

DOĞAN HOLDİNG

Öneri Yok

Hisse Fiyatı: 13,36TL

Yeni satın almalar ve varlık satışları hisseyi destekleyebilir...

Analist: Ezgi Yılmaz

ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr

Doğan Holding'in Net Aktif Değeri (NAD) 2,4 milyar dolar seviyesindedir... Holding, i) elektrik üretimi, ii) sanayi ve ticaret, iii) otomotiv ticaret ve pazarlama, iv) finansman ve yatırım ve v) internet ve eğlence olarak bölümlere ayrılmaktadır. Elektrik üretimi, %19 ile net aktif değer içinde en yüksek paya sahipken, internet ve eğlence %16, sanayi ve ticaret ise %12 paya denk gelmektedir. Halka açık olan ve halka açık olmayan iştiraklerin NAD içindeki payı sırasıyla %28,6 ve %35,2, holdingin arazi ve gayrimenkul portföyünün toplam NAD içindeki payı ise %6,8 olarak hesaplanmaktadır. Doğan Holding'in solo net nakit pozisyonunu 2Ç23 sonu olan 649 milyon dolar ve Milpa satışından elde edilen 55 milyon doları ekleyerek 704 milyon dolar olarak alıyoruz. Solo net nakit pozisyonu da NAD'in yaklaşık %30'una denk gelmektedir.

Net Aktif Değer'e yüksek iskonto... Doğan Holding net aktif değerine göre %47 iskonto ile işlem görmektedir.

İştiraklerden temettü geliri artmaktadır... İştirak karlılıklarında belirgin iyileşme sayesinde, Doğan Holding temettü gelirinin 2023'te 700 milyon TL seviyesine yükselmesini beklemektedir (2022: 313 milyon TL).

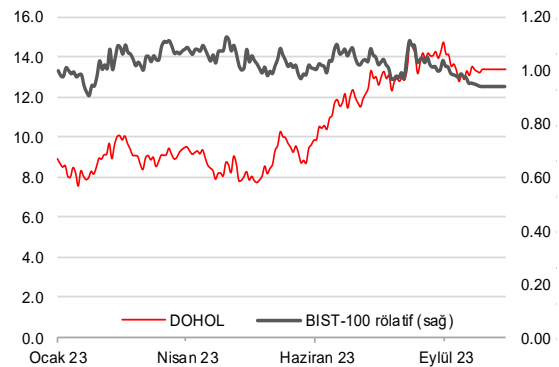
Doğan Holding, son yıllarda yaptığı satın alma ve varlık satışlarıyla stratejik aksiyonları hızlandırmıştır... Buna göre, olası bir satın alma ya da varlık satışı haberi hisse performansına olumlu etki edebilir. Doğan Holding NAD'nin 2025'te 3 milyar dolar, 2027'de ise 4 milyar dolar seviyesine ulaşması hedeflenmektedir. Organik ya da inorganik büyüme imkanlarıyla stratejik sektörlerin NAD içindeki payının %50'den 2027'de %80'e çıkarılması planlanmaktadır. Ayrıca portföy yapısının sadeleştirilmesi ve halka açık iştiraklerin payının artırılması da orta/uzun vadeli hedefler arasındadır. Doğan Holding, 2025 yılına kadar 1-2 halka arz planlamaktadır. Hepiyi Sigorta, Sesa Ambalaj, Doğan Trend Otomotiv'i halka arz edilme ihtimali olan iştirakler arasında sayabiliriz.

Riskler... Doğan Holding, mevcut net nakdini değer yaratabilecek satın alma ve projelerde değerlendiremezse holding iskontosunun da uzun süre yüksek seviyelerde kalabileceğini düşünüyoruz. Regülasyon riskleri, projelerle ilgili tamamlanma riskleri, faizlerdeki artışa bağlı olarak talepte yaşanabilecek sert bir düşüş ya da TL'de majör bir değerlenme diğer risk faktörleri arasındadır. Adilbey Holding birleşmesi sonrasında aile üyelerinden ileriki dönemlerde gelebilecek hisse satışları da bir risk unsuru oluşturabilir.

