yıla göre %100'ün üzerinde artırmış; 2022 yılına kıyasla ise gelirlerini 4 katına çıkarmıştır.

2024 yılında zarar açıklamasına rağmen, potansiyel stratejik yatırımcı ilgisi oluşması halinde satış alternatifleri değerlendirilebilir.

Finansal Hizmetler: Hepiyi Sigorta, Doğan Yatırım Bankası, Doruk Faktoring

2025 yılında, finansal hizmetler segmentinde TL bazında %70'in üzerinde gelir artışı beklenmektedir. Hepiyi Sigorta özelinde ise yönetilen portföy büyüklüğünün 250 – 300 milyon USD artması öngörülmektedir.

Hepiyi Sigorta

2021 yılında kurulan ve Türkiye'nin ilk dijital sigortacılık platformu olan Hepiyi Sigorta, tüm hayat dışı sigorta branşlarında faaliyet göstermektedir.

2024 yılında 1,4 milyar TL net kâr elde eden şirket, 533 milyon USD seviyesine ulaşan portföy büyüklüğü ve sektörün en düşük maliyet/gider oranı ile öne çıkarken, 1Ç25 itibarıyla kasko branşında %4,3 pazar payına sahiptir.

1Ç25'de gider/gelir oranı %2,5 seviyesinde tutularak, sektör ortalaması olan %6,7'nin çok üzerinde bir verimlilik ile sürdürülmüştür.

Geleneksel branş ve şube yapılanmalarından bağımsız bir modelle çalışan şirket, operasyonel verimlilikte önemli bir avantaj sunmaktadır. Orta vadede halka arz potansiyeli bulunmaktadır.

Doğan Yatırım Bankası

Doğan Yatırım Bankası, kurumsal ve ticari bankacılık alanında yapılandırılmış finansman, hazine ürünleri, nakit yönetimi ve uluslararası ticaret finansmanı hizmetleri sunmaktadır.

Doğan Yatırım Bankası, kısa süre önce sermayesini 200 milyon TL'den 1,4 milyar TL'ye yükseltmiştir. 2024 yılı sonunda, bankanın aktif büyüklüğü %39 artışla 4,1 milyar TL'ye ulaşırken; toplam aktiflerin %63'ünü oluşturan nakdi kredi hacmi %57 büyüyerek 2,6 milyar TL'ye çıkmıştır.

Doruk Faktoring

Doruk Faktoring, tahsilat, finansman ve faktoring garantisi gibi alanlarda ticari işletmelere çözümler sunmakta olup, 2024 yılında gelirlerini iki katına çıkarmıştır.

BDDK mevzuatına uygun şekilde faaliyet gösteren şirket, alacak devri, borçlu hesap mutabakatı ve tahsilat yönetimi gibi temel faktoring hizmetleri sunmaktadır.

Elektronik ve Teknoloji: Karel Elektronik (KAREL), Sesa Ambalaj, Ditaş (DITAS)

Karel & Daiichi

1986 yılında kurulan Karel, Ar-Ge'den üretime, tedarikten yurt içi ve yurt dışı satışa kadar tüm süreçleri kapsayan entegre yapısıyla sektörünün lider teknoloji ve sanayi şirketlerinden biridir. 2022 yılında bağlı ortaklık olarak Doğan Holding bünyesine katılmıştır.

Şirket; iletişim sistemleri, savunma sanayi elektroniği ve otomotiv elektroniği alanlarında faaliyet göstermekte, iştiraklerinden Daiichi aracılığıyla Ford gibi global markalara ekran paneli üretmektedir.

Uzun vadeli telekom sözleşmeleri 1 Nisan'da efektif olmak üzere fiyat revizyonlarıyla yenilenmiş, Daiichi hissesi satışıyla 12,6 milyon USD nakit girişi sağlanmıştır. Yılın devamında organizasyonel sadeleşme ile verimlilik artışının hızlanması hedeflenmektedir.

SESA Ambalaj

SESA Ambalaj, Türkiye'nin tek ölçekli, niş ve katma değerli ambalaj üreticisi konumundadır. 2024 yılında küresel ekonomik yavaşlama ve kur gelişmeleri nedeniyle kârlılığı baskı altına girse de, şirket ihracat odaklı büyüme modelini sürdürmektedir.

