

## Yönetim Değerlendirmesi ve Analizi

### Küresel gelişmeler

2007 yılında ABD'nin konut piyasasında başlayan ve sonrasında finansal piyasalarını etkilemeye başlayan sıkıntılar, 2008 yılının özellikle üçüncü çeyreğinde öncelikle küresel finans piyasalarında uzun yıllardır görülmemiş boyutta büyük bir krize dönüşmüştür. Dünyanın önde gelen bazı finans kuruluşları iflas ederken pek çok finansal kurum da önemli miktarda devlet desteği ile ayakta kalabilmiştir. Finansal piyasalardaki bu gelişmelere paralel olarak, önemli ekonomik büyüklüğe sahip pek çok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde büyüme yavaşlamış, hatta negatife dönerek, tüm ülke ve sektörleri etkisine alan küresel bir durgunluğa girilmiştir.

Bu küresel kriz başta Türkiye olmak üzere Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş. ("Doğan Holding") ve bağlı ortaklıklarının iş yaptığı ülkeleri de etkilemekte ve bu ülke ekonomilerinde büyümenin yavaşlamasına ve gittikçe küçülmeye yol açmaktadır. Küresel krizin 2008 yılının son çeyreğinde yoğunlaşması ve özellikle Türkiye'ye bu tarihten itibaren yansımaya başlaması nedeni ile, bu gelişmelerin 2008 yılı sonuçları üzerindeki etkisi yılın son dönemleri ile sınırlı kalmıştır. Son yıllarda kesintisiz büyüme gösteren Türkiye ekonomisi, yılın son çeyreğinde Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'da gerçekleşen % 6,2 oranındaki rekor daralma ile 2008 yılını toplamda % 1,1 oranında büyüme ile tamamlamıştır. 2008 yılının sonlarında Türkiye ekonomisinde gözlenen bu eğilim ve küresel gelişmeler, 2009 yılının tüm ekonomik ve ticari koşullar bakımından zorlu bir yıl olacağına işaret etmektedir. Grubumuz, 2008 yılını hedeflerimize ulaştığımız başarılı bir yıl olarak geride bırakırken, önümüzdeki bu zor döneme de gerek sağlam sermaye ve likidite yapısı gerekse iş alanlarımızdaki lider piyasa konumu ile güçlü bir şekilde girmektedir. Bu güçlü yapının bize verdiği güven yanında, Grubumuz genelinde aldığımız ve almaya devam

edeceğimiz önlemler ile, Doğan Grubu önümüzdeki zorlu küresel ekonomik şartlarda faaliyet gösterdiği alanlarda pazar payını ve karlılığını korumaya devam edecektir.

### Doğan Holding'de gelişmeler

Doğan Holding 2008 yılında "portföy yönetimine" odaklanmayı sürdürmüş ve hissedarlarına değer yaratacak "birleşme ve satınalma" işlemlerinin yanı sıra, gerek mevcut faaliyet alanlarında gerekse yeni yatırımlar için hedeflediği sektörlerde stratejik ortaklıklar kurmaya devam etmiştir. Grubumuzda 2008 yılında gerçekleştirilen önemli işlemler aşağıdaki gibidir:

- Doğan Grubu'nun medya alanındaki faaliyetlerinin çatısı altında toplandığı Doğan Yayın Holding A.Ş.'nin ("DYH") bağlı ortaklıklarından Doğan Gazetecilik, 19 Mart 2008 tarihinde Vatan Gazetesi'nin isim ve imtiyaz hakkına sahip olan şirketin hisselerinin doğrudan ve dolaylı olarak tamamını toplam 18 milyon ABD Doları bedelle satın almıştır.

- Doğan Holding, 27.11.2008 tarihinde DYH'nin, 78.117.483 adet hissesinin 47 milyon Euro bedelle Axel Springer AG'nin % 100 iştiraki Commerz Film GmbH'a blok olarak satışı konusunda anlaşmaya varmıştır. DYH'nin Doğan Holding ve Doğan Ailesi'ne tahsisli olarak yapılması için Sermaye Piyasası Kurulu'na başvurusunu yapmış olduğu toplam 183,5 milyon TL tutarındaki bedelli sermaye artışının tamamlanmasına bağlı olarak Commerz Film GmbH'in satın alacağı hisselerin DYH'nin yeni sermaye yapısı içindeki pay oranı % 9,8 olacaktır.

