

03 Temmuz 2025

Doğan Holding

Ziyaret Notu

Doğan Holding <DOHOL, Araştırma Kapsamında Değil>, yenilenebilir enerji, sanayi üretimi, madencilik, otomotiv ve mobilite, finansal hizmetler, internet ve eğlence ile gayrimenkul olmak üzere yedi ana sektörde faaliyet gösteren bir yatırım holdingidir. Son on yılda medya odaklı bir yapıdan çeşitlendirilmiş varlık platformuna dönüşmüştür. Şirketin sağladığı USD2.50 milyarlık Net Aktif Değer'e (NAD) göre, Doğan Holding hissesi %58'lik NAD iskontosuyla araştırma kapsamımızdaki diğer holdingler arasında en fazla iskonto oranına sahip olmaktadır. 1Ç25 itibarıyla USD646m'lık solo nakit pozisyonu, yeni sermaye tahsis alanları ve yatırım portföyünün aktif yönetimi, yönetimin yatırım stratejisini destekleyen önemli faktörlerdir.

- **Stratejik İş Kolları:** Doğan Holding, ölçeklenebilir uzun vadeli potansiyele ve yüksek giriş bariyerlerine sahip sektörleri stratejik olarak önceliklendiriyor: Yenilenebilir enerji, madencilik ve finansal hizmetler. Enerji alanındaki ana varlığı olan Galata Wind, 348 megavat (MW) kurulu güce sahip olup, yalnızca yenilenebilir kaynaklara yatırım yapan bir elektrik üretim şirkettir ve 2030 yılına kadar rüzgar, güneş ve hibrit yatırımlarla 1.088 MW'lık kapasite hedeflemektedir. %70–75 arası FAVÖK marjları ve Almanya, İtalya gibi ülkelere yönelik uluslararası genişleme stratejisiyle Galata Wind, grubun değer yaratımında merkezi bir rol oynamaktadır. Maden alanında ise Doğan Holding, Türkiye'nin önde gelen üç kurşun ve çinko üreticisinden biri olan, 12m ton rezerv ve artan bakır/altın varlığına sahip Gümüştaş aracılığıyla faaliyet göstermektedir. Finansal hizmetlerde ise şirket, Türkiye'nin ilk uçtan uca dijital sigorta şirketi olan Hepiyi Sigorta ve Doğan Yatırım Bankası gibi yeni nesil platformları devreye almış; Doruk Faktoring ile birlikte fintech ölçeklenmesine uygun bir yapı kurmuştur.
- **Dikey Genişleme & Sermaye Rotasyonu:** Doğan Holding, ana faaliyet alanlarının ötesinde mobilite, endüstriyel teknoloji, dijital gayrimenkul ve sınır ötesi medya gibi çeşitli iş kollarını da yönetmektedir. Bu birimler, hem kazanç hem de stratejik opsiyonlar sunmakta olup, sermaye tahsisi açısından düzenli olarak değerlendirilmektedir. Şirket, satın alma ve varlık satışları yoluyla sermayesini yönetmekte; bu süreçle işletme değerini optimize etmeyi ve portföyünü daha da genişletmeyi hedeflemektedir.
- **2025 Beklentileri:** Doğan Holding'in 2025 hedefleri, şirketin iş kolları için belirlenen temel büyüme alanlarını ortaya koymaktadır. Yenilenebilir enerji tarafında (Galata Wind), 50 MW'ın üzerinde ek kapasite kurulması ve yıllık 900–980 bin MWh üretim planlanmaktadır. Madencilik alanında (Gümüştaş), %50'nin üzerinde ciro artışı ve %25–30 FAVÖK marjı hedeflenmektedir. Finansal hizmetlerde (Hepiyi – D Yatırım Bankası – Doruk Faktoring), Hepiyi Sigorta için USD250–300m ilave varlık yönetimi ve finansal hizmetlerde %70'in üzerinde gelir artışı öngörülmektedir. Grup seviyesinde ise Doğan Holding, piyasa ortalamalarının üzerinde ciro ve FAVÖK büyümesi ile USD bazında net aktif değerinde %5–10 artış beklemektedir.
- **Doğan Holding, şirketin verilerine göre, %58 NAD iskontosuyla işlem görüyor:** Şirketin kendi hesaplamalarına göre, Hepiyi Sigorta Doğan Holding'in Net Aktif Değeri (NAD) içinde USD584m ile yaklaşık %24 paya sahiptir. Bunu, USD229m ile %9 paya sahip olan Galata Wind izlemektedir. D Gayrimenkul'ün katkısı USD182m ile %7 olurken, Gümüştaş Madencilik (iştiraki Doku Madencilik ile birlikte) USD137m ile NAD'ın %5'ini oluşturmaktadır. Solo net nakit pozisyonu USD646m ile yaklaşık %26'lık bir paya sahiptir. Kalan iştirakler ise toplamda USD704m ile Doğan Holding NAD'ının yaklaşık %28'ini temsil etmektedir.
- **2030 Yol Haritası:** Doğan Holding, 2024 yıl sonundaki USD2,6 milyar olan Net Aktif Değerini (NAD) 2030 yılına kadar USD4,0 milyar seviyesine çıkarmayı hedeflemektedir. Bu süreçte stratejik segmentlerin net aktif değer içindeki payının yaklaşık %45'ten %70'e yükselmesi planlanmaktadır. Odaklanılan ana alanlar yenilenebilir enerji, madencilik ve dijital finansal hizmetlerdir. Şirket, portföyünü sadeleştirmeyi, borsaya kote iştiraklerinin payını artırmayı ve 2030'a kadar 1–3 halka arz gerçekleştirmeyi amaçlamaktadır.

* Bu raporun hazırlanmasında Salih Köseoğlu <salih.koseoglu@unluco.com> destek sağlamıştır.

Tavsiye:

Araştırma Kapsamında Değil

Hedef Fiyat:

Yok

* Hisse tavsiyeleri BIST-100 endeksinde göre relatif getiriye göre belirlenmiştir. Hedef fiyat 12 aylık dönem için geçerlidir. ÜNLÜ&Co'nun ürünüdür.

Hisse verileri

Hisse kodu	DOHOLIS
Sektör	Holdingler
Fiyat	TL 15.88
Piyasa değeri (TLm)	41,558
Şirket değeri (TLm)	18,970
Piyasa değeri (USDm)	1,046
Şirket değeri (USDm)	477
Günlük ortalama işlem değeri (USDm)	7.63
Halka açıklık (%)	36

BIST 100'e göre fiyat



BIST 100'e göre geçmiş performans (%)

Performans	1A	3A	12A
Mutlak (%)	8.5	-1.5	-0.4
Endekse göre (%)	-4.1	-8.0	2.1

Kaynak: BIST 100, ÜNLÜ & Co

Görelî fiyat grafiği 2 Temmuz 2025 tarihinde 10,189 seviyesinde kapanan BIST 100 endeksinde karşı performansı ölçer.

Araştırma Analisti

Koray Pamir *

koray.pamir@unluco.com

+90-212-367-3687

Ziyaret Notu

Equity Research | CEE/MEA/Turkey

Performans	2021	2022	2023	2024	S12A
Net satışlar	16,488	25,945	60,806	60,296	50,834
FAVÖK	1,617	3,490	11,429	4,740	4,269
Net kar	2,828	232	-210	4,317	2,410
Hisse başı kar	1.08	0.09	n.a.	1.65	0.92
Hisse başı temettü	0.24	0.26	0.05	0.31	0.05
Temettü verimi (%)	7.8	5.5	0.4	2.1	0.3
F/K (x)	2.8	52.7	n.a.	8.7	15.9
FD/FAVÖK (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

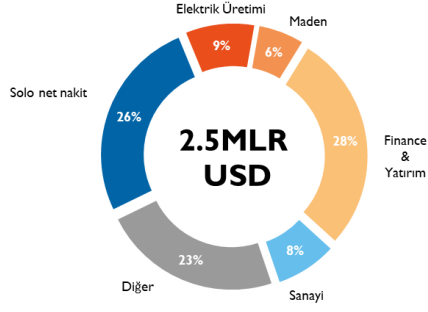
Değerleme Çarpanları	2021	2022	2023	2024	S12A
F/K (x)	2.8	52.7	n.a.	8.7	17.2
FD/FAVÖK (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FD/Satışlar (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Temettü verimi (%)	7.8	5.5	0.4	2.1	0.3

Oran Analizi	2021	2022	2023	2024	S12A
Sermaye verimliliği (%)	n.a.	0.9%	n.a.	6.2%	3.9%
Sermaye verimliliği (FVÖK temelli) (%)	n.a.	6.6%	14.4%	1.5%	0.4%
Brüt marj (%)	14.2%	18.9%	22.4%	17.3%	19.2%
FAVÖK marjı (%)	9.8%	13.5%	18.8%	7.9%	8.4%
FVÖK marjı (%)	7.3%	5.2%	10.1%	1.2%	0.3%
Net kar marjı (%)	17.2%	0.9%	-0.3%	7.2%	4.7%
Net borç/FAVÖK (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