2024 yılında ihracatın toplam gelir içindeki payını %53'ten %56'ya yükselten şirket, operasyonel verimliliğini artırmak amacıyla stratejik adımlar atmıştır. 1Ç25'de premium ürünlerin gelir içindeki payı yıllık bazda %27'den %31'e yükselerek marj artışını desteklemiştir.

Uygun bir değerlendirme oluşması halinde Holding'in halka arz edebileceği varlıklar arasındadır.

Ditaş

1972 yılında kurulan Ditaş, motorlu taşıtların direksiyon ve süspansiyon sistem parçalarının üretiminde faaliyet göstermektedir.

Ditaş 2025 yılına güçlü başlasa da, iş modeli olarak holdingin yapısı içerisinde ağır sanayi tarafında kalması nedeniyle çeşitli kurumsal aksiyonların değerlendirilebileceği düşünülmektedir.

Madencilik: Gümüştaş Madencilik, Doku Madencilik

Doğan Holding, madencilik sektörüne stratejik bir giriş yaparak, kurşun, çinko ve bakır üretimiyle uzun vadeli bir büyüme alanı oluşturmayı hedeflemektedir. Bu kapsamda, Gümüştaş Madencilik ve Doku Madencilik şirketleri Holding bünyesine katılmıştır.

Türkiye'nin en büyük üç kurşun ve çinko üreticisinden biri olan Gümüştaş, %100'e yakın ihracat oranı ile güçlü bir döviz bazlı gelir profiline sahiptir.

Niğde Bolkar sahasında önümüzdeki dört yıl içinde 100 milyon USD yatırım yapılması planlanmaktadır. Bu bölgede toplam 23 milyon ton rezerv (9 milyon ton mevcut + 14 milyon ton potansiyel) bulunmaktadır. Hedeflenen yıllık üretim kapasitesi 1 milyon ton, cevher üretimi ise 350 bin tondan 500 bin tona çıkarılacaktır.

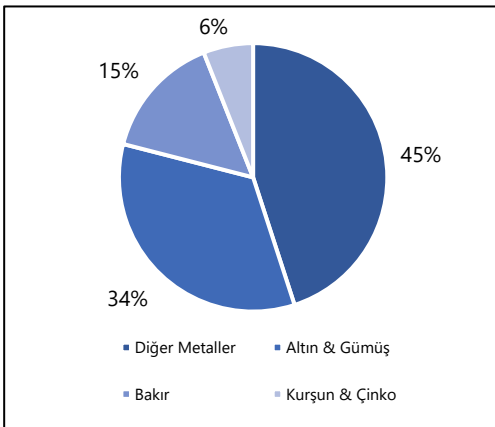
Gümüştaş, yıllık 100 bin metre sondaj kapasitesiyle yürüttüğü arama faaliyetlerini genişletmeyi hedeflemekte ve sahip olduğu 80 arama ile 16 üretim lisansı üzerinden maden portföyünü yönetmektedir.

2025 yılı itibarıyla TL bazında > %50 gelir artışı, %25 – 30 FAVÖK marjı ve USD bazında 40 - 45 milyon TL yatırım harcaması hedeflenirken, 2030 yılına kadar 1 milyar USD piyasa değeri hedeflenmektedir.

1Ç25'de beklenenden güçlü spot emtia fiyatları sayesinde %55 FAVÖK marjı kaydedilmiştir.

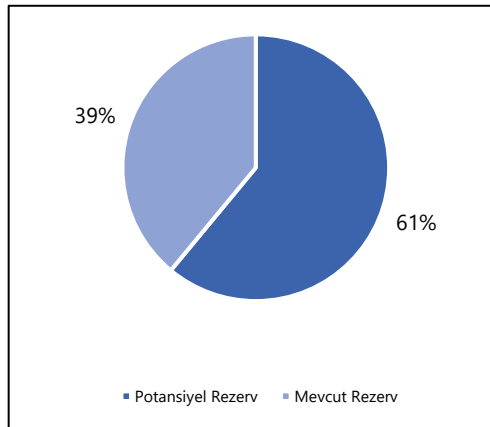
Bu segment, Holding'in uzun vadeli büyüme motorlarından biri olarak konumlanmaktadır.