- DYH'nin bağlı ortaklığı Smile Holding A.Ş. ile mobil sektörün dağıtım ve entegre tedarik zinciri çözümleri alanında dünyanın önde gelen şirketleri arasında yer alan Brightstar Corp. arasında, Smile Tedarik ve Ticaret A.Ş. (Brightstar Türkiye) bünyesinde

gerçekleştirilmek üzere, her iki tarafın % 50 hisseye sahip olduğu bir ortaklık kurulması konusunda anlaşmaya varılmıştır.

- DYH'nin bağlı ortaklığı Hürriyet, dolaylı bağlı ortaklığı konumunda bulunan sermayesine % 100 oranında iştirak ettiği Polonya'da yerleşik "Trader.com (Polska) Sp. Z.o.o."daki hisselerinin tamamını, Polonya'nın önde gelen medya kuruluşu "Agora SA"ya 54,4 milyon ABD Doları bedelle devretmiştir.

- Müşterek yönetime tabi şirketlerimizden Petrol Ofisi A.Ş., içinde Akçakoca açıklarındaki doğalgaz üretim sahalarının da yer aldığı toplam 8 adet deniz arama ruhsatını kapsayan projede, Toredor Türkiye Ltd. Şti.'nin (TOREADOR) sahip olduğu % 36,75 hissenin, % 26,75'lik bölümünün satın alınmasına karar vermiştir. 2009 yılının üçüncü ayında tamamlanan işlemde satın alım bedeli KDV hariç 55 milyon ABD Doları olmuştur.

- Gayrimenkule dayalı yatırım projeleri oluşturmak ve geliştirmek amacı ile Ukrayna ve Rusya'da bağlı ortaklıklar oluşturulmasının yanı sıra, bölgesel yatırım stratejimiz içinde özel önem verdiğimiz ülkelerden biri olan Romanya'da kurulu D Yapı Real Estate, Investment and Construction S.R.L. ünvanlı bağlı ortaklığımız Romanya'nın Bükreş kentinde 55.849,05 m<sup>2</sup> büyüklüğünde bir arsayı 49 milyon Euro bedelle satın almıştır. Söz konusu arsa üzerinde çok amaçlı ticari kullanıma yönelik bir proje geliştirilmektedir.

- Doğan Holding, Romanya'da gelişmekte olan sağlık hizmetleri alanında yatırım olanaklarının araştırılması ve değerlendirilmesi amacıyla "SC Dogan Hospitals Investments and Management SRL" ünvanlı bir şirket kurulmasına karar vermiştir.

- İpoteğe dayalı konut finansmanı alanında Doğan Grubu ve Deutsche Bank ortaklığı ile kurulan DD Konut Finansman A.Ş. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu'ndan aldığı izin ile faaliyete geçmiştir.

- Yerel ve uluslararası önde gelen kuruluşlarla ortaklık içinde, Türkiye Elektrik Dağıtım A.Ş.'ye ait elektrik dağıtım bölgelerinin özelleştirilmesi kapsamında Başkent Elektrik Dağıtım A.Ş. ve Sakarya Elektrik Dağıtım A.Ş. hisselerinin özelleştirilmesi ihalelerine, Spor Müsabakalarına Dayalı Sabit İhtimalli ve Müşterek Bahis Oyunlarının Özel Hukuk Tüzel Kişilerine Yaptırılması İhalesi'ne (İddia İhalesi) iştirak edilmesinin yanı sıra, başta Türkiye'de nükleer güç santrali kurup işletecek ve Türkiye Elektrik Ticaret A.Ş.'ye (TETAŞ) elektrik enerjisi satacak şirketin belirlenmesi için TETAŞ tarafından düzenlenen yarışma olmak üzere belirlenen stratejik yatırım alanlarımızdaki yeni iş olanakları yakından takip edilmiştir

- Doğan Holding, 2008 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndan yapılan satınalmalar ile halka açık Grup şirketlerindeki iştirak oranlarını artırmıştır. Doğan Holding'in hisse alımı gerçekleştirilen söz konusu Grup şirketlerindeki doğrudan hisse oranları, 31 Aralık 2007, 31 Aralık 2008 ve 9 Nisan 2009 tarihleri itibarı ile aşağıdaki gibidir:

	31.12.2007	31.12.2008	09.04.2009
<b>Doğan Yayın Holding</b>	%63,02	% 72,76	%74,53
<b>Petrol Ofisi</b>	%53,50	% 54,17	%54,17
<b>Çelik Halat</b>	%66,42	%78,46	%78,69
<b>Ditaş</b>	%58,26	%66,67	%73,59
<b>Hürriyet</b>	% 0,00	% 5,20	%11,09

## Yönetim Değerlendirmesi ve Analizi

• Doğan Holding, Yönetim Kurulu'nun 12 Eylül 2008 tarihli toplantısında alınan kararla çıkarılmış sermayesini, tamamı iç kaynaklardan karşılanmak suretiyle 950.000.000 TL (% 63,33 oranında) artırarak, 1.500.000.000 TL'den, 2.450.000.000 TL'ye yükseltmiştir. 31.12.2008 itibariyle sermaye dağılımımız aşağıdaki gibidir.

