

Doğan Holding Güncelleme

Analiz - Yorum

06 Mayıs 2019

ANALİST TOPLANTISI NOTLARI

Doğan Holding'in geçtiğimiz yıl medya varlıklarının büyük bölümünü satmasının ardından artan yatırımcı ilgisine bağlı olarak şirketin gelecek planlarını konuşmak üzere şirket ziyaretinde bulunmuştuk ve ardından ziyaret notu altında 11/09/2018 tarihinde değerlendirme raporu yayımlayıp potansiyel faktörler ile beraber yaklaşık 1.60 hedef fiyat belirlemiştik. Borçların ödenmesi ve şirketin potansiyel nakit durumu bu değerlemedeki en önemli faktör olarak öne çıkmaktaydı. O dönemden beri en önemli gelişme şirketin Trump Towers'ın ofis binası ve alışveriş merkezini KDV hariç 850 milyon TL'ye (yaklaşık 140 milyon US\$) 26/09/2018 tarihli KAP bildiriminde satın almış olmasıdır. Piyasa tarafında fiyatlamada bazından negatif karşılansa da şirket bu alımın nakit girişi konusunda holding portföyünde çeşitlilik yaratmak olduğunu belirtmişlerdir. Öte yandan şirket net büyüme potansiyeli gördükleri alt şirketlerine destek olabileceklerini belirttiler. Şirketin nakit durumu ve borçluluk durumu göz önüne alındığında halen çekiciliğini korumakta olup, hedef fiyat revizesi değişikliği dışında beklentilerimizi korumaktayız. Ayrıca en son 2008 senesinde temettü dağıtan şirket, 10 yıl sonra karlılıkta hızlı yükselişin ardından tekrardan temettü dağıtmıştır ve bunu sonraki yıllarda da devam ettirmesini beklemekteyiz.

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 938 milyon TL şeklinde olmakla beraber, halka açık kısım toplam ödenmiş sermayenin %35'sini oluşturmaktadır.

TRUMP TOWER'IN SATIN ALINMASI

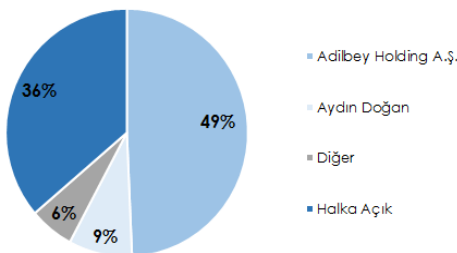
Doğan Holding 26/09/2018 tarihli KAP bildiriminde Trump Tower'ın ofis binasını KDV hariç 453 milyon-TL ve alışveriş merkezini KDV hariç 397 milyon-TL'den almıştır. Şirket alımı uzun dönem sabit getiri, merkezi konumu ve turizm rakamlarının yüksek olacağı beklentileri ışığında karar verdiklerini belirtmiş olup, yatırım portföylerini nakit girişi açısından dengeleyici bir yatırım kararı olarak görmektedirler.

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.

Şirket

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 ve Erzurum 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%

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.

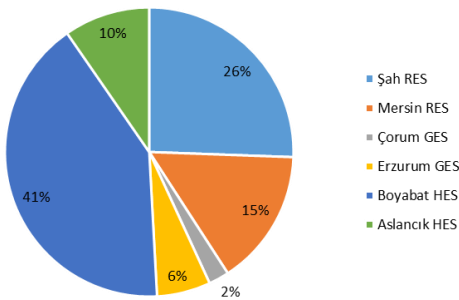
ENERJİ SEKTÖRÜ

Doğan grubu enerji sektöründe elektrik üretimi ve ticareti ile akaryakıt üretimi ve dağıtım alanında faaliyet göstermektedir. Yıl sonu itibarıyla enerji sektöründen elde edilen FAVÖK, toplam FAVÖK'ün %66'sini oluşturmaktadır.

Elektrik Üretimi

Holding'in elektrik üretimi ve ticaret alanında faaliyet gösteren beş adet şirketi bulunmakta olup toplam elektrik kurulu güç kapasitesi 835 MW miktarındadır. 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. Bunlara ek olarak Erzurum Güneş Enerji Santrali (GES) Mart 2019'da devralınmış olup, 24,7 MW üretim kapasitesine sahiptir. Yenilebilir enerji yatırıma ağırlık veren şirket Bursa'nın Mustafakemalpaşa bölgesine Rüzgar Enerji Santrali kurulumuna devam etmektedir. Sürecin devam etmesi ile birlikte beklenen üretim kapasitesi 60 MW değerindedir.

