

Doğan Holding<DOHOL>

Kapsam Dışı Şirket İnceleme Raporu

27 Ocak 2026

(12:00)

Değer Bilir Değer Katar: Doğan Holding'in net aktif değeri (2020 & 2025) son 5 yıllık dönemde USD bazında %15 YBBO gibi etkileyici bir oranda büyüyerek 1.5 milyar USD'den 2.7 milyar USD'ye çıkmıştır. Mevcut durumda portföy içerisinde Finans & Yatırım %32 , Elektrik Üretimi %8, Madencilik %8, Elektronik, Teknoloji & Sanayi %7, Diğer segmentinin payı %22 ve Holding solo net nakdin payı ise %23'tür. Holding stratejik odak alanı (Yenilenebilir Enerji, Madencilik, Dijital Finansal Hizmetler) payını %48'den %70'lere kadar çıkarmayı hedeflerken, mevcut durumda halka açık NAD payının %11'den gelecek 5 yılda %50'lere kadar çıkabileceği belirtilmiştir. Şirket'in güçlü portföy yönetim stratejisi (M&A) etkili olurken, 2020'de Sesa Ambalajı (62.7 milyon EUR), 2021'de Profil Grubu (2.9mn EUR %70 pay), 2022'de Karel'i (843 milyon TL, %40 pay), 2023'te Zingat'ı, 2024'te Gümüştaş ve Doku Madenciligi (123 milyon USD ve 13.5 milyon USD, %75 pay), 2025'te Daichi'yi satın almıştır (15mn USD, %25 pay). Bununla birlikte D Yatırım Bankası, Doğan Trend Otomotiv, Hepiyi Sigorta Doğan Holding'in 2020 ve 2021 yıllarında gerçekleştirdiği sıfırdan kurulan yatırımlar (greenfield) arasındadır. Doğan Holding 2023 yılında Aytemiz (168mn USD, %50 pay) ve Milpa'yı (71mn USD %82 pay) portföyünden çıkarmıştır.

Sıkı koşullara karşı güçlü likidite: Doğan Holding'in net nakit pozisyonu bir önceki çeyrekteki 662 milyon USD'den Eylül 2025'te 617 milyon USD'ye gerilemiştir. Nakit kırılganlığına bakıldığında 3Ç25'te %69'u USD'de %16'sı EUR'da %14'ü TL'de ve %1'i Sterlinde yer almaktadır. Şirket'in güçlü nakit pozisyonu defansif bir görünüm sunmaktadır. Holding'in iştirakleri düzenli temettü gelirleri (son 3 yılda 72 milyon USD) düzenli nakit akımı sağlamaktadır. Nakitin ağırlıklı olarak dağılımı ise döviz veya Eurobond olarak değerlendirilirken, sabit getirili menkul kıymet tercih ediliyor.

Öncü Yatırımlar: Şirket net aktif değer büyüklüğünü mevcut 2.7 milyar USD seviyesinden %8 YBBO büyümeyle 2030'a kadar 4 milyar USD'ye çıkmasını planlamaktadır. Halka arz adayları olarak, Hepiyi sigorta, Daiichi ve Sesa Ambalaj gösterilirken, portföydeki büyümede mevcut durumda sadeleşme & optimizasyon gelecek dönemde ise değer artışı öne çıkartılması bekleniyor. Son 5 yıllık dönem Holding için satın alma dönemiymken, geçmiş performansının orta vadeli beklentileri karşılama noktasında değer yaratma yolculuğunda takip edilebilir.

İştiraklerde Güçlü Büyüme Görünümü: Holding Galatawind'de orta vadede kurulu gücünü mevcut durumdaki 354 MW'den 1000MW'ye çıkarmayı planlamaktadır. Buna göre iştirak Avrupa ve İtalya yatırımlarının artırılarak 1 milyar USD'lik bir değerlemeye ulaşmayı hedeflemektedir. Portföye görece yeni giren madencilik segmenti ise ağırlıklı olarak ihracat odaklı bir görünüm sunuyor. Bu segmentte Holding 3 yılda 90 milyon USD tutarında bir CAPEX (yatırım harcaması) ayırmayı planlarken elinde bulundurduğu maden sahaları dikkate alındığında bu önemli bir potansiyele işaret edebilir. Bununla birlikte Doruk Faktoring'te 30 milyon USD tutarında bir sermaye artırımı yapılırken, en önemli pay dijital sigortada bulunuyor. Hepiyi sigortanın da dijital yapısı öne çıkarken, sigorta şirketi son yıllarda hızlı büyümesini koruyor.

