

Doğan Holding Şirket Ziyareti Sonrası Değerlendirme

Analiz - Yorum

11 Eylül 2018

ŞİRKET ZİYARET NOTLARI

Doğan Holding'in geçtiğimiz aylarda medya varlıklarını satmasının ardından artan yatırımcı ilgisine bağlı olarak şirketin gelecek planlarını konuşmak üzere geçtiğimiz hafta şirket ziyaretinde bulunduk. Ayrıca şirket geçen hafta Cuma günü 2018 2. yarı sonuçlarına ilişkin olarak telekonferans düzenlendi. Şirket mevcut durumda 2018 ilk yarıdaki yüksek nakit pozisyonunu döviz varlıklarda değerlendirmektedir. Şirket medya dışında diğer faaliyet alanlarında enerji, sanayi ve hizmet sektöründe satın alma fırsatlarını yakından izlediklerini belirtmişlerdir.

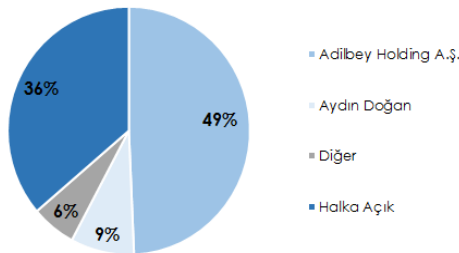
ÖZET BİLGİLER

1980 yılında kurulan Doğan Holding'in grup şirketleri, enerji sektörü başta olmak üzere sanayi, motorlu taşıtlar ve gayrimenkul pazarlama, turizm, medya ve finansal hizmetler alanlarında faaliyet göstermektedir. Holding bünyesinde 22 adet grup şirketi bulunmaktadır. Holdingin ödenmiş sermayesi 2 milyar 617 milyon TL şeklindedir. Fiili dolaşımdaki pay tutarı 948 milyon TL şeklinde olmakla beraber, halka açık kısım toplam ödenmiş sermayenin %36'sını oluşturmaktadır.

MEDYA VARLIKLARININ SATIŞI

Şirketin medya ve perakende grubunda bulunan bağlı şirketlerinin önemli bir kısmı (Hürriyet, D&R, Doğan Gazetecilik, DHA) 2018 Mayıs ayında Demirören Grubu'na satılmıştır. Önemli yazılı ve görsel medya şirketlerinin tüm paylarının satışı 16.05.2018 tarihinde 919 milyon dolar karşılığında ve D&R perakende şirketinin tüm paylarının satışı 30.05.2018 tarihinde 100 milyon dolar karşılığında gerçekleşmiştir. Medya ve perakende grubunda bulunan bağlı şirketlerin net gelirleri, Doğan Holding'in 2017 yıl sonundaki toplam konsolide net gelirlerinin %29'unu ve toplam FAVÖK'ün %25'ini oluşturmuştur.

Ortaklık Yapısı



Önemli İştirakler

Şirket Adı	Pay Oranı (%)
Akaryakıt Dağıtım	
Aytemiz Akaryakıt	50%
Elektrik Üretim ve Ticaret	
Şah ve Mersin RES	100%
Aslancık ve Boyabat HES	33%
Çorum GES	100%
Turizm	
Milta Bodrum Marina	100%
Marina Vista Otel	100%
Işıl Club	100%
Medya	
Doğan Burda	45%
Sanayi ve Ticaret	
Çelik Halat	78%
Ditaş Doğan	73%
Milpa	83%
Motorlu Araçlar	
Suzuki&Glokal&Trend	100%
Finansal Hizmetler	
Doruk Finansman&Faktoring ve Öncü GSYO	100%

Kaynak : Doğan Holding

DOĞAN HOLDİNG'İN ANA FAALİYET ALANLARI

Holding medya varlıklarını satmasının ardından enerji sektörü toplam varlıklarının 3'te 1'ini oluşturması sebebi ile Holding'in en ağırlıklı faaliyet alanıdır.