Grafik1: Şirketlerin Üretim Kapasitelerinin Dağılımı

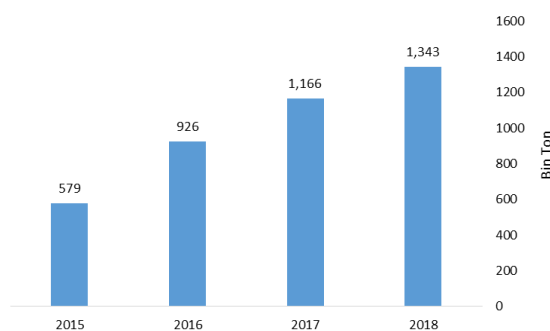


Kaynak : Doğan Holding

Akaryakıt Ürünleri Dağıtım

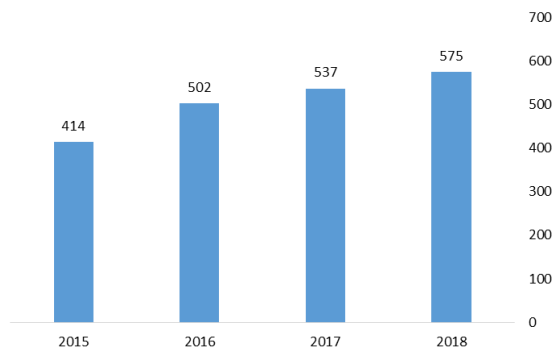
Doğan Holding akaryakıt sektöründe Aytemiz markalı petrol dağıtım istasyonları ile sektörde yer almaktadır. Aytemiz 2018 sonu itibarı ile 575 sözleşmeli bayi sayısına sahip olup 2019 sonunda bu sayıyı 599 hedefine çıkarmaktadırlar. Aralık 2018'de yayınlanan T.C. Enerji Piyasası Düzenleme Kurulu raporuna göre, şirket petrol ürünlerinde %4.5 ve otogaz ürünlerinde %5.1 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 dolun terminaleri ile faaliyetlerine devam etmektedir. Şirket Aytemiz Akaryakıt Dağıtım A.Ş.'nin %50 hissesini 2015 yılında satın almıştır.

Grafik2: Aytemiz Satış Hacmi (Bin Ton)



Kaynak : Doğan Holding

Grafik3: Aytemiz Lisanslı Bayi Sayısı



SANAYİ VE TİCARET SEKTÖRÜ

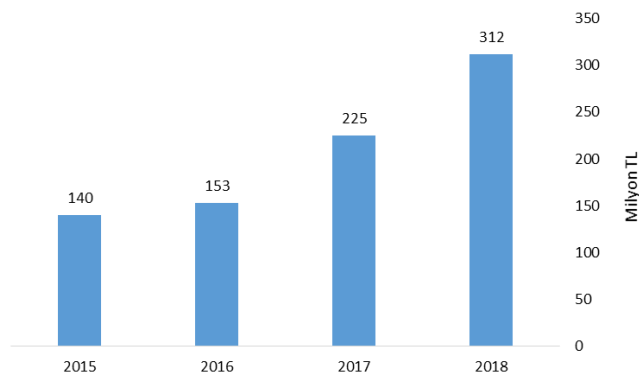
Holding'in sanayi ve ticaret sektöründe faaliyet gösteren Çelik Halat, Ditaş ve gayrimenkul pazarlama alanında Milpa isimli 3 adet BIST Ana Pazar'da işlem gören şirketi bulunmaktadır. BIST'te işlem görmeyen Suzuki, Vespa ve DAF motorlu taşıtlar pazarlama şirketleri altında distribütörlük faaliyetlerini yürütmektedirler. Sanayi ve ticaret sektöründen elde edilen FAVÖK, toplam FAVÖK'ün %13.4'ünü oluşturmaktadır.

