

Doğan Holding A.Ş.

Değer Yeniden Doğuyor

Doğan Holding'i Endeks Üzeri Getiri önerisi ve hisse başına 25,00 TL hedef fiyat ile araştırma kapsamımıza alıyoruz. Holding, hedef tahminlerimize göre %61 NAD iskontosunu ile işlem görüyor. Holding'i; i) güçlü finansal yapısı ve net nakit pozisyonu, ii) sektörel çeşitliliği olan dengeli portföyü, iii) ortağı olduğu halka kapaklı şirketlerin halka arz bulundurma potansiyeli, iv) yenilenebilir enerji ve dijital dönüşüm odaklı büyüme, v) yabancı yatırımcı ilgisinin artma potansiyeli nedenlerinden dolayı beğeniyoruz.

Doğan Holding'in portföyü; enerji, sanayi, madencilik, otomotiv ticareti, finansal hizmetler, gayrimenkul ile dijital medya ve eğlence sektörlerinden oluşmaktadır. Holding, stratejik değer alanları olarak konumlandığı yenilenebilir enerji, madencilik ve dijital finansal hizmetler gibi yüksek büyüme potansiyeli barındıran iş kollarına uzun vadeli değer yaratma hedefiyle odaklanmaktadır. Buna karşın, otomotiv, teknoloji, gayrimenkul ve medya gibi fırsat odaklı alanlar ise portföy çeşitliliğini koruyarak Holding'in ekonomik döngülere karşı dayanıklılığını artırmakta ve operasyonel esneklik sağlamaktadır.

Holding'in sahip olduğu portföyde sektörel çeşitliliği yakalaması ve güçlü nakit pozisyonu hem küresel hem de yerel makroekonomik riskler karşısında dayanıklılığını artıran önemli unsurlar arasında yer almaktadır. Holdingi net aktif değer yaklaşımı ile değerledik. Holding'in hedef NAD'ına göre %61 iskonto ile işlem gördüğünü hesaplıyoruz (3 yıllık ortalama %40).

Makroekonomik görünüm kapsamında, 2025 yılında Türkiye'de dezenflasyon sürecinin başlamasını ve faiz indirimlerinin iç talebi desteklemesini bekliyoruz. Bu dönemde özellikle otomotiv, perakende ve medya-eğlence gibi doğrudan tüketiciye yönelik sektörlerde kademeli bir toparlanma öngörüyoruz. Doğan Holding'in bu süreçte finansal ve operasyonel anlamda pozitif ayrışmasını sağlayacak en kritik unsurlar; güçlü nakit pozisyonu ve yeni sektörlerle yatırım iştahıdır. 671 milyon dolarlık net nakdiyle şirketin gerek mevcut yatırımlarını büyütme gerekse yeni fırsatları değerlendirme kabiliyetinin oldukça yüksek olduğunu düşünüyoruz. 2024 yılında finansal hizmetler segmentinde elde edilen %91'lik büyüme performansı, dijital sigorta iştiraki Hepiyi'nin sağladığı ivmeyle önümüzdeki dönemde daha da pekiştirebilir. Aynı şekilde Gümüştaş ve Doku Madencilik yatırımlarıyla Holding, yüksek kârlılığa sahip stratejik kaynaklara erişimini artırabilir ve bu alanda değer yaratma potansiyelini güçlendirebilir.

Başlıca risk faktörleri, i) makroekonomik ve küresel ticaret riskleri, **ii)** özellikle enerji ve finans sektörlerinde regülasyon riskleri, **iii)** sanayi iş kolunda artan rekabet.

67% Getiri Potansiyeli

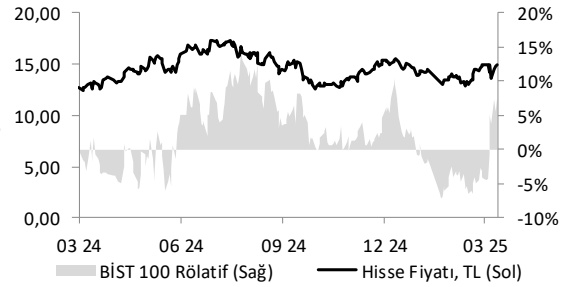
Öneri, Hedef Fiyat ve Kotasyon Detayları

Bloomberg Kodu	DOHOL TI
Öneri	Endeks Üzeri Getiri
Hisse Başına Fiyat, TL	15,00
Hisse Başına Hedef Fiyat, TL	25,00
Getiri Potansiyeli	67%
Fiili Dolaşım Oranı	35,67%
Piyasa Değeri, milyon TL	39.255
Piyasa Değeri, milyon \$	1.036
BIST-100 Endeks Ağırlığı	0,51%
BIST Tüm Endeks Ağırlığı	0,37%
Yabancı Yatırımcı Oranı	16,87%
Emeklilik Fonları Oranı	20,04%
Yatırım Fonları Oranı	19,54%

Kaynak: Matriks, PhillipCapital Araştırma

Fiyat ve piyasa değeri 26 Mart itibarıyla

Özet Finansallar (Milyar TL)	2022	2023	2024	2025T
Ciro	29.606	75.706	84.493	113.93
FAVÖK	3.154	7.440	3.011	5.549



Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBB
Nominal Getiri	15,0%	-2,7%	20,0%	3,5%
Endeks Göreceli	14,1%	0,3%	9,5%	5,5%
AOİH, mn TL	421	379	445	380

AOİH: Ağırlıklı ortalama işlem hacmi

Roni ÇILBIYIK

roni.cilbiyik@phillipcapital.com.tr

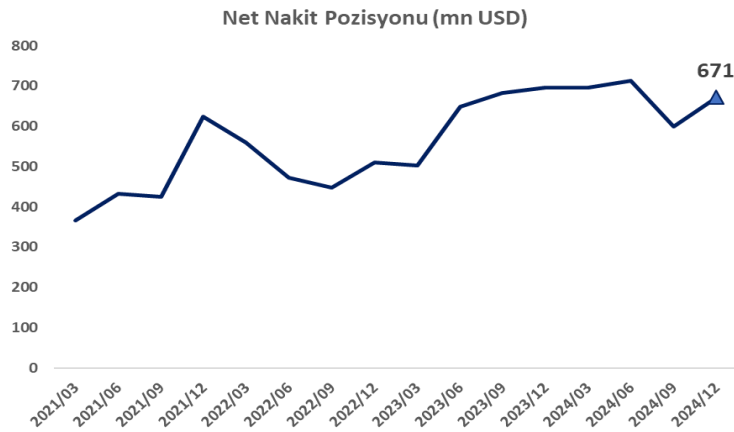
Banu DİRİM

banu.dirim@phillipcapital.com.tr

Yatırım Teması

Global piyasalardaki görünümde ABD Başkanı Trump'ın ek gümrük tarifelerinin yarattığı belirsizlik ve devam eden jeopolitik riskler halen bir risk unsuru yaratmaya devam etse de 2025 yılının geri kalanında Türkiye'nin makroekonomik dinamiklerinde enflasyondaki normalleşme, Avrupa talebinde ılımlı toparlanma ve EUR/USD paritesindeki artışın etkisiyle dengeli bir yıl olma potansiyeli taşıdığını düşünüyoruz. Böyle bir makroekonomik ortamda Doğan Holding'in **i) güçlü finansal yapısı ve net nakit pozisyonu, ii) sektörel çeşitliliği sayesinde ekonomik döngülere karşı dayanıklılığı, iii) ortağı olduğu halka kapaklı şirketlerin halka arz bulundurma potansiyeli, v) yenilenebilir enerji ve dijital dönüşüm odaklı büyüme, v) yabancı yatırımcı ilgisinin artma potansiyeli sayesinde pozitif ayrışmasını bekliyoruz.** Özellikle küresel ve yerel yatırım ortamında risk primlerindeki düşüş ve yabancı yatırımcı ilgisinin artması, Doğan Holding'in değerlendirme iskontosunun kademeli olarak daralmasını sağlayabilir. Doğan Holding için değerlendirme çalışmamızda %35 iskonto oranı baz alınmıştır. Net nakit pozisyonunun yüksekliği ve portföyde halka açık olmayan şirketlerin görece daha ağırlıklı olması değerlendirme varsayımımızda mevcut piyasa koşulları çerçevesinde %35 seviyesini makul bir seviye haline getirmektedir. Holding, hedef tahminlerimize göre %61 NAD iskontosunu ile işlem görmekte olup değerlendirme farkının zamanla daralabileceğini ve bu sürecin hisse performansına pozitif yansıtılabileceğini öngörüyoruz. Şirketin güçlü bilançosu ve yatırım stratejileri doğrultusunda uzun vadeli yatırımcılar için cazip bir fırsat sunduğunu değerlendiriyoruz.