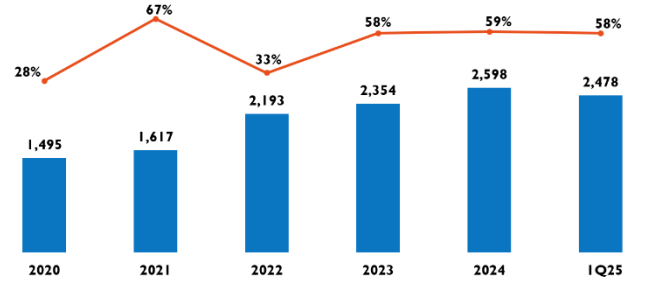
Kar ve Zarar (TLm)	2021	2022	2023	2024	S12A
Net satışlar	16,488	25,945	60,806	60,296	50,834
Büyüme oranı (yıllık)	n.a.	57%	134%	-1%	-24%
Brüt kar	2,341	4,913	13,650	10,457	9,782
FAVÖK	1,617	3,490	11,429	4,740	4,269
Büyüme oranı (yıllık)	n.a.	116%	228%	-59%	-64%
FVÖK	1,206	1,359	6,137	734	174
Büyüme oranı (yıllık)	n.a.	13%	351%	-88%	-97%
Diğer gelir/gider	1,006	3,730	9,325	6,184	6,257
Finansman geliri/gideri ve parasal kazanç/kayıp	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Vergi öncesi kar	3,846	-288	2,581	4,341	2,361
Vergi	-784	-540	-2,135	-885	-895
Efektif vergi oranı	n.a.	187%	-83%	n.a.	n.a.
Azınlık payları	234	1,062	-405	-862	-944
Net kar	2,828	232	-210	4,317	2,410
Büyüme oranı (yıllık)	103%	-92%	n.a.	n.a.	43%
Hisselerin ağırlıklı ortalama sayısı (m)	2,617	2,617	2,617	2,617	2,617
Hisse başı kar	1.08	0.09	n.a.	1.65	0.92
Hisse başı temettü	0.24	0.26	0.05	0.31	0.05
Temettü ödeme oranı	22%	291%	n.a.	19%	5%

Nakit Akışı (TLm)	2022	2023	2024	S12A	Bilanço (TLm)	2022	2023	2024	S12A
FVÖK	1,359	6,137	734	174	Nakit	11,616	17,503	28,438	25,798
Amortisman ve itfa giderleri	2,130	5,293	4,006	4,095	Dönen varlıklar	50,650	83,684	91,592	92,609
İşletme sermayesindeki değişim	-9,286	-4,092	4,094	2,513	Maddi duran varlıklar	11,202	16,924	24,629	23,659
Ödenen vergiler	-920	-2,561	-1,361	-1,482	Maddi olmayan duran varlıklar	9,675	13,592	19,965	20,661
Toplam yatırım harcaması	1,938	6,154	5,406	3,701	Duran varlıklar	33,156	51,192	62,129	60,978
Yatırım harcaması/hasılat	7.47%	10.12%	8.97%	7.28%	Toplam varlıklar	83,806	134,875	153,722	153,588
Serbest nakit akışı	-8,654	-1,378	2,067	1,597	Kısa vadeli yükümlülükler	24,910	41,553	53,750	54,912
Serbest nakit akış oranı	-33.36%	-2.27%	3.43%	3.14%	Uzun vadeli yükümlülükler	8,186	13,486	18,483	18,229
					Özkaynaklar	50,710	79,837	81,489	80,446
					Toplam kaynaklar	83,806	134,875	153,722	153,588
Ödenen temettüler	621	675	131	800	Net işletme sermayesi	11,273	15,365	11,271	10,729
Net borç değişim	-961	8,257	13,684	14,494	Net borç (nakit)	8,187	17,779	23,462	22,588

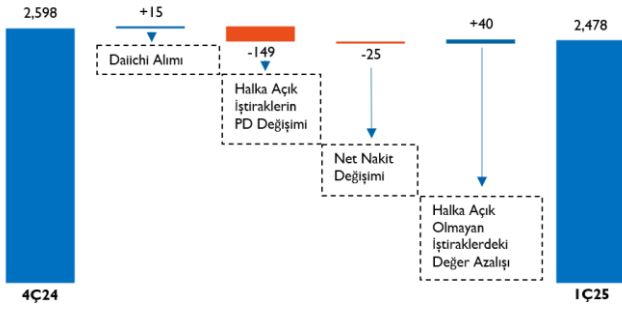
Kaynak: Şirket verileri, Rasyonet, UNLU & CO

Tablo 1: Doğan Holding'in Güncel NAD Kırılımı (1Ç25)*


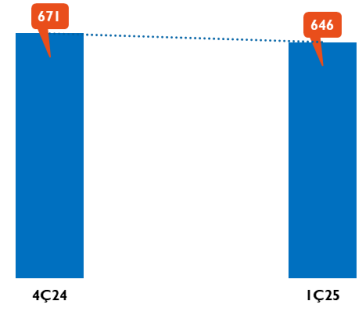
Kaynak: Şirket Verisi, * Şirket Tarafından Sağlanan Güncel NAD Verilerine Dayalı

Tablo 2: Doğan Holding'in NAD (m USD) & NAD İskontosu (%) *


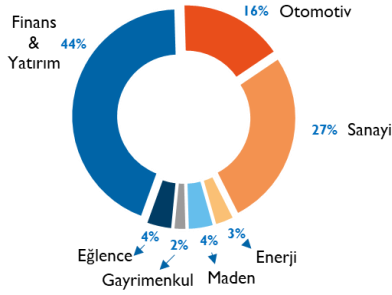
Kaynak: Şirket Verileri, * Şirket Tarafından Sağlanan Güncel NAD Verilerine Dayalı

Tablo 3: Doğan Holding'in NAD Değişim Kırılımı (m USD)


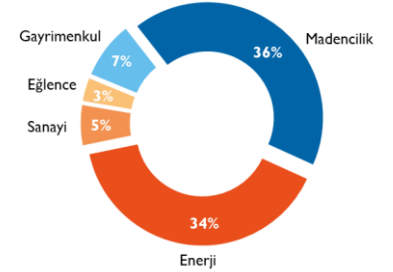
Kaynak: Şirket Verisi

Tablo 4: Doğan Holding'in Solo Net Nakit Pozisyonu (m USD) *


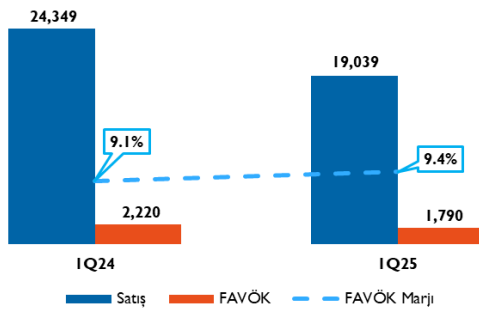
Kaynak: Şirket Verisi, Daiichi'nin alımı için USD15m'lık nakit çıkışı ve D Yatırım Bankası'na USD19,7m'lık sermaye katkısı

Tablo 5: Doğan Holding Gelir Kırılımı (1Ç25)


Kaynak: Şirket Verisi,

Tablo 6: Doğan Holding FAVÖK Kırılımı (1Ç25) *


Kaynak: Şirket Verileri, * Finans & Yatırım hariç, Doğan Trend de negatif FAVÖK nedeniyle hariç tutulmuştur.

Tablo 7: Doğan Holding'in Gelir, FAVÖK ve FAVÖK Marjı (%) * (m TL)


Kaynak: Şirket Verisi

Tablo 8: Doğan Holding'in Varlık Satış Tarihçesi

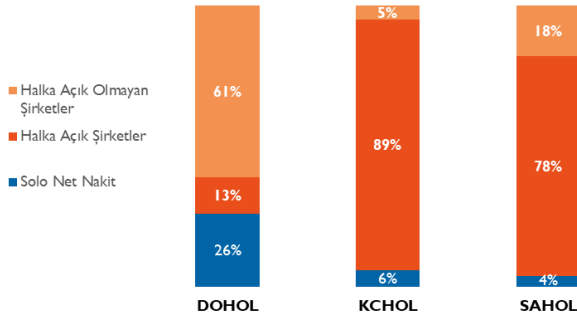
Yıl	Şirket	Dohol Payı	Değerleme (m)	Nakit Girişi	Para Birimi
2020	DMC	60%	39	23.4	USD
2022	Çelik Halat	70%	37	26	EUR
2023	Aytemiz	50%	336	168	USD
2023	Milpa	82%	87	71	USD
2024	DMC	40%	95	38	EUR
2024	DOBUR	38%	13	5	USD
2025	Boyabat	33%	0	0	-

Kaynak: Şirket Verisi, ÜNLÜ Tahminleri

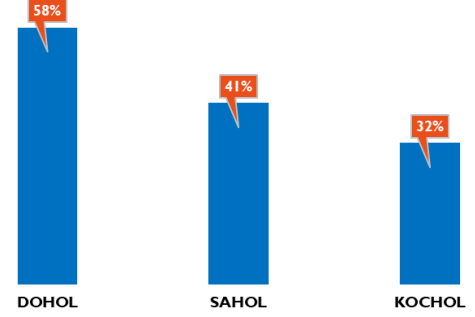
Tablo 9: Güncel Net Aktif Değerler – İştirak Bazlı Kırılım