Çelik Halat

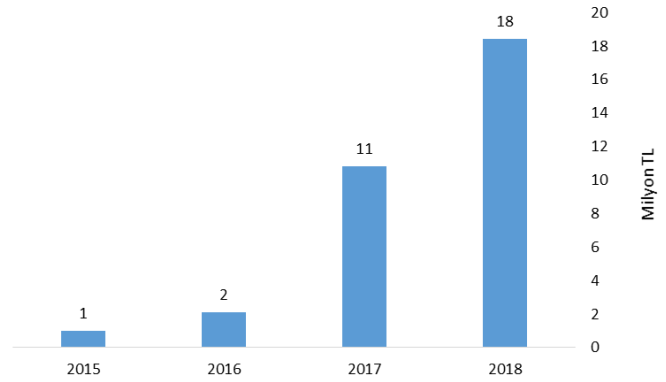
1962 yılında kurulan Çelik Halat, metal ve plastikten halat, her türlü tel, profil, levha ile benzerlerinin ve mamullerinin üretimini ve söz konusu ürünlerin üretimi için gerekli olan hammaddelerin üretimini ve iç ile dış ticaretini gerçekleştirmektedir. Şirketin Kocaeli'de yıllık toplam 70 bin ton üretim kapasiteli, toplam 107 bin m2 alanda kurulu üretim tesisi bulunmaktadır. Şirket analist toplantısında Çelik Halat'ın potansiyeli üzerinde durmuş olup, şirketin karlılığını arttırmaya yönelik adımları değerlendirdiklerini belirtmişlerdir.

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 yaklaşık 16 milyon US\$ şeklindedir. Çelik Halat'ın 16.5 milyon TL ödenmiş sermayesi bulunmaktadır ve fiili dolaşımdaki pay tutarı 3.6 milyon TL şeklindedir.

Grafik4: Çelik Halat FAVÖK



Grafik5: Çelik Halat Net Kar



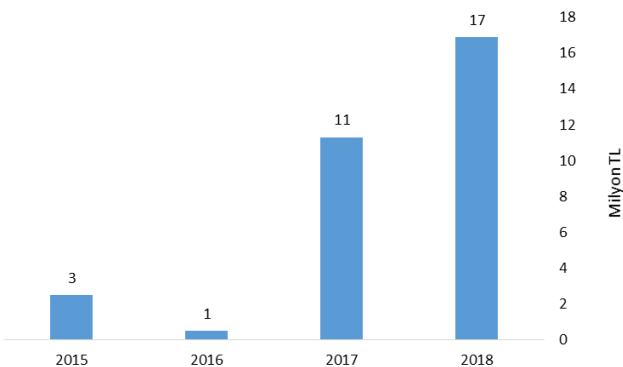
Kaynak: Çelik Halat

Ditaş

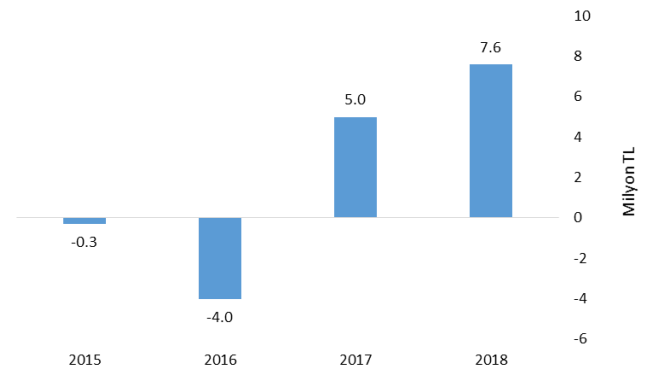
1972 yılında kurulan Ditaş Doğan Yedek Parça İmalat ve Teknik A.Ş. , otomotiv tedarik sanayi içerisinde yer almakta ve her türlü kara nakil vasıtalarının direksiyon ve süspansiyon sistemi parçaları imalatını gerçekleştirmektedir. Şirket üretim faaliyetlerini Niğde'de toplam 252 bin m2'lik bir alanda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

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

Grafik6: Ditaş FAVÖK



Grafik7: 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 49 milyon dolar şeklindedir.

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.

FİNANS SEKTÖRÜ

Doğan Holding, finans sektöründe leasing, faktoring ve girişim sermayesi alanlarında faaliyet göstermektedir. Finans sektöründen elde edilen FAVÖK, 2018 sonuçlarına göre toplam FAVÖK'ün %4'ünü 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 Doğan 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. Şirketin Insider, Düşyeri, Mediterra ve Tavuk Dünyası gibi şirketlerde yatırımları bulunmaktadır.