Holding'in 2024 sonu itibarıyla sahip olduğu 23,5 milyar TL'lik (671 mn \$) net nakit pozisyonu yeni yatırım fırsatlarını değerlendirme açısından önemli bir avantaj sağlarken, 2030 yılına kadar stratejik iş kolu olarak belirlediği yenilenebilir enerji, madencilik ve finansal hizmetler sektörü şirketlerini 1 milyar dolar değerlemeye ulaştırma hedefiyle büyüme planlarını agresif bir şekilde uygulanmaya devam ediyor. Portföyde bulunan Sesa ve Ditaş'ın ihracat odaklı şirketler olması kaynaklı hem Avrupa'nın zayıf seyri hem de güçlü TL'den olumsuz etkilenmiştir. Otomotiv tarafında ise Doğan Trend Otomotiv hem regülasyonlar hem de finansman maliyetlerinin yüksek olması nedeniyle zorlu bir yılı geride bırakmıştır. Bununla birlikte portföyde yer alan yenilenebilir enerji, madencilik ve dijital finansal hizmetler sektörleri uzun vadeli değer yaratma stratejisinin merkezinde yer alırken halka arz ve birleşme & satın alma fırsatlarının büyümeyi destekleyeceğini öngörüyoruz. Otomotiv sektörü gibi rekabetin yoğun olduğu bir sektörde zorlu rakiplerle mücadele eden Holding Çinli otomotiv devi SAIC ile olan iş birliği sayesinde sektörde önemli bir konum elde etme potansiyeline sahip. SAIC'in Türkiye'de üretim kararı alması Doğan Holding'in otomotiv segmentindeki büyümesini hızlandıracak ve şirketin kârlılığına doğrudan pozitif yansıyacaktır.



Kaynak: Şirket Verisi

Portföy Yapısı ve Stratejik Dönüşüm Gelişmeleri

Son yıllarda Doğan Holding'in portföy yapısında çeşitliliği, kârlılık ve büyüme odaklı dönüşümü ön planda tutan bir stratejik yapı oluşmuştur. Holding farklı sektörlerdeki yatırımları ile sürdürülebilir büyüme, finansal esneklik ve yenilikçi iş alanlarına giriş yaparak riskleri dengeli bir şekilde yönetmektedir. Doğan Holding'in elektrik üretimi, sanayi ve ticaret, madencilik, otomotiv, finans ve yatırım, internet ve eğlence ve gayrimenkul yatırımları gibi geniş sektör dağılımına sahip portföyü şirketin ekonomik risklere karşı dayanıklılığını artıran temel faktörlerden biri olarak öne çıkmaktadır. Holding, 2030 yılına kadar her stratejik olarak tanımladığı iş kollarını 1 milyar dolar değerlemeye ulaştırma hedefi doğrultusunda büyüme planlarını kararlılıkla uygulamaktadır. Yenilenebilir enerji, madencilik ve dijital finansal hizmetler uzun vadeli değer yaratma stratejisinin merkezinde yer almakta ve bu alanlarda organik büyüme, halka arz ve birleşme & satın alma gibi mekanizmalarla büyüme hedeflenmektedir. Bununla birlikte, Holding yönetimi portföyünü yalnızca stratejik büyüme eksenleriyle değil aynı zamanda fırsatlara dayalı taktiksel bir anlayışla da şekillendirmektedir. Bazı sektörler uzun vadeli yatırım alanı olarak konumlandırılırken, bazı segmentlerde ise piyasa koşullarına göre esnek hareket edilerek ortaya çıkabilecek değer yaratım fırsatları takip edilmektedir. Holdingin portföy yapısını incelediğimizde;

Stratejik Değer Alanları

Enerji ve Yenilenebilir Kaynaklar: Galata Wind (GWIND TI), rüzgâr ve güneş santralleri ile Doğan Holding'in yenilenebilir enerji alanındaki büyüme hedeflerinin önemli bir taşıyıcısı konumundadır.

Madencilik: Gümüştaş Madencilik ve Doku Madencilik, kurşun ve çinko üretimiyle Doğan Holding'in doğal kaynaklara yönelik yatırımlarını güçlendirirken aynı zamanda hızlı büyüyen batarya endüstrisine hammadde tedariki sağlamaktadır.

Finans ve Yatırım: Doğan Yatırım Bankası, Hepiyi Sigorta ve Doruk Faktoring Holding'in finansal hizmetlerdeki büyüme stratejisinin ana unsurlarını oluşturmaktadır.

Fırsat Odaklı Değer Alanları

Sanayi ve Ticaret: Karel (KAREL TI), Sesa ve Ditaş (DITAS TI) gibi şirketler elektronik, ambalaj ve otomotiv yedek parça üretimi ile Holding'in sanayi sektöründeki varlığını güçlendirmektedir.

Otomotiv: Doğan Trend Otomotiv MG ve Suzuki gibi küresel markaların Türkiye distribütörü olarak konumlanırken Vespa, Piaggio, Kymco ve Suzuki Marine ile motorlu araç segmentindeki pazar payını büyütmektedir.

Dijital Medya ve Teknoloji: Kanal D Romanya gibi yatırımlarla medya sektöründeki uluslararası varlığını koruyan Holding, Hepsimlak ile Türkiye'de gayrimenkul teknolojilerine yönelik büyüme potansiyeline yatırım yapmaktadır.

Gayrimenkul ve Turizm: Bodrum Marina ve Trump Towers İstanbul gibi yatırımlarla yüksek değerli gayrimenkul ve turizm yatırımları stratejisini sürdürmektedir.

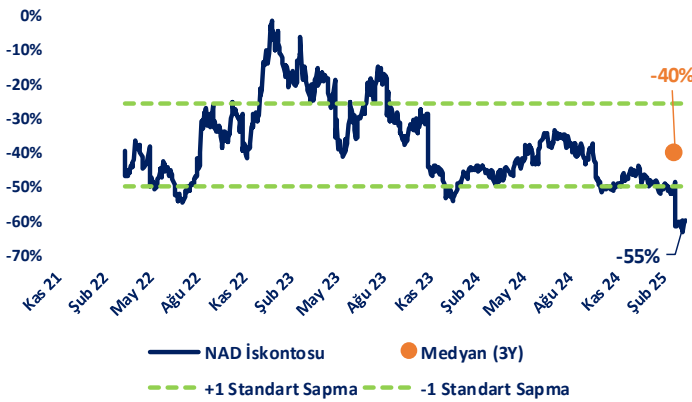
	2020	2021	2022	2023	2024
Satın Alım	Sesa Ambalaj 57,8 mn EUR, %70 pay	Profil Grubu 2,9 mn EUR, %70 pay	Karel Elektronik 843 mn TL, %40 pay Maksipak 7,9 mn EUR, %70 pay	Zingat	Gümüştaş Madencilik 123 mn USD, %75 pay Doku Madencilik 13,5 mn USD, %75 pay
Yeni Kuruluş	Doğan Yatırım Bankası Doğan Trend Otomotiv	Hepiyi Sigorta			
IPO		Galata Wind 100 mn USD, %30 pay			
Çıkış	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, %38,22 pay DMC 38,3 mn EUR, %40 pay