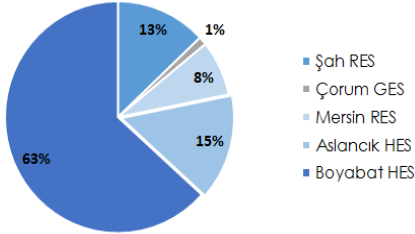
ENERJİ SEKTÖRÜ

Doğan grubu enerji sektöründe elektrik üretimi ve ticareti ile akaryakıt üretimi ve dağıtım alanında faaliyet göstermektedir. Enerji sektöründen elde edilen FAVÖK, toplam FAVÖK'ün %52'sini oluşturmaktadır.

Elektrik Üretimi

Holding'in elektrik üretimi ve ticaret alanında faaliyet gösteren beş adet şirketi bulunmaktadır. Sinop'ta Türkiye'nin en büyük Hidroelektrik Santrallerinden (HES) Boyabat'ta %33 ortaklığı bulunmaktadır, Boyabat'ın yıllık üretim kapasitesi 513 MW şeklindedir. Galata Wind (Mersin ve Şah Rüzgar Elektrik Santrali) (RES), 2012 yılında şirket tarafından devralınmış olmakla beraber 168 MW üretim kapasitesine sahiptir ve Aslancık Hidroelektrik Santrali 120 MW üretim kapasitesine sahiptir. Çorum Güneş Enerji Santrali (GES) Mart 2018'de devralınmıştır ve toplam 9.4 MW üretim kapasitesine sahiptir.

Şirketlerin Üretim Kapasitelerinin Dağılımı

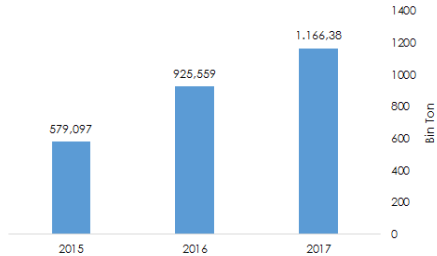


Kaynak : Doğan Holding

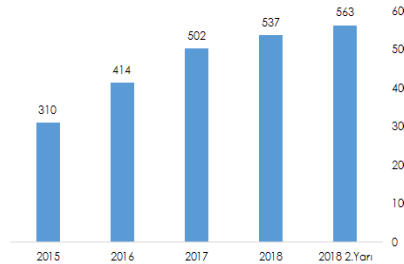
Akaryakıt Ürünleri Dağıtım

Doğan Holding akaryakıt sektöründe Aytemiz markalı petrol dağıtım istasyonları ile sektörde yer almaktadır. Aytemiz 2018 itibarıyla 590'ın üzerinde sözleşmeli bayi sayısına sahiptir, Mayıs 2018'de yayınlanan T.C. Enerji Piyasası Düzenleme Kurulu raporuna göre, şirket petrol ürünlerinde %4.4 ve otogaz ürünlerinde %4.9 pazar payına sahiptir. Türkiye'nin tüm bölgelerinde 10 ikmal noktası, Mersin, İzmit, Kırıkkale, Trabzon ve Alanya'da bulunan 220 bin m3 depolama kapasiteli depolama ve dolum terminalleri ile faaliyetlerine devam etmektedir. Şirket Aytemiz Akaryakıt Dağıtım A.Ş.'nin %50 hissesini 2015 yılında satın almıştır.

Aytemiz Satış Hacmi (Bin Ton)



Aytemiz Lisanslı Bayi Sayısı



Kaynak : Doğan Holding

SANAYİ VE TİCARET SEKTÖRÜ

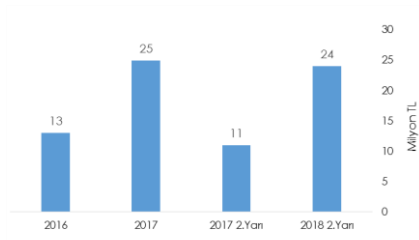
Holding'in sanayi ve ticaret sektöründe faaliyet gösteren Çelik Halat, Ditaş ve gayrimenkul pazarlama alanında Milpa isimli 3 adet BIST Ana Pazar'da işlem gören şirketi bulunmaktadır. BIST'te işlem görmeyen Suzuki, Vespa ve DAF motorlu taşıtlar pazarlama şirketleri altında distribütörlük faaliyetlerini yürütmektedirler. Sanayi ve ticaret sektöründen elde edilen FAVÖK, toplam FAVÖK'ün %9.7'sini oluşturmaktadır.

