

Bilanço Analizi – 4Ç25

4 Mart 2026

TACİRLER
YATIRIM

Doğan Holding

Doğan Holding 4Ç25'te 2,2 milyar TL net kar açıkladı (4Ç24: 1,4 milyar TL). Sonuçlarda madencilik ile finans & yatırım segmentlerinin güçlenen katkısı ve yatırım gelirlerindeki toparlanma öne çıkarken, parasal pozisyon tarafında 4Ç24'teki 416 milyon TL parasal kazancın aksine 4Ç25'te 485 milyon TL parasal kayıp kaydedildi. 2025 yılının tamamında net kar 1,8 milyar TL oldu (2024: 5,7 milyar TL). Sonuçların ardından Doğan Holding için 12 aylık hedef fiyatımızı 27,45 TL'den 29,35 TL'ye yükseltiyor ve AL tavsiyemizi koruyoruz.

Gelir ve operasyonel görünüm. Holding'in satış gelirleri 4Ç25'te yıllık %5 artışla 23,7 milyar TL'ye yükselirken, 2025 yılının tamamında satış gelirleri yıllık %11 daralarak 93,7 milyar TL oldu. Doğan Trend hariç bakıldığında gelirler hem 4Ç25'te hem de yıl genelinde %10 arttı. FAVÖK 4Ç25'te 3,4 milyar TL seviyesine ulaşarak yıllık %172 artış gösterdi; FAVÖK marjı %14,1'e çıktı (4Ç24: %5,5). Şirket 2025 yılını toplam 10,6 milyar TL FAVÖK ve %11,3 FAVÖK marjı ile tamamladı (2024: %5,6). Operasyonel taraftaki iyileşmede özellikle madencilik ve sigorta segmentlerinden gelen güçlü katkı belirleyici oldu.

Segment görünümü. 4Ç25'te konsolide gelirlerde en yüksek payı Finansman & Yatırım segmenti 9,0 milyar TL ile alırken, Sanayi & Ticaret 7,1 milyar TL ile ikinci sırada yer aldı. Otomotiv & Mobilite (Doğan Trend) segmenti 3,5 milyar TL gelir üretmesine rağmen çeyrekte -21 milyon TL FAVÖK ile zayıf seyretti. FAVÖK tarafında en güçlü katkı Madencilikten geldi (1,1 milyar TL, %32 pay); bunu Sanayi & Ticaret (587 milyon TL), Finansman & Yatırım (509 milyon TL) ve İnternet & Eğlence (491 milyon TL) izledi. Elektrik Üretimi 381 milyon TL, Gayrimenkul Yatırımları ise 113 milyon TL FAVÖK katkısı sağladı.

Bilanço ve likidite. Doğan Holding'in Net Aktif Değeri (NAD) 2025 yılında yıllık %9 artışla 2,8 milyar USD'ye ulaştı. Bu yükselişte özellikle Hepiyi Sigorta ve Gümüştaş Madencilik'teki güçlü performansın değerlemeye katkısı (toplamda 484 milyon USD) belirleyici oldu. Holding'in solo net nakit pozisyonu 4Ç25 sonunda 639 milyon USD seviyesinde (2024: 671 milyon USD).

2026 beklentileri. Şirket 2026 yılında stratejik iş kollarında büyümenin devam etmesini bekliyor: Galata Wind için 950–1.000 GWh elektrik üretimi ve %65–70 FAVÖK marjı; madencilikte >%40 TL gelir artışı, %40–50 FAVÖK marjı ve >70 milyon USD yatırım harcaması; Hepiyi Sigorta'da yıllık 100–130 milyon USD YPB artışı hedefleniyor. Şirket ayrıca 2030 NAD hedefini 4,0 milyar USD'den 4,5 milyar USD'ye revize etti.

Değerlendirme. Doğan Holding için 12 aylık hedef fiyatımızı 27,45 TL'den 29,35 TL'ye yükseltiyor ve AL tavsiyemizi koruyoruz. Revizyonun ana nedeni, NAD çalışmamızda özellikle halka açık olmayan iştiraklerin güncel değerlemelerini modele yansıtılamamızdır. Mevcut seviyelerde hisse, cari NAD'e göre yaklaşık %51 iskonto ile işlem görürken; son 12 aylık ortalama iskonto yaklaşık %50 seviyesinde.