Bloomberg Kodu	DOHOL TI
Tavsiye	Öneri Yok
Hedef Fiyat	-
Son kapanış, TL	13,36
Halka açıklık oranı	36%
Piyasa değerı, milyon TL	34,963
Firma değerı, milyon TL	23,888
BIST100	8,335
ABD\$/TL	27,38

Finansal veriler	2020	2021	2022	6A23
Özet UFRS Finansallar, milyon TL				
Ciro	10,770	16,822	45,872	15,277
FAVÖK	902	1,617	4,061	3,630
Net kar	1,390	2,828	6,014	6,510
Konsolide Net borç	-2,427	-5,057	-5,097	-13,118
Net borç/FAVÖK	-2.7	-3.1	-1.3	-3.6
FAVÖK marjı	8.4%	9.6%	8.9%	23.8%
Net marj	12.9%	16.8%	13.1%	42.6%
Ciro, y/y	-19%	56%	173%	186%
FAVÖK, y/y	33%	79%	151%	179%
Net kar, y/y	125%	103%	113%	161%
F/K, S12A	4.01	2.80	2.03	3.49
PD/DD	0.66	0.61	0.60	1.18
FD/FAVÖK	4.26	2.48	2.42	6.58

Hisse verisi	1a	3a	6a	12a
Nominal değişim	-4%	35%	52%	198%
BIST 100 rölatif	-9%	-6%	-10%	12%
AOİH, milyon TL	1,005	1,133	880	994



Fiyatlar 29 Eylül 2023 tarihlidir.

Gelir Tablosu (milyon TL)	2020	2021	2022	1H23
Satış Gelirleri	10,770	16,822	45,872	15,277
Brüt Kar	1,289	2,341	5,590	4,503
Operasyonel Giderler	-723	-1,136	-2,441	-1,445
Faaliyet Karı	566	1,206	3,149	3,058
FAVÖK	902	1,617	4,061	3,630
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	661	1,006	3,581	1,230
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	-10	-43	230	104
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	841	2,404	2,275	4,530
Finansal Gelir / (Gider)	-326	-727	-2,306	-1,814
Vergi Öncesi Kar	1,732	3,846	6,928	7,108
Vergi Geliri / (Gideri)	-288	-784	-2	-730
Azınlık Payları	54	234	912	354
Net Kar	1,390	2,828	6,014	6,024
Hisse Başı Net Kar	0.53	1.08	2.30	2.30
Hisse Başı Temettü	0.04	0.07	0.24	0.37

Bilanço (milyon TL)	2020	2021	2022	1H23
Dönen Varlıklar	8,178	15,514	30,042	41,410
Nakit ve Nakit Benzerleri	2,906	4,646	7,050	8,697
Finansal Yatırımlar	2,424	5,076	10,044	16,319
Ticari Alacaklar	1,045	1,831	5,248	4,260
Stoklar	779	2,042	4,302	3,225
Diğer Dönen Varlıklar	1,023	1,918	3,399	8,909
Duran Varlıklar	5,516	6,781	12,189	12,731
Maddi Duran Varlıklar	1,741	2,035	3,250	3,313
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1,163	1,338	2,875	2,963
Kullanım Hakkı Varlıkları	258	360	709	495
Diğer Duran Varlıklar	2,354	3,048	5,355	5,960
Toplam Varlıklar	13,693	22,295	42,232	54,141
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,887	5,932	14,851	17,994
Finansal Borçlar	1,837	3,219	9,302	9,459
Diğer Finansal Yükümlülükler	0	0	0	0
Ticari Borçlar	711	1,916	2,984	3,074
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	339	797	2,565	5,461
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,428	2,043	3,877	3,784
Finansal Borçlar	1,061	1,438	2,599	2,428
Diğer Finansal Yükümlülükler	0	0	0	0
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	367	604	1,278	1,356
Özkaynaklar	9,378	14,320	23,504	32,363
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	8,440	12,905	20,217	29,591
Ödenmiş Sermaye	2,617	2,617	2,617	2,617
Rezerv ve Diğer Kalemler	1,770	3,178	5,283	10,169
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	2,662	4,282	6,303	10,295
Dönem Net Karı / (Zararı)	1,390	2,828	6,014	6,510
Azınlık payları	938	1,415	3,287	2,772
Toplam Kaynaklar	13,693	22,295	42,232	54,141

Kaynak: Rasyonet

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	2020	2021	2022	1H23
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	712	1,067	2,703	222
Düzeltilme Öncesi Kar	1,444	3,062	6,926	6,732
Amortisman ve İtfa Payları	336	412	912	572
İşletme Sermayesindeki Değişim	-220	-1,609	-3,558	-3,036
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-847	-797	-1,578	-4,046
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-1,986	-1,468	-5,178	-2,562
Sabit Sermaye Yatırımları	-616	-537	-1,284	-1,112
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-1,370	-932	-3,894	-1,450
Serbest Nakit Akımı	-1,273	-401	-2,476	-2,340
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	74	615	2,340	-200
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-372	1,734	2,397	1,648