Kaynak: Şirket Verisi

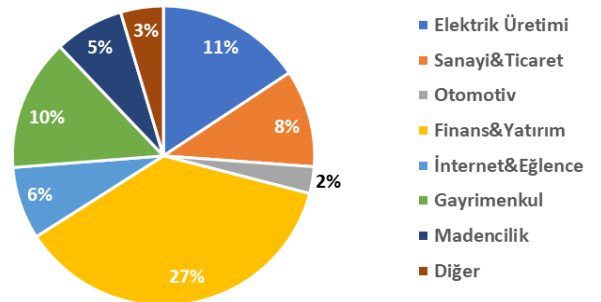
Net Aktif Değer Tablosu

Cari					Hedef		
Sektör/Şirket	Holding Payı %	Değerleme Metodu	Piyasa Değeri (Mn TL)	Holding Payı (Mn TL)	Değerleme Metodu	Piyasa Değeri (Mn TL)	Holding Payı (Mn TL)
Elektrik Üretimi							
Galata Wind	70%	Piyasa Değeri	13.500	9.450	İNA	26.500	18.550
Toplam				9.450			18.550
Sanayi&Ticaret							
Ditaş	68%	Piyasa Değeri	1.132	773	9,0x FD/FAVÖK 2025T	1.570	1.071
Doğan Dış Ticaret	100%	Defter Değeri	214	214	Defter Değeri	214	214
Karel Elektronik	40%	Piyasa Değeri	7.116	2.846	9,5x FD/FAVÖK 2025T	17.200	6.880
Sesa Ambalaj	70%	7,9x FD/FAVÖK	4.253	2.977	7,9x FD/FAVÖK	4.253	2.977
Toplam				6.810			11.143
Otomotiv							
Doğan Trend Otomotiv	100%	Defter Değeri@1,9x	1.855	1.855	Defter Değeri@1,9x	1.855	1.855
Toplam				1.855			1.855
Finans&Yatırım							
D Yatırım Bankası	100%	Defter Değeri @1,5x	1.302	1.302	Defter Değeri @1,5x	1.302	1.302
Doruk Faktoring	100%	Defter Değeri @1,5x	1.540	1.540	Defter Değeri @1,5x	1.540	1.540
Heplyi Sigorta	85%	Defter Değeri @6,8x	23.585	20.047	Defter Değeri @6,8x	23.585	20.047
Öncü VCIT	100%	İnsider Hisse Değeri	817	817	İnsider Hisse Değeri	817	817
Toplam				23.706			23.706
İnternet&Eğlence							
Kanal D- Romanya	100%	6,8x FD/FAVÖK	465	465	6,8x FD/FAVÖK	465	465
Glokal (Hepsi Emlak)	79%	13,4x FD/FAVÖK	5.767	4.569	13,4x FD/FAVÖK	5.767	4.569
Toplam				5.034			5.034
Gayrimenkul							
D Gayrimenkul	100%	Ekspertiz Değeri	6.376	6.376	Ekspertiz Değeri	6.376	6.376
D Yapı - Romania	100%	Ekspertiz Değeri	796	796	Ekspertiz Değeri	796	796
Doğan Holding İstanbul	100%	Ekspertiz Değeri	263	263	Ekspertiz Değeri	263	263
Kandilli Gayrimenkul	50%	Ekspertiz Değeri	2.232	1.116	Ekspertiz Değeri	2.232	1.116
M Investment	22%	Ekspertiz Değeri	2.545	564	Ekspertiz Değeri	2.545	564
Toplam				9.114			9.114
Madencilik							
Gümüştaş	75%	Alım Bedeli	5.740	4.305	Alım Bedeli	5.740	4.305
Doku	75%	Alım Bedeli	630	473	Alım Bedeli	630	473
Toplam				4.778			4.778
Diğer							
Milta Turizm	100%	Alım Bedeli	2.915	2.915	Alım Bedeli	2.915	2.915
Doğan Yayıncılık	100%	Alım Bedeli	22	22	Alım Bedeli	22	22
Toplam				2.936			2.936
İştirakler Toplamı							
Halka Açık				13.069			26.501
Halka Açık Olmayan				50.614			50.614
Net Nakit (4Ç24)				23.485			23.485
Toplam NAD (mn TL)				87.168			100.600
Doğan Holding Piyasa Değeri				39.255			39.255
İskonto (-)/ Prim (+)				-55%			-61%
Uygulanan İskonto (%)							35%
İskonto Sonrası Hedef NAD							65.390
Hedef Fiyat (TL)							25,00
Cari Hisse Fiyatı (TL)							15,00
Getiri Potansiyeli (%)							66,6%

DOHOL Net Aktif Değer İskontosu



NAD Kırılımı



Kaynak: Şirket Verisi, PhillipCapital Araştırma

Sektörel Değerlendirmeler

Elektrik Üretimi

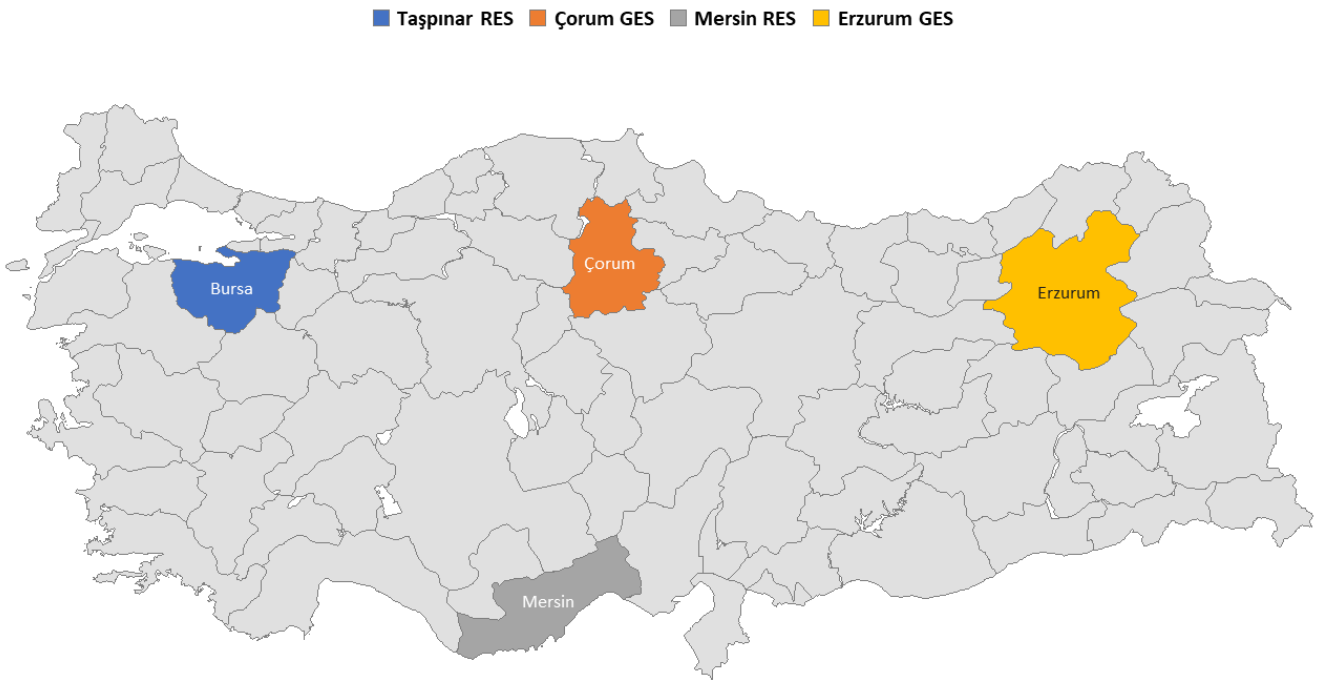
Türkiye enerji piyasası yenilenebilir enerjiye yönelik artan yatırımlar, enerji arz güvenliği ihtiyacı ve karbon emisyonlarını azaltma hedefleri doğrultusunda dönüşüm sürecine girmiştir. 2024 yılında Türkiye'nin toplam elektrik üretimi yıllık %5,9 artarak 261.533 GWh'a ulaşırken yenilenebilir enerji kaynaklarının toplam üretimdeki payı %48,5 seviyesine yükselmiştir. Hidroelektrik santraller %28,2 (2023: %28,2) ile en büyük paya sahip olurken rüzgâr enerjisi %10,8 (2023: %10,8) ve güneş enerjisi %16,4 (2023: %5,7) payla Türkiye'nin enerji üretiminde giderek artan bir role sahip olmaktadır.

Bu değişim Türkiye'nin 2035 yılına kadar yenilenebilir enerji kapasitesini 120 GW seviyesine çıkarma hedefi ile paralellik göstermektedir. Bu kapsamda YEKA projeleri, depolamalı enerji yatırımları ve yeni güneş-rüzgâr santralleri ile sektörün büyümesi hedeflenmektedir. Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu (EPDK) tarafından yayınlanan 2024 yılı Yenilenebilir Enerji Kaynakları Destekleme Mekanizması (YEKDEM) listesine göre toplam kurulu gücü 17.624 MW olan 778 santral teşvik mekanizmasına dahil edilmiştir.

Doğan Holding'in sektörde faaliyet gösteren varlıklarına baktığımızda;

Doğan Holding'in yenilenebilir enerji portföyünde yer alan **Boyabat Elektrik Üretim ve Ticaret A.Ş.** (513 MW) ve **Aslancık Elektrik Üretim A.Ş.** (120 MW), Türkiye'nin önemli hidroelektrik üretim tesislerinden olmakla birlikte, grup şirketleri arasındaki pay sahipliği yapısı ve bu santrallerden elde edilen gelirlerin düzensizliği nedeniyle, net aktif değer (NAD) hesabına ihtiyatlı bir yaklaşımla dahil edilmemektedir. Söz konusu iştiraklerin operasyonel katkısı Holding'in konsolide finansallarına yansısız da, NAD değerlemesine doğrudan dahil edilmemesi, konservatif bir yaklaşım çerçevesinde finansal öngörülerin temkinli biçimde yapılandırılması amacını taşımaktadır.

Galata Wind Enerji A.Ş. (GWIND): 3 adet Rüzgâr Enerji Santrali (RES) ve 2 adet Güneş Enerji Santrali (GES) Toplamda 297,2 MW kurulu güce sahip. Aşağıdaki grafikte GWIND şirketinin santrallerini görebilirsiniz.