Doğan Holding NAD							
Hisse Kodu	DOHOL						
Fiyat (TL)	15.88						
Hisse sayısı (m)	2.617						
Tarih	03/07/2025						
mn TL, aksi belirtilmedikçe							
	Kod	Güncel Fiyat (TL)	Değerleme Metodolojisi	Direkt Pay (%)	Değerleme (mn US\$)	Dohol Payı (US\$)	% NAD
Elektrik Üretimi							9.2%
Aslancık				33.3%	0	0	0.0%
Galata Wind	GWIND	24.08	Piyasa Değeri	70.0%	327	229	9.2%
Elektronik & Sanayi							7.5%
Ditaş	DITAS	22.38	Piyasa Değeri	68.2%	48	33	1.3%
Doğan Dış Ticaret			Defter Değeri	100.0%	4	4	0.1%
Sesa Ambalaj			FD/12A FAVÖK 7.94x	70.0%	93	65	2.6%
Karel Elektronik	KAREL	8.62	Piyasa Değeri	40.0%	175	70	2.8%
Dalichi			İşlem Değeri	25.0%	60	15	0.6%
Otomotiv							1.3%
Doğan Trend Otomotiv			Defter Değeri 1.9x	100.0%	33	33	1.3%
Finans ve Yatırım							28.0%
Doğan Yatırım Bankası			Defter Değeri 1.5x	100.0%	36	36	1.5%
Doruk Faktoring			Defter Değeri 1.5x	100.0%	50	50	2.0%
Hepiyi Sigorta			Defter Değeri 6.1x	85.0%	687	584	23.6%
Öncü Private Equity			Insider Hisse Değeri	100.0%	23	23	0.9%
İnternet ve Eğlence							8.2%
Kanal D Romanya			FD/12A FAVÖK 3.8x	100.0%	124	124	5.0%
Glokal (Hepsi Emlak)			FD/12A FAVÖK 7.4x	79.2%	101	80	3.2%
Gayrimenkul							10.5%
D Gayrimenkul			Bağımsız Ekspert Değerlemesi	100.0%	182	182	7.4%
D Yapı - Romanya			Bağımsız Ekspert Değerlemesi	100.0%	23	23	0.9%
Doğan Holding İstanbul			Bağımsız Ekspert Değerlemesi	100.0%	8	8	0.3%
Kandilli Gayrimenkul			Bağımsız Ekspert Değerlemesi	50.0%	64	32	1.3%
M Yatırım			Bağımsız Ekspert Değerlemesi	22.2%	73	16	0.6%
Madencilik							5.5%
Gümüştaş			İşlem Değeri	75.0%	164	123	5.0%
Doku Madencilik			İşlem Değeri	75.0%	18	14	0.5%
Diğer							3.6%
Milta Turizm			Defter Değeri 1.6x	100.0%	89	89	3.6%
Doğan Yayıncılık			İşlem Değeri	100.0%	1	1	0.0%
Borsaya Kote Şirketler						332	13%
+ Borsaya Kote Olmayan Varlıklar						1.500	61%
+ Güncel Net Nakit (Borç) Pozisyonu						646	26%
Doğan Holding NAD						2,478	
Piyasa Değeri						1,046	
NAD İskontosu						-58%	

Kaynak: 1Ç25 itibarıyla Şirket Verisi

Tablo 10: Diğer Holdinglerle Karşılaştırmalı NAD Dağılımı (1Ç25)


Kaynak: Şirket Verisi, ÜNLÜ Tahminleri

Tablo 11: Diğer Holdinglerle NAD İskontosu Karşılaştırması (1Ç25)


Kaynak: Şirket Verisi, ÜNLÜ Tahminleri

Ziyaret Notu Özetleri

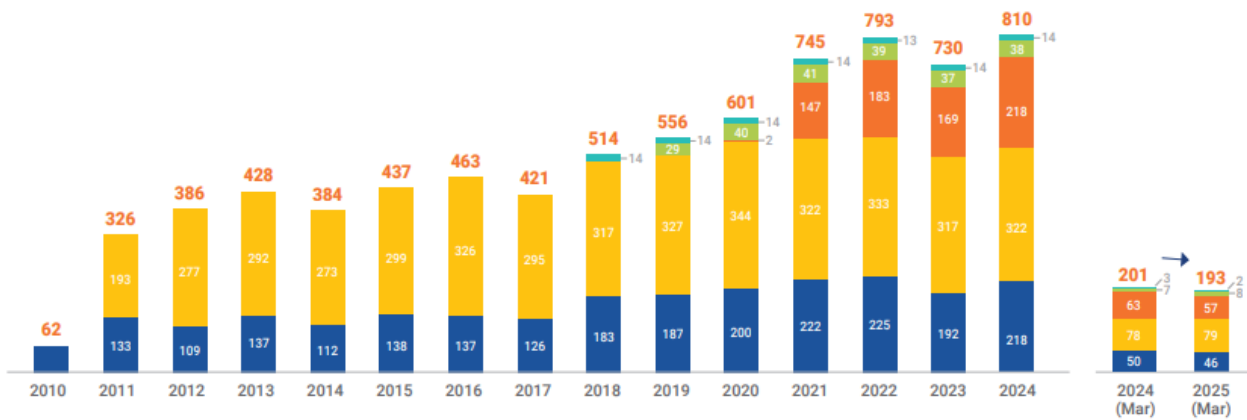
1Ç25 itibarıyla, Doğan Holding'in NAD hesaplamalarına göre, şirketin USD bazında NAD'ı USD2,5 milyar seviyesinde olup, stratejik segment toplamın yaklaşık %42'sini oluşturuyor. 2026 yılı itibarıyla NAD'ının USD3,0 milyara ulaşması, stratejik NAD payının ise yaklaşık %55 olması bekleniyor. 2030 yılına kadar, NAD hedefi USD4,0 milyar olarak belirlenmiş olup, stratejik iş kollarının toplam net aktif değer yaklaşık %70'ini oluşturması öngörülüyor. 2030 yol haritası kapsamında, holdingin iştiraklerinin bir ila üçünün halka arzı planlanmaktadır. Doğan Holding'in stratejik odak alanları yenilenebilir enerji, madencilik ve dijital finansal hizmetler olmaya devam etmektedir. Şirket, uzun vadede bu segmentlerin her biri için USD1 milyar üzerinde bir değerlendirme hedeflemektedir. Bu çerçevede, Hepiyi, Daiichi ve Sesa, izlenmesi gereken halka arz adayları olarak belirlenmiştir. Holdingin yol haritası, daha sade bir portföy yapısına ve toplam NAD içinde daha yüksek oranda halka açık şirketlerin olmasını içermektedir.

Stratejik Odak Alanları(42% NAD)

Doğan Holding, ölçeklenebilir uzun vadeli potansiyeli ve yüksek giriş bariyerine sahip sektörleri stratejik olarak önceliklendiriyor: Yenilenebilir enerji, madencilik ve finansal hizmetler. Enerji alanındaki ana varlığı olan Galata Wind, 348 MW kurulu kapasiteye sahip, tamamen yenilenebilir enerji üreten bir oyuncu olup, 2030 hedefi, rüzgar, güneş ve hibrit yatırımlarla 1.088 MW kapasiteye ulaşmaktır. %70-75 FAVÖK marjları ve uluslararası yatırımları (Almanya, İtalya) ile Galata Wind, holdingin değer yaratma planının merkezinde yer alıyor. Madencilikte alanında ise, Türkiye'nin en büyük üç kurşun ve çinko üreticisinden biri olan ve 12 milyon ton rezervi ile büyüyen bakır/altın pazarında faaliyet gösteren Gümüştaş üzerinden faaliyet göstermektedir. Finansal hizmetlerde ise Doğan Holding, yeni nesil platformlar başlattı: Hepiyi Sigorta, uçtan uca dijital bir sigorta şirketi, ve Doruk Faktoring ile Doğan Yatırım Bankası.

Galata Wind (Elektrik Üretimi, 9% NAD): Galata Wind şu anda birden fazla rüzgar ve güneş enerji santralinden oluşan toplam 348 MW kurulu güce sahiptir. Mevcut varlıklar arasında 94 MW kapasiteye sahip Mersin RES, 105 MW kapasiteye sahip Şah RES, 115 MW Taşpınar RES ve Güneş Enerjisi Santrali (GES) Hibriti, 9 MW kapasiteye sahip Çorum GES ve 25 MW kapasiteye sahip Erzurum GES yer almaktadır.

Tablo 12: Galata Wind'in Elektrik Üretim Artışı (GWh)



Kaynak: 1Ç25 itibarıyla Şirket Verisi

Yakın geleceğe bakıldığında, 2025 ve 2026 yılları arasında Galata Wind, kapasitesini önemli ölçüde artırmayı planlıyor. Bu artış, Avrupa'da 200 MW, Taşpınar Hibrit GES'in ikinci aşamasıyla 7 MW, Alapınar RES için yeni lisansla 16 MW ve Şah RES'teki kapasite artışıyla ek 7 MW eklemeyi içermektedir. Bu projelerle, 2026 yılı sonuna kadar şirket, 578 MW kurulu kapasiteye ulaşmayı hedeflemektedir. Avrupa'daki 200 MW'lık genişleme hedefi içinde, şirket şu ana kadar Almanya ve İtalya'da toplam 92 MW'lık bir kapasiteyi duyurmuştur; bunun 52 MW'ı Güneş Enerjisi Santralleri (43 MW Almanya + 9 MW İtalya) ve 40 MW'ı Almanya'daki batarya enerji depolama sistemlerinden (BESS) oluşmaktadır. Bu 92 MW'lık eklemelerin ihale ve inşaat süreçleri devam etmekte olup, 2026 yılında faaliyete geçmesi beklenmektedir.