DOHOL

AL

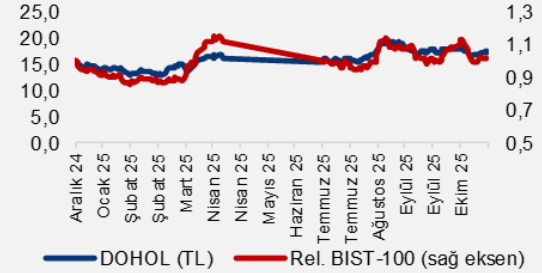
Hedef fiyat 29,35 TL
Getiri potansiyeli %51

Pay bilgileri

Pay Kodu	DOHOL TI
Pay fiyatı (03.03.2026)	19,42
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	12,7 / 22,2
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	50.822 - 1.158
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	2.617 - 36%
Yabancı Takas Oranı	21%
Pazar	Yıldız
Sektör	Holdingler

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	6,6	6,8	7,5

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-11%	10%	15%
USD	-12%	7%	12%
BIST-100'e göre performans	-4%	-6%	0%



Oğuzhan Kaymak

+90 212 355 2622

oguzhan.kaymak@tacirler.com.tr

Özgür Tosun

+90 212 355 2637

ozgur.tosun@tacirler.com.tr

Değerleme: Doğan Holding Net Aktif Değer (NAD) Tablosu

	Değerleme	Cari Değer (TL mn)	Pay Oranı %	to Dogan	% of NAD	Hedef Değer (TL mn)	to Dogan	NAD Payı (%)
Elektrik				9.216				
GWIND	Piyasa Değeri	13.165	70%	9.216	8,9%	16.917	11.842	9,2%
Elektronik, Sanayi ve Teknoloji				7.767				
Doğan Dış Ticaret	Defter Değeri	106	100%	106	0,1%	136	136	0,1%
Sesa Ambalaj	EV/L12M FAVÖK @8,44x	5.743	70%	4.020	3,9%	7.379	5.165	4,0%
KAREL	Piyasa Değeri	7.454	40%	2.982	2,9%	9.579	3.832	3,0%
Daiichi	İşlem Değeri	2.639	25%	660	0,6%	3.392	848	0,7%
Otomotiv				770				
Doğan Trend Otomotiv	Defter Değeri @ 1.7x	770	100%	770	0,7%	989	989	0,8%
Finans ve Yatırım				20.590				
D Yatırım Bank	Defter Değeri @ 1.8x	3.779	100%	3.779	3,6%	4.856	4.856	3,8%
Doruk Faktoring	Defter Değeri @ 1.8x	3.343	100%	3.343	3,2%	4.296	4.296	3,4%
Hepiyi Sigorta	Defter Değeri @ 2,0x	14.634	85%	12.439	12,0%	18.805	15.984	12,5%
Öncü Girişim Sermaye	Value of Insider Shares	1.029	100%	1.029	1,0%	1.323	1.323	1,0%
İnternet ve Eğlence				7.880				
Kanal D Romania	EV/L12M FAVÖK @4,3x	4.883	100%	4.883	4,7%	6.274	6.274	4,9%
Glokal (Hepsi Emlak)	EV/L12M Satışlar @5,4x	3.783	79%	2.997	2,9%	4.861	3.851	3,0%
Gayrimenkul Portföyü				12.009				
D Gayrimenkul	Bağımsız Eksper Değerlemesi	8.974	100%	8.974	8,6%	11.531	11.531	9,0%
D Yapı - Romanya	Bağımsız Eksper Değerlemesi	1.144	100%	1.144	1,1%	1.470	1.470	1,1%
Dogan Holding İstanbul	Bağımsız Eksper Değerlemesi	352	100%	352	0,3%	452	452	0,4%
Kandilli Gayrimenkul	Bağımsız Eksper Değerlemesi	3.079	50%	1.540	1,5%	3.957	1.978	1,5%
Diğer				3.938				
Milta Turizm	İşlem Değeri	3.915	100%	3.915	3,8%	5.031	5.031	3,9%
Doğan Yayıncılık	İşlem Değeri	23	100%	23	0,0%	30	30	0,0%
Madencilik				13.600				
Gümüştaş + Doku	EV/L12M FAVÖK @7,3x	18.133	75%	13.600	13,1%	23.301	17.476	13,6%
				Cari NAD		Hedef NAD		
Halka Açık				12.197	11,7%		15.674	12,2%
Halka Açık Olmayan				63.573	61,2%		81.691	63,8%
Net Nakit				28.109	27,1%		30.672	24,0%
Net Aktif Değer (NAD)				103.879			128.036	
Piyasa Değeri				50.822			50.822	
İskonto / Prim				-51%			-60%	
Uygulanan İskonto							-40%	
Hedef Piyasa Değeri							76.822	
Number of shares							2.617	
12A Hedef Fiyat							29,35	
Hisse Fiyatı							19,42	
Potansiyel							51%	