Tablo: Metal Sektör Büyüklüğü Dağılımı, Türkiye



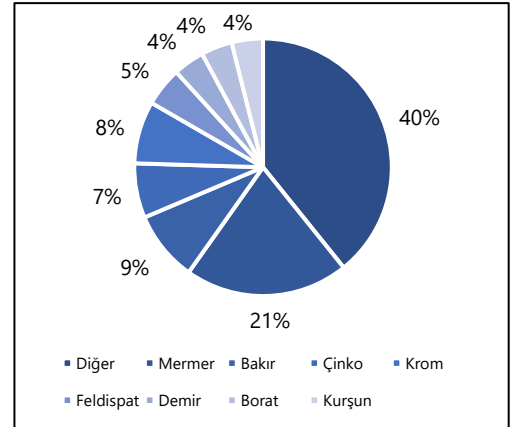
Kaynak: ISO 500, MAPEG

Tablo: Gümüştaş Kapasite



Kaynak: ISO 500, MAPEG

Tablo: Türkiye Maden İhracatı (USD mn)



Kaynak: MAPEG, MTA

Otomotiv: Doğan Trend Otomotiv

Doğan Trend Otomotiv, otomobil, motosiklet, marin motorları ve şarj ekipmanlarından oluşan geniş marka portföyüyle mobilitenin her alanında çözümler sunmaktadır.

Suzuki, MG, Maxus, Vespa, Moto Guzzi, Aprilia, KYMCO, Silence, Wallbox ve Piaggio gibi markaların Türkiye temsilciliğini üstlenen Doğan Trend Otomotiv, otomobil, hafif ticari araç, deniz motorları ve motosiklet segmentlerinde entegre hizmet sunan bir şirkettir.

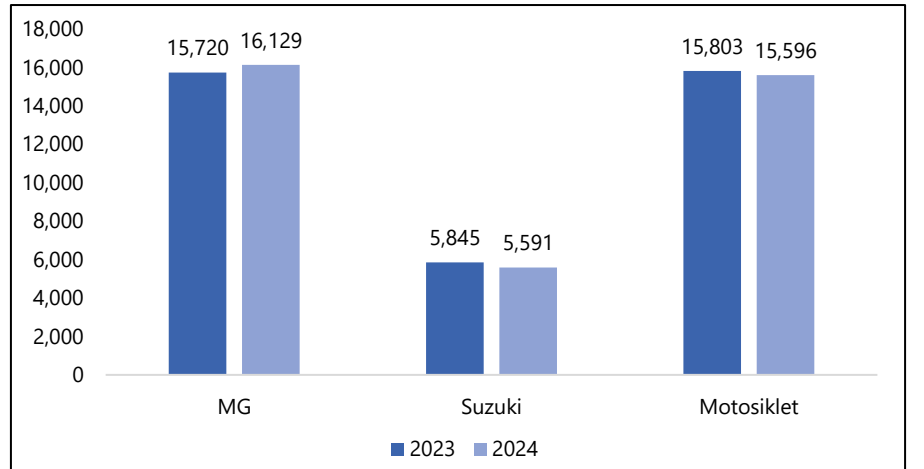
MG markası 2024'ü %2,6 büyüme ve 16.129 adetlik satışla kapatırken, Maxus 272, Suzuki ise 5.591 adet toptan satış gerçekleştirmiştir. Motosiklet segmentinde 15.596 adetlik satışa ulaşılmıştır. Marin operasyonları %38 büyüme göstererek 1.893 adede ulaşmıştır.

2024 sonunda Çin araç ithalatına getirilen ek %10 vergi ve ÖTV teşviğinden faydalanmak için gereken yerlilik oranının artırılması, binek araç satışlarını olumsuz etkilemiştir. Hatırlatmak gerekirse, Aralık 2024 itibarıyla, araçların ÖTV muafiyet kapsamına alınması için gereken minimum yerli üretim oranı %20'den %40'a yükseltildi.

Motosiklet üretim tesisinin 2025 yılında faaliyete geçmesi, ürün yelpazesinde yerli üretim katkısını artıracak ve operasyonel verimliliği destekleyecektir.

Doğan Trend, hem araç satış adetlerini hem de ürün gamını çeşitlendirerek, önümüzdeki dönemde yüksek büyüme ve operasyonel kârlılık potansiyeli sunan bir segment olarak öne çıkmaktadır.

