

Şirket Raporu

Yüksek NAD iskontosu ile çeşitlendirilmiş sektör dağılımı

22 Eylül 2026

Doğan Holding, portföyünü planlı bir şekilde yeniden yapılandırma sürecindedir. Yönetim, grubu yenilenebilir enerji, madencilik ve finans hizmetlerini kapsayan “**Stratejik Odak Alanları**” ile otomotiv, medya, internet ve gayrimenkulü içeren ve ileride halka arz, birleşme ve satın alma ya da satışa hazırlanan “**Dinamik Odak Alanları**” olarak ikiye ayırmıştır. Stratejik segmentin net aktif değeri (NAD) içindeki payı, bir önceki yılın aynı dönemindeki %44’ten 2Ç26’da %57’ye yükseldi; yönetimin belirlediği hedef ise bu oranı 2030 yılına kadar %70’e çıkarmaktır. Genel olarak şirket, 2025 sonu itibarıyla 2,8mlrUSD olan net varlık değerini 2030 yılına kadar 4,5mlrUSD’ye çıkarmayı hedefliyor. Buna göre yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) yaklaşık %10 olacak; ancak bu oran, önceki beş yılda elde edilen %15’lik YBBO’dan daha düşük bir seviyede olacaktır.

Yönetim, 2030 yılına kadar **Galata Wind, Gümüştaş ve Hepiyi Sigorta**’nın her birinin tek başına 1mlrUSD değerine ulaşmasını hedefliyor. 1Y26 itibarıyla, Hepiyi tek başına NAD’nin yaklaşık %29’unu (830mnUSD) oluştururken, Gümüştaş ise %16’lık bir katkı sağladı (%75 payı için 458mnUSD). Dolayısıyla, genel NAD hedefine ulaşılması büyük ölçüde bu üç şirketin performansına bağlıdır; kalan farkın ise henüz belirlenmemiş bir fintech veya teknoloji şirketi satın alımıyla kapatılması beklenmektedir.

2Ç26 sonuçlarına bakıldığında, satış gelirleri reel bazda yıllık bazda %11 düşüşle 26,2mlrTL’ye geriledi (1Y26: 51,8mlrTL, %7 düşüş). Öte yandan FAVÖK ise yıllık %18 artarak 7,0mlrTL’ye ulaştı. FAVÖK marjı %20,2’den %26,8’e yükseldi (1Y26: %27,8, 1Y25: %19,7). Net kar, 2Ç26’daki sadece 0,1mlrTL’ye kıyasla 3,3mlrTL olarak gerçekleşti. Otomotiv sektörü hariç tutulduğunda, gelir yıllık bazda yalnızca %3 azaldı.

Güçlü yıl sonu beklentileri devam ediyor... Doğan Holding yıl sonu beklentilerini revize etti. GWIND, yıllık 950-1000 GWh elektrik üretimi ve yaklaşık %60’lık bir FAVÖK marjı (*önceki: %65-70*) hedefliyor. Gümüştaş, %40’un üzerinde gelir artışı, %40-50 aralığında bir FAVÖK marjı ve 70mnUSD’nin üzerinde bir yatırım harcaması hedefliyor. Hepiyi Sigorta ise 200-250mn (*önceki: 100-130mnUSD*) tutarında bir varlık yönetimi (AUM) artışı ve 2030 yılında 4,5mlrUSD NAD hedefliyor.

Net nakit pozisyonu oldukça sağlıklı... Holding, 2Ç26’da 649mnUSD (31,5mlrTL) solo net nakit pozisyonuna sahiptir. Doğan Holding’in nakit pozisyonu, NAD’nin %22,4’ünü oluşturuyor. 1Y26 sonuçlarına istinaden, Doğan Holding’in nakdinin %76’sı döviz cinsindendir. Bu yönü, hisseyi oldukça defansif bir yapıya sahip olmasını sağlıyor.

Hepiyi Sigorta, Daichii ve Sesa Ambalaj’ın halka arzları hâlâ gündemde... Halka arz yada M&A açısından açılsından öne çıkan şirketler Daichii, Hepiyi Sigorta ve Sesa’dır. Daichii, yaklaşık 350mnUSD tutarında bakiye siparişi ile halka arz için en önemli adaylardan biri olup, Hepiyi Sigorta, 1,04mlrUSD tutarında sağlam NAD katkısı ile Doğan Holding’in lokomotif şirketlerinden birisidir. Bu halka arzlarla birlikte holdingin önemli miktarda nakit girişi elde edeceğini ve holdingin NAD iskontosunun daralacağını öngörüyoruz.