Büyüme	2020	2021	2022	1H23
Satış Gelirleri	-18.7%	56.2%	172.7%	186.0%
Brüt Kar	19.8%	81.7%	138.7%	169.4%
Operasyonel Giderler	1.4%	57.1%	114.9%	125.5%
Faaliyet Karı	56.0%	113.1%	161.2%	196.7%
FAVÖK	32.8%	79.4%	151.1%	178.6%
Net Kar	125.4%	103.5%	112.6%	161.0%

Karlılık	2020	2021	2022	1H23
Brüt Kar Marjı	12.0%	13.9%	12.2%	29.5%
Operasyonel Gider Marjı	-6.7%	-6.8%	-5.3%	-9.5%
Faaliyet Kar Marjı	5.3%	7.2%	6.9%	20.0%
FAVÖK Marjı	8.4%	9.6%	8.9%	23.8%
Net Kar Marjı	12.9%	16.8%	13.1%	39.4%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	16.5%	21.9%	29.7%	40.7%

Rasyo Analizi	2020	2021	2022	1H23
F / K	4.0	2.8	2.0	3.5
FD / FAVÖK	4.3	2.5	2.4	6.6
Temettü Verimi	1.8%	2.3%	5.1%	1.9%
Borçluluk	2020	2021	2022	1H23
Konsolide Net Borç (Nakit)	-2,432	-5,065	-5,193	-13,118
Net Borç / FAVÖK	-2.7	-3.1	-1.3	-2.3

NET AKTİF DEĞERİ

Doğan Holding'in Net Aktif Değeri 2,4 milyar dolar seviyesinde... Holding'in ana faaliyet kolları: i) elektrik üretimi, ii) sanayi ve ticaret, iii) otomotiv ticaret ve pazarlama, iv) finansman ve yatırım ve v) internet ve eğlence olarak bölümlere ayrılmaktadır. Holding, net aktif değeri 2,4 milyar dolara ulaşan portföyünü son yıllarda yaptığı satın alma ve varlık satışlarıyla aktif bir şekilde yönetmiştir. Elektrik üretimi, %19 ile net aktif değer içinde en yüksek paya sahipken, internet ve eğlence %16 payla ikinci sırada, sanayi ve ticaret ise %12 pay ile üçüncü sıradadır. Halka açık olan ve halka açık olmayan iştiraklerin net aktif değer içindeki payı sırasıyla %28,6 ve %35,2, holdingin arazi ve gayrimenkul portföyünün toplam net aktif değer içindeki payı ise %6,8 olarak hesaplanmaktadır. Doğan Holding'in solo net nakit pozisyonunu 2Ç23 sonu olan 649 milyon dolar ve Milpa satışından elde edilen 55 milyon doları ekleyerek 704 milyon dolar olarak alıyoruz. Solo net nakit pozisyonu da net aktif değerın yaklaşık %30'una denk gelmektedir.

Net Aktif Değere yüksek iskonto... Aşağıdaki tabloda şirket tarafından yapılmış olan Net Aktif Değeri'ni paylaşıyoruz. Bu hesaba göre, mevcut durumda Doğan Holding net aktif değerine göre %47 iskonto ile işlem görmektedir.

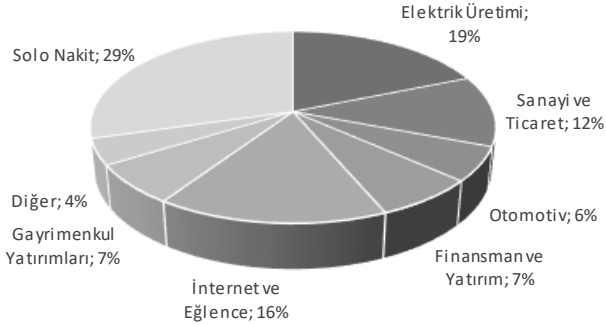
Doğan Holding Net Aktif Değeri (milyon USD)