Çelik Halat

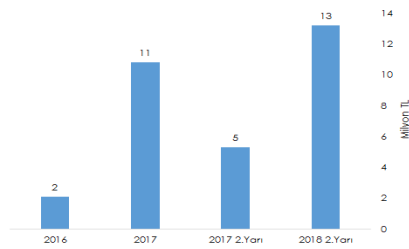
1962 yılında kurulan Çelik Halat, metal ve plastikten halat, her türlü tel, profil, levha ile benzerlerinin ve mamullerinin üretimini ve söz konusu ürünlerin üretimi için gerekli olan hammaddelerin üretimini ve iç ile dış ticaretini gerçekleştirmektedir. Şirketin Kocaeli'de yıllık toplam 70 bin ton üretim kapasiteli, toplam 107 bin m2 alanda kurulu üretim tesisi bulunmaktadır.

1997 yılında Doğan Holding tarafından satın alınan şirketin %77'lik payı Doğan Holding'e ait olmakla beraber, geri kalan payları BIST Ana Pazar'da CELHA koduyla işlem görmektedir. Şirketin piyasa değeri 15.378 milyon dolar şeklindedir. Çelik Halat'ın 16.5 milyon TL ödenmiş sermayesi bulunmaktadır ve fiili dolaşımdaki pay tutarı 3.6 milyon TL şeklindedir.

Çelik Halat FAVÖK



Çelik Halat Net Kar



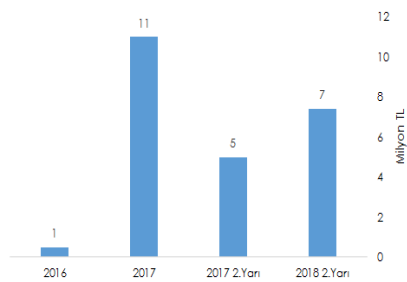
Kaynak: Çelik Halat

Ditaş

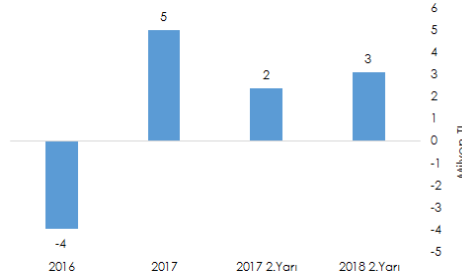
1972 yılında kurulan Ditaş Doğan Yedek Parça İmalat ve Teknik A.Ş. , otomotiv tedarik sanayi içerisinde yer almakta ve her türlü kara nakil vasıtalarının direksiyon ve süspansiyon sistemi parçaları imalatını gerçekleştirmektedir. Şirket üretim faaliyetlerini Niğde'de toplam 252 bin m2'lik bir alanda yürütmektedir.

Şirket paylarının %72'si Doğan Holding'e aittir ve geri kalan paylar BIST Ana Pazar'da DITAS koduyla işlem görmektedir. Piyasa değeri 8.2 milyon dolar olan şirketin 10 milyon TL ödenmiş sermayesi bulunmaktadır.

Ditaş FAVÖK



Ditaş Net Kar

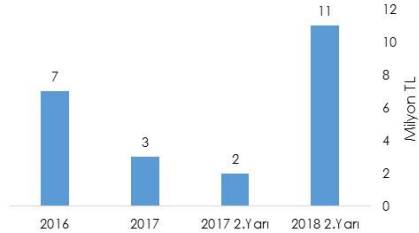


Kaynak: Ditaş

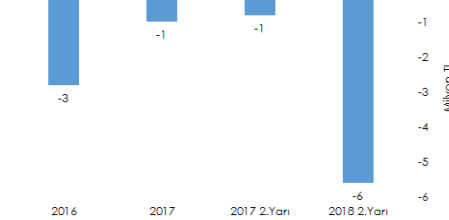
Milpa

1980 yılında Doğan Holding bünyesinde kurulan Milpa Ticari ve Sınai Ürünler Pazarlama San. Tic. A.Ş. elektronik eşyadan otomobile, bilgisayardan gayrimenkule kadar pek çok sektörde faaliyet göstermektedir. Şirket paylarının %83'ü Doğan Holding'e ait olup, geri kalan payları MIPAZ koduyla BIST Ana Pazar'da işlem görmektedir. Şirketin piyasa değeri 38.6 milyon dolar şeklindedir.