2027 ile 2030 yılları arasındaki orta vadeli dönemde, Galata Wind toplamda 1.088 MW kurulu güç hedeflemektedir. Bu aşama, öncelikli olarak Avrupa güneş enerjisi yatırımlarına ve enerji depolama sistemleriyle entegre enerji santrallerine odaklanacaktır. Bu hedefin, 100 MW'lık Avrupa GES yatırımı, enerji depolama sistemleriyle entegre santrallerin (SSP ve RES) 300 MW'lık rüzgar enerjisi santralleri (RES) ve 110 MW'lık güneş enerjisi santralleri (GES) ile sağlanması beklenmektedir.

Gümüştaş (Madencilik, 5% NAD): Gümüştaş, Türkiye'nin önde gelen kurşun ve çinko üreticilerinden biri olarak, 16 aktif üretim lisansı altında faaliyet göstermektedir. Şirket, şu anda iki özel mineral işleme tesisi aracılığıyla yılda yaklaşık 600.000 ton mineral işlemektedir. Gümüştaş'ın madencilik faaliyetleri, kurşun ve çinko için Niğde bölgesinde yoğunlaşmış olup, aynı zamanda Bitlis ve Gümüşhane'de bakır çıkarma operasyonları yürütmektedir. Toplamda 12 milyon ton kanıtlanmış rezerv ve 80 araştırma lisansı portföyü ile Gümüştaş, devam eden keşif ve kaynak geliştirme için bir temel oluşturmaktadır. Şirket, önümüzdeki beş yıl içinde yıllık işleme kapasitesini iki katına çıkarmayı hedeflemekte olup, bu hedefi stratejik yatırımlar ve operasyonel verimliliklerle desteklemeyi planlamaktadır. Bu büyümeyi desteklemek amacıyla, Gümüştaş, 2025-2027 dönemi için yaklaşık USD90m tutarında sermaye harcamaları planlamaktadır.

Hepiyi Sigorta (Finansal Hizmetler, 24% NAD): Hepiyi Sigorta, Türkiye'nin ilk tamamen dijital sigorta şirketi olup, sektör ortalamasının yaklaşık beş katı kadar bir büyümeye sahiptir. Şirketin, tam otomasyon ve dijital iş akışlarıyla desteklenen %2,6'lık maliyet-ciro oranı %6,2'lik sektör ortalamasının altındadır. Şirket fiyatlandırma algoritmaları kullanarak kârlılığını korurken, kara araçları sorumluluk (KAS) pazarının %87'sine teklifler sunmaktadır. Tüm tahsilatlar yalnızca kredi kartı aracılığıyla yapılmaktadır. Yönetilen varlıklar, 1Ç24'teki USD238m'dan 1Ç25'te USD 533m'a yükselmiştir.

Tablo 13: Hepiyi Sigorta'nın Sektör Rakip Analizi *

Şirket	Endeks	Hisse Kodu	PD / DD
Hepiyi Sigorta	Borsaya Kote Değil	-	6,1
Lemonade	NYSE	LMND	3,3
Root	NASDAQ	ROOT	10,4
Go Digit	IN	GODIGIT	8,4
Agesa	BIST	AGESA	4,6
Aksigorta	BIST	AKGRT	2,8
Ray Sigorta	BIST	RAYSG	11,2
Türkiye Sigorta	BIST	TURSG	3,5
Anadolu Sigorta	BIST	ANSGR	1,9
Ortalama			5,8

Kaynak: Şirket Verileri, Şirketlerin güncel piyasa değerleri ve defter değerleri üzerinden hesaplanmıştır

Doğan Yatırım Bankası (Finansal Hizmetler, 1% NAD): Doğan Yatırım Bankası, tahvil ve varlık teminatlı menkul kıymetlerin ihracı gibi yatırım bankacılığı hizmetlerine odaklanan bir finansal aracı kurum olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, sermaye artırımı sağlar ve kurumsal müşterilerine yapılandırılmış finansman çözümleri sunar. 1Ç25 itibarıyla banka, toplam nominal değeri 2,1 milyar TL'yi aşan 11 kurumsal tahvil ve varlık teminatlı menkul kıymet ihraç etmiştir. Banka, sermaye tabanını güçlendirmek ve gelecekteki iş faaliyetlerini desteklemek amacıyla ödenmiş sermayesini 20 milyon USD artırmayı planladığını açıklamıştır. Şirketin toplam varlıkları, 1Ç24'te TL3.046m 'dan 1Ç25'te TL5.551m'a yükselmiştir.

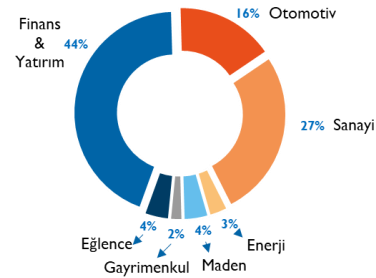
Doruk Faktoring (Finansal Hizmetler, 2% NAD): Türkiye'de faaliyet gösteren Doruk Faktoring, müşteri nakit akışını iyileştirmek için alacakları satın alarak finansal hizmetler sunmaktadır. Şirketin operasyonu, çeşitli sektörlerdeki işletmelere faktoring düzenlemeleri aracılığıyla likidite çözümleri sunarak destek olmaktadır. 1Ç25'te Doruk Faktoring, TL458m olan 1Ç24 gelirlerine kıyasla TL895m gelir elde etmiştir. Net kâr, yıllık bazda TL72m'den TL213m'ye yükselmiştir. Toplam varlıklar, 1Ç24'teki TL3.894m'den TL6.220m'ye çıkmıştır. Şirket, 1Ç25'te %18'lik bir özkaynak kârlılığı (ROE) kaydederek, yıllık bazda 6 puanlık bir artış göstermiştir.

Dinamik Odak Alanları (33% NAD)

Ana segmentlerinin yanı sıra, Doğan Holding, mobilite (Doğan Trend), endüstriyel teknoloji (Karel, Sesa, Ditaş), dijital gayrimenkul (Hepsiemlak) ve sınır ötesi medya (Kanal D Romanya) gibi dinamik operasyonlarını da aktif bir şekilde yönetmektedir. Bu işletmeler, taktiksel kazançlar ve opsiyonel fırsatlar sağlarken, sürekli olarak sermaye rotasyonu perspektifinden değerlendirilmektedir. Örneğin, Doğan Holding, Boyabat'taki 234.300.000 nominal hissesini sembolik bir bedel olan 1 TL karşılığında Bilgin Güç Santralleri Enerji Üretim A.Ş.'ye devretmiştir. Rekabet Kurumu tarafından onaylanan bu işlem, şirketin değer yaratmayan varlığından çıkarak, kurumsal değeri ve yapısal basitleşmeyi hedefleyen bir portföy stratejisini yansıtmaktadır. Grup içindeki ana varlıklar şunlardır:

Karel (Sanayi, 3% NAD): Karel, kurumsal projeler, Daiichi aracılığıyla otomotiv çözümleri, elektronik kart üretimi, iletişim sistemleri ve savunma elektroniği gibi birden fazla iş segmentinde faaliyet gösteren bir şirkettir. Şirketin 1Ç25 itibarıyla toplam gelirinin %47'sini kurumsal projeler oluşturmaktadır. Bunu %20 ile otomotiv yedek parça, %19 ile elektronik kart üretimi, %9 ile iletişim sistemleri ve %5 ile savunma elektroniği takip etmektedir.

Tablo 14: Karel Gelir Kırılımı (1Ç25)



Kaynak: 1Ç25 itibarıyla Şirket Verisi

Karel, Daiichi'deki payının satışından USD12,6m nakit girişi elde etmiş ve bu durum likidite pozisyonunu güçlendirmeye yardımcı olmuştur. 2025 yılına ilişkin beklentiler, anahtar sözleşme yenilemelerinin çoğunlukla tamamlandığını gösteriyor ve bu da döneme yönelik istikrarlı bir işletme ortamını işaret etmektedir.

