

Doğan Holding

Doğan Holding ve iştiraklerinden Hepiyi Sigorta ile Gümüştaş Madencilik üst yönetiminin de katıldığı kurumsal yatırımcı toplantısına katıldık. Toplantının ana mesajı, otomotiv kaynaklı dalgalanmaya rağmen otomotiv dışı portföyde ivmenin sürmesi, 2025'in marjları koruma ve maliyet disiplini odağında yönetilmesi ile, son iki yılda hızlanan portföy sadeleşmesinin bilanço esnekliğini artırması oldu. Yönetim, yaklaşık 2,7 milyar USD Net Aktif Değere (NAD) sahip bir portföyü, stratejik odak alanları olan Galata Wind, Hepiyi Sigorta ve Gümüştaş Madencilik etrafında büyümeye devam edeceklerini vurguladı. Bu stratejinin en önemli tamamlayıcısı ise, 617 milyon dolar düzeyindeki solo net nakit pozisyonu. Doğan Holding için 12 aylık 25,90 TL hedef fiyat ve AL tavsiyemizi koruyoruz.

2025 gerçekleştirmeleri, "otomotiv işkolu nedeniyle ciro baskılı, ancak karlılık korunuyor" şeklinde özetlenebilir. Nitekim 9A25'te konsolide gelirler yıllık bazda gerilerken, brüt kar marjı iyileşmiş ve FAVÖK tarafında güçlü bir toparlanma görülmüştür. Burada iki noktayı özellikle ayırmak gerekiyor. Birincisi, Doğan Trend hariç tutulduğunda gelir artışı %9 seviyesindedir; yani çekirdek portföy büyümeye devam etmektedir. İkincisi, net kar tarafındaki dalgalanmanın önemli kısmı, TMS 29 kaynaklı parasal kalem etkileriyle ilişkilidir; özellikle Hepiyi'nin gerçekleşmemiş hasar karşılıklarına uygulanan enflasyon muhasebesi etkisi 9A25'te parasal kayıp kalemini büyütülmüştür. Bu nedenle, performansı okurken net kardan çok operasyonel karlılığa ve portföy değer artışına odaklanmayı daha doğru buluyoruz.

NAD artışı sınırlı, artışın kaynağı ise daha kaliteli bir yapı sunuyor. Hepiyi ve D Yatırım Bankası'nın defter değeri büyümesi ile Gümüştaş'ın güçlü operasyonel performansı değerlemeyi desteklerken, stratejik odağı olmayan varlıklardan çıkış süreci devam ediyor. Solo nakitteki hareketin de temettü ödemeleri ve iştiraklerdeki sermaye tahsisleri (Doğan Trend, D Yatırım Bankası, Karel ve Daiichi gibi) ile yönetildiği görülüyor.

2030 yol haritası, sermaye tahsisindeki yaklaşımı net bir hedefe bağlıyor. NAD'ın 2020 – 2024 döneminde yaklaşık 1,5 milyar USD'den bugün itibarıyla 2,7 milyar USD'ye yükseldiği; 2030 için hedefin 4,0 milyar USD olarak korunduğu belirtildi. Yönetim, stratejik varlıklardaki ölçeklenme ve değer açığının kapanmasıyla bu hedefin mütevazı kalabileceğini ifade ederken; değer yaratımını "sadeleşme + optimizasyon + stratejik iş kollarında organik / inorganik büyüme" kombinasyonu ile hızlandırmayı planlıyor. Bu çerçevede Hepiyi, Daiichi ve Sesa Ambalaj, potansiyel halka arz adayları arasında öne çıkıyor.

DOHOL

AL

12 Aylık Hedef Fiyat
Getiri Potansiyeli

25,90
%48

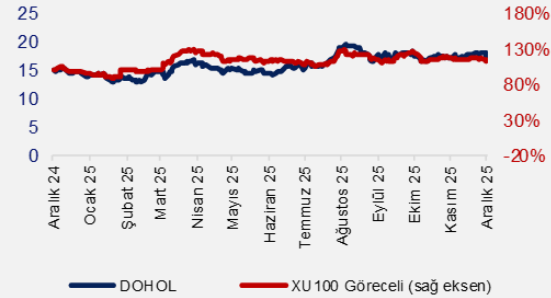
Pay bilgileri

Pay Kodu	DOHOL TI
Pay fiyatı (17 Aralık 2025)	17,48
Pay fiyat aralığı (52 haftalık)	13 / 19
Piyasa Değ. (mn TL - \$ mn)	45.745 - 1.073
Pay adedi (mn)	2.617
Halka Açıklık Oranı	36%
Yabancı Takas Oranı	21%
Pazar	Yıldız Pazar
Sektör	Holdingler

Ort. Günlük İşlem Hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
mn USD	6,5	8,3	7,4

Fiyat performansı

	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	2%	0%	23%
USD	1%	-4%	1%
BIST-100'e göre performans	-3%	-1%	7%