Pay sahipleri	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı
Adilbey Holding A.Ş.	1.274.000.000	% 52,00
İMKB'de işlem gören	840.109.932	% 34,29
Aydın Doğan ve Ailesi	331.211.023	% 13,52
Aydın Doğan Vakfı	4.679.045	% 0,19
<b>TOPLAM</b>	<b>2.450.000.000</b>	<b>%100,00</b>

### Finansal durum

31 Aralık 2008 itibarı ile Doğan Holding dönen varlıklar toplamı 5,7 milyar TL'ye, duran varlıklar toplamı 4,9 milyar TL'ye ulaşırken, toplam varlıkları bir önceki yıl sonuna göre % 17 artışla 9,1 milyar TL'den 10,6 milyar TL'ye yükselmiştir.

Toplam varlıklardaki bu artış büyük oranda nakit ve nakit benzerlerindeki artışlardan kaynaklanmıştır. 31 Aralık 2008 itibarı ile nakit ve nakit benzerleri ile kısa vadeli finansal yatırımlar toplamı bir önceki yıl sonuna göre % 44 artışla 3,5 milyar TL'ye ulaşmıştır. Bu performans ağırlıklı olarak faaliyetlerden sağlanan 1,4 milyar TL'lik nakit akımlarının bir sonucu olurken yatırım faaliyetleri için nakit çıkışları 734 milyon TL tutarında olmuştur.

31 Aralık 2007 tarihinde % 51 olan dönen varlıklar toplamının toplam varlıklara oranı 2008 yıl sonunda % 54'e yükselmiştir. Öte yandan, 31 Aralık 2008 itibarı ile dönen varlıklar toplamının kısa vadeli yükümlülükler toplamına oranı (cari oran) 1,9; stoklar dışında dönen varlıklar toplamının kısa vadeli yükümlülüklerle oranı (likidite oranı) ise 1,7 olarak gerçekleşmiştir.

Yükümlülükler içinde kısa vadeli banka kredileri 0,3 milyar TL'den 1,0 milyar TL'ye, uzun vadeli banka kredileri ise 1,3 milyar TL'den 1,8 milyar TL'ye yükselmesine karşın, nakit ve nakit benzerleri ile kısa vadeli finansal yatırımlar toplamından toplam kısa vadeli banka kredileri düşülerek hesaplanan "kısa vadeli net nakit pozisyonu" bir önceki yıl sonuna oranla % 14 oranında artarak 2,3 milyar TL'ye yükselmiş; uzun vadeli banka kredileri de gözönüne alınarak hesaplanan net nakit pozisyonu ise 31 Aralık 2008 tarihinde 535 milyon TL olmuştur.

31 Aralık 2008 itibarı ile ana ortaklığa ait özkaynaklar toplamı 3,8 milyar TL'ye yükselmiş ve ana ortaklık dışı paylar ile birlikte özkaynaklar toplamı 4,7 milyar TL olmuştur.

2008 yılının özellikle son çeyreğinde TL önemli yabancı para birimlerine karşı değer kaybederken, kur riski yönetimi yönünde yıl içinde atılan adımlarla Doğan Holding'in net yabancı para borç pozisyonunun USD olarak karşılığı 31 Aralık 2007 tarihinde 1,0 milyar USD iken 31 Aralık 2008 tarihinde 0,6 milyar USD'ye düşürülmüştür.

31 Aralık 2008 itibarı ile net nakit tutarı konsolide bilançoya göre 535 milyon TL olurken, kendi kurum bilançosunda Doğan Holding'in net nakit tutarı ise 1,5 milyar TL'dir. Doğan Holding'in güçlü likidite ve dengeli sermaye yapısı, küresel kriz ortamında Grup'un hedeflerine ulaşmasının en önemli güvencelerinden birisidir.