Ekler/ Finansal Tablolar

Tablo: Kar & Zarar Tablosu

(mn TL)	4Ç24	4Ç25	Δ	2024	2025	Δ
Gelirler	22.634	23.742	5%	104.887	93.680	-11%
Toplam Maliyetler	-18.805	-18.483	-2%	-91.481	-76.700	-16%
Brüt Kar	3.829	5.259	37%	13.407	16.980	27%
Brüt Kar Marjı	17%	22%		13%	18%	
Faaliyet Giderleri	-3.852	-3.549	-8%	-12.727	-12.690	0%
Esas Faal. Diğer Gel./Gid.. net	4.395	766	-83%	9.150	7.352	-20%
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. Kar/(Zarar) Payı	-1.208	1	a.d	-1.878	-81	-96%
Faaliyet Karı/(Zararı)	3.165	2.477	-22%	7.951	11.561	45%
Yatırım Faaliyetlerinden Gel./((Gid.). net	-1.085	3.983	a.d	5.734	10.368	81%
Finansman Gel./((Gid.). net	-2.878	-2.262	-21%	-9.816	-11.349	16%
Parasal Kazanç/(Kayıp). net	416	-485	a.d	1.813	-5.383	a.d
Vergi Öncesi Kar/(Zarar)	-382	3.713	a.d	5.682	5.197	-9%
Net Kâr	556	2.188	294%	4.523	1.755	-61%
Net Kâr - Ana Ortaklık Payları	1.410	2.193	56%	5.651	1.792	-68%
FAVÖK	1.236	3.357	172%	5.924	10.618	79%
FAVÖK Marjı	5.5%	14.1%		5.6%	11.3%	

Tablo: Bilanço

(mn TL)	31.12.2024	31.12.2025
Dönen varlıklar	108.927	114.038
Duran varlıklar	73.888	70.558
Toplam varlıklar	182.814	184.596
Kısa vadeli yükümlülükler	63.922	72.453
Uzun vadeli yükümlülükler	21.981	14.772
Azınlık payları	13.893	13.648
Ana ortaklığa ait özkaynaklar	83.019	83.723
Toplam yükümlülükler	182.814	184.596
Nakit ve Nakit Benzerleri	69.218	74.032
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	26.322	28.333
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	13.610	6.484