Hisse için “Endeks Üzeri Getiri” tavsiyemizi korurken, 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başına %73,6 getiri potansiyeli taşıyan 34,44TL’ye yükseltiyoruz (önceki: 25,96TL/hisse). Doğan Holding’in NAD iskontosunun orta vadede yaklaşık %45 seviyelerine gerileyeceğini düşünüyoruz.

DOHOL

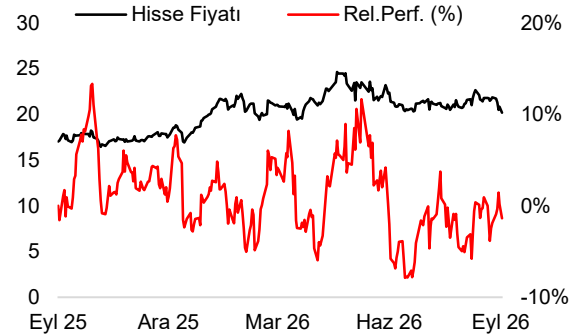
Bloomberg/Reuters Kodu	DOHOL TI / DOHOL.IS
Tavsiye	Endeks Üzeri Getiri
Hisse Fiyatı (TL)	19.84
Hedef Fiyat (TL)	34.44
Getiri Potansiyeli	73.6%

Piyasa Değeri (mnTL)	51,921
Halka Açıklık (%)	34.0
12 Aylık en düşük/en yüksek (TL)	16.40 / 25.24
Ort. Gün. İşlem Hacmi (mnUSD)	5.1
Net Nakit (mnTL) - 2Ç26 sonu	31,518

Çarpanlar	2024	2025	Cari*
F/DD	0.46x	0.47x	0.54x
Ortalama NAD İskontosu	-52.3%	-59.4%	-59.3%

*NAD iskontosu YBB hesaplanmıştır.

	1A	3A	12A	YBB
Rel. Getiri	0%	2%	-2%	-1%
Mutlak Getiri	-8%	2%	16%	17%

Analist: [Yusuf Evkuran](#)

Tablo 1: Doğan Holding Cari & Hedef NAD Tablosu
DOĞAN HOLDİNG
Net Aktif Değer (NAD) Tablosu