	Hisse Kodu	Sektör	Değerleme Yöntemi	Kullanılan Çarpan	Piyasa Değeri (USDmn)	Hisse Payı	Portföy Değeri	Portföy'deki Payı
Elektrik Üretimi							450	18.8%
Galata Wind	GWIND	Elektrik Üretimi - Yenilenebilir	Mevcut Piyasa Değeri		643	70.0%	450	18.8%
Aslancık HEPP (JV)		Elektrik Üretimi - Yenilenebilir	Defter Değeri		0	33.3%	0	0.0%
Boyabat HEPP (JV)		Elektrik Üretimi - Yenilenebilir	Defter Değeri		0	33.0%	0	0.0%
Industry & Trade							286	11.9%
Karel Elektronik	KAREL	İletişim Araçları	Mevcut Piyasa Değeri		447	40.0%	179	7.5%
Ditaş	DITAS	Oto Yedek Parça	Mevcut Piyasa Değeri		51	68.2%	35	1.5%
Doğan Dış Ticaret		Ticaret	F/DD	1.00	8	100.0%	8	0.3%
Sesa Ambalaj		Ambalaj & Paketleme	12A FD/FAVÖK	7.25	91	70.0%	64	2.7%
Otomotiv							138	5.8%
Doğan Trend		Otomotiv	12A FD/FAVÖK	5.00	138	100.0%	138	5.8%
Finans ve Yatırım							169	7.1%
D Yatırım Bankası		Yatırım Bankacılığı	F/DD	2.00	43	100.0%	43	1.8%
Doruk Faktoring		Faktoring	F/DD	2.00	34	100.0%	34	1.4%
Hepişi Sigorta		Sigorta	F/DD	2.00	67	100.0%	67	2.8%
Öncü Girişim		Varlık Yönetimi	Insider Payı Değerlemesi		25	100.0%	25	1.0%
İnternet ve Eğlence							379	15.9%
Kanal D Romanya		TV Yayıncılık	12A FD/FAVÖK	10.00	296	100.0%	296	12.4%
NetD Muzik & DMC		Music ve Eğlence	12A FD/FAVÖK	12.60	89	40.0%	36	1.5%
Hepsi Emlak		Online Emlak Aracılığı	12A FD/Satışlar	8.00	60	79.2%	48	2.0%
Gayrimenkul Yatırımları							162	6.8%
D Gayrimenkul (Trump Towers)		Gayrimenkul	Eksptiz Raporu		89	100.0%	89	3.7%
D Yapi Romanya		Gayrimenkul	Eksptiz Raporu		20	100.0%	20	0.8%
Doğan Holding İstanbul (Gümüşsuyu Arazisi)		Gayrimenkul	Eksptiz Raporu		5	100.0%	5	0.2%
Kandilli Gayrimenkul		Gayrimenkul	Eksptiz Raporu		51	50.0%	25	1.1%
M Investment (New York Arazisi)		Gayrimenkul	Eksptiz Raporu		22	100.0%	22	0.9%
Diğer							105	4.4%
Milta Turizm (Bodrum Marina)		Turizm	Önceki satınalmalar bedeli		83	100.0%	83	3.5%
Doğan Burda (JV)	DOBUR	Dergi Yayıncılığı	Mevcut Piyasa Değeri		52	39.7%	21	0.9%
Doğan Yayıncılık		Yayıncılık	Önceki satınalmalar bedeli		1	100.0%	1	0.0%
Halka Açık İştiraklerde Holding'in Toplam Payı							684	28.6%
Halka Açık Olmayan İştiraklerde Holding'in Toplam Payı							1,004	42.0%
Holding Net Nakdi							704	29.4%
Toplam Net Aktif Değer (US\$m)							2,392	
Piyasa Değeri (US\$m)	DOHOL						1,277	
Net Aktif Değere Göre İskonto							-47%	