Tablo: Satış Hacimleri (adet)



Kaynak: Doğan Holding

Gayrimenkul Yatırımları

Holding portföyünde yer alan 5 gayrimenkul varlığı, satılabilir varlıklar kategorisinde değerlendirilmektedir.

Tablo: Gayrimenkul Portföyü

Şirket	Lokasyon	Ekspertiz Değeri (mn TL)		Yıllık Değişim (%)
		2023	2024	
D Yapı Romanya	Bükreş, Romanya	611	802	31%
Doğan Holding	Gümüşsuyu, İstanbul	195	265	36%
Kandilli Gayrimenkul	Tepeüstü, İstanbul	1.593	2.249	41%
M Investment	New York	2.635	2.565	-3%
D Gayrimenkul	Şişli, İstanbul	5.087	6.427	26%
Toplam		10.121	12.308	22%

Kaynak: Doğan Holding

Değerleme: Doğan Holding Net Aktif Değer (NAD) Tablosu

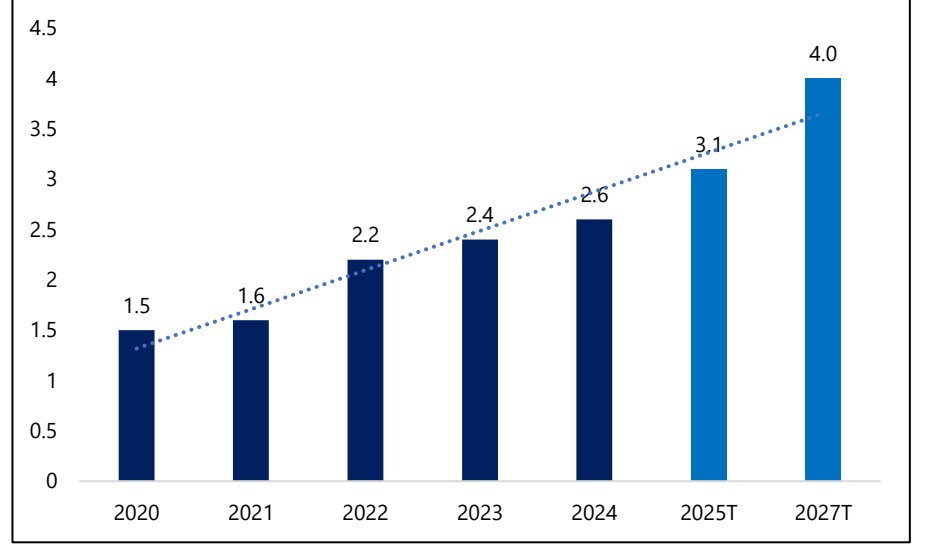
Doğan Holding'in 12 aylık hedef piyasa değerine ulaşırken Net Aktif Değer (NAD) yöntemini kullandık. Elde ettiğimiz 67 milyar TL'lik hedef değere mevcut 646 milyon USD'lik solo net nakit pozisyonunu 2026 ortalama USD/TRY kur tahminimiz olan 48,2 seviyesine göre ekleyerek 99 milyar TL'lik net aktif değere ulaştık. Sonuç olarak, bulunan net aktif değere %40 oranında holding iskontosu uygulamamızın ardından Doğan Holding için 22,60 TL seviyesinde 12 aylık hedef fiyata ulaşmaktayız. 12 aylık hedef fiyatımız, son kapanış fiyatına kıyasla %55 getiri potansiyeline işaret ediyor.