				Cari NAD			Hedef NAD	
Sektör/Şirket	Değerleme Metodu	Hisse Fiyatı/ Değerleme Çarpanı	Değer TL mn	Holding'in Payı %	Holding'in Payı TL mn	NAD'e oranı %	Değer TL mn	Holding'in Payı TL mn
Enerji								
Aslancık HES (Ortak Girişim)		1.0	-	33.3	-	-	-	-
Galata Wind Enerji	Piyasa Değeri	20.8	11,232	70.0	7,862	5.6	14,040	9,828
Toplam					7,862	5.6		9,828
Sanayi ve Ticaret								
Doğan Dış Ticaret	Defter Değeri	1.0	49	100.0	49	0.0	61	61
Sesa Ambalaj	FD/FAVÖK	6.9	4,835	70.0	3,384	2.4	6,044	4,231
KAREL	Piyasa Değeri	6.1	4,900	40.0	1,960	1.4	6,125	2,450
Daiichi	FD/FAVÖK	6.7	3,742	25.0	935	0.7	4,677	1,169
Toplam					6,328	3.8		7,911
Otomotiv								
Doğan Trend	Defter Değeri	1.0	310	100.0	310	0.2	310	310
Toplam					310	0.2		310
Finans/Yatırım								
D Yatırım Bankası	Defter Değeri	1.5	3,422	100.0	3,422	2.4	3,422	3,422
Doruk Faktoring	Defter Değeri	1.8	4,841	100.0	4,841	3.4	6,052	6,052
Hepiyi Sigorta	Defter Değeri	4.0	47,445	85.0	40,328	28.6	59,306	50,410
Öncü Girişim Sermayesi	Insider Payların Değeri		1,023	100.0	1,023	0.7	1,278	1,278
Toplam					49,614	35.2		61,162
İnternet/Eğlence								
Kanal D - Romanya	FD/FAVÖK	4.4	5,934	100.0	5,934	4.2	7,418	7,418
Glokal (Hepsi Emlak)	FD/Gelirler	3.2	2,911	79.2	2,306	1.6	3,638	2,882
Toplam					8,240	5.8		10,300
Gayrimenkul								
D Gayrimenkul	Değerleme Raporu		7,311	100.0	7,311	5.2	7,311	7,311
D Yapı Romanya	Değerleme Raporu		933	100.0	933	0.7	933	933
Doğan Holding	Değerleme Raporu		300	100.0	300	0.2	300	300
Kandilli Gayrimenkul	Değerleme Raporu		2,894	50.0	1,447	1.0	2,894	1,447
Toplam					9,990	7.1		9,990
Madencilik								
Gümüştaş + Doku	FD/FAVÖK	7.2	29,686	75.0	22,265	15.8	37,108	27,831
Toplam					22,265	15.8		27,831
Milta Turizm	Defter Değeri	1.4	4,095	100.0	4,095	2.9	4,095	4,095
Doğan Yayıncılık	FD/FAVÖK	5.9	741	100.0	741	0.5	926	926
Toplam					4,836	3.4		5,021
Tüm İştirakler					109,446	77.6		132,353
Halka açık					9,822	7.0		12,278
Halka açık olmayan					99,623	70.7		120,075
Net Nakit - Holding solo 2Ç26 sonu					31,518	22.4		31,518
TOPLAM NET AKTİF DEĞERİ					140,964	100.0		163,871
DOĞAN HOLDİNG Piyasa Değeri					51,921			51,921
İskonto (-)/ Prim (+)					-63.2%			-68.3%
Uygulanan İskonto								45%
İskonto Sonrası Hedef NAD								90,129
Hedef Fiyat								34.44
Güncel Hisse Fiyatı								19.84
Getiri Potansiyeli								73.6%

Kaynak: OYAK Yatırım, Şirket, 21/09/2026 kapanışı

Hepiyi Sigorta

Model ve pazar konumu

Hepiyi, kendisini bir komisyoncu veya aracı değil, bir sigorta şirketi olarak konumlandırıyor ve Türkiye'nin baştan sona dijital bir altyapı üzerine kurulmuş ilk sigorta şirketi olarak öne çıkıyor. Üçüncü taraf poliçelerini dağıtmak yerine, şirket kendi algoritmalarını kullanarak riski kendisi fiyatlandırıyor ve ardından tek bir entegre sistem içinde poliçe düzenleme ve hasar ödemelerini gerçekleştiriyor. Sürecini farklı kılan unsur, yapay zekanın ne kadar derinlemesine entegre edilmiş olmasıdır — hasar talebinin geldiği andan, hasar eksperine yönlendirilmesi ve ödeme aşamalarına, çağrı merkezi etkileşimlerinin analizine kadar — ve yönetim, MTPL hasar taleplerini rakiplerinden daha hızlı sonuçlandırabilmesinin nedeninin bu olduğunu belirtmektedir. 1Y26 itibarıyla şirket, MTPL'de 4. sıraya, MOD'da ise 7. sıraya yükselmiş ve erişimi, pazarda günlük olarak düzenlenen poliçelerin %87'sini kapsamaya başlamıştır. Portföyde motorlu araç sigortaları baskın olup (MTPL %65, MOD %22), geri kalan %13 ise diğer ürünlere dağılmıştır. Sağlık ve ev sigortaları ikincil ürünler olarak geliştirilmeye devam etmekte olmakla birlikte, motorlu araç sigortaları gelecekte de işin çekirdeğini oluşturmaya devam edecektir.