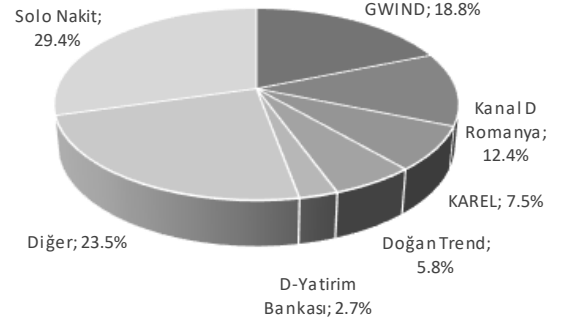
Kaynak: Doğan Holding

Doğan Holding Net Aktif Değeri Dağılımı

Sektörel Dağılım



Varlıklara Göre Dağılım



Kaynak: Doğan Holding

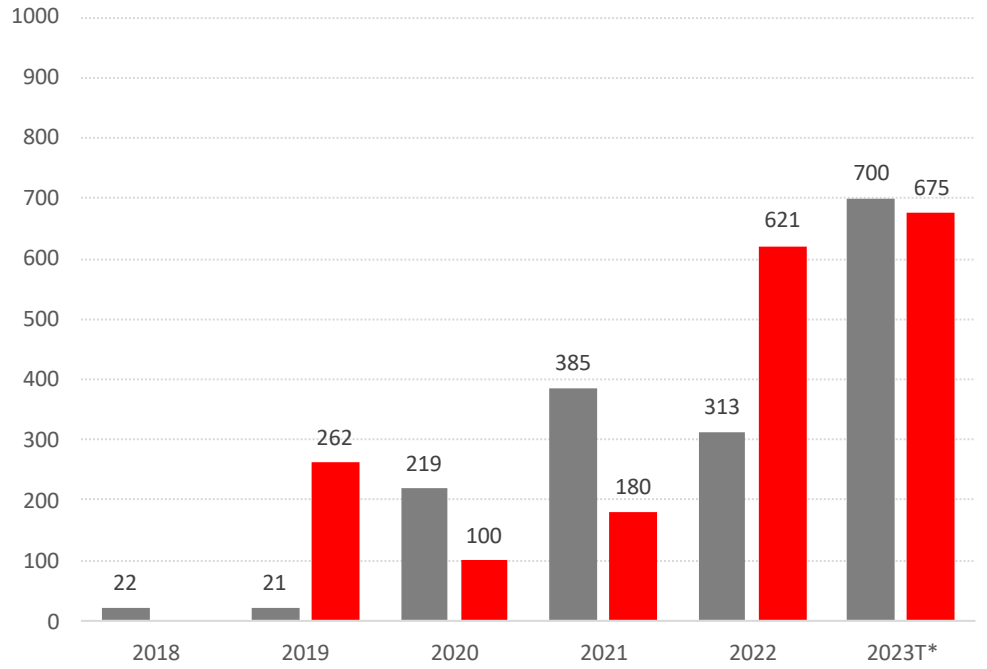
Net Aktif Değer Hesabı ile İlgili Açıklamalar:

- **Boyabat ve Aslancık değerlemeleri:** Bu iştiraklerin defter değerleri negatif durumda olmakla birlikte Doğan Holding Boyabat için karşılık ayırmıştır. İştiraklerdeki finansal borçlarla ilgili bankalarla yeniden yapılandırma görüşmeleri devam etmektedir.
- **Sesa Ambalaj:** Doğan Holding burada Sesa Ambalaj'ı satın aldığı tarihteki FD/FAVÖK çarpanı olan 7,25'i kullanmıştır.
- **Öncü Girişim:** Karel ve Sesa'nın paylarına sahip olan Öncü Girişim, Doğan Holding'in yatırım şirketidir. Karel ve Sesa payları NAD tablosunda ayrıca belirtilmiştir. Öncü'nün %2,2 paya sahip olduğu "Insider" hisseleri son yatırım turundaki değerlendirme olan 25 milyon dolar üzerinden NAD'e eklenmiştir.
- **NetD Muzik &DMC:** Şirket değerlemede Doğan Holding'in bu iştirakin %60'ını sattığı işlemdeki FD/FAVÖK çarpanı olan 12,6'yı kullanmıştır.
- **Milta Turizm – Bodrum Marina:** Koç Holding 2017'de Bodrum Marina'yo 105 milyon dolar bedelle almak için anlaşmaya varmış ama işlemde daha sonra vazgeçilmiştir. Milta, Bodrum Marina'yo 1997'den başlayarak 49 yıl süreyle işletme hakkına sahiptir. Buna göre, daha önce Koç Holding ile yapılan anlaşma, aradaki 5 yıl çıkarılarak düzeltilmiş, NAD'e bu şekilde eklenmiştir.
- **Doğan Trend Otomotiv, Kanal D Romanya, Hepsi Emlak:** Doğan Holding bu iştiraklerin değerlemesinde benzer şirket çarpanlarını kullanmıştır.

STRATEJİK BAKIŞ AÇISI

İştiraklerden temettü geliri artmaktadır... İştirak karlılıklarında belirgin iyileşme sayesinde, Doğan Holding temettü gelirin'inin 2022'deki 313 milyon TL seviyesinden 2023'te 700 milyon TL seviyesine yükselmesini beklemektedir. Bu arada, holding 2023 yılında iki seferde nakit temettü dağıtımını yapmış, toplam 675 milyon TL nakit temettü dağıtmıştır.

İştiraklerden Temettü Geliri ve Doğan Holding'ten Dağıtılan Temettü (milyon TL)



* İştiraklerden gelecek temettüde 2023 verisi Doğan Holding'in tahminidir.