Rakamlarla Değerleme Görüşümüz: Doğan Holding hisse senetleri son 3 ayda BIST 100 endeksine göre rölatif +%3'lük bir performans gösterdi. Mevcut durumda hisse senetleri %53 NAD iskontosuyla işlem görürken bu iskontonun geçtiğimiz 5 yılda ortalamasının %50 seviyesinde olduğunu not ediyoruz. Bununla birlikte net aktif değeri büyütme planları ve halka açık şirket sayısını artırma hedefleri NAD iskontosunun yıllar içerisinde iyileşmesine yol açabilir. Son 12 aylık finansallara göre DOHOL hisse senetleri 0.7x F/DD çarpanında işlem görmektedir.

Mevcut Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri
TL20.84	m.d	m.d
Piyasa Değeri		Firma Değeri
TL54,538mn	USD1,260mn	TL19,428mn

Hisse Senedi Bilgileri				
Bloomberg/Reuters:		DOHOLTI / DOHOLIS		
Relatif Performans:		1 Ay	3 Ay	12 Ay
		23%	3%	13%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):				12.72 / 20.84
Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:				342.6
YBB TL Getiri:				23%
Beta (2 yıllık, haftalık)				0.76
BLST-100'deki ağırlığı				0.42%
Ödenmiş Sermaye (mnTL):				2.617

Kısaca Şirket

Onursal Başkan, Aydın Doğan'ın 1959 yılında Mecidiyeköy Vergi Dairesi'ne kaydolması ve 1961'de otomotiv alanında ilk şirketini kurması ile Doğan Holding'in temelleri atıldı. Bugün şirketler, faaliyette bulundukları elektrik üretimi, sanayi & ticaret, madencilik, otomotiv ticareti & pazarlama, finansman & yatırım, internet & eğlence ve gayrimenkul yatırımları sektörlerinde faaliyet göstermektedir. Doğan Holding stratejik iş birlikleri sayesinde faaliyetlerini verimli bir şekilde yürütmektedir.

Ortaklık Yapısı

Yaşar Begümhan Doğan Faralyalı	11.6%
Arzuhan Yalçındağ	11.5%
Vuslat Doğan	11.5%
Hanzade Vasfiye Doğan	11.5%
Işıl Doğan	9.5%
Aydın Doğan	8.6%
Diğer	35.9%

Özet Finansallar	3Ç24	3Ç25	Değişim	2023	2024	Değişim
Net Satışlar (TLmn)	28,595	21,848	-24%	75,706	84,493	12%
FVAÖK (TLmn)	-455	2,824	-721%	10,740	3,012	-72%
Net Kar (TLmn)	1,365	127	-91%	-210	4,317	-2156%
FVAÖK marjı	n.a	12.9%		14.2%	3.6%	-10.6 pp
Net Kar marjı	4.8%	0.6%	-4.2 pp	n.a	5.1%	n.a.
F/K (x)				n.m.	12.6	
FD/FVAÖK (x)		39.0		1.8	6.5	
FD/Net Satışlar (x)	0.5	0.6		0.3	0.2	
Hisse Başına Kar (TL)	0.52	0.05		-0.08	1.65	

Analist: Emre Duman

+90 (212) 384 1270

KasimDu@garantibbva.com.tr

EK-1: Doğan Holding Net Aktif Değer Tablosu

Net Aktif Değer kırılımına bakıldığında, Elektrik Üretimi %8, Elektronik, sanayi ve üretim %7, internet ve eğlence %7, gayrimenkul portföyü %10 paya sahipken bu dengeli bir dağılıma işaret etmektedir. Portföyde en yüksek pay ise %32 ve %23 ile sırasıyla finans yatırım ve net nakit pozisyonudur. Öte yandan finans ve yatırım işinde de en yüksek payın bulunduğu şirket 785 milyon USD'lik değerlemesi ile Hepiyi Sigorta'dadır. Sigorta şirketi 3Ç25'te 1.2 milyar TL'lik bir kar açıklarken, trafik hasar oranı sektördeki ortalama olan %140'a kıyasla %123 seviyesindedir.