Ölçütler

Yönetilen varlıklar (AUM), 1Y26'da yıllık %44 artışla 902mnUSD'ye yükseldi. Pazar payındaki artış, sektör ortalamasının yaklaşık iki katı hızda gerçekleşti; MTPL'de 58bp (%6,7'ye) ve MOD'da ise 20bp (%4,3'e) artış sağlandı. Şirketin gerçek rekabet avantajı maliyet yapısında ortaya çıkıyor: işletme giderleri, satışların sadece %5,3'ünü oluşturuyor; bu oran, sektör ortalaması olan %10,1'in neredeyse yarısıdır. Şirket, bu farkı, geleneksel sigorta şirketlerinin dayandığı acente ağlarını veya personel sayısını genişletmeden yönetiyor. Sigorta kabul kalitesi de benzer bir tablo çiziyor. MTPL'de sektör ortalaması %144,9 iken birleşik oran %110,6, sektör genelinde %122,2 olan hasar oranı ise %93,5 olarak gerçekleşti. Enflasyon muhasebesi hariç SEDDK verilerine bakıldığında, brüt yazılan prim tutarı 2Ç26'da 9,16mlrTL (2Ç25: 6,92mlrTL) ve 1Y26'da 15,81mlrTL (1Y25: 13,3mlrTL) olarak gerçekleşmiştir. Çeyreklik teknik kâr 2,48mlrTL'ye, net kâr ise 2,31mlrTL'ye ulaştı; her ikisi de bir önceki yılın aynı çeyreğindeki 1,59mlrTL ve 1,13mlrTL'lik rakamların üzerinde gerçekleşti.

Kar artışının itici gücü: Karşılıklı ayırma

Burada kar artışının en belirgin tetikleyicisi ticari bir faktör değil, düzenleyici bir faktördür. Hepiyi'nin sadece dört yıllık faaliyet geçmişi olduğu için, mevcut kurallar şirketi kendi geçmiş performansını değil, sektör genelindeki ortalama oranları kullanarak tazminat karşılıklarını ayırmaya zorlamaktadır. Şirketin kendi oranlarının bu ortalamaların oldukça altında olması nedeniyle, raporlanan ve gerçek performans arasında bir fark oluşmaktadır; bu fark, şirketin olgunlaşması ve kendi verilerini kullanma izni almasıyla daralacaktır.

Değerleme ve büyüme

Söz konusu hisse, hem geleneksel Türk sigorta şirketleri hem de yurtdışındaki dijital odaklı rakipleri dikkate alan 4,0x F/DD çarpanı kullanılarak, net varlık değeri (mevcut NAD) bazında 830mnUSD olarak değerlendirilmiştir. Bu rakam, grup toplamının yaklaşık %29'unu oluşturmaktadır. Yönetimin 2026 mali yılına ilişkin öngörüsü, yönetilen varlıkların (AUM) 200–250mnUSD daha artacağına işaret etmektedir. İngiltere ve diğer Avrupa pazarlarına giriş gündemde olmakla birlikte henüz kesinleşmemiştir; bu, düzenleyici ortamın nasıl gelişeceğine ve hangi ortaklıkların ortaya çıkacağına bağlıdır. Yurt içinde büyüme, şirketin kendi nakit akışından finanse edilmeye devam ederken, ana holding, Avrupa'ya açılımın gerektirmesi halinde sermaye desteği sağlamaya veya halka arz sürecini başlatmaya hazırdır. Şu an için halka arz başvurusu yapılmazken Daiichi, halka arz için ilk sırada yer alan kuruluş olmaya devam etmektedir.

Tablo 2: Hepiyi Sigorta Finansalları ve Önemli Gelişmeleri



*Kaynak: Türkiye Sigorta Birliği Haziran 2026

Kaynak: Doğan Holding 2Ç26 Sunumu

GWIND

Strateji ve proje portföyü

Kurulu kapasite, geçen yıla kıyasla 354 MW seviyesinde sabit kalmıştır; ancak hedeflere istinaden 2027 yılına kadar 550 MW'ı aşmayı ve 2030-2035 yılına kadar 1 GW kapasiteye ulaşmayı öngörmektedir. Bu plan, dört ayrı eksen üzerine kurulmuştur: mevcut tesislerden daha fazla üretim elde etmek, Türkiye'deki YEKA ihalelerine katılmak ve satın almalar gerçekleştirmek, depolama entegreli projeler geliştirmek ve Avrupa'ya genişlemek. Yurt içinde, 410 MW'lık depolama entegreli kapasite için ön ruhsatlar alınmış durumda (300 MW rüzgâr, 110 MW güneş) ve temel atma töreninin 2026 yılında başlaması planlanıyor. Yurtdışında ise Avrupa'daki proje portföyü toplam 300 MW güneş enerjisi kapasitesinden oluşuyor; Almanya ve İtalya'da fotovoltaik ile depolamayı birleştiren projeler halihazırda inşaat aşamasında olup diğer ülkelerdeki onay süreçleri ise halen devam etmektedir.