Kaynak: Rasyonet, Doğan Holding

Doğan Holding, 2020 yılından bu yana yaptığı satın alma ve varlık satışlarıyla stratejik aksiyonları hızlandırmıştır... Doğan Holding'in 2020 yılında kurduğu D-Yatırım Bankası ve Doğan Trend Otomotiv'in FAVÖK seviyeleri 1Y23'te sırasıyla 454 milyon TL ve 807 milyon TL'ye ulaşmıştır. Bugün yaklaşık 700 milyon dolarlık piyasa değerine ulaşan Galata Wind'in değeri 2021'deki halka arzdan bu yana daha net anlaşılmıştır. 1Y23'te 429 milyon TL'lik FAVÖK ve 606 milyon TL'lik net kara ulaşan ve 2021 yılında kurulmuş olan Hepiyi Sigorta, Doğan Holding'in değer yaratma konusundaki başarısıyla ilgili önemli bir örnektir. 2022 yılında satın alınan Karel, yeni alınan işler ve operasyonel karlılıktaki iyileşme ile beraber FAVÖK seviyesini 1Y23'te dolar bazında %95 artırmıştır. Holding aynı zamanda 2022-2023 dönemlerinde Milpa arazi satışının yanı sıra Çelik Halat, Aytemiz ve Milpa iştirak satışlarıyla yaklaşık 300 milyon dolarlık nakit girişi sağlayan varlık satışları gerçekleştirmiştir.

2020'den Bu Yana Stratejik Aksiyonlar

	2020	2021	2022	2023
Satın Alma	Sesa Ambalaj %70 için 57,8 milyon EUR	Profil Grubu, %70 için 2,9 milyon EUR	KAREL, %40 için 843 milyon TL Daiichi, %75 için 20,4 milyon USD Maksipak, %70 için 7,9 milyon EUR	
Kuruluş	Doğan Yatırım Bankası Doğan Trend Otomotiv	Hepiyi Sigorta Galata Wind, %30 için 100 milyon USD		
Halka Arz			Milpa Arazisi, 100 milyon USD Çelik Halat, %70 için 26 milyon EUR	Aytemiz, %50'si 168 milyon USD Milpa, %82,3'ü 55 milyon USD
Varlık Satışı	DMC, %60 için 23,4 milyon USD			

Kaynak: Doğan Holding

Yaklaşık 700 milyon dolarlık solo net nakit pozisyonuyla Doğan Holding yeni satın almalar için görüşmeler yapmaktadır... Yenilenebilir enerji, otomotiv, sanayi ve ticaret, finans ve teknoloji, Doğan Holding'in büyümek istediği ana sektörler olarak öne çıkıyor. Buna göre, olası bir satın alma haberi hisse performansına olumlu etki edebilir.

Satın Alım Kriterleri**Global Bakış**

- Küresel trendlere uyum
- Yüksek giriş bariyeri, katma değerli ürünler
- Uluslararası yatırımcı açısından cazibe

Yerel Bakış

- Sürdürülebilir rekabet avantajı, fiyatlama gücü
- Düşük ikame riski
- Düşük ithal hammadde bağımlılığı
- Makro ve politik risklere dayanıklılık

Şirket Özellikleri

- Büyüme potansiyeli ve lider pozisyon
- > 100 milyon EUR gelir
- > %30 ihracattan gelir payı
- >%15 sürdürülebilir FAVÖK marjı

- Güçlü özsermaye karlılığı
- >15% USD bazlı, >25% TL bazlı IRR
- Net Borç/FAVÖK <2x

Kaynak: Doğan Holding

Net Aktif Değeri'nin 2027'de 4 milyar dolara ulaşması hedeflenmektedir... Mevcut NAD 2,4 milyar dolar seviyesinde bulunurken 2025'te 3 milyar dolar, 2027'de ise 4 milyar dolarlık bir NAD seviyesine ulaşılması hedeflenmektedir. Organik ya da inorganik büyüme imkanlarıyla stratejik sektörlerin NAD içindeki payının %50'den 2027'de %80'e çıkarılması planlanmaktadır. Ayrıca portföy yapısının sadeleştirilmesi ve halka açık iştiraklerin payının artırılması da orta/uzun vadeli hedefler arasındadır.

İştiraklerde muhtemel halka arzlar bu varlıkların değerini ortaya çıkaracaktır... Doğan Holding, 2025 yılına kadar 1-2 halka arz planlamaktadır. Hepiyi Sigorta, Sesa Ambalaj, Doğan Trend Otomotiv'i halka arz edilme ihtimali olan iştirakler arasında sayabiliriz.