Ekler/ Finansal Tablolar

Tablo: Gelir Kırılımı

(mn TL)	4Ç24	4Ç25	Δ	2024	2025	Δ
Elektrik Üretimi	755	611	-19%	3.095	2.940	-5%
Elektrik Gelirleri	755	611	-19%	3.095	2.940	-5%
Sanayi ve Ticaret	7.474	7.064	-5%	28.848	25.321	-12%
Sanayi Gelirleri	5.979	5.252	-12%	20.386	18.206	-11%
Ambalaj Gelirleri	1.317	1.527	16%	5.772	5.337	-8%
Dış Ticaret Gelirleri	178	285	60%	2.690	1.778	-34%
Otomotiv Ticaret ve Pazarlama	4.444	3.472	-22%	34.285	16.024	-53%
Finans & Yatırım	7.335	8.913	22%	31.711	37.815	19%
Finansman ve Sigortacılık Gelirleri	6.284	7.686	22%	27.728	33.097	19%
Factoring Gelirleri	1.047	1.219	16%	3.945	4.673	18%
Yönetim Danışmanlığı Gelirleri	4	9	104%	38	45	19%
İnternet ve Eğlence	1.139	1.272	12%	4.201	4.425	5%
Reklam Gelirleri	812	929	14%	2.869	3.117	9%
Abonelik Gelirleri	169	223	32%	763	805	6%
Kitap ve Dergi Satışları	110	106	-3%	466	449	-4%
Diğer	48	14	-72%	103	53	-48%
Gayrimenkul Yatırımları	369	362	-2%	1.618	1.499	-7%
Gayrimenkul Yönetim Gelirleri	90	103	14%	654	432	-34%
Kira Gelirleri	186	176	-5%	582	702	21%
Diğer	93	83	-11%	382	365	-4%
Madencilik	1.130	2.047	81%	1.130	5.658	401%
Madencilik ve Dış Ticaret Gelirleri	1.130	2.047	81%	1.130	5.658	401%

Tablo: 4Ç25 Segment Analizi

(TL)	Elektrik Üretimi	Sanayi ve Ticaret	Madencilik	Otomotiv Ticaret ve Pazarlama	Finansman ve Yatırım	İnternet ve Eğlence	Gayrimenkul Yatırımlar	Eliminasyonlar	Toplam
Gelir	611	7.065	2.047	3.523	9.013	1.272	383	-171	23.742
Gelir Payı	3%	30%	9%	15%	38%	5%	2%	-1%	-
FAVÖK	381	587	1.079	-21	509	491	113	219	3.357
FAVÖK Payı	11%	17%	32%	a.d	15%	15%	3%	7%	-
VÖK	86	2	828	-180	2.603	142	233	-	3.713

Ekler/ Finansal Tablolar

Tablo: Net Nakit / (Borç) Kırılımı

(mn TL)	31.12.2024	31.12.2025
Elektrik Üretimi	-1.275	-1.492
Sanayi & Ticaret	-8.447	-6.208
Karel Konsolide	-5.889	-5.487
Karel	-5.374	-5.117
Daichi	-516	-370
Sesa Ambalaj	-776	-468
Diğer	-1.780	-253
Otomotiv	-5.964	-3.324
Finans & Yatırım	46.380	49.919
Hepiyi Sigorta	22.228	32.727
DHI	18.759	18.185
ÖNCÜ GSYO	11.036	10.074
Doğan Holding	1.178	-877
Doruk Faktoring	-5.242	-6.466
D Yatırım Bankası	-1.492	-3.604
Diğer	-85	-120
İnternet & Eğlence	-19	-116
Hepsiemlak	66	-101
Kanal D Romanya	-221	-209
Diğer	137	195
Gayrimenkul Yatırımları	595	736
D Gayrimenkul	421	624
Diğer	174	112
Madencilik	-985	-63
Gümüştaş Madencilik	-1.031	-140
Gümüştaş Dış Ticaret	46	76
Doku Madencilik	0	1
DOHOL Konsolide Net Nakit/Borç*	30.287	39.452

Künye

Tacirler Yatırım Araştırma ve İçerik Yönetimi

Serhan Yenigün

Müdür

serhan.yenigun@tacirler.com.tr

Ekin Çınar

Başekonomist

ekin.cinar@tacirler.com.tr

Oğuzhan Kaymak

Tüm hisse kapsamı ve içerik yönetimi

oguzhan.kaymak@tacirler.com.tr

Özgür Tosun

Holdingler, enerji (rafineri ve petrokimya),
perakende (gıda, giyim, elektronik)

ozgur.tosun@tacirler.com.tr

Anıl Deniz Altıay

İletişim, sağlık ve ilaç, sigorta &
Küresel piyasalar

deniz.altıay@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 Rızkı 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 ziyanı talep etme hakkını saklı tutar.