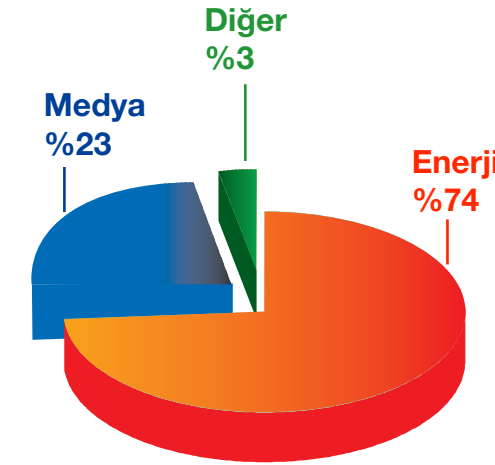
### Finansal sonuçlar

Ülkemizde 2008 yılının son çeyreğinde etkili olmaya başlayan küresel ekonomik krize karşın Doğan Holding'in satış gelirleri 2007 yılına göre % 22 artışla 12,5 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Satış gelirleri toplamının % 23'ü Medya yatırımlarından, % 74'ü

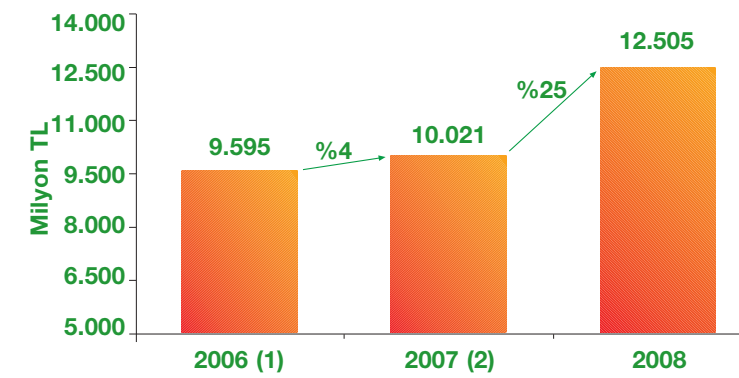
Enerji yatırımlarından ve % 3'ü de diğer yatırımlarından sağlanmıştır. Toplam satış gelirlerinin sektör bazında dağılımı 2007 ve 2008 yıllarında aşağıdaki gibi gerçekleşmiştir.

Milyon TL	2008	2007	Değişim
Medya	2.873	2.550	% 13
Enerji	9.312	7.207	% 29
Diğer	319	505	%-37
<b>Toplam Satış Gelirleri</b>	<b>12.504</b>	<b>10.262</b>	<b>% 22</b>

### Doğan Holding – 2008 Konsolide Sektörel Satış Geliri Dağılımı



### Doğan Holding – Konsolide Satış Geliri



2008 yılı ile karşılaştırılabilir olması için  
1) Ray Sigorta A.Ş.'nin satış geliri 389 Milyon TL, Petrol Ofisi tam konsolidasyon farkı 2 Milyar TL. düşülmüştür.  
2) Ray Sigorta A.Ş.'nin satış geliri 241 Milyon TL düşülmüştür.

Medya sektöründe satış gelirlerinin % 13 artışla 2,6 milyar TL'den 2,9 milyar TL'ye çıkmasında yurtdışında TME'nin 29 Mart 2007'de Türkiye'de ise Vatan Gazetesi'nin isim ve imtiyaz hakkını dolaylı ve doğrudan kontrol eden şirketlerin 13 Mart 2008'de satın alınması nedeni ile ortaya çıkan büyümenin yanı sıra, mevcut Grup şirketlerinin sağladığı artış da etkili olmuştur.

Enerji sektöründe, müşterek yönetime tabi ortaklığımız Petrol Ofisi'nin finansal tablo kalemleri 2007 ve 2008 yıllarında Doğan Holding'in sahip olduğu hisse oranı olan, sırasıyla % 53,5 ve % 54,2 oranlarında konsolide mali tablolara dahil edilmiştir.