Tablo 15: Karel'in İş Segmentleri

İletişim Teknolojileri	Geleneksel ve yeni nesil sistemleri (bulut, hibrit, IP santral, çağrı merkezleri vb.) içeren kapsamlı iletişim çözümleri - Türkiye'nin kurumsal iletişim altyapısında %50 paya sahiptir.
Savunma Teknolojileri	Hava, kara ve deniz uygulamaları için entegre iletişim sistemleri - ihracat ağı olarak, Romanya, Pakistan, Suudi Arabistan, Türk Cumhuriyetleri ve Malezya'yı kapsamaktadır - Yerel LTE/5G yetenekleri.
Kurumsal Teknolojiler	Türkiye'nin telekom baz istasyonları ve fiber ağlarının kurulumu (76 ilde tamamen aktif) - Uçtan uca sistem entegrasyonu ve kamu ihalesiyle gerçekleştirilen teslimat projeleri.
Elektronik Teknolojiler	Operasyonel verimlilik ve hedeflenmiş satış büyümesine vurgu - Yüksek değerli müşteriler ve farklı ürünler üzerine odaklanma - Tüketici elektroniği ve endüstriyel uygulamalara genişleme - Savunma ve telekom dikeylerinde (5G santralleri) büyüme - Otomotiv elektroniği üretim hizmetleri (EMS).
Otomotiv Teknolojiler	Bilgi-eğlence platformları, dijital kontrol üniteleri (DCU'lar) ve akustik alarm sistemleri - Orta vadeli yol haritası, sürücü izleme sistemleri (DMS), telematik, performans hesaplama ve kablosuz şarj modüllerini içermektedir.

Kaynak: Şirket Verisi

Sesa Ambalaj (Sanayi, 3% NAD): Sesa Ambalaj, Türkiye'de esnek ambalaj çözümleri sunmaya odaklanan bir şirkettir. Niş bir segmentte faaliyet gösteren şirket, geri dönüştürülebilir ambalaj ürünleri sunmaktadır. Şirketin ihracat payı 1Ç24'te %50 iken, 1Ç25'te %56'ya çıkmıştır. Başlıca ihracat pazarları arasında Birleşik Krallık, ABD ve Avrupa yer almaktadır.

İnovasyondan elde edilen gelir, 4 yıl içinde %14'ten %30'a yükselmiştir. Şirket premium gıda segmentinde %35 pazar payı ile lider konumdadır. Paketli çantalarda ise pazar payı %55'e (2021'de %36) yükselmiştir. Birleşik Krallık, ABD ve Avrupa'ya yapılan ihracatlar, şirketin satışlarının %54'ünü oluşturmaktadır.

Ditaş (Sanayi, 1% NAD): Ditaş, otomotiv sanayisi için direksiyon ve süspansiyon sistemleri üreten bir şirkettir. Hem orijinal ekipman hem de yedek parça segmentlerinde faaliyet göstermektedir. 1Ç25 itibarıyla orijinal yedek parçalar, toplam gelirin %75'ini oluştururken, bağımsız yedek parçalar %23, diğer ürünler ise geri kalan %2'yi oluşturmaktadır. Şirketin ihracat pazarları coğrafi olarak çeşitlenmiştir ve Birleşik Krallık, ABD ve Almanya en büyük üç pazar konumundadır. ABD, %25'lik ihracat payı ile lider konumda, ardından Almanya %23 ve Birleşik Krallık %12 ile gelmektedir.

Şirketin geliri, otomotiv sektöründeki daralmalar ve döviz baskısı nedeniyle 1Ç25'te azalmıştır. Ancak, fiyatlandırma ayarlamalarıyla kârlılık iyileşmiştir. Marj iyileşmesine rağmen, şirket net zarar açıklamıştır. Bu zarar, ağırlıklı olarak yüksek finansman giderlerinden kaynaklanmıştır. Yönetim, %200 oranında bir hak kullanımı ile bu baskının hafiflemesini beklemektedir.

Ditaş, BDY Group İnşaat A.Ş. ile 58.005.482 hissenin, şirketin toplam sermayesinin %68,24'ünü temsil eden ve değeri USD14,5m olan hissesinin devri için bir pay devri sözleşmesi imzalamıştır. Stratejik portföy basitleştirmesi amacıyla nakit artışı sağlamak ve değer artırıcı teknoloji işlerine odaklanmak için yapılan bu işlem, Rekabet Kurumu'nun onayına tabidir.

Doğan Trend (Otomotiv, 1% NAD): Doğan Trend, Türkiye'de mobilite ve otomotiv dağıtım sektöründe faaliyet gösteren bir şirkettir. Hem binek otomobiller hem de motosikletlerden oluşan bir portföy yönetmektedir.

Şirket, binek otomobil satışlarında düzenleyici değişiklikler nedeniyle bir düşüş yaşamıştır. Doğan Trend, motosiklet üretimine başlamıştır. Bu, ürün odaklarında bir değişiklik anlamına gelmekte olup, potansiyel olarak ürün çeşitlendirme çabalarını yansıtmaktadır.

Kanal D Romanya (Eğlence, 5% NAD): Kanal D Romanya, Romanya medya pazarında faaliyet gösteren bir televizyon yayıncısıdır. Şu anda ülkedeki ikinci en çok izlenen TV kanalıdır. 1Ç25'te şirket, 1Ç24'te TL590m olan gelire kıyasla TL519 m gelir açıklamıştır, bu da %12'lik bir azalmayı göstermektedir. FAVÖK, aynı dönemde TL148m'den TL200m'ye yükselmiş ve marj iyileşmesi sağlanarak %25'ten %39'a çıkmıştır.

Net kâr, 1Ç24'te TL80m'den 1Ç25'te TL100m'ye yükselmiştir. Şirket, düzenli temettü dağıtmaya devam etmektedir. Kanal D Romanya, gelirlerdeki düşüşe rağmen FAVÖK performansını sürdürmüştür. Geliri, ağırlıklı olarak reklam ve içerik ile ilgili hizmetlerden elde edilmektedir.

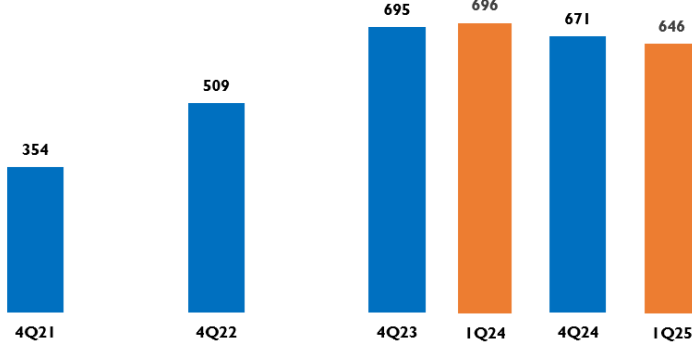
Hepsiemlak (İnternet, 3% NAD): Hepsiemlak, Türkiye'nin çevrimiçi emlak ilanları pazarında faaliyet gösteren ve şu anda ikinci en büyük pazar payına sahip olan bir şirkettir. 1Ç25'te şirket, 1Ç24'te TL108m olan gelire kıyasla TL144m gelir açıklamıştır. FAVÖK, 1Ç24'teki -TL67m'den, 1Ç25'te TL5m'ye pozitif gerçekleşmiştir.

D Gayrimenkul (Gayrimenkul, 7% NAD): D Gayrimenkul'ün ana varlığı Trump Towers İstanbul, İstanbul'un Şişli ilçesinde bulunan karma kullanım alanına sahip bir gayrimenkuldür. Kompleks, 39 katlı bir konut kulesi, 37 katlı bir ofis kulesi ve toplamda 62.350 metrekarelik bir alanı kapsayan bir alışveriş merkezi içermektedir. Konut kulesinde, 88 farklı daire tipinde toplam 205 bağımsız birim bulunmaktadır ve birimlerin büyüklükleri 680 metrekareye kadar çıkmaktadır. Trump Towers, D Gayrimenkul iştiraki olarak Doğan Holding'in en büyük gayrimenkul yatırımlarından birisidir.

Solo Net Nakit Pozisyonu (26% NAD)

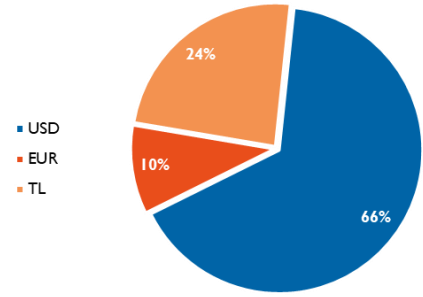
Doğan Holding'in solo net nakit pozisyonu, 4Ç24'te USD671m iken 1Ç25'te USD646m'a gerilemiştir. Bu azalış, Daiichi'deki %25 hissesine yapılan USD15m'lık nakit çıkışı ve Doğan Yatırım Bankası'na yapılan USD19,7m'lık sermaye katkısı gibi stratejik yatırımlardan kaynaklanmıştır.