TURİZM SEKTÖRÜ

Doğan Holding, Turizm sektöründe hizmet gösteren Milta Bodrum Marina, Işıl 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 53 milyon TL piyasa değerine sahiptir. 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.

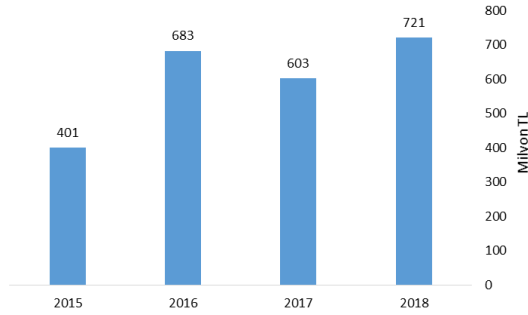
Görsel Basın

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

DOĞAN HOLDİNG 2018 DÖNEMİ FAVÖK GELİŞİMİ ve FAVÖK MARJLARININ SEKTÖREL BAZDA DAĞILIMI

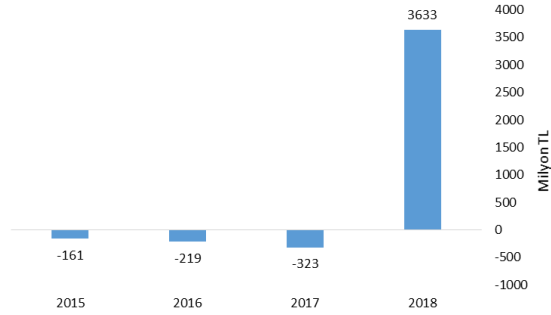
Şirket 2018 döneminde 721 milyon TL FAVÖK geliri elde etmiştir. Şirket ayrıca marjlar konusunda holding altı bağlı şirketler bazında marjinleştirme politikası altında şirketlerin marjlarını artırma konusunda çalışmaları olduğunu belirttiler.

Grafik8: Doğan Holding FAVÖK

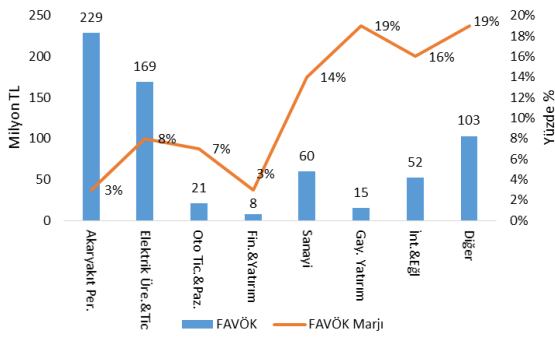


Kaynak: Doğan Holding

Grafik9:Doğan Holding Net Kar



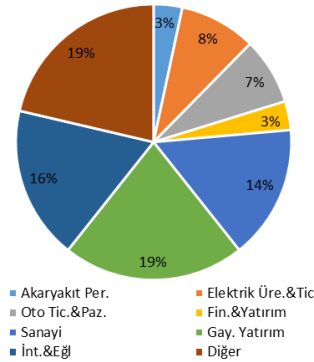
Grafik10: Holding Sektörel Bazda FAVÖK ve FAVÖK marjları*



Kaynak: Doğan Holding

*Eliminasyon sonrası

Grafik11:Holding FAVÖK Gelirlerinin Sektörel Bazda Dağılımı*



Sonuç

Doğan Holding, karlılığı uzunca süredir düşük performans gösteren medya iştiraklerini 2018 yılında yaklaşık 1 milyar US\$ değere satmasının ardından 279 milyon US\$ net borçluluk durumundan 371 milyon US\$ net nakit durumuna geçmiştir. 2018 yıl 3. çeyrek sonunda Trump Towers'ın alınmasının ardından 2018 sonu net nakit 333 milyon US\$ olup şirketin finansal görünümünü yaptığı yatırımlar ile iyileşmeye devam etmektedir. Grup medya satışı sonrası mevcut faaliyet gösterdiği enerji tarafındaki yatırımlarını devam ettirmekte olup, sanayi alanlarında büyümeyi, bağlı ortaklıklarını büyümede desteklemeyi ve cazip alım fırsatlarını izlemektedir. Şirketin bilgilendirmesinde ilgilendikleri sektör olarak Finansal sektörü (Hi-tech(Fin-tech)) bazında fırsatları değerlendirebileceklerini belirttiler.