Arazi ve gayrimenkullerle ilgili olası satış ya da proje geliştirme konusundaki gelişmeler hisse performansına olumlu yansiyabilir... Temmuz 2023'te Doğan Holding'in bağlı iştiraki D-Yapi, Romanya'daki 55.167 metrekare arsa üzerinde gelir paylaşımına dayalı bir proje için Koray Gayrimenkul ile bağlayıcı olmayan bir niyet mektubu imzalamıştı. Projeye ilişkin detaylı çalışma sonrasında taraflar arasında anlaşma sağlanırsa nihai sözleşme imzalanacak. Söz konusu gayrimenkul projesi D-Yapi'nın Romanya'nın Bükreş şehrinde sahip olduğu 55.167metrekare arsa üzerinde yapılacak. Arsanın ekspertiz değeri 2Ç23 sonunda 20 milyon dolar olarak açıklanmıştı. Doğan Holding'in toplam arazi ve gayrimenkul portföyünün değeri 162 milyon dolar seviyesinde bulunurken NAD'nin yaklaşık %7'sine isabet etmektedir.

RISKLER

Adilbey Holding birleşmesi sonrasında aile üyelerinden gelebilecek hisse satışları negatif bir risk faktörü olabilir... Birleşme öncesinde, Doğan Ailesi üyelerinin sahip olduğu Adilbey Holding, Doğan Holding’de %49,7 pay sahibi idi. Birleşme sonrasında aile üyelerinin Doğan Holding’deki tüm payları doğrudan pay haline gelmiş oldu. Doğan Ailesi üyelerinin kısa vadede bir hisse satma planı bulunmadığını düşünüyoruz. Ancak ileriki dönemler için bunun bir risk unsuru olduğunu belirtmekte fayda görüyoruz.

Ortaklık Yapısı

Aydın Doğan	8.6%
Işıl Sema Doğan	9.5%
Arzuhan Yalçındağ	11.5%
Vuslat Sabancı	11.5%
Hanzade Vasfiye Doğan Boyner	11.5%
Yaşar Begümhan Doğan Faralyalı	11.6%
Doğan Holding	1.0%
Halka Açık	34.8%

Kaynak: Doğan Holding

Solo net nakdin uzun süre atıl kalma ihtimali... Doğan Holding, mevcut net nakdini değer yaratabilecek satın alma ve projelerde değerlendiremezse holding iskontosunun da uzun süre yüksek seviyelerde kalabileceğini düşünüyoruz.

Diğer risk faktörleri... Holding’deki yüksek döviz bazlı nakit pozisyonu ve iştiraklerdeki döviz bazlı iş modeli düşünüldüğünde, TL’de majör bir değerlenme Doğan Holding’in karlılığına olumsuz yansımaktır. Elektrik üretimi, finans ve sigorta faaliyetlerini etkileyebilecek regülasyon riskleri, projelerle ilgili tamamlanma riskleri, faizlerdeki artışa bağlı olarak talepte yaşanabilecek sert bir düşüş diğer risk faktörleri arasındadır.

2Ç23 Bilanço Yorumu:

Dogan Holding, 2Ç23’te 5,88 milyar TL net kar açıkladı. Açıklanan net kar 2Ç22’ye göre %289 artış, 1Ç23’e göre %830 artışa denk geliyor. Dogan Holding net kar rakamı için sadece bir kurumdan net kar tahmini (6,05 milyar TL) paylaşıldığından bir konsensüsten bahsetmek mümkün değil. Hatırlanacağı gibi, Doğan Holding Nisan-23’te Aytemiz’deki %50 hissesini 168 milyon dolara satmıştı. Bu satıştan elde edilen 2,38 milyar TL’lik tek seferlik gelir 2Ç23 net kar kalemini destekledi. Konsolide FAVÖK 2,55 milyar TL olurken, 2Ç22’ye göre %270, 1Ç23’e göre %137 artmış oldu. Konsolide FAVÖK’teki büyüme temel olarak finans, otomotiv, sanayi ve ticaret bölümlerinin katkısının artmasından kaynaklandı. Sanayi ve ticaret bölümünde Karel satın alımının 3Ç22’den itibaren katkı sağlamasının da etkisi bulunuyor. Ocak-Haziran döneminde, Doğan Holding’in konsolide net kar ve FAVÖK’ü sırasıyla 6,51 milyar TL (+%161) ve 3,63 milyar TL (+%179) seviyelerine ulaştı. Doğan Holding’in solo net nakdi 2Ç23 sonunda 16,8 milyar TL’ye (649 milyon dolar) yükselirken 1Ç23 sonunda 9,6 milyar TL (502 milyon dolar) seviyesindeydi.