Doğan Holding NAD (Milyon TL, Eylül 25)	Değerleme Yöntemi	Holding Payı (%)	Değerleme (Milyon USD)	Dohol Hisse Payı (Milyon USD)
Elektrik Üretimi				222
Aslancık HEPP		33.3%	0	0
Galata Wind	Piyasa Değeri	70.0%	317	222
Elektronik, Sanayi ve Teknoloji				195
Doğan Dış Ticaret	Defter Değeri	100.0%	2	2
Sesa Ambalaj	FD/S12A FAVÖK @8.44x	70.0%	152	107
Karel Elektronik	Piyasa Değeri	40.0%	177	71
Daiichi	İşlem Değeri	25.0%	60	15
Otomotiv				23
Doğan Trend Otomotiv	Defter Değeri @ 1.9x	100.0%	23	23
Finans ve Yatırım				851
D Yatırım Bank	Defter Değeri @ 1.9x	100.0%	85	85
Doruk Faktoring	Defter Değeri @ 1.9x	100.0%	76	76
Hepiyi Sigorta	Defter Değeri @ 5.0x	85.0%	785	667
Öncü Girişim Sermaye	Insider hisse değeri	100.0%	23	23
İnternet ve Eğlence				187
Kanal D Romanya	FD/S12A FVAÖK @3.6x	100%	101	101
Glokal (Hepsi Emlak)	FD/S12A Gelirler @6.9x	79%	109	86
Gayrimenkul Portföyü				261
D Gayrimenkul	Bağımsız Eksper Değerlemesi	100%	182	182
D Yapı - Romanya	Bağımsız Eksper Değerlemesi	100%	23	23
Doğan Holding İstanbul	Bağımsız Eksper Değerlemesi	100%	8	8
Kandilli Gayimenkul	Bağımsız Eksper Değerlemesi	50%	64	32
M Investment	Bağımsız Eksper Değerlemesi	22%	73	16
Diğer				101
Milta Turizm	Defter Değeri @ 1.7x	100%	100	100
Doğan Yayıncılık	İşlem Değeri	100%	1	1
Madencilik				206
Gümüştaş + Doku	FD/S12A FVAÖK @7.3x	75%	274	206
Doğan Holding Solo Net Nakit (3Ç25)				617
Doğan Holding NAD				2662
Doğan Holding Piyasa Değeri				1260
NAD İskontosu				-53%

Kaynak: Doğan Holding Yatırımcı Sunumu

EK-2: Doğan Holding Finansallar

Doğan Holding 3Ç25 dönemde 127 milyon TL net kar, 2.8 milyar TL FVAÖK ve 21.8 milyar TL hasılat geliri kaydetmiştir. 9A25 dönemde Holding –384 milyon TL net zarar açıklarken, FVAÖK marjı geçen yılki %6'ya kıyasla %11'e yükselmiştir. Mevcut durumda Holding NAD iskontosunun ortalamalarına benzer seviyededir. Türkiye'nin kredi notundaki artışlar, CDS'te (risk primi) daha fazla düşüş, 3 şirketini de halka arz etmesi ve yabancı yatırımcı payının tekrar artması durumunda bu gelişmeler net aktif değer iskontosunu iyileştirebilir. Öte yandan, yatırımlardan istenen geri dönüşün sağlanamaması ise net aktif değer (NAD) üzerinde baskı yaratabilir.