Serhan Yenigün
+90 212 355 2602
serhan.yenigun@tacirler.com.tr

Özgür Tosun
+90 212 355 2637
ozgur.tosun@tacirler.com.tr

Stratejik odak alanlarında en güçlü hikayeler Gümüştaş, Hepiyi ve Galata Wind. Madencilik tarafında **Gümüştaş**'ta yüksek ihracat oranı sayesinde döviz bazlı gelir, yüksek marj, uzun kaynak ömrü ve 2026'da devreye alınması planlanan Niğde - Bolkar flotasyon kapasite artışı büyüme görünürlüğünü destekliyor. **Hepiyi Sigorta** ise yönetimin ifadesiyle "**sigorta ruhsatı olan bir teknoloji şirketi**" olarak konumlanıyor. Bu tarafta düşük gider oranı, geniş acente ağı (yaklaşık 9 bin) ve dijital altyapı sayesinde ölçeklenebilir büyüme ve oto branşlarında pazar payı kazanımı hedefleniyor; iş modelinin orta vadede Avrupa'da da test edilmesi planlanıyor. **Galata Wind**'de güçlü marj ve düşük borçluluk profili korunurken, kısa vadede rüzgar rejimine bağlı üretim oynaklığına rağmen 2026 – 2027'de yaklaşık 577 MW kurulu güç hedefi ve 2030'da depolama dahil ~1,1 GW ölçeğe uzanan plan, büyüme görünürlüğünü artırıyor.

Dinamik / taktiksel alanlarda ise Doğan Trend ve Karel'in 2025'te baskı yarattığı mesajı değişmedi; ancak yönetim iki varlık için de toparlanma planını netleştirmiş durumda. Doğan Trend'de asgari stok yaklaşımıyla bilanço riski azaltılırken, Karel'de 2026'nın verimlilik artırıcı hamlelerle geçmesi ve planlanan sermaye girişinin Ocak ortası / sonuna kadar tamamlanması hedefleniyor. Bu iki başlık kısa vadeli oynaklık kaynağı olmaya devam etse de, holdingin stratejik odak alanlarındaki büyüme bu etkiyi dengeleyecek ana unsur olarak öne çıkıyor. Portföyün diğer alanlarında **Sesa Ambalaj**'in premium ve ihracat odaklı büyümesi, **Hepsiemlak**'ın pazar pozisyonu ve **Kanal D Romanya**'nın düzenli temettü kapasitesi portföy direncini destekliyor. Ayrıca toplantıda, Kanal D'nin olası elden çıkarılması halinde anlamlı bir nakit girişi yaratabileceği ve Romanya'daki gayrimenkul varlıklarında orta vadeli (4–5 yıl) bir değer realize etme potansiyeli bulunduğu da paylaşıldı.

Son olarak, yatırımcı perspektifinde hikayenin piyasada daha fazla karşılık bulmaya başladığını da not ediyoruz. Kurumsal yatırımcı payı, Kasım 2024'teki %55 değerine kıyasla Kasım 2025 itibarıyla %58'e yükselirken, yabancı payı aynı dönemde 5 puan arttı. Temettü tarafında ise şirket, düzenli temettü ödeme pratiğini ve dağıtılabilir karın en az %5'inin temettü olarak dağıtılması yaklaşımını koruyor.

Künye

Tacirler Yatırım Araştırma ve İçerik Yönetimi

Serhan Yenigün

Müdür

serhan.yenigun@tacirler.com.tr

Ekin Çınar

Ekonomist

ekin.cinar@tacirler.com.tr

Oğuzhan Kaymak

Tüm hisse kapsamı ve içerik yönetimi

oguzhan.kaymak@tacirler.com.tr

Özgür Tosun

Holdingler, Enerji (rafineri & petrokimya),
Perakende (giyim & teknoloji)