Doğan Holding Bölümlere Göre Raporlama

milyon TL	2019	2020	2021	2022	1Y23
Gelirler	13,254	10,770	16,822	45,872	15,277
Akaryakıt Perakendesi	11,254	7,794	11,331	29,728	-
Elektrik Üretimi	249	335	540	1,187	591
Sanayi ve Ticaret	826	1,352	2,676	7,909	5,847
Otomotiv	296	513	1,130	3,596	4,731
Finansman ve Yatırım	300	266	369	2,121	3,219
İnternet ve Eğlence	367	441	712	1,135	756
Gayrimenkul Yatırımları	180	133	154	380	264
FAVÖK	679	902	1,617	4,061	3,630
Akaryakıt Perakendesi	265	213	544	936	-
Elektrik Üretimi	185	262	427	1,002	453
Sanayi ve Ticaret	30	146	357	1,067	865
Otomotiv	18	28	105	533	807
Finansman ve Yatırım	17	53	-14	78	1,070
İnternet ve Eğlence	91	153	162	385	264
Gayrimenkul Yatırımları	73	47	39	89	67
Satışlardaki Büyüme	9%	-19%	56%	173%	186%
Akaryakıt Perakendesi	39%	-31%	45%	162%	-
Elektrik Üretimi	-89%	35%	61%	120%	14%
Sanayi ve Ticaret	93%	64%	98%	196%	118%
Otomotiv	4%	73%	120%	218%	265%
Finansman ve Yatırım	7%	-11%	38%	476%	993%
İnternet ve Eğlence	9%	20%	61%	59%	63%
Gayrimenkul Yatırımları	132%	-26%	16%	147%	94%
FAVÖK Marjı	5.1%	8.4%	9.6%	8.9%	23.8%
Akaryakıt Perakendesi	2.4%	2.7%	4.8%	3.1%	-
Elektrik Üretimi	74.4%	78.1%	79.1%	84.4%	76.7%
Sanayi ve Ticaret	3.6%	10.8%	13.4%	13.5%	14.8%
Otomotiv	6.2%	5.5%	9.3%	14.8%	17.1%
Finansman ve Yatırım	5.7%	19.8%	-3.8%	3.7%	33.2%
İnternet ve Eğlence	24.7%	34.6%	22.7%	33.9%	34.9%
Gayrimenkul Yatırımları	40.7%	35.2%	25.0%	23.5%	25.4%
FAVÖK Dağılımı					
Akaryakıt Perakendesi	39%	24%	34%	23%	2%
Elektrik Üretimi	27%	29%	26%	25%	12%
Sanayi ve Ticaret	4%	16%	22%	26%	24%
Otomotiv	3%	3%	7%	13%	22%
Finansman ve Yatırım	3%	6%	-1%	2%	29%
İnternet ve Eğlence	13%	17%	10%	9%	7%
Gayrimenkul Yatırımları	11%	5%	2%	2%	2%

Kaynak: Doğan Holding

En Büyük İştiraklerde Finansal Veriler

milyon TL	2020	2021	2022	1H23
Galata Wind				
Gelirler	335	540	1,187	591
FAVÖK	264	428	1,003	453
	<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>78.7%</i>	<i>79.2%</i>	<i>84.5%</i>
Net Kar	156	171	1,044	457
	<i>Net Marjı</i>	<i>46.6%</i>	<i>31.6%</i>	<i>87.9%</i>
Karel				
Gelirler	1,019	1,637	3,443	3,276
FAVÖK	200	325	584	526
	<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>19.7%</i>	<i>19.9%</i>	<i>17.0%</i>
Net Kar	122	66	46	-118
	<i>Net Marjı</i>	<i>11.9%</i>	<i>4.1%</i>	<i>1.3%</i>
Kanal D Romanya				
Gelirler	347	567	867	550
FAVÖK	174	229	431	257
	<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>50.0%</i>	<i>40.4%</i>	<i>49.7%</i>
Doğan Trend Otomotiv				
Gelirler	513	1,130	3,596	4,731
FAVÖK	28	105	533	807
	<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>5.5%</i>	<i>9.3%</i>	<i>14.8%</i>
Sesa Ambalaj				
Gelirler	499	752	1,591	961
FAVÖK	175	240	317	183
	<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>35.1%</i>	<i>31.9%</i>	<i>19.9%</i>
Net Kar	126	104	206	78
	<i>Net Marjı</i>	<i>25.3%</i>	<i>13.8%</i>	<i>12.9%</i>

Kaynak: Doğan Holding

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2022