Milpa Satışlar



Milpa Net Kar



Kaynak: Milpa

Motorlu Taşıt Pazarlama

Şirketin motorlu taşıt pazarlama alanında faaliyet gösteren 3 adet şirketi bulunmaktadır. Suzuki Motorlu Araçlar Pazarlama A.Ş. otomobil, motosiklet ve deniz motorlarının satış faaliyetlerini sürdürmektedir. Trend Motosiklet Pazarlama A.Ş., Vespa, Piaggio, Motoguzzi ve Aprilia modellerini bünyesinde barındıran Piaggio markasının Türkiye distribütörü konumundadır. Glokal Motorlu Araçlar Pazarlama A.Ş. DAF marka ağır ticari araçların satış ve satış sonrası operasyonlarını yürütmektedir.

FINANS SEKTÖRÜ

Doğan Holding, finans sektöründe leasing, faktoring ve girişim sermayesi alanlarında faaliyet göstermektedir. Finans sektöründen elde edilen FAVÖK, 2018/06 sonuçlarına göre toplam FAVÖK'ün %7.7'sini oluşturmaktadır.

Doruk Finansman

Yurtiçindeki ilk konut finansman şirketi olan Doruk Finansman A.Ş., Deutsche Bank ile Doğan Holding ortaklığıyla kurulmuştur ve 2008 yılında BDDK lisansını alarak faaliyete geçmiştir. Ağustos 2017 'de Deutsche Bank sahip olduğu tüm hisse payını (%49) Doğan Holding'e devretmiş ve Doğan Holding'in şirketteki pay sahipliği oranı %97'ye çıkmıştır.

Doruk Faktoring

Alacak finansmanı konusunda faaliyet gösteren Doruk Faktoring 1999 yılında kurulmuştur, şirket paylarının tamamı Dohan Holding'e aittir.

Öncü GSYO

2014 yılında yüksek potansiyele sahip girişimlere yatırım yapmak için kurulan Öncü Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı, 80 milyon TL ödenmiş sermayeye sahiptir.

TURİZM SEKTÖRÜ

Doğan Holding, Turizm sektöründe hizmet gösteren Milta Bodrum Marina, İşil Club Bodrum, Marina Vista Hotel Bodrum ve İlke Turistik'i bünyesinde bulundurmaktadır.

Milta Turizm İşletmeleri A.Ş.'nin 105 milyon dolar bedelli satışı için Koç Holding ile sözleşme yapılmış, fakat söz konusu sözleşme öngörülen şekilde tamamlanamamıştır.

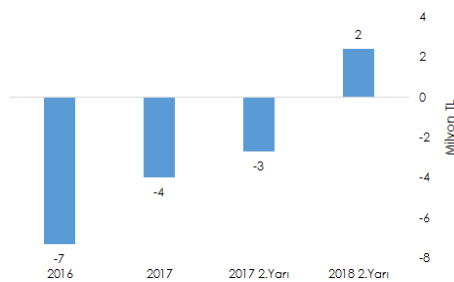
MEDYA SEKTÖRÜ

Şirketin medya varlıklarının önemli bir kısmının Demirören Grubu'na satılmasının ardından, kalan grup şirketleriyle medya sektöründeki yazılı basın olarak Doğan Burda ve görsel basın olarak DMC ve Dprodüksiyon olarak faaliyetlerine devam etmektedir.