Tablo 16: Doğan Holding'in Tarihsel Net Nakit Pozisyonu (m USD)



Kaynak: Şirket Verisi

Tablo 17: Solo Nakit Pozisyonu – FX Kırılımı (1Ç25)



Kaynak: Şirket Verisi

İştiraklerin net nakit/borç pozisyonları ise şu şekildedir:

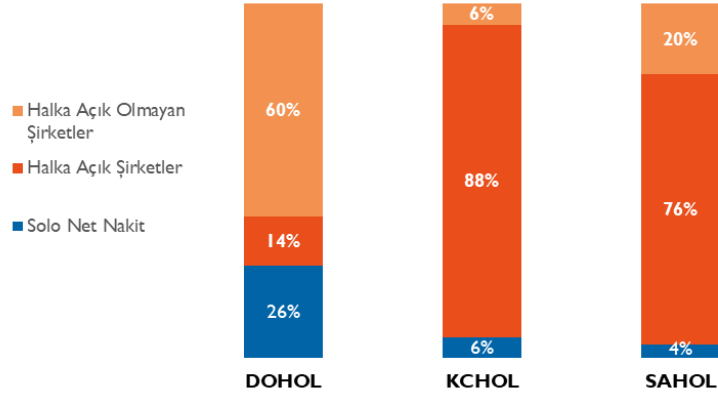
Tablo 18: Doğan Holding Net Nakit / Borç Pozisyonu – İştirak Kırılımı

TL m	4Ç24	1Ç25	Değişim %
Elektrik Üretimi	-1,072	-1,109	3%
Sanayi & Ticaret	-7,103	-6,417	-10%
Karel	-4,528	-4,684	3%
Sesa Ambalaj	-653	-481	-26%
Ditaş	-516	-573	11%
Diğer	-1,406	-681	-52%
Otomotiv	-5,015	-6,041	20%
Finans & Yatırım	39,000	38,102	-2%
Hepiyi Sigorta	18,691	20,071	7%
DHI	15,773	15,455	-2%
Öncü GSYO	9,280	9,086	-2%
Doğan Holding	990	-146	-115%
Doruk Fakt. + DY Bank	-5,663	-6,286	11%
Diğer	-72	-79	10%
İnternet & Eğlence	-16	207	n.m.
Hepsiemlak	55	-13	-123%
Kanal D Romanya	-186	25	-113%
Diğer	115	195	70%
Gayrimenkul Yatırımları	501	542	8%
D Gayrimenkul	354	448	26%
Diğer	146	95	-35%
Madencilik	-828	-654	-21%
Gümüştaş Madencilik	-867	-770	-11%
Gümüştaş Dış Ticaret	39	117	202%
Doku Madencilik	0	0	-
Konsolide Net Nakit / Borç *	25,467	24,631	-3%

Source: 1Ç25 itibarıyla Şirket Verisi

Doğan Holding'in Net Aktif Değer yapısını borsaya kote olan diğer holdinglerle karşılaştırdık: DOHOL'un NAD'ının %60'ı kote olmayan varlıklardan, %14'ü kote varlıklardan ve %26'sı solo net nakitten kaynaklanmaktadır. Buna karşılık, Koç Holding ve Sabancı Holding sırasıyla %88 ve %76 oranında daha fazla kote varlık maruziyeti göstermektedir.

Tablo 19: Türk Holding Şirketleriyle Kıyas Analizi (1Q25)



Kaynak: 1Ç25 itibarıyla Şirket Verisi, ÜNLÜ Tahminleri

Kısa vadeli beklentilerle ilgili olarak, 2025'te şirket, Türk Lirası bazında gelir büyümesinin TÜFE +5 ile +8 puan arasında ve FAVÖK büyümesinin TÜFE +6 ile +10 puan arasında olmasını öngörmektedir. USD cinsinden net varlık değerinin ise yıllık bazda %5–10 artması beklenmektedir. Stratejik odak alanları arasında yenilenebilir enerji, madencilik ve dijital finansal hizmetler bulunmaktadır. Yenilenebilir enerji (Galata Wind) alanında, şirket 50+ MW kurulu kapasite artışı ve yıllık 900–980 bin MWh elektrik üretimi hedeflemekte olup, beklenen FAVÖK marjı %70–75 aralığındadır. Madencilik segmenti (Gümüştaş) için, TL bazında gelir büyümesi %50'nin üzerinde tahmin edilmekte olup, FAVÖK marjı %25–30 arasında öngörülmekte ve sermaye harcamalarının TL40–45m olması beklenmektedir. Dijital finansal hizmetler (Hepiyi, DY Bank, Doruk Faktoring) alanında, Hepiyi, yönetim altındaki varlıklarını 250– USD300m artırmayı hedeflemektedir. Finansal hizmetler geliri, TL cinsinden %70'in üzerinde bir büyüme göstermesi beklenmektedir.

1Ç25 Sonuçları

Doğan Holding, 1Ç25'te TL19.039m konsolide gelir açıkladı, bu da yıllık %21,8'lik bir azalmaya işaret etmektedir (1Ç24: TL24.349m). FAVÖK, 1Ç24'teki TL2.220m'den TL TL1.790m'ye gerileyerek %9'luk bir marja karşılık gelmiştir (1Ç24: %9). Şirket, geçen sene aynı dönemdeki TL1.312m net kârın aksine, TL520m net zarar bildirmiştir. Kârlılıktaki düşüş, özellikle 1Ç24'teki TL164m'lik kıyasla 1Ç25'te TL755m'lik net parasal zarar oluşmasından kaynaklanmıştır. Segment performansı çeşitlenmiş olup, bazı alanlar güç gösterirken diğerleri zorluklarla karşılaşmıştır, bu da karışık bir genel sonuç ortaya koymaktadır. Hepiyi Sigorta, varlık yönetimini iki katından fazla artırarak yıllık %96 gelir artışı kaydetmiştir. Galata Wind'in gelirleri, piyasa takas fiyatı (PTF) artışlarının enflasyonun altında kalması nedeniyle olumsuz etkilenmiştir. Doğan Trend Otomotiv, binek otomobil satışlarındaki düşüş nedeniyle %72 gelir kaybı yaşamıştır. Karel, anahtar müşterilerden gelen zayıf talep nedeniyle %24 gelir daralması yaşamıştır.

Bilanço tarafında, solo net nakit pozisyonu, 2024 yıl sonundaki USD671m'dan USD646 m'a düşüş göstermiştir. Bu, özellikle Daiichi'deki %25 hissesinin alımına ilişkin USD15m'lik nakit çıkışı ve Doğan Yatırım Bankası'na yapılan USD19,7m'lik sermaye katkısından kaynaklanmıştır. Net varlık değeri, 4Ç24'te USD 2.598m'den 1Ç25'te USD 2.478m'ye gerileyerek, kote varlıklardaki piyasa dalgalanmasını yansıtmaktadır.

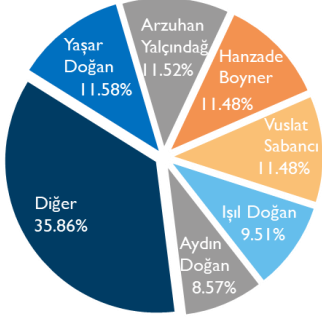
Tablo 20: Doğan Holding Segment Bazlı Gelir Kırılımı

TL m	1Ç24	1Ç25	Değişim %
Elektrik Üretimi	670	556	-17%
Elektrik Satışları	670	556	-17%
Sanayi & Ticaret	6,776	5,186	-23%
Sanayi	4,795	3,441	-28%
Ambalaj	617	409	-34%
Dış Ticaret	1,298	1,063	-18%
Diğer	68	273	305%
Otomotiv Dağıtım	11,176	3,043	-73%
Finans & Yatırım	4,611	8,356	81%
Finans ve Sigorta	3,897	7,006	80%
Yönetim Danışmanlığı	10	10	2%
Faktoring	704	929	32%
Yatırım	0.3	411	n.m.
İnternet & Eğlence	880	858	-3%
Reklamcılık	605	593	-2%
Abonelik	110	94	-14%
Kitap ve Dergi Satışları	148	155	5%
Diğer	17	15	-11%
Gayrimenkul Yatırımları	235	291	24%
Gayrimenkul Satışları	110	88	-20%
Kira Gelirleri	111	142	28%
Diğer	14	62	325%
Madencilik	0	749	-
Madencilik ve Dış Ticaret	0	723	-
Diğer	0	26	-
Toplam	24,349	19,039	-22%

Kaynak: 1Ç25 itibarıyla Şirket Verisi

Şirket Tarihçesi

Tablo 21: Doğan Holding'in Sermaye Yapısı



Kaynak: Şirket Verisi

1959 yılında kurulan ve 1980'de bir yatırım holdingi olarak yeniden yapılandırılan Doğan Holding, Türkiye'de çeşitli varlıklara sahip bir holding haline gelmiştir. Holding, çoğunlukla Doğan ailesine ait olup, aile üyelerinin iki nesli de şirkette önemli paylara sahiptir.

Başlangıçta otomotiv ve sanayi ticaretine dayanan Holding, yenilenebilir enerji, madencilik, finansal hizmetler, endüstriyel teknoloji, otomotiv dağıtımı, internet platformları ve gayrimenkul gibi sektörlerle de adım atmıştır. Portföy, uzun vadeli değer yaratımına odaklanarak yönetilmektedir. Şirketin evrimi, medya odaklı operasyonlardan, varlık temelli ve sürdürülebilirlik odaklı işlere doğru bir kayma sürecini içermektedir. Şu anda, Doğan Holding, Galata Wind (yenilenebilir enerji), Gümüştaş (madencilik), Hepiyi Sigorta ve Doğan Yatırım Bankası (finansal hizmetler) ve Karel (endüstriyel elektronik) gibi bağlı iştiraklere sahiptir.

Şirketin zaman çizelgesi ise şu şekildedir:

Tablo 22: Zaman Çizelgesi

1970	1990	2007	2020	2022
Şirket 1970 yılında medya sektörüne girdi.	Kanal D'nin kuruluşu & Hürriyet'in alımı gerçekleşti.	Kanal D Romanya yayın hayatına başladı.	Sesa Ambalaj satın alındı.	Doğan Holding Karel'i satın aldı.
				2024 Doğan Holding Gümüştaş Madencilik'i satın aldı.