Bing ile güncelendirilmiştir
© GeoNames, Microsoft, TomTom

Kaynak: Şirket Verisi

Galata Wind (GWIND TI) Öneri: Endeks Üzeri Getiri / Hedef Fiyat: 49,10 TL

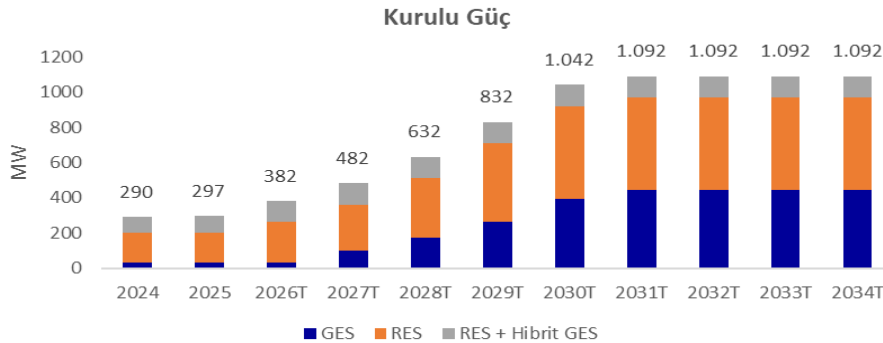
Şirketin mevcut kurulu gücü tamamen yenilenebilir kaynaklardan oluşmakta olup toplam 297,2 MW'tır (%56 RES, %32 RES + Hibrit GES, %11 GES). Galata Wind toplam kurulu gücünün 2026 yılı sonunda 582 MW'a ve 2030 yıl sonu itibarıyla 1.092 MW'a ulaşmasını hedeflemektedir. Planlanan rüzgâr ve güneş enerjisi yatırımları hem Türkiye'de hem de Avrupa'da yapılarak Galata Wind'in uluslararası ölçekte konumunu sağlamlaştıracaktır. Şirketin stratejik yatırımlarının, önümüzdeki yıllarda operasyonel verimliliğini arttırırken sürdürülebilir büyümesini de desteklemesini bekliyoruz.

2024 yılı enflasyonun gerisinde kalan elektrik fiyatlarından dolayı elektrik üreticisi şirketler için zorlu bir yıl oldu. Türkiye'de elektrik fiyatları 2024 itibarıyla TL bazında %1,6, dolar bazında ise %35,1 oranında gerilemesi genel olarak enerji üreticileri üzerinde baskı yarattı. Ancak Galata Wind, avantajlı YEKDEM (Yenilenebilir Enerji Kaynaklarını Destekleme Mekanizması) pozisyonu sayesinde rakiplerine kıyasla daha güçlü bir finansal performans sergilemeyi başarmıştır. YEKDEM, yenilenebilir enerji üreticilerinin elektriği dolar bazında sabit bir fiyattan satmasına olanak tanıyan bir devlet teşvik programıdır. Galata Wind'in kurulu kapasitesinin %44'ü bu programdan yararlanmaktadır.

GWIND'in stratejik büyüme planları; mevcut üretim kapasitesini artırmak, hibrit RES-GES projeleri geliştirmek ve depolamalı enerji sistemlerine yatırım yaparak yenilenebilir enerji segmentinde rekabet avantajını güçlendirmek üzerine kuruludur. Türkiye genelinde hızlanan YEKA projeleri ve enerji depolama teknolojilerinin yaygınlaşmasıyla birlikte GWIND'in uzun vadeli gelir stabilitesi sağlayabilecek projelere yönelmesi beklenmektedir. Ayrıca, GWIND'in yurtdışı pazarlara açılma potansiyeli, özellikle Avrupa'da artan karbon nötr enerji talebi ve enerji ticareti fırsatları göz önüne alındığında, ilerleyen dönemde değer yaratma kapasitesini artırabilecek bir gelişme alanı olarak değerlendirilmektedir.

GWIND şirketi hakkında daha detaylı bilgi edinmek isterseniz [buradan GWIND raporumuza ulaşabilirsiniz.](#)

Galata Wind Kurulu Güç Dağılımları



Kaynak: Şirket Verisi, PhillipCapital Araştırma

Şirketin her bir enerji santrali için beklenen kurulu kapasite değerleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Kurulu Güç (MW)

Santral İsmi	2023	2024	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Çorum GES	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4
Erzurum GES	24.7	24.7	24.7	24.7	24.7	24.7	24.7	24.7	24.7	24.7	24.7	24.7
Mersin RES	62.7	62.7	62.7	101.7	101.7	101.7	101.7	101.7	101.7	101.7	101.7	101.7
Şah RES	105.0	105.0	105.0	111.8	111.8	111.8	111.8	111.8	111.8	111.8	111.8	111.8
Taşpınar RES + Hibrit GES	67.2	88.4	95.4	120.4	120.4	120.4	120.4	120.4	120.4	120.4	120.4	120.4
Alapınar RES	0.0	0.0	0.0	13.6	13.6	13.6	13.6	13.6	13.6	13.6	13.6	13.6
Avrupa GES	0.0	0.0	0.0	0.0	50.0	100.0	150.0	250.0	300.0	300.0	300.0	300.0
Depolu GES	0.0	0.0	0.0	0.0	15.0	40.0	80.0	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0
Depolu RES	0.0	0.0	0.0	0.0	35.0	110.0	220.0	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0
Toplam (MW)	269.0	290.2	297.2	381.6	481.6	631.6	831.6	1,041.6	1,091.6	1,091.6	1,091.6	1,091.6

*Yılbaşı itibarıyla

Sanayi ve Ticaret

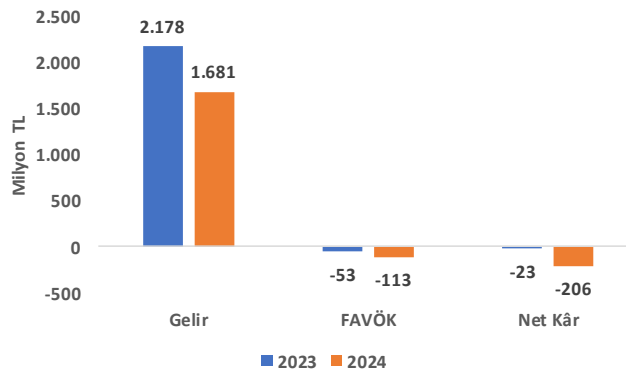
Ditaş (DITAS TI)

Ditaş, Türkiye'nin önde gelen direksiyon ve süspansiyon sistemleri üreticilerinden biridir. Şirket hem *OEM (Orijinal Ekipman Üreticisi)* hem de bağımsız yedek parça pazarında faaliyet göstermektedir. Borsa İstanbul'da 1991 yılından bu yana işlem gören Ditaş, Avrupa ve Kuzey Amerika'daki ihracat ağı döviz bazlı gelir yaratma noktasında önemli bir avantaj sağlasa da 2024 yılı şirket için pek kolay geçmemiştir. Türkiye'de sıkı para politikası, yüksek faizler ve krediye erişimdeki zorluklar iç talepte ciddi bir yavaşlamaya yol açarken bu duruma ek olarak OEM üreticilerinin üretim planlarında yaşanan %30-35'lik daralma Ditaş'ın OEM segmentindeki satış hacimlerini baskılamıştır.

Yurtdışı pazarlar da 2024 yılında pek iç açıcı değildi. Çin ve Hindistan merkezli üreticilerin agresif fiyat politikaları Avrupa ve ABD'deki OEM tedarik zincirlerini zorlarken fiyat rekabetini daha da sert hale getirdi. Ancak, Ditaş bu noktada kalite ve katma değer odaklı üretim yaklaşımıyla premium segmentte farklılaşmaya çalıştı. Özellikle elektrikli ve hibrit araçlara yönelik süspansiyon sistemleri ve hafif malzemeler kullanılarak geliştirilen parçalar şirketin gelecekte rekabet gücünü arttıracak önemli unsurlar arasında bulunuyor.

2024 yılı finansal anlamda şirket için baskı altında geçen bir yıl oldu. Şirketin gelirleri %23 daralırken, TL bazlı maliyetlerin artması ve düşük kapasite kullanımı nedeniyle brüt kârı ise %50 geriledi. Operasyonel kârlılık düşerken, Ditaş 2024'te -113 milyon TL FAVÖK açıkladı. Yüksek finansman giderleri nedeniyle toplam zarar ise 206 milyon TL'ye (2023: -23,32 mn TL) ulaştı.

Bu zorlukları aşmak için Ditaş ihracat pazarlarını çeşitlendirme stratejisini devreye soktu. Özellikle Kuzey Amerika'da yeni iş fırsatlarına odaklanan şirket, Avrupa ve ABD'deki OEM müşterileriyle yeni iş birlikleri geliştirme sürecinde. **2025 itibarıyla devreye alınması beklenen projeler şirketin ihracat tarafındaki büyümesini destekleyebilir. Ditaş, Doğan Holding'in sanayi iş kolu altında yer almakta olup stratejik sektör tanımı kapsamında değerlendirilen bir varlık değildir. Ancak, bu durum ilerleyen dönemlerde oluşabilecek sektörel veya şirket bazlı fırsatların değerlendirilemeyeceği anlamına gelmemektedir. Şirketle ilgili alınmış bir stratejik yeniden konumlandırma kararı bulunmamakla birlikte, operasyonel performansın iyileştirilmesi ve potansiyel ortaklık/fırsat gelişmeleri kapsamında portföydeki yeri yeniden değerlendirilebilir.**



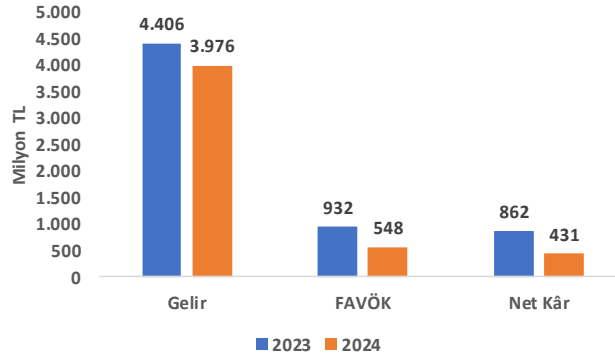
Kaynak: Şirket Verisi

Sesa Ambalaj

Sesa Ambalaj, tam entegre üretim süreciyle esnek ambalaj sektöründe faaliyet gösteren özellikle gıda ve tüketim ürünleri segmentinde yüksek bariyerli ambalaj çözümleri sunan lider üreticilerden biridir. Doğan Holding Sesa şirketini 2020 yılında 57,8 milyon EUR bedelle %70'ini satın aldı. Şirket bariyerli film üretiminden nihai torba ve bobin ambalaj ürünlerine kadar uzanan geniş bir ürün gamına sahiptir. Ana müşteri grupları arasında hayvansal gıdalar (et, süt, balık ürünleri), hazır yemekler, dondurulmuş gıdalar, evcil hayvan mamaları ve kuruyemiş sektörleri yer almaktadır. 2022 yılında Maksipak Ambalaj'ın %70'lik hissesi satın alınarak torba ambalaj segmentinde uzmanlaşma sağlanmış ve pazar penetrasyonu artırılmıştır.