Getiri, finansman ve coğrafi konum arasındaki dengeleme

Yönetim, Avrupa stratejisini getiri artırıcı bir strateji olarak nitelendirmiyor. Bunun açıkça bir tercih olduğu anlaşılıyor. Yurt içinden daha düşük proje kârlılığını, daha istikrarlı gelir ve hem daha ucuz hem de vadesi daha uzun borçlara karşılık tercih ediyor. Bu durum, projelerin sermayelendirilme biçiminde doğrudan görülüyor. Avrupa'daki varlıklar yaklaşık %80 borç ve %20 özsermaye oranında finanse ediliyor; bu durum, büyümeyi neredeyse tamamen özsermayeyle finanse eden şirketin yurt içi stratejisiyle keskin bir tezat oluşturuyor (Taşpınar Hibrit projesinde borç söz konusu değil).

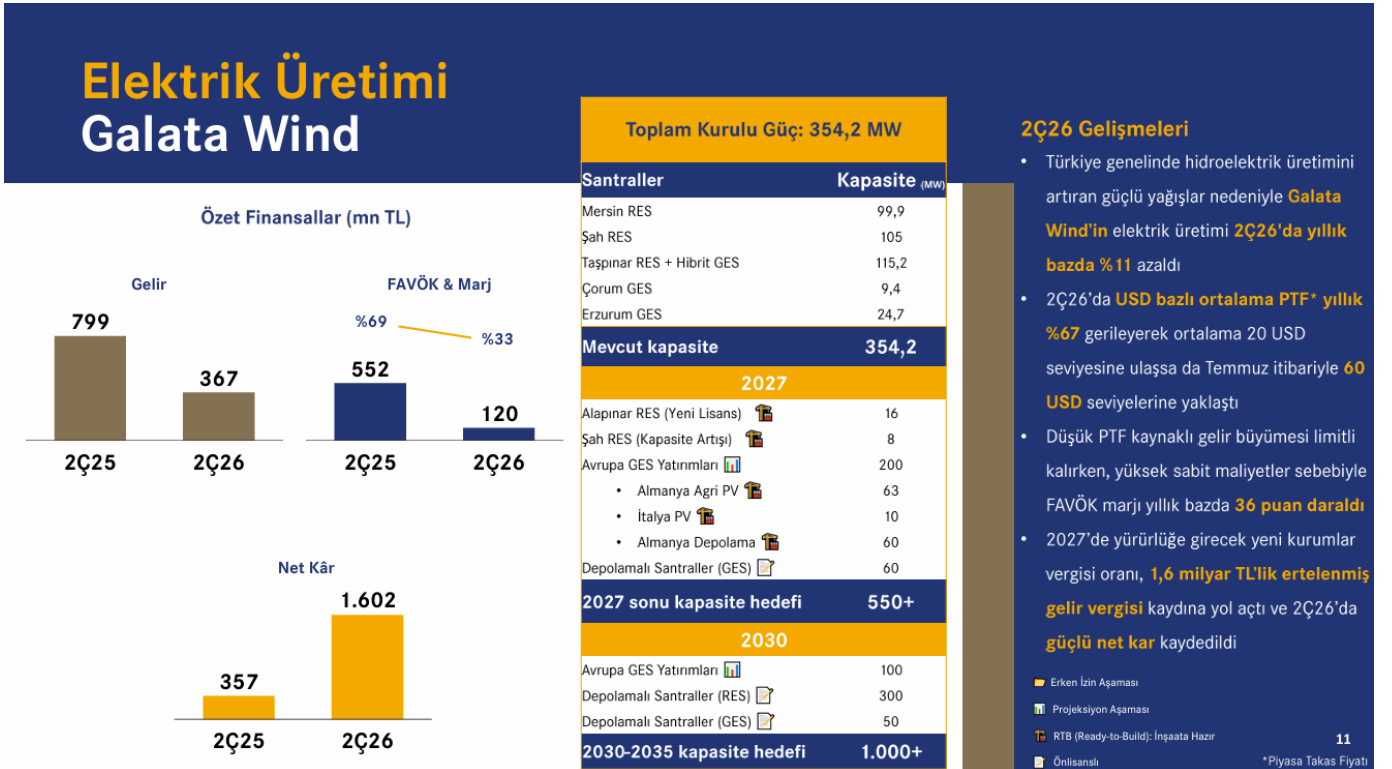
Fiyatlandırma riski belirleyici bir faktör