1959	1980	1990	2012	2021
Şirketin ilk ticari faaliyetleri 1959 yılında başladı.	Doğan Holding kuruldu.	Ditaş satın alındı.	Galata Wind alındı.	Doğan Holding Hepiyi Sigorta'yı kurdu.
		1999 Doruk Faktoring satın alındı.	2020 Doğan Yatırım Bankası kuruldu.	2022 Ditaş, Profil Sanayi ve 3S Kalıp'ı aldı.

Kaynak: Şirket Verisi

Doğan Holding, stratejik amaçlarıyla uyumayan sektörlerden çıkışları ve büyümeye yönelik alanlardaki satın alımlarıyla portföy düzenlemeleri yapmıştır. Son yıllarda gerçekleştirilen işlemler arasında Galata Wind'in halka arzı, Gümüştaş ve Doku Madencilik'in satın alınması ve sigorta ile yatırım bankacılığı alanlarında dijital girişimlerin kurulması yer almaktadır.

Tablo 23: Doğan Holding's Varlık Satın Alımları

Yıl	Şirket	Dohol Payı	Değerleme (m)	Nakit Çıkışı	Döviz Birimi
2020	Sesa Ambalaj	70%	83	57.8	EUR
2021	Profil Grup	70%	4	2.9	EUR
2022	Karel	40%	2,108	843	TRY
2022	Maksipak	70%	11	7.9	TRY
2023	Zingat (Hepsiemlak altında)	100%	0		
2024	Gümüştaş Madencilik	75%	164	123	USD
2024	Doku Madencilik	75%	18	13.5	USD
2025	Daiichi	25%	60	15	USD

Kaynak: Şirket Verisi

Bahsi geçen şirketler (2 Temmuz 2025)

Doğan Holding (DOHOL TI, Tavsiye: Araştırma kapsamında değil, Hedef Fiyat: Araştırma kapsamında değil)

Beyan Eki

Bu araştırma raporundaki bilgiler ve görüşler **ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. ("ÜNLÜ & Co")** tarafından hazırlanmıştır.

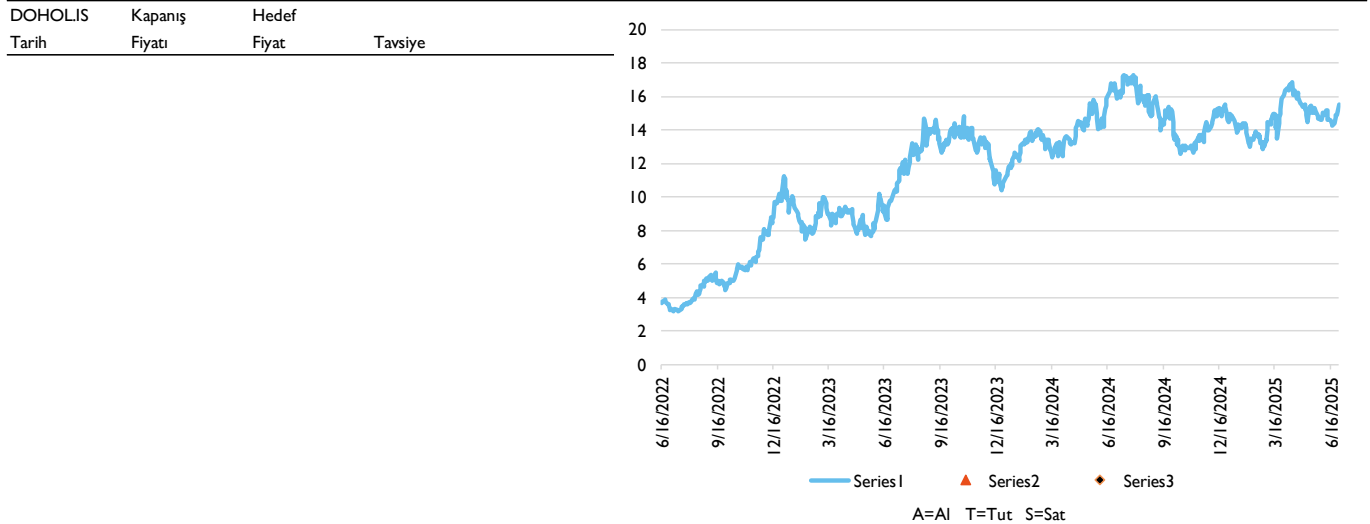
Önemli açıklamalar için, işbu raporun konusu olan şirketler ile ilgili hisse senedi fiyat grafikleri ve derecelendirme geçmişleri ile ilgili olarak, +90 212 367 36 87 numaralı telefondan ÜNLÜ & Co Araştırma Departmanı ile irtibata geçmeniz rica olunur.

Değerlendirme metodolojisi ve bu araştırma raporunda atıfta bulunulan fiyat hedefleriyle ilişkili riskler konusunda, belirli bir hisse senedi konusunda değerlendirme metodolojisi ve riskler ile ilgili bir talepler için UNLUResearch@unluco.com adresine e-mail göndermeniz rica olunur.

Koray Pamir işbu vesileyle analiz edilen şirketler veya menkul kıymetlerle ilgili olarak, (1) işbu raporda ifade edilen görüşlerin, söz konusu şirketler ve menkul kıymetlerin tamamı hakkındaki kişisel görüşlerini doğru şekilde yansıttığını ve (2) ücretlerinin hiçbir bölümünün, işbu raporda ifade edilen spesifik tavsiye veya görüşlerle doğrudan veya dolaylı olarak ilgili olmadığını, bulunmadığını ve olmayacağını onaylamaktadır(lar). Bu raporun hazırlanmasında Salih Köseoğlu <salih.koseoglu@unluco.com> destek sağlamıştır.

Tam şirket unvanları için Bahsi Geçen Şirketler bölümüne bakınız.

3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği DOHOL.IS



ÜNLÜ & Co hisse derecelendirmeleri dağılımı:

Yayınlanma tarihinde derecelendirme dağılımı	Al	Tut	Sat	Kısıtlı
Tüm derecelendirmeler (%)	63	35	2	0

Analistin hisse derecelendirmeleri aşağıdaki şekilde tanımlanmaktadır*:

Al (B): Hissenin toplam getirisinin*, önümüzdeki 12 aylık sürede % 20'den daha fazla (veya kabul edilen riske bağlı olarak daha fazla) olması beklenmektedir.

Tut (H): Hissenin toplam getirisinin önümüzdeki 12 aylık sürede % 10-20 aralığında olması beklenmektedir.

Sat (S): Hissenin toplam getirisinin önümüzdeki 12 aylık sürede % 10'dan daha az olması beklenmektedir.

Kapsanmamaktadır: ÜNLÜ & Co Araştırması, ihraççıyı kapsamamakta veya ihraççı veya onunla ilgili menkul kıymetler konusunda bir yatırım görüşü sunmamaktadır. ÜNLÜ & Co'nun kapsamadığı menkul kıymetler veya şirketler hakkında, Araştırma'dan gelen herhangi bir iletişim halka açık bilgi veya konsensüs tahminlerinin bir analizine dayalı olarak oluşturulan gerçeğe dayalı veya makul, maddi olmayan bir çıkarım niteliğindedir.

*Toplam getiri, hisse senedinin beklenen Sermaye Değerlendirmesi ve beklenen Temettü Getirisinin toplamı olarak hesaplanmaktadır.

*ÜNLÜ & Co Küçük ve Orta Büyüklükteki Danışman hisseleri: Hisse derecelendirmeleri Borsa İstanbul A.Ş. ("BIST") endeksine ilişkindir.

ÜNLÜ & Co'nun politikası, araştırma raporlarını, söz konusu şirket, sektör veya araştırma raporunda ifade edilen görüşler veya kanaatler üzerinde önemli bir etkiye sahip olabilecek nitelikteki pazar ile ilgili gelişmelere dayalı olarak güncellemektir.

ÜNLÜ & Co'nun politikası sadece tarafsız, bağımsız, açık, gerçekçi olan ve yanıltıcı olmayan bir yatırım araştırması yayımlamaktır. Daha fazla ayrıntı için, Çıkar Çatışmalarının Yönetimi Politikasını incelemeniz rica olunur.

Olası Çıkar Çatışmaları Sınıflandırmaları için lütfen tıklayınız.

Şirket	Sınıflandırma
Doğan Holding	Yoktur

Uyarı ve Gizlilik Notu

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. ("ÜNLÜ & Co"), Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK") tarafından yetkilendirilmiş ve SPK düzenlemelerine tabi bir kurumdur. Bu rapor, ÜNLÜ & Co tarafından hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgiler ve diğer kaynaklardan temin edilen bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup ÜNLÜ & Co tarafından denetlenmemiş veya bağımsız olarak doğrulanmamıştır. Bu raporda yer alan bilgilerin eksiksiz olduğu iddiası bulunmadığı gibi bilgilerin her zaman değişikliğe uğrayabileceği de göz önüne alınmalıdır.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeler, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. SPK mevzuatı gereğince, yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel olarak sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir ve yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Söz konusu görüşler herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olmayıp Yatırımcılar'ın mali durumu ile risk ve getiri tercihlerine de uygun olmayabilir. Bu sebeple, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı alınması, beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Zarara uğramamak için gerekli basiret, dikkat ve özen gösterilmelidir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımından dolayı ve burada yer alan görüşlere dayanarak Yatırımcılar'ın ve üçüncü tarafların işlem yapması durumunda uğranılacak maddi ve manevi zararlardan ÜNLÜ & Co ve ÜNLÜ & Co çalışanları sorumlu değildir ve bu konuda ÜNLÜ & Co'dan herhangi bir talepte bulunulamaz.