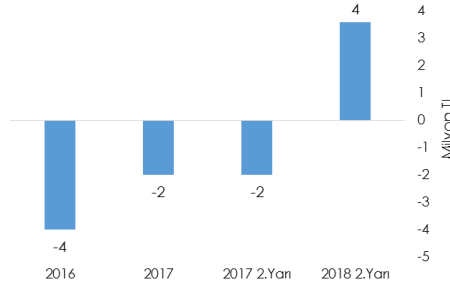
Yazılı Basın

Şirket yazılı basın alanında faaliyet gösteren Doğan Burda Dergi Yayıncılık ve Pazarlama A.Ş. paylarının %45'ine ve diğer büyük ortak olan Burda GMBH %40'ına sahiptir. Doğan Burda Dergi DOBUR koduyla BIST Ana Pazar'da işlem görmekle beraber 50 milyon TL piyasa değerine sahiptir.

Doğan Burda Dergi FAVÖK



Doğan Burda Dergi Net Kar



Kaynak: Doğan Burda Dergi

Yazılı basın alanında faaliyet gösteren diğer grup şirketi Doğan Egmont, 1996 yılında kurulmuştur, çocuklara yönelik kitap ve dergi yayıncılığı yapmaktadır.

Şirket Hürriyet gazetesinin satışı sorası Hürriyetemlak.com'u bünyesinde bulundurmaya devam etmektedir.

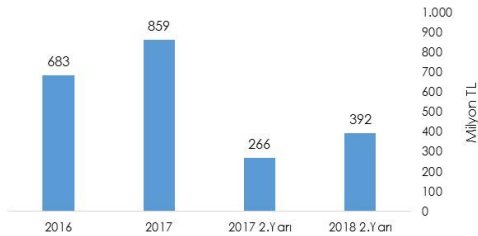
Görsel Basın

Şirket DMC, D Prodüksiyon, Kanal D Romanya ve Rapsodi Radyo'yu bünyesinde bulundurmaya devam etmektedir.

DOĞAN HOLDİNG 2018 OCAK – HAZİRAN DÖNEMİ FAVÖK GELİŞİMİ ve FAVÖK MARJLARININ SEKTÖREL BAZDA DAĞILIMI

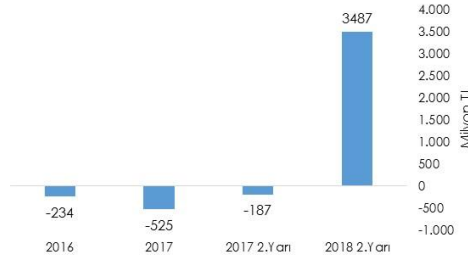
Şirket 2018 Ocak-Haziran döneminde eliminasyon öncesinde 332 milyon TL FAVÖK geliri elde etmiştir. Eliminasyon sonrasında ise 274 milyon TL FAVÖK gerçekleşmiştir.