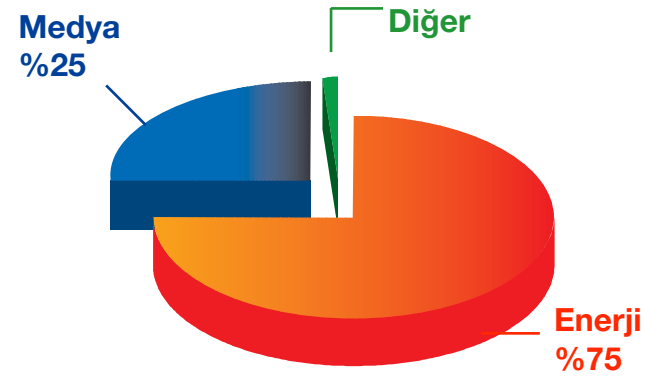
Hisseleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören Petrol Ofisi'nin açıklanan mali tablolarına göre 2007 yılında 13,5 milyar TL olan satış gelirleri 2008 yılında 17,2 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Ürün satış fiyatları üzerinde dünya petrol fiyatları ile TL/ABD Doları kurundaki değişimlerin büyük ölçüde belirleyici olduğu bir sektörde faaliyet gösteren Petrol Ofisi'nin TL bazlı satış gelirlerindeki yıllık değişimde, ağırlıklı olarak artan petrol fiyatlarının yanısıra satış hacimlerindeki artış ve TL/ABD Doları kurlarındaki değişimler de etkili olmuştur. Türkiye akaryakıt sektöründe, talebin yılın ilk yarısında petrol fiyatlarına paralel artan ürün fiyatları, yılın ikinci yarısında da ekonomide yaşanan yavaşlamaya bağlı olarak bir daralma yaşandığı tahmin edilirken, Petrol Ofisi 2008 yılında toplam satış hacmini % 3,5 artışla 8,3 milyon tona ulaştırmış ve Türkiye akaryakıt sektöründeki lider konumunu pazar payını % 35'den % 36'ya artırarak pekiştirmiştir.

Diğer başlığı altında toplanan sektörlerin raporlanan satış gelirlerinde gözlemlenen düşmenin en önemli nedeni ise, 2007 yılının Haziran ayına kadar tam konsolide edilen Ray Sigorta'nın satış gelirlerinin, bu

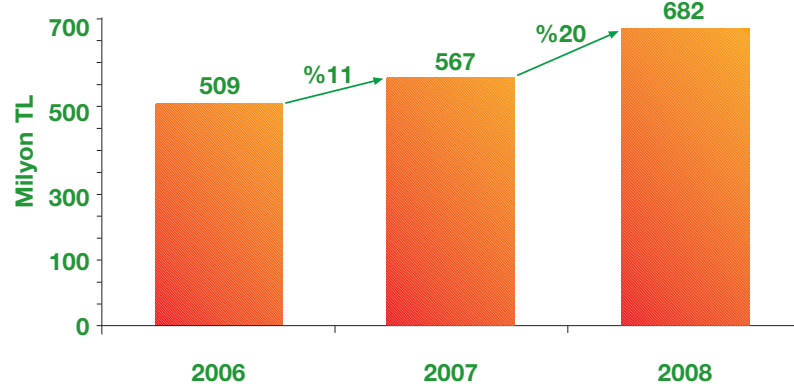
## Yönetim Değerlendirmesi ve Analizi

tarihten sonra Doğan Holding'in hisse oranı % 20'ye düştüğünden konsolide mali tablolara dahil edilmemesidir. Bu konsolidasyon yöntemi değişikliği satış gelirlerinin 2007 yılı ile karşılaştırıldığında 241 milyon TL daha düşük raporlanması sonucunu doğurmuştur. Ray Sigorta'nın konsolidasyon kapsam değişikliği hariç tutulduğunda bu sektör altında raporlanan satış gelirlerindeki yıllık artış % 20 olarak gerçekleşmiştir.

Doğan Holding – 2008  
Konsolide Sektörel FAVÖK Dağılımı



Doğan Holding - Konsolide FAVÖK



Doğan Holding'in 2008 yılında satış gelirlerinde sağladığı büyümeye paralel olarak brüt esas faaliyet karı % 16 artışla 1,3 milyar TL'ye, benzer şekilde Faiz Amortisman ve Vergi Öncesi Kar'ı ("FAVÖK") % 20 artışla 682 milyon TL'ye ulaşırken FAVÖK marjı da 2008 yılında % 5,5 olarak gerçekleşmiştir.