Hedef Net Aktif Değer Tablosu							
Segment	Değerleme Yöntemi	Cari Piyasa Değeri (mn TL)	Holding Payı (%)	Holding Payı (mn TL)	% of NAD	Holding Payı Hedef Değer (mn TL)	% of NAD
Elektrik Üretim							
Galata Wind	Piyasa Değeri	13.003	70%	9.102	12%	11.787	12%
Toplam				9.102		11.787	12%
Elektronik, Sanayi ve Teknoloji							
Ditaş	Piyasa Değeri	1.063	68%	725	1%	939	1%
Doğan Dış Ticaret	Defter Değeri	155	100%	155	0%	201	0%
Sesa Ambalaj	7,94x FD/FAVÖK	3.870	70%	2.709	4%	3.508	4%
KAREL	Piyasa Değeri	7.454	40%	2.982	4%	3.861	4%
Daiichi	İşlem Değeri	2.326	25%	581	1%	753	1%
Toplam				7.152		9.262	9%
Otomotiv Ticaret & Pazarlama							
Doğan Trend Otomotiv	Defter Değeri @ 1.9x	1.279	100%	1.279	2%	1.656	2%
Toplam				1.279		1.656	2%
Finans ve Yatırım							
D Yatırım Bank	Defter Değeri @ 1.5x	1.395	100%	1.395	2%	1.807	2%
Doruk Faktoring	Defter Değeri @ 1.5x	1.938	100%	1.938	3%	2.510	3%
Hepişi Sigorta	Defter Değeri @ 2,0x	8.731	85%	7.421	10%	9.610	10%
Öncü Girişim Sermaye	İnsider Hisse Değeri	905	100%	905	1%	1.172	1%
Toplam				11.660		15.099	15%
İnternet ve Eğlence							
Kanal D Romania	3,8x FD/FAVÖK	1.522	100%	1.522	2%	1.971	2%
Glokal (Hepsi Emlak)	7,4x FD/FAVÖK	3.191	79%	2.528	3%	3.274	3%
Toplam				4.050		5.245	5%
Gayrimenkul Portföyü							
D Gayrimenkul	Ekspertiz Değeri	7.061	100%	7.061	9%	9.144	9%
D Yapı - Romanya	Ekspertiz Değeri	881	100%	881	1%	1.141	1%
Doğan Holding İstanbul	Ekspertiz Değeri	292	100%	292	0%	378	0%
Kandilli Gayrimenkul	Ekspertiz Değeri	2.471	50%	1.236	2%	1.600	2%
M Investment	Ekspertiz Değeri	2.818	22%	624	1%	808	1%
Toplam				10.094		13.071	13%
Diğer							
Milta Turizm	Alım Bedeli	3.450	100%	3.450	4%	4.467	5%
Doğan Yayıncılık	Alım Bedeli	24	100%	24	0%	31	0%
Toplam				3.474		4.499	5%
Madencilik							
Gümüştaş	Alım Bedeli	6.357	75%	4.768	6%	6.174	6%
Doku	Alım Bedeli	698	75%	523	1%	678	1%
Toplam				5.291		6.852	7%
Toplam				52.102		67.472	
Halka Açık				12.809		16.588	17%
Halka Açık Olmayan				39.293		50.884	52%
Net Nakit				25.040		31.137	32%
Net Aktif Değer (mn TL)				77.141		98.609	
Doğan Holding Piyasa Değeri (mn TL)				38.077		38.077	
İskonto / Prim				-51%		-61%	
Uygulanan İskonto (%)						40%	
Hisse Fiyatı						14,55	
Hedef Fiyat						22,60	
Yükseliş Potansiyeli						55%	

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma, Şirket Verileri

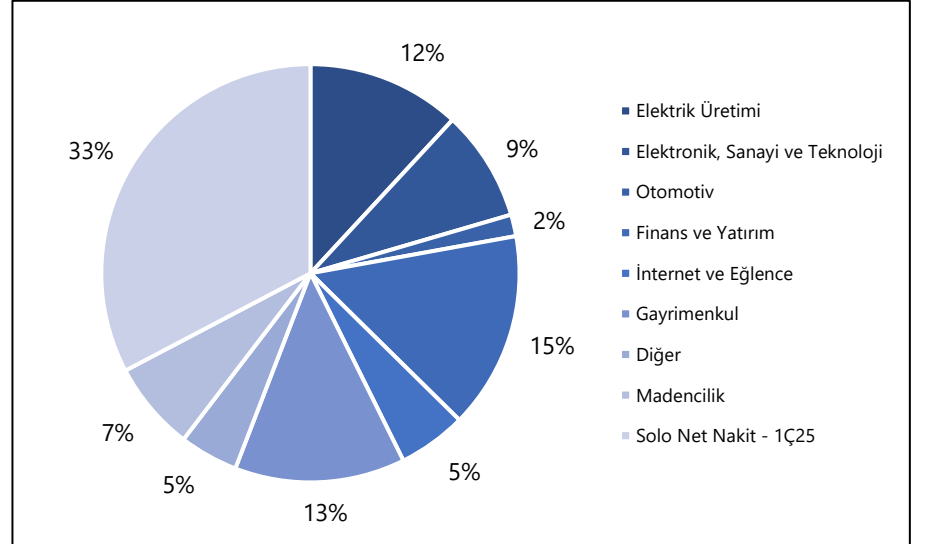
Doğan Holding Net Aktif Değer (NAD) Tablosu Özeti