Şirketin 2024 yılında ihracat payı %53'ten %56'ya yükselerek döviz bazlı gelir akışı güçlendi. Özellikle gıda sektöründeki büyüme ve esnek ambalaj çözümlerine yönelik artan talep Sesa'nın uluslararası pazardaki konumunu pekiştirdi. Yani şirketin hikayesi sadece Türkiye'de değil küresel pazarlarda da yazılıyor. 2024'te 2 milyon euro yatırım yaparak üretim kalitesini artıran Sesa, premium ambalaj segmentinde büyümeye ve sürdürülebilir ambalaj çözümlerine daha fazla yatırım yapmaya odaklanıyor. Özellikle Avrupa ve Kuzey Amerika pazarlarında büyümeye odaklanan şirket yeni müşteri kazanımı ve pazar genişletme stratejileri ile ihracat payını artırmayı amaçlıyor.

Avrupa'daki talep toparlanması ve finansal koşulların iyileşmesiyle birlikte 2025'te Sesa Ambalaj'ın marjlarında kademeli bir artış bekliyoruz. Avrupa Merkez Bankası'nın para politikası, yüksek enerji maliyetleri ve jeopolitik riskler sektörde maliyet yönetimini kritik hale getirirse de 2025 itibarıyla öngörülen faiz indirimleri ve Avrupa pazarındaki canlanma şirketin kârlılığında iyileşme sağlayabilir. Döviz bazlı gelir yapısı ve ihracat odaklı stratejisi Sesa Ambalaj'ı bu süreçte daha avantajlı bir konuma taşıırken 122 milyon dolarlık çarpan bazlı değerlendirme üzerinden hesaplanan şirket değeri ve ölçeklenebilir iş modeli de şirketi olası bir halka arz için portföydeki en güçlü adaylardan biri haline getiriyor.



Kaynak: Şirket Verisi

Karel Elektronik (KAREL TI)

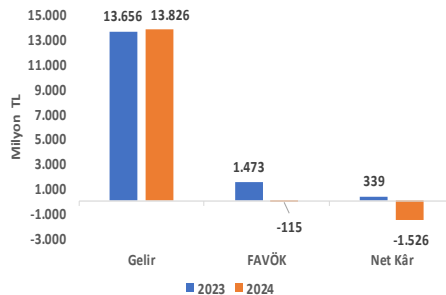
Karel Elektronik telekomünikasyon, savunma sanayi, otomotiv elektroniği ve elektronik üretim hizmetleri alanlarında faaliyet gösteren Türkiye'nin lider teknoloji şirketlerinden biridir. Ankara'da 32 bin metrekarelik üretim tesisinde yıllık 15 milyon elektronik kart üretim kapasitesine sahip olan şirket yerli ve uluslararası pazarlara hizmet vermektedir. Karel, telekom sektöründe IP telefon santralleri, çağrı merkezi çözümleri, video konferans sistemleri ve bulut tabanlı iletişim çözümleriyle hem yurt içi hem de yurt dışı pazarlara iletişim hizmeti sunarken savunma sanayinde ise askeri sahra santralleri, haberleşme sistemleri ve elektronik harp çözümleri geliştirmektedir. Ayrıca otomotiv elektroniğinde sürücü destek sistemleri, çevresel görüş teknolojileri ve elektronik kontrol üniteleri tasarlayarak tedarikçi konumunda bulunmaktadır. Bağlı ortaklığı DAIICHI, araç içi bilgi-eğlence ve elektronik sistemler alanında rekabet avantajını artırmaktadır.

Karel'in şu anda toparlanma sürecinde olsa da aslında elinde büyük fırsatlar barındıran bir şirket olduğunu düşünüyoruz. 2024 yılının Karel için pek kolay geçmediğini değerlendiriyoruz. Personel giderlerindeki artış, düşük döviz kuru, finansman maliyetleri ve beklenmedik üretim aksaklıkları şirketi zorlarken yılın başındaki fabrika yangını işleri biraz daha karmaşık hale getirdi. Neyse ki bu olay büyük bir üretim kaybına yol açmadı ancak tedarik zincirinde bazı kırılmalar yarattı. Sigortadan alacaklarını tahsil etmeyi başaran şirketin esas ihtiyacı kısa vadede işleri düzene sokup uzun vadeli büyümeyi yakalamak. Şimdiye kadar atılan adımlara baktığımızda Karel'in işleri daha verimli hale getirmek ve güçlü bir konuma ulaşmak için önemli bir dönüşüm sürecine girdiğini görüyoruz. Karel personel sayısını optimize ederken aynı zamanda üretim süreçlerini de modernize ediyor ve stok yönetimini iyileştirmeye odaklanıyor. Bu adımlarla birlikte Karel'in şu an "güç toplama" evresinde olduğunu söylemek mümkün. Bu süreç tamamlandığında ise şirketin operasyonel verimliliğinin ve rekabet gücünün artacağını düşünüyoruz.

Ama asıl önemli olan Karel'in hala katma değeri yüksek ve büyümeye açık alanlarda güçlü bir oyuncu olması. Şirketin geleceği büyük ölçüde üç alanda şekillenecek:

- 1- **Otomotiv:** Karel, araç içi bilgi-eğlence sistemleriyle bu pazarda daha fazla yer kapmak istiyor. Daiichi markası küresel çapta büyümeye açık ve halka arz gibi opsiyonlar da değerlendiriliyor.
- 2- **İletişim sistemleri:** Şirketin güçlü olduğu alanlardan biri ve kurumsal projelerde daha sağlam adımlar atmak istiyor.
- 3- **Savunma sanayii:** Bu alan şu an Karel için büyük bir fırsat. Askeri haberleşme, iç konuşma sistemleri ve aviyonik çözümlerle uzun vadede sağlam bir büyüme yakalayabilirler.

2024 yılında şirket küresel ekonomik belirsizlikler, Türkiye'deki yüksek faiz ortamı ve yüksek enflasyonun etkisiyle finansmana erişimde zorluklar yaşadı. Ancak, 2025 yılında kur-enflasyon makasının normalleşmesi ve kur politikasında daha dengeli bir sürece girilmesi şirketin borçluluk yönetimini iyileştirmesi ve yatırım kapasitesini artırması açısından destekleyici olabilir. Öte yandan, küresel piyasalarda son dönemde artan siyasi belirsizlikler ve jeopolitik riskler, Avrupa ve ABD'de savunma harcamalarının yükselmesine neden olabilir. Bu eğilim Karel'in askeri elektronik sistemlerine yönelik ürün ve hizmetlerine olan talebin artmasını sağlayarak şirketin savunma segmentindeki büyümesini destekleyebilir.