İşbu raporda sunulan bilgi, araç ve materyaller tarafınıza sadece bilgilendirme amaçlı olarak sunulmakta olup menkul kıymetlerin veya diğer finansal araçların satma veya satın alma veya sözü edilenler için iştirak taahhüdünde bulunulması ile ilgili bir teklif veya talep olarak kullanılmamalı veya dikkate alınmamalıdır. ÜNLÜ & Co işbu raporda belirtilen menkul kıymetlerin belirli herhangi bir yatırımcı açısından uygun olmasını temin etmek adına herhangi bir adım atmış olmayabilir. ÜNLÜ & Co bu belgenin alıcılarını, raporu almaları dolayısıyla müşterileri olarak ele almayacaktır. İşbu raporda ihtiva edilen veya belirtilen yatırım veya hizmetler tarafınız açısından uygun olmayabilir ve söz konusu yatırımlar veya yatırım hizmetleri konusunda herhangi bir şüpheniz varsa, bağımsız yatırım danışmanınıza başvurmanız tavsiye edilmektedir. İşbu rapordaki hiçbir şey, herhangi bir yatırım veya stratejinin, münferit durumlarınıza uygun veya uyumlu olduğuna dair herhangi şekilde yatırım, hukuk, muhasebe veya vergi konularında bir tavsiye veya bir beyan teşkil etmediği gibi bunun dışında tarafınıza yönelik kişisel bir tavsiye de teşkil etmemektedir. ÜNLÜ & Co, yatırımın vergi sonuçları konusunda bir tavsiyede bulunmamakta olup bağımsız vergi danışmanınızla irtibat kurmanız tavsiye olunmaktadır..

ÜNLÜ & Co işbu raporun Beyan Ekinde bulunan bilgi ve görüşlerin doğru ve tam olduğuna inanmaktadır. Raporun diğer bölümlerinde sunulan bilgi ve görüşler, ÜNLÜ & Co'nun, güvenilir olduğunu düşündüğü kaynaklardan elde edilmiş veya alınmış olmakla birlikte ÜNLÜ & Co söz konusu bilgi ve görüşlerin doğruluğu veya tamlığı konusunda hiçbir beyanda bulunmamaktadır. İlave bilgiler talep üzerine mevcut bulundurulmaktadır. ÜNLÜ & Co, söz konusu sorumluluk sınırlamasının, ÜNLÜ & Co'nun tabi olduğu spesifik mevzuat veya yönetmelikler altında sorumluluğun ortaya çıkması dışında, işbu raporda sunulan materyalin kullanımından kaynaklanan zararlar dolayısıyla hiçbir sorumluluk kabul etmemektedir. İşbu rapora bağımsız kararın yerine geçmek üzere güvenilmemelidir. ÜNLÜ & Co söz konusu menkul kıymet konusunda bir alım satım çağrısı yapmış olabileceği gibi gelecekte de yapabilir. İlave olarak, ÜNLÜ & Co işbu raporda sunulan bilgilerle tutarsız veya işbu raporda sunulan bilgilerden farklı sonuçlara ulaşan başkaca raporlar çıkarmış olabileceği gibi gelecekte de çıkarabilecektir. Söz konusu raporlar, söz konusu raporları hazırlayan analistlerin farklı varsayımları, görüşleri ile analitik yöntemlerini yansıtmakta olup ÜNLÜ & Co söz konusu raporların bu raporun herhangi bir alıcısının dikkatine getirilmesini temin etme yükümlülüğü altında bulunmamaktadır.

Araştırmada bahsedilen herhangi bir şirket veya ihraççı veya menkul kıymetler veya pazarlar yahut da gelişmelerin açıklamalarının tam olması amaçlanmamaktadır. Araştırma, alıcılar tarafından, Araştırma konusu belirli herhangi bir alıcının belirli yatırım amaçları, finansal durumu veya belirli ihtiyaçları ile ilgili olmadığı için kendi kanaatlerinin uygulanmasının bir ikamesi olarak ele alınmamalıdır.

Geçmiş performans gelecekteki performansın bir göstergesi veya garantisi olarak kabul edilmemelidir ve gelecek performans konusunda açık veya zımni hiçbir beyan veya garantide bulunulmamaktadır. İşbu raporun içerdiği bilgi, görüşler ve tahminler ÜNLÜ & Co tarafından yayımlandığı ilk tarihteki düşünceyi yansıtmakta olup bildirimde bulunulmaksızın değişikliğe tabidir. İşbu raporda zikredilen menkul kıymetler veya finansal araçların herhangi birinin fiyatı, değeri veya geliri artabileceği gibi düşüş de gösterebilir. Menkul kıymetlerin veya finansal araçların değerleri kurdaki dalgalanmalara tabi olup bunlar söz konusu menkul kıymetlerin veya finansal araçların fiyatı veya gelirleri üzerinde olumlu

veya olumsuz etkiye sahip olabilirler. Amerikan Depo Sertifikası (“ADR”) gibi değerleri kur dalgalanmasıyla etkilenen menkul kıymetlerin yatırımcıları bu riski etkin şekilde üstlenmektedir.

ÜNLÜ & Co, kendi Araştırma Analistleri ile yatırım hizmetleri alanındaki diğer iş birimleri ve hissedarlarının iş birimleri arasındaki bilgi bariyerlerini korumaktadır. ÜNLÜ & Co analistleri, strateji uzmanları ve ekonomistlerinin ücretleri ÜNLÜ & Co veya hissedarları tarafından gerçekleştirilen Yatırım Hizmetleri veya Sermaye Piyasaları işlemleriyle bağlantılı değildir. ÜNLÜ & Co araştırmasında sunulan bilgi ve görüşler yatırım hizmetleri personeli dâhil diğer ÜNLÜ & Co iş alanlarındaki profesyoneller tarafından gözden geçirilmiş olmayıp söz konusu profesyonellerce bilinen bilgileri yansıtmayabilir.

İşbu rapor, internet sitelerine bağlantı adresleri ve internet sitelerine köprüler saplayabilir. Raporun, ÜNLÜ & Co’nun internet sitesi materyaline atıfta bulunduğu durumlar hariç olmak üzere, ÜNLÜ & Co adres verilen siteyi gözden geçirmemiş olup söz konusu sitenin içeriklerden dolayı sorumluluk kabul etmemektedir. Söz konusu adres veya köprü adresleri (ÜNLÜ & Co’nun internet sitesi materyaline adresler veya köprüler dâhil olmak üzere) sadece size kolaylık ve bilgi sağlaması açısından sunulmakta olup bağlantı verilen sitenin bilgileri ve içerikleri hiçbir surette işbu belgenin parçasını teşkil etmemektedir. İşbu rapor vasıtasıyla söz konusu internet sitesine erişim veya verilen söz konusu bağlantı adresini takip etmenin riski tarafınıza ait olacaktır.

İşbu belge, herhangi bir menkul kıymeti satın almaya yönelik bir teklif veya davet teşkil etmemekte veya herhangi bir menkul kıymet için iştirak taahhüdünde bulunma veya herhangi bir menkul kıymeti satın almaya yönelik bir teklif veya davet olarak yorumlanmamalıdır. Herhangi bir teklifteki menkul kıymetler için iştirak taahhüdünde bulunma veya herhangi bir teklifteki menkul kıymetleri satın alma ile ilgili herhangi bir karar, münhasıran izahnamede (ve eklerinde) veya diğer teklifle bağlantılı olarak çıkarılan diğer izahname belgesinde yer alan bilgiler temelinde yapılmalıdır.

ÜNLÜ & Co güvene dayalı bir ilişki veya bir tavsiye oluşturmamaktadır ve bu Araştırma, menkul kıymetler veya ilgili finansal araçların bir teklifi veya menkul kıymetler veya ilgili finansal araçların bir teklifinin teşviki veya yatırım faaliyetiyle ilgilenme daveti veya yönlendirmesi olarak yorumlanmamalıdır; bu Araştırmaya, belirli herhangi bir işlemin muhakkak surette belirtilen fiyattan yapılmış olabileceğinin veya gerçekleştirilebileceğinin bir beyanı olarak istinat edilmemelidir.

Lütfen, bu raporun, ÜNLÜ & Co tarafından esasen piyasa profesyonelleri ve kurumsal yatırımcı müşterilere dağıtım için hazırlanmış olduğuna dikkat ediniz. ÜNLÜ & Co’nun bu raporunun, piyasa profesyonelleri ve kurumsal yatırımcı müşteriler olmayan alıcılarının bu rapora dayalı olarak herhangi bir yatırım kararı almadan önce veya içeriklerinin gerekli açıklaması açısından kendi bağımsız finansal danışmanlarından tavsiye almaları gerekmektedir.

ÜNLÜ & Co bir BIST üyesidir.