ozgur.tosun@tacirler.com.tr

Anıl Deniz Altiay

İletişim, sağlık ve ilaç, sigorta &
Küresel piyasalar

deniz.altiay@tacirler.com.tr

Berk Demirpolat

Dayanıklı tüketim, beyaz eşya, gıda

berk.demirpolat@tacirler.com.tr

Ömer Tarman

Veritabanı sorumlusu, çimento, GYO

omer.tarman@tacirler.com.tr

Yatırım Merkezlerimiz

Genel Müdürlük

Nispetiye Cad. B-3 Blok Kat: 9 Akmerkez Etiler - İSTANBUL
0 212 355 46 46

Adana	Cemal Paşa Mah. Gazipaşa Bul. Cemal Uğurlu Apt. Kat: 1 D: 4	(0 322) 457 77 55
Akatlar İrtibat Bürosu	Esentepe Mahallesi Büyükdere Caddesi Levent N199 İç Kapı N16 Şişli - İstanbul	(0 212) 355 46 46
Alsancak	Şehit Nevres Bulvarı Eczacıbaşı Apartmanı No: 7 Kat: 2 Daire: 5 Pasaport Alsancak - Konak	(0 232) 241 24 50
Ankara	Remzi Oğuz Arık Mah. Tunalı Hilmi Cad. Yaprak Apt. No: 94 Kat: 2 D: 9 Kavaklıdere Çankaya	(0 312) 435 18 36
Antalya	Şirinyalı Mah. İsmet Gökşen Cad. Özden Apt. No:82/6 Muratpaşa	(0 242) 248 45 20
Bakırköy	İstanbul Cad. Bakırköy İş Merkezi No: 6 Kat: 4 D: 14 Bakırköy	(0 212) 570 52 59
Bodrum	Konacık Mahallesi, Atatürk Bulvarı, Arbor-Abdullah Ünal Çabuk İş Merkezi No: 285/1-A6 Bodrum	(0 212) 355 46 46
Bursa	Konak Mah. Barış (120) Sokak , Ofis Artı Binası, Dış kapı No:3 Daire:33 Nilüfer-BURSA	(0 224) 225 64 10
Çankaya	Çankaya Mahallesi Cinnah Caddesi Cinnah Apartmanı No: 55 D: 7-8 Çankaya / ANKARA	(0 212) 355 46 46
Çukurambar	Kızılırmak Mah.Ufuk Üniversitesi Cad. Next Level Loft Ofis No: 4/65 Kat: 24 Söğütözü Çankaya	(0 312) 909 87 70
Denizli	Urhan İş Merkezi 2. Ticari Yol Daire 26 Kat: 6 Bayramyeri	(0 258) 265 87 85
Erenköy	Bağdat Cad. Çubukçu Apt. No: 333 Kat: 2 D: 4 Kadıköy	(0 216) 348 82 82
Gaziantep	İncilipinar Mah. Gazimuhtarpaşa Bul. Kepkepzade Park İş Merkezi B Blok No: 18 Kat: 1 D: 5	(0 342) 232 35 35
Girne	Ziya Rızkî Cad. Şehit Necati Gürkaya Sok. Kat: 1 D: 1 Girne - KKTC	(0 392) 815 14 55-0533 889 15 51
İzmir	Kültür Mahallesi, Cumhuriyet Bulvarı No:137 Cumhuriyet Apt. K:5 D:12 Konak – İzmir	(0 232) 445 01 61
İzmit	Hürriyet Cad. Kaya İşhanı No: 39/5 İzmit	(0 262) 323 11 33
Karadeniz Ereğli	Bağlık Mahallesi Karanfil Sokak No:16/A Karadeniz Ereğli – Zonguldak	(0 372) 316 40 50
Karşıyaka	Yalı Mahallesi Ahmet Kemal Baysak Bulvarı No:42 D:11	(0 232) 241 19 24
Kartal	Üsküdar Cad. Cevat Kayacan Apt. No: 26 Kat: 4 D: 8 Kartal	(0 216) 306 22 71-306 22 06
Kayseri	Hunat Mah. Nuh Mehmet Baldöktü Sok. Gürcüoğlu Plaza No: 5 K: 3 D: 11 Melikgazi	(0 352) 221 08 68-222 82 51
Marmaris İrtibat Bürosu	Kemeraltı Mah. Orgeneral Mustafa Muğlalı Cad. Güven Apt. No: 22 D: 2 Marmaris	(0 252) 321 08 00
Merkez Şube	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 7 (Eski No D: 9) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
Mersin	İnönü Mah. 1401 Sok. No:32 Pozcu Evo Kat:2 No:10-11 Yenişehir Mersin	(0 324) 238 11 89
Trabzon İrtibat Bürosu	Kemerkaya Mahallesi Halkevi Cad. Mandıralı İş Merkezi No: 4 Daire: 4 Ortahisar	(0 462) 432 24 50

Uyarı Notu

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde 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.

Yatırım Danışmanlığı hizmeti talep edilmesi halinde; yatırımcının Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi imzalamış olması, Yerindelik Testi'ni tamamlamış ve risk grubunun belirlemiş olması zorunludur.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor herhangi bir sürede belirli bir getirinin sağlanacağına dair bir taahhüt içermemekte olup, zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yorum ve tavsiyelerde değişiklikler söz konusu olabilir. Bu raporda bahsedilen yatırım araçlarının fiyatları ve değerleri yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak hareket edebilir ve netice itibarıyla yatırımcılar anaparalarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu raporda yer alan geçmiş performans verileri gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bu raporda yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemektedir. Raporlardaki yorumlardan, bilgilerin tam veya doğru olmaması ve/veya güncellenme nedeniyle doğabilecek maddi ve manevi zararlardan Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Aksi halde, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. uğramış olduğu bütün zarar ve ziyayı talep etme hakkını saklı tutar.