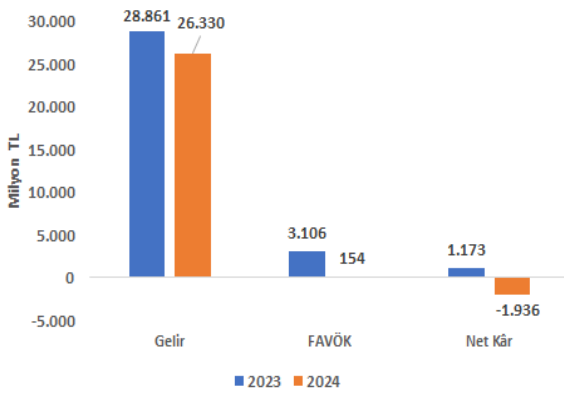


Kaynak: Şirket Verisi

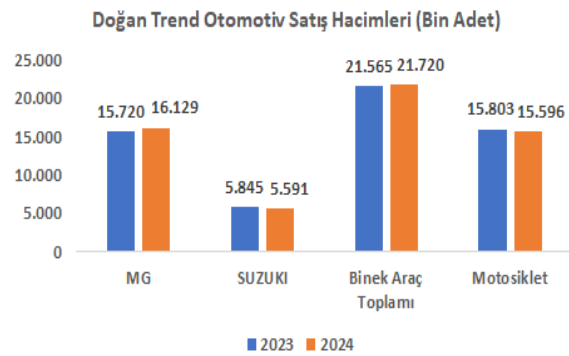
Doğan Trend Otomotiv

Doğan Trend Otomotiv Türkiye otomotiv sektöründe Suzuki, MG ve Maxus gibi küresel markaların distribütörlüğünü üstlenen güçlü bir oyuncu konumunda bulunmaktadır. 2024 yılı tüm otomotiv sektörü şirketleri gibi Doğan Trend Otomotiv için de kolay bir yıl olmadı. Yüksek faizler, sıkı kredi koşulları ve iç talepteki yavaşlama satışları baskılarken artan stok maliyetleri ve finansman giderleri kârlılığı aşağı çekti. Yılın başında Çin'den Türkiye'ye ithal edilen araçlar üzerindeki ek vergilerin yarattığı zorluklara karşın Doğan Trend binek otomobil satışlarını 2024'te %1 oranında artırarak yaklaşık 22 bin adede çıkardı. Ancak, Çin'den ithal edilen araçlara ek vergiler ve Avrupa Birliği'nin GSR güvenlik standartlarının uygulanması şirketin FAVÖK marjını ciddi şekilde olumsuz etkiledi. 2023'te %11 olan FAVÖK marjı, 2024'te %1'e geriledi.

2025 yılı genelinde TCMB'nin faiz indirimlerine başlamasıyla birlikte finansman koşullarının gevşemesi ve kredi erişiminin kolaylaşması beklenmektedir. Ayrıca, kur-enflasyon makasının normalleşmesi ve kur politikasında daha dengeli bir sürece girilmesi iç piyasada öngörülebilirliği artırarak yatırımları ve tüketimi destekleyebilir. Buna ek olarak EUR/USD paritesindeki hareketin ihracatçılar lehine gelişmesi Avrupa talebinin toparlanmasıyla birlikte iç talepte de kademeli bir iyileşme yaratabilir. Ancak şirketin en heyecan yaratan hikayesi kuşkusuz SAIC Motor'un Türkiye'de MG markalı araçların yerel üretimi için stratejik bir iş birliği düşüncesi olması. Doğan Trend Otomotiv, SAIC Motor ile bir yılı aşkın süredir Türkiye'de bir üretim tesisi kurulması için yoğun çalışmalar yürütüyor. MG markasının Türkiye'de üretimi ülkemizin otomotiv sektörüne önemli katkılar sağlayacaktır. Ayrıca, Türkiye'nin stratejik konumu Avrupa ve Orta Doğu pazarlarına erişim imkânı sunarak, MG'nin bölgedeki rekabet gücünü artıracaktır. **Görüşmelerin olumlu sonuçlanması halinde Doğan Trend Otomotiv'in MG üretimiyle sektördeki konumunu daha da güçlendirmesi mümkün olabilir. Süreç yalnızca şirketler arası bir iş birliğini değil aynı zamanda iki ülke arasındaki yatırım ve üretim ortamına ilişkin düzenleyici koşulların netleşmesini de gerektirmektedir. Bu doğrultuda olası bir üretim yatırımının hayata geçmesi durumunda Doğan Trend'in Holding portföyündeki konumu yeniden değerlendirmeye açılabilir ve orta vadede stratejik iş kolları arasında yer alması gündeme gelebilir.**



Kaynak: Şirket Verisi

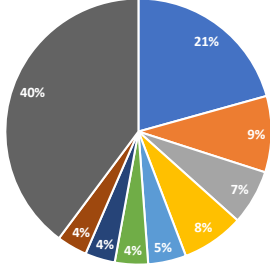


Kaynak: Şirket Verisi

Madencilik

Türkiye Maden İhracatı (USD mn)

■ Mermer
■ Bakır
■ Çinko
■ Krom
■ Feldispat
■ Demir
■ Borat
■ Kurşun
■ Diğer



Kaynak: MAPEG, MTA

Doğan Holding, 2024 yılı itibarıyla madencilik sektörüne güçlü bir giriş yaparak portföyünü daha da çeşitlendirdi. **Gümüştaş Madencilik** ve **Doku Madencilik** şirketlerinin %75 hissesini toplam 136,5 milyon dolara satın alarak kurşun, çinko ve pirit gibi büyüyen batarya sanayisinin kritik hammaddelerine sahip değerli kaynaklara yatırım yaptı. Dünya çapında lityum-iyon bataryalar ve yeşil enerjiye yönelik artan talep bu tür metallerin stratejik önemini giderek artırıyor. Doğan Holding'in bu hamleyle sürdürülebilir ve yüksek katma değerli bir segmentte yer edinmeyi hedeflediği açık. Doğan Holding'in madencilik sektörüne giriş hamlesi yalnızca mevcut üretim kapasitesini genişletmekle sınırlı değil aynı zamanda önümüzdeki yıllarda sürdürülebilir ve uzun vadeli büyüme sağlamayı hedefleyen yeni yatırımları da kapsıyor. Bu kapsamda, madencilik faaliyetleri Doğan Holding'in stratejik sektör öncelikleri arasında konumlandırılmakta olup uzun vadeli yatırım planlarının merkezinde yer almaktadır.

Türkiye'de Madencilik Sektörünü incelediğimizde sektörünün büyüklüğü 10 milyar USD seviyesinde olup, yıllık 5,3 milyar USD'lik ihracat hacmine sahiptir.

Gümüştaş Madencilik, Türkiye'nin en büyük üç kurşun ve çinko üreticisinden biri olarak, sahip olduğu güçlü rezerv kapasitesi ve yüksek ihracat potansiyeliyle Doğan Holding'in büyüme stratejisine anlamlı katkılar sunabilecek konumda bulunuyor.

Şirketin sahip olduğu ruhsatlar ve üretim kapasitesi:

- 80 arama lisansı ve 16 işletme lisansı ile Türkiye'nin madencilik alanındaki en büyük ruhsat portföylerinden birine sahip.
- Toplam 23 milyon tonluk rezerv potansiyeli barındırıyor.
- 9 milyon ton mevcut rezervin yanı sıra, 14 milyon tonluk potansiyel rezervle uzun vadeli üretim sürdürülebilirliği sağlanabilecek.
- 2025-2027 yılları arasında 90 milyon USD yatırım planlanıyor.

Gümüştaş, 4Ç24 itibarıyla Doğan Holding bilançosuna dahil edilmeye başlandı. 4Ç24 döneminde şirket 864 milyon TL gelir, 217 milyon TL FAVÖK (FAVÖK Marjı: %25) ve 310 milyon TL net kâr elde etti. Gümüştaş'ın yüksek marjlı operasyonları madencilik segmentinin Doğan Holding için önemli bir katma değerli büyüme alanı olacağını işaret ediyor. Özellikle döviz bazlı ihracat gelirlerinin holdingi kur dalgalanmalardan koruyarak daha stabil bir finansal yapı oluşturmasına olanak sağlıyor.

Doku Madencilik tarafında ise henüz üretime geçilmemiş olmakla birlikte sahip olunan ruhsatlar kapsamındaki arama ve geliştirme potansiyeli dikkat çekicidir. Şirketin portföyünde bulunan sahalarda kesinleşmemiş rezervlerin varlığı ve yatırım/iş birliği ya da satış opsiyonları Doğan Holding için mevcut gelir tabanının ötesinde önemli bir potansiyel yaratmaktadır. Bu yönüyle Doku Madencilik, şu an için sınırlı katkı sağlasa da orta vadede madencilik segmentinin büyüme hikâyesinde önemli bir rol üstlenebilecek niteliktedir.

Doğan Holding'in yeni sektör hamlesiyle sadece kısa vadeli kârlılığını artırmayı değil aynı zamanda sürdürülebilir ve büyüyen bir pazara adım attığını hedeflediğini düşünüyoruz. Eğer küresel talep güçlü kalmaya devam ederse ve şirket operasyonel verimliliğini artırarak sürdürülebilirlik odaklı yatırımlar gerçekleştirebilirse madencilik segmenti önümüzdeki yıllarda Doğan Holding'in en güçlü büyüme hikayelerinden biri olarak öne çıkabilir.

Dijital ve Finansal Hizmetler

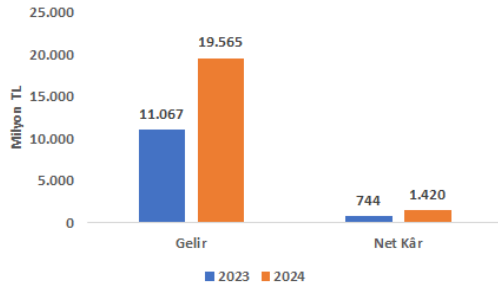
Hepiyi Sigorta

Hepiyi Sigorta, 2021 yılında kurulduğunda Türkiye sigorta pazarına yeni bir soluk getirme hedefiyle yola çıktı. Dijital odaklı iş modeli ve müşteri deneyimini merkeze alan yaklaşımı sayesinde kısa sürede sektörde kendine sağlam bir yer edindi. 2022'nin ortasında faaliyetlerine başlayan Hepiyi sigorta, kısa bir zaman içerisinde 484 milyon USD portföy büyüklüğüne ulaşarak sigorta sektöründe dijitalleşmenin gücünü gösterdi.