Kar & Zarar Tablosu (Milyon TL)	3Ç24	3Ç25	%	9A24	9A25	%
Gelirler	28595	21848	-24%	78821	67019	-15%
Toplam Maliyetler (-)	-26247	-17793	-32%	-69642	-55788	-20%
Brüt Kar	2348	4055	73%	9178	11231	22%
Brüt Kar Marjı (%)	8%	19%		12%	17%	
Faaliyet Giderleri (-)	-3460	-2790	-19%	-8505	-8760	3%
Esas Faaliyetten Diğer Gelirler/Giderler (-)	-776	1727	a.d.	4557	6312	39%
Özkaynak Yönt. Değ. Yatırımlar Kar/(Zarar)	87	27	-69%	-642	-79	-88%
Faaliyet Karı/(Zararı)	-1802	3019	a.d.	4587	8705	90%
Yatırım Faaliyetlerin Gel./ (Gid.) net	4129	2903	-30%	6534	6119	-6%
Finansman Geliri / Gideri	-551	-2476	349%	-6649	-8708	31%
Parasal Kazanç (Kayıp)	212	-3003	a.d.	1339	-4693	a.d.
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	1989	443	-78%	5811	1422	-76%
Sürdürülen Faaliyet Kar (Zarar)	1468	239	-84%	3802	-416	a.d.
Net Kar	1468	239	-84%	3802	-416	a.d.
Net Kar - Ana Ortaklık Payları	1365	127	-91%	4064	-384	a.d.
FVAÖK	-455	2824	a.d.	4492	7126	59%
FVAÖK Marjı (%)	a.d.	13%	a.d.	6%	11%	

Kaynak: Doğan Holding Yatırımcı Sunumu

Bilanço (Milyon TL)	31.12.2024	30.09.2025
Dönen Varlıklar	104,381	102,561
Duran Varlıklar	70,804	67,185
Toplam Varlıklar	175,184	169,745
Kısa Vadeli Yükümlülükler	61,254	60,331
Uzun Vadeli Yükümlülükler	21,063	18,129
Azınlık Payları	13,313	13,149
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	79,554	78,137
Toplam Yükümlülükler	175,184	169,745
Nakit ve Nakit Benzerleri	66,330	66,705
Kısa Vadeli Finansal Borçlanmalar	25,223	19,923
Uzun Vadeli Finansal Borçlanmalar	13,042	10,379

Kaynak: Doğan Yatırımcı Sunumu

İştirakler

GWIND: 1000 MW'lık kapasiteye ulaşma hedefi, Avrupa odaklı yatırımlar daha fazla öne çıkıyor. Gelecek dönemde Avrupa'ya yapılan santral yatırımlarıyla birlikte kapasite artışının bu seviyeleri de aşabileceği belirtiliyor. Avrupa'da elektrik fiyatlarının ortalaması daha yüksek olduğundan (80-85KW EUR seviyelerinde) bu durum fiyatlamada anlamında öngörülebilirliği artırmaktadır. GWIND, 9A25 dönemde 735 milyon TL net kar açıklarken, FVAÖK ise yaklaşık 1.56 milyar TL seviyesindedir.

Madencilik: Madencilik faaliyet alanı olarak Holding için görece yeni bir iş konumundadır. Ağırlıklı olarak kurşun, çinko, bakır madenleri çıkartılmaktadır. Niğde'deki işleme tesisinde saflaştırıp satışa gönderilmektedir. Kurmel Holding'ten payları satın alınan Gümüştaş'ın arama lisansları bulunurken, Holding bu alanda faaliyet gösteren iştiraki için 3 yılda 90 milyon USD CAPEX (yatırım harcaması) ayırmayı planlamaktadır. Bu tutarın arama ve sondaj faaliyetlerine ek olarak mevcut işleme tesisinin kapasite artırımında kullanılması beklenmektedir. Gümüştaş'ın Niğde'de bir adet kendi işleme tesisi bulunmaktadır. Yıllık kapasitesi 600 bin tonken yılı 500 bin ton gibi bir cevher üretimiyle kapatmaktadır.

Finansal Hizmetler: %63'lerde bir özsermaye karlılığı bulunmaktadır. Sigorta tarafında ise Holding, 3 yıl önce kurulan Hepiyi sigorta'da %85 hissedar konumundadır. Hepiyi sigorta, kasko ve trafik sigortası için geçmiş kullanım verilerini inceleyerek kişilere özelleştirilmiş bir fiyatlama teklifi yapmaktadır. Hasar tutarı ise müşteri hesabına çok hızlı şekilde yatırılabilir. Hepiyi Sigorta en hızlı hasar ödeyen 2.şirket konumundadır. Bu sayede her şey dijital olarak kalmakta ve verimlilik korunmaktadır. Eylül 2025 itibarıyla pazar payı kazanmaya devam etmektedir.