Tablo: Tarihsel NAD Gelişimi ve Projeksiyonlar (Milyar USD)



Kaynak: Doğan Holding

Tablo: Sektörlere Göre NAD Payı (%)



Kaynak: Doğan Holding

Ekler / Finansal Tablolar

Tablo: Doğan Holding 2024 Yıl Sonu Konsolide Gelir Tablosu

(mn TL)	2023	2024	Δ
Gelirler	75.706	84.493	12%
Toplam Maliyetler	-62.056	-74.035	19%
Brüt Kar	13.650	10.457	-23%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	18%	12%	
Faaliyet Giderleri	-7.513	-9.724	29%
Esas. Faal. Diğer Gel./Gid., net	9.325	6.184	-34%
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. Kar/(Zarar) Pay.	1.149	-1.435	a.d
Faaliyet Karı / (Zararı)	16.611	5.483	-67%
Yatırım Faaliyetlerinden Gel./ (Gid.), net	11.152	4.166	-63%
Finansman Gel. / (Gid.), net	-6.542	-6.693	2%
Parasal Kazanç / (Kayıp), net	-18.639	1.385	a.d
Vergi Öcnesi Kar / (Zarar)	2.581	4.341	68%
Sürdürülen Faaliyetler Kar / (Zarar)	446	3.456	675%
Durdurulan Faaliyetler Kar / (Zarar)	-1.061	-	-
Net Kar	-615	3.456	a.d
Net Kar - Ana Ortaklık Payları	-210	4.317	a.d
FAVÖK	10.740	3.012	-72%
<i>FAVÖK Marjı</i>	14%	4%	

Kaynak: Doğan Holding

*Finans ve Yatırım Segmenti hariçtir.

Tablo: Doğan Holding 2024 Yıl Sonu Konsolide Bilanço Tablosu

(mn TL)	2023	2024	Δ
Dönen Varlıklar	83.684	83.218	-1%
Duran Varlıklar	51.192	56.450	10%
Toplam Varlıklar	134.876	139.668	4%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	41.553	48.836	18%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	13.486	16.793	25%
Azınlık Payları	9.919	10.614	7%
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	69.918	63.425	-9%
Toplam Yükümlülükler	134.876	139.668	4%
Nakit ve Nakit Benzerleri*	49.620	52.882	7%
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	23.225	20.110	-13%
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	7.497	10.398	39%
Holding Solo Net Nakit	29.526	23.662	-20%

Kaynak: Doğan Holding

*Kısa vadeli finansal yatırımlar nakit ve nakit benzerlerine dahil edilmiştir.

Ekler / Finansal Tablolar

Tablo: 2024 Yıl Sonu Gelir Kırılımı

(mn TL)	2023	2024	Δ
Elektrik Üretimi	2.684	2.364	-12%
Elektrik Gelirleri	2.684	2.364	-12%
Sanayi ve Ticaret	25.154	22.040	-12%
Sanayi gelirleri	15.776	15.575	-1%
Ambalaj gelirleri	4.929	2.003	-59%
Dış ticaret gelirleri	4.365	4.410	1%
Diğer	84	52	-38%
Otomotiv Ticaret ve Pazarlama	28.797	26.193	-9%
Finansman ve Yatırım	14.961	28.587	91%
Finansman ve sigortacılık gelirleri	12.832	21.184	65%
Yönetim danışmanlığı gelirleri	310	4.360	1306%
Faktoring gelirleri	1.797	3.014	68%
Yatırım gelirleri	22	29	32%
İnternet ve Eğlence	2.981	3.210	8%
Reklam Gelirleri	2.082	2.192	5%
Abonelik Gelirleri	373	583	56%
Kitap ve Dergi Satışları	497	356	-28%
Diğer	29	79	172%
Gayrimenkul Yatırımları	1.129	1.236	9%
Gayrimenkul Satış Gelirleri	418	500	20%
Kira Gelirleri	445	444	-
Diğer	266	292	10%
Madencilik	-	864	a.d
Madencilik ve dış ticaret gelirleri	-	758	a.d
Diğer	-	106	a.d
Toplam	75.706	84.494	12%