Üretimin yaklaşık %42'lik kısmı USD cinsinden YEKDEM destek programı kapsamında yer alıyor. Geri kalan kısmın tamamı ise ya spot piyasada ya da her yıl yeniden belirlenmekle birlikte spot fiyatları takip eden ikili anlaşmalar kapsamında satılmaktadır. 2Ç26'nın zayıf geçmesinin sebebi ise bu kapsam dışı kalan kısımdan kaynaklı olduğunu belirtelim. Hidroelektrik üretimindeki artış, ortalama takas fiyatını TL bazında yıllık %61 (917TL/MWh'ye) ve USD bazında %67 (20USD/MWh'ye) düşürdü. Bu tarihten sonra fiyatlar Temmuz itibarıyla yaklaşık 60USD/MWh seviyesine geri sıçradı. Karşılaştırma amacıyla, Almanya'da elektrik fiyatı yaklaşık 65EUR/MWh seviyesinde seyreliyor ve Avrupa'nın önde gelen pazarlarının çoğunda toptan satış fiyatları 1Ç26'da 90EUR/MWh'nin üzerinde seyretti. Bu pazarlarda marjda fiyat belirleyici unsur hâlâ doğalgaz olarak kalmaya devam ediyor.

Beklentiler

Yönetim, 2025 yılında üretilen 881 GWh'nin üzerinde, 2026 yılında 950–1.000 GWh üretim ve %60 civarında bir FAVÖK marjı öngörüyor. 1Y26'da üretim 455 GWh olarak gerçekleşti; 2Ç26 ise üretime sadece 188 GWh'ye katkıda bulundu. Taşpınar'ın karbon kredilerine ilişkin doğrulama hakları 2036 yılına kadar devam ediyor.

Tablo 3: Galata Wind Finansalları ve Önemli Gelişmeleri



Gümüştaş

Varlık tabanı

Gümüştaş, kurşun ve çinko üretimi açısından Türkiye'nin en büyük üçüncü metal madencilik şirketi konumundadır. Niğde ve Gümüşhane'deki sahalarında tamamen yeraltında faaliyet göstermekte olup, Niğde'de entegre bir işleme tesisi bulunmaktadır. Şirketin, mülkiyetinde bulunan iki polimetallik proje olan Bolkar 1 ve Bolkar 2'deki toplam kaynakları (Ölçülmüş, Belirtilmiş ve Çıkarılabilen kaynakların toplamı) 12,7 milyon ton olarak belirtmiştir. Maden tenörleri %23,0 ZnEq olarak belirlendi. Bu tenör, %4,3 Zn, %2,5 Pb, 1,2 g/t Au ve 97,1 g/t Ag ile birlikte %8–12 pirit içeriğinden oluşmaktadır. Yönetim, maden ömrünün 15 yılı aşacağını öngörmekte ve kaynak raporunu yıllık olarak güncellemeyi planlamaktadır. Bununla birlikte, asıl seçenekler daha geniş lisans portföyünde yatmaktadır: sahip olunan 69 arama lisansından şu anda sadece 6'sı üretim halindedir.

Operasyonel ve finansal görünüm

Satın alma sonrası oluşan verimlilik artışı, grubun hiçbir bölümünde bu segmentte olduğu kadar belirgin değildir. Cevher üretimi, satın alma öncesindeki 350 kt seviyesinden Doğan Holding'in sahipliğindeki ilk yıl içinde 500 kt'nin üzerine çıktı ve bu ivme devam etti. 2Ç26'da üretim yıllık %75, 1Y26'da ise yıllık bazda %54 artış gösterdi. 1Y26 döneminde satış gelirleri, yıllık bazda %51 artarken, FAVÖK marjı %52 olarak gerçekleşti. Açıklanan sonuçlar, 2026 yılı beklentileri olan en az %40 gelir artışı ve %40–50 marj öngörüsünün üzerinde gerçekleşti. Orta vadede yönetim, bilançoda asgari düzeyde borç tutarken, tonajda yaklaşık %13'lük bir yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) hedefliyor. Ayrıca, şirket üç ila dört yıl içinde 1 milyon tonu aşmayı planlıyor. Bunun yanı sıra ciro tarafında %12–14 ve FAVÖK'te %15–17'lik YBBO hedefliyor.