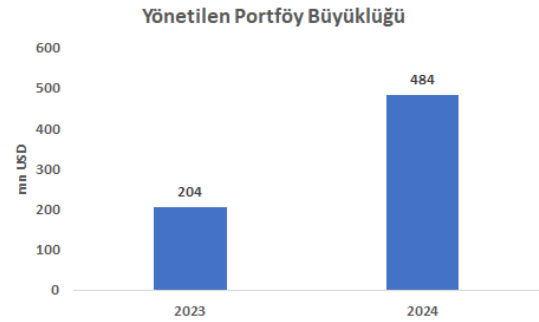
Hepiyi Sigorta'nın kısa vadede iyi bir başarı yakalamasının tesadüf olmadığını düşünüyoruz. 2024 yılında geçen yıla kıyasla %77 artışla 19,56 milyar TL gelir ve %91 artışla 1,42 milyar TL net kâr ile sektördeki büyüme hızını üç katına çıkaran şirket, kasko pazar payını da %1,9'dan %3,1'e yükselterek güçlü bir pazar genişlemesi sağladı. Yönettiği portföy büyüklüğünü de 2023'teki 204 milyon dolardan 2024'te 484 milyon dolara çıkararak dijital sigortacılığın sunduğu fırsatları en iyi şekilde değerlendirdi. Şirketin en büyük avantajlarından biri, sektördeki en düşük gider-gelir oranına sahip olması (%2). Bu durum Hepiyi Sigorta'nın rakiplerine kıyasla çok daha düşük operasyonel maliyetle çalıştığını gösteriyor. Bunun arkasında tam dijitalleşme, otomatik süreç yönetimi ve kredi kartı tabanlı %100 tahsilat oranı gibi faktörler yer alıyor. Ayrıca günlük oto sigortalarının %87'sinin Hepiyi üzerinden gerçekleşmesi şirketin pazardaki hakimiyetini artırdığını ve tüketici tarafında güvenilir bir platform haline geldiğini gösteriyor.

Hepiyi Sigorta faaliyetlerini sadece Türkiye ile sınırlandırmak istemiyor. Yönetim ekibi, yakın zamanda yurt dışına açılma planları yaptıklarını açıklarken Türkiye'de başarılı olan ve hızla büyüyen bu dijital sigorta modelinin özellikle Avrupa ve Körfez ülkelerinde ilgi çekebileceğini düşünüyoruz.

Hepiyi Sigorta şu anda Doğan Holding'in portföyünde halka arz için en güçlü adaylardan biri olarak öne çıkıyor. Kısaca Hepiyi Sigorta düşük maliyetli ve yüksek verimli dijital iş modeliyle sektörde fark yaratmaya devam ederken önümüzdeki dönemde halka arz potansiyeli ve yurt dışı açılım gibi hamlelerle yalnızca Türkiye'de değil küresel çapta da önemli bir oyuncu haline gelmesini bekliyoruz.



Kaynak: Şirket Verisi



Kaynak: Şirket Verisi

Gayrimenkul Yatırımları

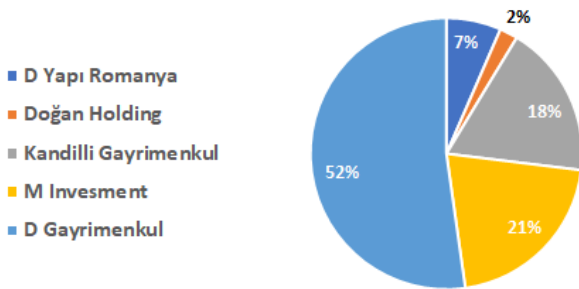
Doğan Holding, stratejik lokasyonlarda sahip olduğu prestijli gayrimenkul portföyü ile uzun vadeli sürdürülebilir bir büyüme sağlamayı hedeflemektedir. 2024 yılı itibarıyla gayrimenkul portföyünün toplam ekspertiz değeri yıllık bazda %22 artarak 12,3 milyar TL'ye ulaşmıştır. Holding'in gayrimenkul yatırımları arasında Trump Towers İstanbul, Milta Marina, New York ve Bükreş'teki ticari alanlar ve konut projeleri yer almakta olup bu varlıklar yüksek doluluk oranları ve güçlü kira getirileri ile önemli bir değer yaratmaktadır.

Trump Towers İstanbul %99 doluluk oranı ile portföyün en güçlü varlıklarından biri olarak öne çıkmaktadır. 260.000 m² inşaat alanına sahip olan Trump Towers, 36 katlı ofis kulesi ve 5 katlı alışveriş merkezi ile ticari gayrimenkul alanında Holding için stratejik bir gelir kaynağıdır. Trump Office Tower ise sunduğu esnek ofis çözümleri ile kurumsal müşteriler için cazip bir iş merkezi olarak öne çıkarken, Trump Alışveriş Merkezi ise perakende sektöründe yüksek marka karması ve artan müşteri trafiği ile dikkat çekmektedir. Günlük 20.601 ziyaretçiye ev sahipliği yapan AVM 2024 yılında kira gelirlerinde %59, ciroda ise %65 büyüme kaydederek güçlü bir ticari performans sergilemiştir.

Milta Marina, yüksek sezonlarda %112 doluluk oranına ulaşarak deniz turizmi segmentinde istikrarlı gelir artışı sağlamaktadır. New York ve Bükreş'teki ticari varlıklar ise uluslararası pazarlarda çeşitlendirme sağlarken, ekspertiz değerlerindeki büyüme ile Holding'in uzun vadeli portföy stratejisini desteklemektedir.

Doğan Holding'in sahip olduğu gayrimenkul portföyü sadece bugünkü nakit akışını desteklemekle kalmıyor aynı zamanda olası yeni yatırımlar için de ciddi bir hareket alanı yaratıyor. Holding'in, portföyünden sağladığı bu istikrarlı gelir sayesinde stratejik alanlarda fırsat gördüğünde hızlı ve esnek bir şekilde adım atabilecek konumda olduğunu düşünüyoruz. Bu da Holdinge hem büyüme planlarını uygulamak hem de fırsatları değerlendirmek açısından önemli bir avantaj sağlıyor.

Gayrimenkul Portföyü Dağılımı



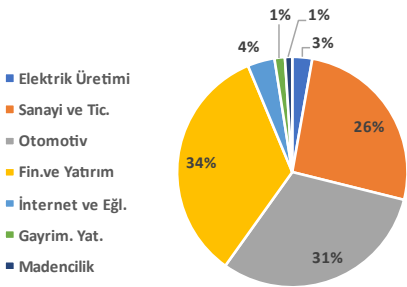
Şirket	Konum	Ekspertiz Değeri mn TL	
		2023	2024
D Yapı Romanya	Bükreş	611	802
Doğan Holding	İstanbul	195	265
Kandilli Gayrimenkul	İstanbul	1.593	2.249
M Investment	New York	2.635	2.565
D Gayrimenkul	İstanbul	5.087	6.427
Toplam		10.122	12.309

Kaynak: Şirket Verisi

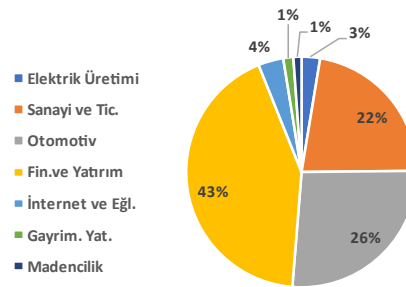
Doğan Holding Geçmiş ve Tahmini Ciro Kırılımı