Kaynak: Doğan Holding

Tablo: 2024 Yıl Sonu Segment Analizi

(TL)	Elektrik Üretimi	Sanayi ve Ticaret	Madencilik	Otomotiv ve Ticaret ve Pazarlama	Finansman ve Yatırım	İnternet ve Eğlence	Gayrimenkul Yatırımları	Eliminasyonlar	Toplam
Gelir	2.364.400	22.091.761	863.533	26.329.532	28.996.302	3.209.935	1.284.693	-647.623	84.492.533
Gelir Payı	3%	26%	1%	31%	34%	4%	2%	-1%	
FAVÖK	1.633.063	52.459	216.817	153.882	-	738.107	217.261	-	3.011.589
FAVÖK Payı	54%	2%	7%	5%	-	25%	7%	-	
VÖK	11.486	-2.239.560	-177.856	-1.854.390	9.066.767	524.392	-990.051	-	4.340.788

Kaynak: Doğan Holding

*VÖK payı Sürdürülen ve Durdurulan Faaliyetler'in toplamına göre hesaplanmıştır.

*Finansman ve Yatırım segmentinde FAVÖK hesaplanmamaktadır.

*Gümüştaş ve Doku Madencilik şirketleri 30.09.2024 itibarıyla sadece bilançolarda yer almaktaydı. 4.24'te gelir tablosuna dahil edilmiştir.

Ekler / Finansal Tablolar

Tablo: 2024 Yıl Sonu Net Nakit / (Borç) Kırılımı

(mn TL)	2023	2024	Δ
Elektrik Üretimi	-894	-974	9%
Sanayi ve Ticaret	-6.666	-6.453	-3%
Karel	-4.329	-4.499	4%
Sesa Ambalaj	-1.103	-593	-46%
Ditas	-458	-469	2%
Diğer	-775	-892	15%
Otomotiv	-7.524	-4.556	-39%
Finans & Yatırım	33.766	35.434	5%
Hepiyi Sigorta	8.664	16.982	96%
DHI	17.279	14.331	-17%
Öncü GSYO	9.146	8.431	-8%
Doğan Holding	3.100	900	-71%
Doruk Fakt. + DY Bankası	-4.420	-5.145	16%
Diğer	-3	-65	a.d
İnternet & Eğlence	370	-14	-104%
Hepsiemlak	236	50	-79%
Kanal D Romanya	-227	-169	-26%
Diğer	361	105	-71%
Gayrimenkul Yatırımları	299	455	52%
D Gayrimenkul	214	322	50%
Diğer	85	133	56%
Madencilik	-	-753	a.d
Gümüştaş Madencilik	-	-788	a.d
Gümüştaş Dış Ticaret	-	35	a.d
Doku Madencilik	-	0	a.d
DOHOL Kombine Net Nakit / Borç*	19.351	23.892	23%