Diğer taraftan faaliyet karının 2007 yılında 586 milyon TL iken 2008 yılında 345 milyon TL olarak gerçekleşmesinin nedeni 2007 yılındaki bağlı ortaklık satış karları ile vergi uzlaşması giderlerinin net etkisidir. 2007 yılında Doğan TV hisselerinin % 25'inin Axel Springer'e (601 milyon TL) ve Ray Sigorta hisselerinin % 58,2'sinin TBIH'ye (94 milyon TL) satışı sonucu 694 milyon TL bağlı ortaklık satış karlarına karşılık 2008 yılında diğer faaliyet gelirleri içinde toplam 135 milyon TL tutarında bağlı ortaklık satış karı ve Grup şirketlerinde ek hisse alımlarından kaynaklanan negatif şerefiye yer almaktadır. Diğer taraftan, 2007 yılında finansal tablolara toplam 239 milyon TL tutarında Petrol Ofisi'ne ilişkin vergi uzlaşması ödemesi gideri (diğer faaliyetlerden gider ve zararlar içine dahil edilerek) yansımıştır. Söz konusu kar ve giderlerin net etkisi 2008 faaliyet karının 320 milyon TL azalması yönünde olmuştur.

Doğan Holding 2007 yılında 237 milyon TL net finansal gelir elde ederken 2008 yılında 358 milyon TL net finansal gider raporlamıştır. Bu değişimin temel nedeni, USD ve Euro'ya karşı 2007 sonunda değer kazanan TL'nin 2008 sonunda değer kaybetmesine bağlı olarak önceki yıl 138 milyon TL net kur farkı gelirine karşılık 2008 yılında net 328 milyon TL kur farkı gideri gerçekleşmiş olmasıdır.

Sonuç olarak Doğan Holding 2008 yılını azınlık payları sonrası ana ortaklık payına düşen net 71 milyon TL kar ile tamamlamıştır.

Kar dağıtımına konu Yönetim Kurulu Kararı'nın alındığı 24 Nisan 2009 tarihi itibarıyla; konsolide finansal tablolarımızda yer alan 70.615.078 TL tutarındaki konsolide net dönem karından; Türk Ticaret Kanunu ("TTK") düzenlemeleri uyarınca 21.688.822 TL tutarındaki I.tertip yasal yedek akçe'nin indirilmesinden sonra bulunan tutara 1.444.082 TL

tutarındaki bağışların eklenmesi sonrasında hesaplanan 50.370.338 TL net dağıtılabılır dönem karının SPK düzenlemeleri çerçevesinde, dağıtılmadan ortaklık bünyesinde bırakılması hususunun Olağan Genel Kurul'un onayına sunulmasına karar verilmiştir.

2008 yılında temel özet finansal göstergeler aşağıdaki gibidir:

ÖZET BİLANÇO (Milyon TL)				
	2006	2007	2008	2007'ye göre Değişim
Dönen Varlıklar	4.332	4.588	5.717	% 25
Duran Varlıklar	3.553	4.480	4.891	% 9
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>7.885</b>	<b>9.068</b>	<b>10.608</b>	<b>% 17</b>
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.842	1.677	2.970	% 77
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.875	2.428	2.933	% 21
Ana Ortaklık Dışı Paylar	779	1.206	852	%-29
<b>Ana Ortaklığa Ait Özsermaye</b>	<b>3.389</b>	<b>3.758</b>	<b>3.854</b>	<b>% 3</b>

ÖZET GELİR TABLOSU (Milyon TL)				
	2006	2007	2008	2007'ye göre Değişim
<b>Net Satışlar</b>	<b>11.984</b>	<b>10.262</b>	<b>12.505</b>	<b>% 22</b>
<b>Brüt Kar</b>	<b>1.119</b>	<b>1.127</b>	<b>1.312</b>	<b>% 16</b>
<b>FAVÖK</b>	<b>605</b>	<b>567</b>	<b>682</b>	<b>% 20</b>
<b>Ana Ortaklık Net Dönem Karı</b>	<b>893</b>	<b>395</b>	<b>71</b>	<b>%-82</b>

FAVÖK: Faiz, amortisman ve vergi öncesi kar

ÖNEMLİ ORANLAR				
	2006	2007	2008	2007'ye göre Değişim
<b>Brüt Kar Marjı (%)</b>	% 9	%11	%10	-0,5 baz puan
<b>FAVÖK Marjı (%)</b>	% 5	% 6	% 6	-0,1 baz puan
<b>Net Kar Marjı (%)</b>	% 7	% 4	% 1	-3,3 baz puan
<b>Cari Oran</b>	2,35	2,74	1,93	-0,81 puan
<b>Likidite Oranı</b>	2,07	2,39	1,68	-0,71 puan
<b>Toplam Yükümlülükler/Toplam Aktifler</b>	0,47	0,45	0,56	0,10 puan
<b>Toplam Yükümlülükler/Özsermaye ve A.O.D.P</b>	0,89	0,83	1,25	0,43 puan
<b>Hisse Başına Kar</b>	0,59	0,26	0,03	%-88