Doğan Holding FAVÖK

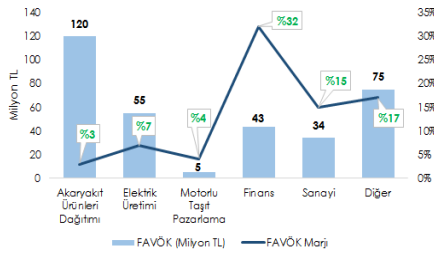


Kaynak: Doğan Holding

Doğan Holding Net Kar

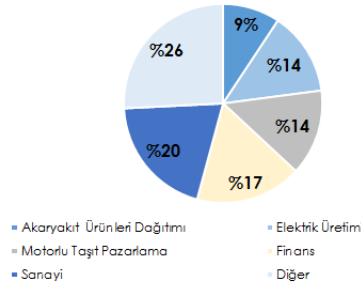


Holding Sektörel Bazda FAVÖK ve FAVÖK marjları



Kaynak: Doğan Holding

Holding FAVÖK Gelirlerinin Sektörel Bazda Dağılımı



Sonuç

Doğan Holding, karlılığı uzunca süredir düşük performans gösteren medya iştiraklerini 1 milyar US\$ değere satarak 2017 yılındaki 416 milyon US\$ net borçluluk durumundan 371 milyon US\$ net nakit durumuna geçerek şirketin finansal görünümünü iyileştirmiştir. Grup medya satışı sonrası mevcut faaliyet gösterdiği enerji, sanayi alanlarında büyümeyi ve mevcut ekonominin küçüldüğü ve varlık fiyatlarının gerilediği dönemde cazip alım fırsatlarını izlemektedir. Biz değerlememizde şirketin iştiraklerini benzer şirket çarpanlarıyla baz aldık. Borsada işlem gören şirketler için piyasa değerini baz aldık. Bunun sonucunda Doğan Holding net varlıklarını nakit dahil 1,2 milyar US\$ olarak hesaplamaktayız. Şirketin hisseleri mevcut durumda 489 milyon US değerinde işlem görmektedir. Net varlıklara göre %61 iskontolu işlem görmektedir. Biz piyasa tarihsel iskonto oranının %50 tarihsel iskonto oranından işlem görmesi için %29 yükseliş potansiyeli hesaplamaktayız. Gelecekte yeni alım fırsatlarına yönelik haber akışı pozitif katalist olacaktır. Ayrıca biz değerlemizde Haziran bilançosuna göre %44 kur artışını dahil etmedik. Şirketin nakdine göre artan kuru baz aldığımızda 2018 3. çeyrek dönemde yaklaşık 1,2 milyar TL'lik kur karı yazabileceği görülmektedir. Bunun dışında medya segmentinin büyük bir kısmının satışı ile medya kaynaklı finansal ve politik risklerin azaltılması bir diğer pozitif katalist olarak görülebilir. İleri vadeli olarak şirketin Çekmeköy'ün Ömerli bölgesinde yaklaşık 2 milyon metrekarelik arazisi şu an için fiyatlamaların içinde olmasa bile değer olarak ileri değişebilecek koşullar için takip edilmesi gereken ayrı bir katalist, gizli değer olarak görmekteyiz. Sonuç olarak şirketin iskonto ve döviz cinsi pozisyon durumlarının da baz alarak alım önermekteyiz.

Net Aktif Değer Tablosu

Doğan Holding Net Aktif Değer Tablosu	Ortaklık Miktarı (%)	Değerleme Yöntemi	Mevcut Değer (Milyon USD)	Doğan Holding Payı (Milyon USD)	Toplam Varlıklar İçindeki Payı
Akaryakıt Dağıtım					
Aytemiz Akaryakıt	50%	Benzer Şirket Karşılaştırması - Piyasa Değeri/Satışlar	204	102	8.1%
Elektrik Üretim ve Ticaret					
Şah ve Mersin RES	100%	Benzer Şirket Karşılaştırması - Firma Değeri/Kapasite	162	162	12.8%
Aslancık ve Boyabat HES	33%	Benzer Şirket Karşılaştırması - Firma Değeri/Kapasite	615	203	16.1%
Çorum GES	100%	Benzer Şirket Karşılaştırması - Firma Değeri/Kapasite	8	8	0.6%
Turizm					
Milta Bodrum Marina	100%	Koç Satış Anlaşma Fiyatı	105	105	8.3%
Marina Vista Otel	100%	2018 Tahmini Ciro, Benzer Şirket Karşılaştırması 6x	5	5	0.4%
Işıl Club	100%	2018 Tahmini Ciro, Benzer Şirket Karşılaştırması 6x	17	17	1.3%
Medya					
Doğan Burda	45%	BIST Piyasa Değeri	9	4	0.3%
Sanayi ve Ticaret					
Çelik Halat	78%	BIST Piyasa Değeri	15	12	0.9%
Ditaş Doğan	73%	BIST Piyasa Değeri	8	6	0.5%
Milpa	83%	BIST Piyasa Değeri	39	32	2.5%
Motorlu Araçlar					
Suzuki&Glokal&Trend	100%	Benzer Şirket Karşılaştırması - Piyasa Değeri/Satışlar	7	7	0.6%
Finansal Hizmetler					
Doruk Finansman&Faktöring ve Öncü GSYO	100%	Benzer Şirket Karşılaştırması - Piyasa Değeri/Defter Değeri	10	10	0.8%
Diğer					
BIST'te işlem gören iştirakler			71	54	4.3%
BIST'te işlem görmeyen iştirakler			1356	842	66.6%
Net Nakit				368	29.1%
Net Aktif Değeri					
06/09/2018 Piyasa Değeri				1264	100.0%
Piyasa Değeri/Toplam Net Varlıklar				489	0.39
Net Varlık Değerine Göre İskonto Oranı				61%	
Defter Değerine Göre Tarihsel İskonto Oranı				0.50	
Tarihsel İskonto Oranına Göre Hedef Piyasa Değeri				632	
Mevcut Hisse Fiyatı TL				1.24	
Hedef Hisse Fiyatı TL				1.60	
Tarihsel İskonto Oranına Göre Yükseliş Potansiyeli				29%	