Kaynak: Doğan Holding

Yatırım Merkezlerimiz

Genel Müdürlük

Nispetiye Cad. B-3 Blok Kat: 9 Akmerkez Etiler - İSTANBUL
0 212 355 46 46

Adana	Cemal Paşa Mah. Gazipaşa Bul. Cemal Uğurlu Apt. Kat: 1 D: 4	(0 322) 457 77 55
Akatlar İrtibat Bürosu	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 8 (Eski No D: 10) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
Alsancak	Şehit Nevres Bulvarı Eczacıbaşı Apartmanı No: 7 Kat: 2 Daire: 5 Pasaport Alsancak - Konak	(0 232) 241 24 50
Ankara	Remzi Oğuz Arık Mah. Tunalı Hilmi Cad. Yaprak Apt. No: 94 Kat: 2 D: 9 Kavaklıdere Çankaya	(0 312) 435 18 36
Antalya	Şirinyalı Mah. İsmet Gökşen Cad. Özden Apt. No:82/6 Muratpaşa	(0 242) 248 45 20
Bakırköy	İstanbul Cad. Bakırköy İş Merkezi No: 6 Kat: 4 D: 14 Bakırköy	(0 212) 570 52 59
Bodrum	Konacık Mahallesi, Atatürk Bulvarı, Arbor-Abdullah Ünal Çabuk İş Merkezi No: 285/1-A6 Bodrum	(0 212) 355 46 46
Bursa	Konak Mah. Barış (120) Sokak , Ofis Artı Binası, Dış kapı No:3 Daire:33 Nilüfer-BURSA	(0 224) 225 64 10
Çankaya	Çankaya Mahallesi Cinnah Caddesi Cinnah Apartmanı No: 55 D: 7-8 Çankaya / ANKARA	(0 212) 355 46 46
Çukurambar	Kızılırmak Mah.Ufuk Üniversitesi Cad. Next Level Loft Ofis No: 4/65 Kat: 24 Söğütözü Çankaya	(0 312) 909 87 70
Denizli	Urhan İş Merkezi 2. Ticari Yol Daire 26 Kat: 6 Bayramyeri	(0 258) 265 87 85
Erenköy	Bağdat Cad. Çubukçu Apt. No: 333 Kat: 2 D: 4 Kadıköy	(0 216) 348 82 82
Gaziantep	İncilipinar Mah. Gazimuhtarpaşa Bul. Kepkepzade Park İş Merkezi B Blok No: 18 Kat: 1 D: 5	(0 342) 232 35 35
Girne	Ziya Rızıkı Cad. Şehit Necati Gürkaya Sok. Kat: 1 D: 1 Gime - KKTC	(0 392) 815 14 55-0533 889 15 51
İzmir	Kültür Mahallesi, Cumhuriyet Bulvarı No:137 Cumhuriyet Apt. K:5 D:12 Konak – İzmir	(0 232) 445 01 61
İzmit	Hürriyet Cad. Kaya İşhanı No: 39/5 İzmit	(0 262) 323 11 33
İzmit İrtibat Bürosu	Ömerağa Mah. Alemdar Cad. İ. Kolaylı Apt. No: 8 Kat: 2 İzmit	(0 262) 260 01 01
Karadeniz Ereğli	Bağlık Mahallesi Karanfil Sokak No:16/A Karadeniz Ereğli – Zonguldak	(0 372) 316 40 50
Karşıyaka	Yalı Mahallesi Ahmet Kemal Baysak Bulvarı No:42 D:11	(0 232) 241 19 24
Kartal	Üsküdar Cad. Cevat Kayacan Apt. No: 26 Kat: 4 D: 8 Kartal	(0 216) 306 22 71-306 22 06
Kayseri	Hunat Mah. Nuh Mehmet Baldöktü Sok. Gürcüoğlu Plaza No: 5 K: 3 D: 11 Melikgazi	(0 352) 221 08 68-222 82 51
Marmaris İrtibat Bürosu	Kemeraltı Mah. Orgeneral Mustafa Muğlalı Cad. Güven Apt. No: 22 D: 2 Marmaris	(0 252) 321 08 00
Merkez Şube	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 7 (Eski No D: 9) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
Mersin	İnönü Mah. 1401 Sok. No:32 Pozcu Evo Kat:2 No:10-11 Yenişehir Mersin	(0 324) 238 11 89
Trabzon İrtibat Bürosu	Kemerkaya Mahallesi Halkevi Cad. Mandıralı İş Merkezi No: 4 Daire: 4 Ortahisar	(0 462) 432 24 50

Uyarı Notu

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde 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.

Yatırım Danışmanlığı hizmeti talep edilmesi halinde; yatırımcının Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi imzalamış olması, Yerindelik Testi'ni tamamlamış ve risk grubunun belirlemiş olması zorunludur.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor herhangi bir sürede belirli bir getirinin sağlanacağına dair bir taahhüt içermemekte olup, zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yorum ve tavsiyelerde değişiklikler söz konusu olabilir. Bu raporda bahsedilen yatırım araçlarının fiyatları ve değerleri yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak hareket edebilir ve netice itibarıyla yatırımcılar anaparalarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu raporda yer alan geçmiş performans verileri gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bu raporda yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemektedir. Raporlardaki yorumlardan, bilgilerin tam veya doğru olmaması ve/veya güncellenme nedeniyle doğabilecek maddi ve manevi zararlardan Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Aksi halde, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. uğramış olduğu bütün zarar ve ziyayı talep etme hakkını saklı tutar.