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 yaklaşık 1,3 milyar US\$ olarak hesaplamaktayız. Şirketin hisseleri mevcut durumda yaklaşık 450 milyon US\$ değerinde işlem görmektedir. Net varlıklara göre %66 iskontolu işlem görmektedir. Biz Doğan Holding hisselerinin %50 tarihsel iskonto oranından işlem görmesi için hisse başına hedef fiyat olarak 1.51 TL (%42 yükseliş potansiyeli) hesaplamaktayız. Gelecekte yeni alım fırsatlarına yönelik haber akışı pozitif katalist olabilir. Ancak Gayrimenkul alımı sonrası Holding'in portföy kompozisyonu değişikliği sebebiyle beklentimiz yukarı yönlü olmasına rağmen fiyat revizemiz aşağı yönlü olmuştur.

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 olarak alım önerimize devam etmekteyiz.

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	229	115	8.8%
Elektrik Üretim ve Ticaret					
Şah ve Mersin RES	100%	Benzer Şirket Karşılaştırması - Firma Değeri/Kapasite	168	168	12.8%
Aslancık ve Boyabat HES	33%	Benzer Şirket Karşılaştırması - Firma Değeri/Kapasite	633	209	16.0%
Çorum ve Erzurum GES	100%	Benzer Şirket Karşılaştırması - Firma Değeri/Kapasite	34	34	2.6%
Turizm					
Milta Bodrum Marina	100%	Koç Satış Anlaşma Fiyatı	105	105	8.0%
Marina Vista Otel	100%	2018 Tahmini Ciro, Benzer Şirket Karşılaştırması 6x	6	6	0.4%
Işıl Club	100%	2018 Tahmini Ciro, Benzer Şirket Karşılaştırması 6x	19	19	1.4%
Medya					
Doğan Burda	45%	BIST Piyasa Değeri	9	4	0.3%
Sanayi ve Ticaret					
Çelik Halat	78%	BIST Piyasa Değeri	16	12	1.0%
Ditaş Doğan	73%	BIST Piyasa Değeri	12	9	0.7%
Milpa	83%	BIST Piyasa Değeri	49	41	3.1%
Motorlu Araçlar					
Suzuki&Glokal&Trend	100%	Benzer Şirket Karşılaştırması - Piyasa Değeri/Satışlar	4	4	0.3%
Finansal Hizmetler					
Doruk Finansman&Faktöring ve Öncü GSYO	100%	Benzer Şirket Karşılaştırması - Piyasa Değeri/Defter Değeri	6	6	0.5%
Diğer			289	289	22.1%
BIST'te işlem gören iştirakler			86	66	5.0%
BIST'te işlem görmeyen iştirakler			1492	953	72.9%
Net Nakit				288	22.0%
Net Aktif Değeri				1307	100.0%
02/05/2019 Piyasa Değeri				450	
Piyasa Değeri/Toplam Net Varlıklar				0.34	
Net Varlık Değerine Göre İskonto Oranı				66%	
Defter Değerine Göre Tarihsel İskonto Oranı				0.50	
Tarihsel İskonto Oranına Göre Hedef Piyasa Değeri				654	
Mevcut Hisse Fiyatı TL				1.04	
Hedef Hisse Fiyatı TL				1.51	
Tarihsel İskonto Oranına Göre Yükseliş Potansiyeli				45%	

Özet Gelir Tablosu ve Bilanço

Milyon US\$	2016	2017	2018
Toplam Gelirleri	2566	2121	2526
FAVÖK	226	165	150
Net Kar/Zarar (Azınlık Payları Hariç)	-73	-89	755
Marjlar			
FAVÖK Marjı	9%	8%	6%
Net Kar Marjı	-3%	-4%	30%
Bilanço Büyüklükleri			
Yabancı Para Net Döviz Pozisyonu	-216	-279	877
Net Borç	-138	-416	333
Özsermaye	849	777	1266
Ödenmiş Sermaye	741	687	497
Toplam Varlık ve Yükümlülükler	2337	2776	2081



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 dayanarak 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.