Gelir Tipi (Bin TL)	Doğan Holding Gelir Kırılımı					
	2021	2022	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar	16.822.007	45.872.000	75.706.159	84.492.533	113.937.719	159.148.169
Elektrik Gelirleri	539.490	1.187.272	2.864.049	2.364.399	2.955.499	3.694.373
Toplam	539.490	1.187.272	2.864.049	2.364.399	2.955.499	3.694.373
Sanayi Gelirleri	943.009	4.105.508	15.775.574	15.574.645	17.910.842	20.597.468
Ambalaj Gelirleri	750.407	1.847.787	4.365.496	4.409.653	5.071.101	5.831.766
Dış Ticaret Gelirleri	926.479	1.645.977	4.929.230	2.002.714	2.303.121	2.648.589
Diğer Gelirler	42.763	291.692	83.550	52.399	60.259	69.298
Toplam	2.662.658	7.890.964	25.153.850	22.039.411	25.345.323	29.147.121
Araç Satış ve Diğer gelirler	1.120.740	3.576.264	28.797.369	26.193.397	30.122.407	34.640.768
Toplam	1.120.740	3.576.264	28.797.369	26.193.397	30.122.407	34.640.768
Finansman ve Sigortacılık Yatırım Gelirleri	2.972	1.539.847	12.831.743	21.183.884	36.012.603	61.221.425
Factoring Gelirleri	92.261	8.188	310.283	4.359.907	7.411.842	12.600.131
Yönetim Danışmanlığı Gelirleri	229.891	478.615	1.797.488	3.013.634	5.123.178	8.709.402
Toplam	331.873	2.044.343	14.961.709	28.586.440	48.596.948	82.614.812
Reklam gelirleri	485.393	811.808	2.082.034	2.192.238	2.740.298	3.425.372
Abone gelirleri	51.664	160.982	372.925	582.587	728.234	910.292
Kitap ve dergi satışları	82.197	149.755	496.637	358.840	448.550	560.688
Diğer Gelirler	92.493	11.923	28.635	78.646	98.308	122.884
Toplam	711.747	1.134.468	2.980.231	3.212.311	4.015.389	5.019.236
Gayrimenkul yönetim Kira gelirleri	90.516	255.314	418.342	499.661	649.559	844.427
Diğer Gelirler	49.913	97.320	444.880	444.477	577.820	751.166
Toplam	140.925	360.066	1.128.951	1.236.043	1.606.856	2.088.913
Madencilik ve dış ticaret gelirleri	-	-	-	757.974	1.136.961	1.705.442
Diğer	-	-	-	105.558	158.337	237.506
Toplam	-	-	-	863.532	1.295.298	1.942.947

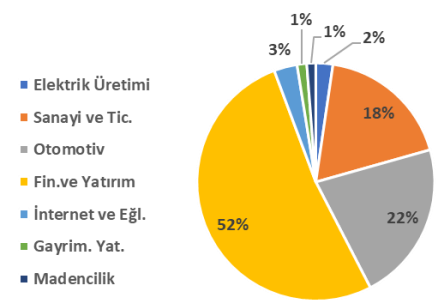
Gelir Dağılımı (2024)



Gelir Dağılımı (2025T)



Gelir Dağılımı (2026T)



Kaynak: Şirket Verisi, PhillipCapital Araştırma

2025 ve 2026 projeksiyonlarına baktığımızda Doğan Holding'in finansal hizmetler segmentinde gelir büyümesinin hızlanmasıyla birlikte bu alanın toplam ciro içindeki payını artırmasını bekliyoruz. 2024'te %34 olan finansal hizmetler gelir payının, 2026 yılında %52'ye çıkmasıyla özellikle Hepiyi Sigorta ve yatırım bankacılığı tarafındaki güçlü ivmenin bir yansıması olacağını düşünüyoruz. Buna karşın Holding'in sanayi, enerji, gayrimenkul ve dijital içerik gibi diğer iş kollarındaki katkısı da devam edecekken çeşitlendirilmiş gelir yapısının büyük ölçüde korunacağını öngörmekteyiz.

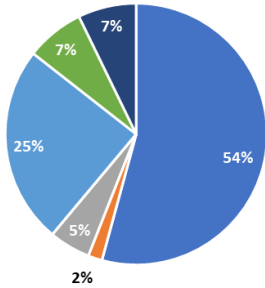
Doğan Holding Geçmiş ve Tahmini FAVÖK Kırılımı

Doğan Holding FAVÖK Analizi

FAVÖK (Bin TL)	2021	2022	2023	2024	2025T	2026T
Elektrik Üretimi	427.000	1.002.000	1.471.000	1.633.063	2.208.800	3.095.000
FAVÖK marjı %	79,1%	84,4%	51,4%	69,1%	74,7%	83,8%
Sanayi ve Ticaret	357.000	1.067.000	3.003.000	52.459	1.363.934	1.636.721
FAVÖK marjı %	13,4%	13,5%	11,9%	0,2%	5,4%	5,6%
Otomotiv	105.000	533.000	2.152.000	153.882	307.764	615.528
FAVÖK marjı %	9,4%	14,9%	7,5%	0,6%	1,0%	1,8%
Fin.ve Yatırım	83.000	78.000	-	-	-	-
FAVÖK marjı %	25,0%	3,8%	-	-	-	-
İnternet ve Eğlence	162.000	385.000	608.000	738.107	996.444	1.395.022
FAVÖK marjı %	22,8%	33,9%	20,4%	23,0%	24,8%	27,8%
Gayrimenkul Yatırımı	39.000	89.000	206.000	217.261	304.165	425.832
FAVÖK marjı %	27,7%	24,7%	18,2%	17,6%	18,9%	20,4%
Madencilik	-	-	-	216.817	368.589	516.024
FAVÖK marjı %	-	-	-	25,1%	28,5%	26,6%
Holding Toplam	1.173.002	3.154.002	7.440.001	3.011.590	5.549.698	7.684.128
FAVÖK marjı %	7,0%	6,9%	9,8%	3,6%	4,9%	4,8%

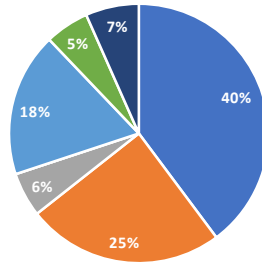
FAVÖK Dağılımı (2024)

- Elektrik Üretimi
- Sanayi ve Ticaret
- Otomotiv
- Fin.ve Yatırım
- İnternet ve Eğlence
- Gayrimenkul Yatırımı
- Madencilik



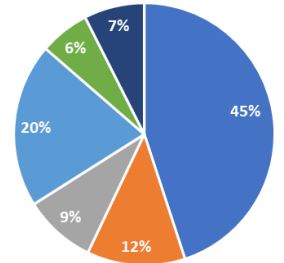
FAVÖK Dağılımı (2025T)

- Elektrik Üretimi
- Sanayi ve Ticaret
- Otomotiv
- Fin.ve Yatırım
- İnternet ve Eğlence
- Gayrimenkul Yatırımı
- Madencilik



FAVÖK Dağılımı (2026T)

- Elektrik Üretimi
- Sanayi ve Ticaret
- Otomotiv
- Fin.ve Yatırım
- İnternet ve Eğlence
- Gayrimenkul Yatırımı
- Madencilik



Kaynak: Şirket Verisi, PhillipCapital Araştırma

Metodoloji

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder.

Endeks Üzeri Getiri (EÜ)

Eğer şirket için bu karar verilmişse, hissede orta ve uzun vadede endekse kıyasla daha iyi bir getiri beklendiğini gösterir. Elbette bu karar hissenin yükseleceğini veya endeks üzerinde getiri sağlayacağını garanti etmez. Rapor yayımlandıktan sonra olabilecek her türlü konjonktür değişimi, makro ekonomideki gelişmeler, dünya ekonomilerindeki gelişmeler, şirket hakkında çıkan bir haber bu kararımızı değiştirebilir.

Endekse Paralel Getiri (EP)

Eğer ilgili hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararı verilmişse, bunun çeşitli sebepleri olabilir. Şirketin son verileri, geleceğe ilişkin tahminler konusunda geçmişe göre önemli farklılıklar göstermeyeceğini veriyorsa bu karar verilmiş olabilir. Şirketin hisse fiyatı değerlemeler açısından olması gereken fiyata yakın seviyelerde olabilir. Bir hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararının verilmiş olması bu hissenin aşağı ya da yukarı yönlü hareket yapmayacağı anlamına gelmez. Genellikle bu karar verilen hisselerde orta ve uzun vadede endekse paralel bir getiri elde edilmesinin beklendiğini gösterir. Fakat, gelecek her yeni haber, konjonktür değişimi bu kararı değiştirebilir.

Endeks Altında Getiri (EA)

Bir hisse için “Endeks Altında Getiri” kararı verilmişse, orta ve uzun vadede endekse kıyasla daha zayıf bir getiri beklendiğini gösterir. “Endeks Altı Getiri” kararı verilmiş olsa dahi ilgili hisse senedinin kısa vadeli tepki yükselişleri yapabileceği veya teknik göstergelerinin kısa vadeli alım sinyali vermiş olması mümkündür. Bazı durumlarda, aslında orta ve uzun vadede hisse senedinden getiri beklenmiyor olsa da önemli bir haber, geçici bir kar artış haberi, ya da kısa vadede fiyatın olumlu bir seyir izlemesine neden olacak gelişmeler olduğunda da kısa vadeli “Endeks Üzeri Getiri” veya “Endekse Paralel Getiri” sağlanabilir.

PhillipCapital analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler. Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirmeyebilir.

Yasal Uyarı

Burada yer alan 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 analizler 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. Tüm yorum ve tavsiyeler; öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. Raporda yer alan bilgi ve veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından PhillipCapital hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, PhillipCapital ve tüm çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlara ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Sunulan yorum ve tavsiyelerin objektifliğini etkileyebilecek nitelikte bilinen herhangi bir ilişki ve koşul bulunmamakta olup gerek Şirketimiz gerekse müşterileri arasında doğabilecek önemli çıkar çatışmalarına yol açmayacak şekilde hazırlanması için azami dikkat ve özen gösterilmiştir. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Bu raporun tümü veya bir kısmı PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.