KAREL: Dinamik odak alanlarında, KAREL'in 5 tane işi bulunmaktadır. Cironun %18'i ise Daichi iştirakinden gelmektedir. En büyük pay ise Ford & Stellantis gibi markalara satılan ekranlardır. Ek olarak TOGG ve FROTO için de satış gerçekleştirmektedir. Şirket ayrıca BSH ve Arçelik gibi önemli markalarla çalışmaktadır. Bir diğer iş kolu savunma sanayi ve bulut işidir. Daichi kendisi de (standalone) borçsuz ve katma değerli bir şirket konumundadır. Şirket'in halka arz başvurusu yapılması beklenmektedir. Bununla birlikte Şirket için bir tahsisli sermaye artışı yapılmaktadır. Net Borç/FVAÖK anlamında nakitle birlikte finansallarda borçluluk seviyesi yönetilebilir bir seviyede olması bekleniyor.

SESA: SESA ambalajın cironun yarısından fazlasını ihracattan kazanmaktadır. Şirket, müşterilerine özel üretim yapılabilir. Döviz geliri elde edebilen ve dolayısıyla potansiyeli olan bir şirkettir.

Doğan Trend: Çin'den ithal edilen araçlara uygulanan yüksek vergi nedeniyle Doğan Trend Otomotiv'in adet satışı küçüldü. Holding içerisinde Doğan Trend Otomotiv'in payı 2025 sonu itibarıyla epey kuculduğundan finansallar üzerinde negatif etki yaratma potansiyeli de artık geride kalmıştır.

Yakın Dönemde Alınan Aksiyonlar & Gelecek Dönem Gelişmeleri: 2025 yılında DİTAŞ satılırken, DAİCHİ'de payların ağırlığı artırıldı. Kanal D Romanya'nın satışı ise gayrimenkullerin satışı ile birlikte yeni yılda mümkün görünmektedir. 2025 ve 2026 yılı anlamında portföy optimizasyonu ile geçilebilir. Portföye finansal teknoloji segmentinde bir şirket satın alınabilir.

UYARI NOTU

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü'nün Endeks Üzeri (EÜ) ve Endekse Paralel (EP) tavsiyesi verdiği hisseler arasından; şirketlerin uzun dönemli mali verilerine dayalı olarak yapılan temel analiz ve kısa vadeli beklentiler bir arada değerlendirilerek oluşturulmuştur. Tercih etmediğimiz hisseler ise benzer analizler ile, Araştırma Bölümü'nün Endekse Paralel (EP) ve Endeks Altı (EA) tavsiyesi verdiği hisseler arasından seçilir. Model Portföy değişiklik raporunda, hissenin portföye giriş ya da çıkış gerekçesi belirtilir. Bir hissenin Model Portföy'e girmesi ya da çıkması uzun vadeli temel tavsiyesinin değiştiği anlamına gelmemektedir. Model Portföy, sanal bir portföy olup; piyasa beklentimiz ve de içerisinde yer alan hisselerin beklentileri doğrultusunda ağırlıklandırılarak kümülatif performansı ile değerlendirilmektedir. Dolayısıyla Model Portföy ve Model Portföy kapsamında yapılan değişimler, yatırımcının risk ve getiri tercihleri ile birebir örtüşmeyebilir.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri 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. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Veri ve grafikler güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, yapılan yorumlar sadece GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşünü yansıtmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. İleti, gönderilen kişiye özel ve münhasırdır. İlave olarak, bu raporun gönderildiği ve yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.

Garanti BBVA Yatırım ile ilgili detay bilgilere <https://www.garantibbvayatirim.com.tr/hakkimizda> aracılığıyla erişebilirsiniz.

GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Nispetiye Mahallesi Barbaros Bul. Çiftçi Tovvers Kule 1,
34340 Beşiktaş / İstanbul
Telefon: 212 384 11 21
Faks: 212 352 42 40

Hisse Senedi Tavsiye Tanımları

EÜ	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin üzerinde olması beklenmektedir.
EP	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisine yakın olması beklenmektedir.
EA	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin altında olması beklenmektedir.