Özet Finansal Tablolar

Milyon TL	2017 2Ç	2017 3Ç	2017 4Ç	2018 1Ç	2018 2Ç
Net Satış Gelirleri	7,755	3,261	10,478	2,296	5,191
Satışların Maliyeti	6,476	3,041	9,045	2,024	4,739
Brüt Kar	1,278	221	1,433	272	452
Faaliyet Giderleri	1,081	236	1,188	197	281
Faaliyet Kar	197	-15	246	75	172
FAVÖK	683	267	859	240	392
Diğer Faaliyetlerden gelirler	528	152	455	128	441
Diğer Faaliyetlerden giderler	298	77	274	44	92
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	159	13	92	15	3,923
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	100	56	177	121	476
Özsermaye Metodu ile Değerlenen Yatırımlardan Gelirler	-169	8	-75	20	-165
Finansal Gelirler	2	5	1	0	15
Finansal Giderler	382	104	498	131	256
Dönem Kar	-63	-74	-229	-58	3,562
Vergi	86	5	43	-4	3
Vergi Sonrası Net Dönem Kar	-234	-187	-525	-122	3,487
Azınlık Payları	-15	-13	-53	-12	-10
Net Dönem Kar	-219	-174	-472	-111	3,498
Marjlar					
Faaliyet Kar Marjı	2.5%	-0.5%	2.3%	3.3%	3.3%
FAVÖK Marjı	8.8%	8.2%	8.2%	10.4%	7.6%
Net Kar Marjı	-3.0%	-5.7%	-5.0%	-5.3%	67.2%
Bilanço Büyüklükleri					
Yabancı Para Net Döviz Pozisyonu	-763	-868	-1,064	-867	2,720
Net Borç	-488	-922	-1,585	-748	1,696
Özsermaye	2,999	2,423	2,608	2,533	6,152
Ödenmiş Sermaye	2,617	2,617	2,617	2,617	2,617
Toplam Varlık ve Yükümlülükler	8,253	8,135	9,279	10,070	11,145



Genel Müdürlük

Levent Mah. Levent Cad. No: 45 P.K. 34330 Beşiktaş / İSTANBUL
+90 212 370 22 22
www.alanyatirim.com.tr

Ankara İrtibat Bürosu

Anafartalar C. Papatya S. No: 2/6-8 Ulus / ANKARA
+90 312 312 69 80

İzmir İrtibat Bürosu

Akdeniz M. Cumhuriyet Bulvarı Çırpıcı İş Merkezi No: 77/402 Konak / İZMİR
+90 232 445 64 66

arastirma@alanyatirim.com.tr

Yasal Uyarı : Bu dokümanda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme ve yorum güvenilir olduğu düşünülen Alan Yatırım A.Ş. Araştırma Departmanı tarafından burada sunulan bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda makul özen gösterilmiş olmakla beraber, olabilecek hatalar ve eksikliklerden sorumlu değildir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez, içerik haber verilmeksizin değiştirilebilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım – satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu belgede yer alan yatırımla ilgili bilgiler, yorumlar ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan görüşler, yatırımcının mali durumuna veya risk ve getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerlendirmelerin kullanımı sonucunda ortaya çıkacak doğrudan ve /veya dolaylı zararlardan Alan Yatırım A.Ş. sorumlu olmayacaktır. Tüm hakları saklıdır.