Maliyet yapısı, riskten korunma ve sermaye tahsisi

Bu segmentteki tüm gelirler USD cinsindendir. Satışlar ağırlıklı olarak LME'ye bağlı fiyatlarla Uzak Doğu'daki firmalarla yapılırken, maliyetler ise tam tersi bir dağılım göstermektedir. Maliyetlerin yaklaşık %75'i TL, sadece %25'i USD cinsindendir. Söz konusu bu farklılık, bir yönde doğal bir riskten korunma işlevi görürken, TL değer kazandığında şirket için bir engel haline gelmektedir. Nakit maliyetler ton başına 55–60USD seviyesindedir ve yönetim, hacimlerin artmasıyla birim maliyetlerin düşmesini beklemediğini açıkça belirtmiştir. Bunu dengeleyen faktör olarak özellikle TL'nin güçlenmesini göstermiştir. Bu da işletme kaldırıcının maliyet kaleminde görünmeyeceğini etkili bir şekilde işaret etmektedir. 2026 yılı için öngörülen gelirlerin yaklaşık %55'i, opsiyon ve vadeli işlemlerin bir kombinasyonu yoluyla korunmuştur. 2025 yılında yatırım harcamaları toplam 36mnUSD olarak gerçekleşmiş olup, 2026 yılı için yaklaşık 70mnUSD bütçe ayrılmıştır (1Y26: 30mnUSD); 2026'dan sonra ise yönetim, yıllık 20–30mnUSD seviyesinde bakım ve yatırım harcamaları referans noktası olarak belirtmektedir. İşletme tarafında, yoğun ortam ayırma (DMS) yatırımı sayesinde artık sahada ön zenginleştirme işlemi gerçekleştiriliyor ve şirket, kullanım dışı kalan atık havuzlarını 5 MW'lık bir güneş enerjisi tesisine dönüştürdü.

Değerleme

Net aktif değeri (NAD) hesaplaması, göreceli bir değerlendirme yaklaşımına dayanmaktadır; bu yaklaşımda, 2Ç26 itibarıyla küresel benzer ortalaması olan 7,2x FD/FAVÖK çarpanı uygulanmaktadır. Bu da %75'lik hisse için yaklaşık 458mnUSD değerine karşılık gelmektedir. Doğan, bu hisseyi iki ayrı işlemle oluşturmuştur: %50'si kontrol sahibi olmayan dış hissedar Kurmel Holding'den, %25'i ise Ortadoğu Otomotiv'den satın alınmış olup, her iki işlem de aynı değerlendirme üzerinden gerçekleştirilmiştir. Kısa vadede halka arz planı bulunmamakta olup, nadir metaller şirketin mevcut faaliyet kapsamı dışında kalmaktadır.

Tablo 4: Gümüştaş Finansalları ve Önemli Gelişmeleri



Kaynak: Doğan Holding 2Ç26 Sunumu

Diğer İştirakler

D Yatırım Bankası, mevduat kabul etmeyen bir banka olarak faaliyet göstermekte olup, Ağustos 2022'den bu yana 119 adet borçlanma aracı ihracı gerçekleştirmiştir. Bunların 31'i 2025'te, 4'ü 1Ç26'da ve 5'i de 2Ç26 döneminde gerçekleşmiştir. 2025 yıl sonu itibarıyla öz kaynak kârlılığı (ROE) %20,5 olarak gerçekleşmiş olup, bu oran yönetimin orta vadede hedeflediği yaklaşık %30 seviyesinin hâlâ altındadır. Doğan Holding, 30mnUSD tutarındaki sermaye artırımına 20mnUSD yatırım yaptı (2025); işlem hacminin büyük kısmı üçüncü taraf işlemlerinden kaynaklanmaktadır. Aracılık lisansı şu anda aktif olmasa da, Grup portföy yönetimi, emeklilik ve hayat sigortası alanlarında fırsatları değerlendirmektedir.

Karel, savunma, otomotiv elektroniği, telekom altyapısı ve EMS alanlarını kapsayan Dinamik Odak segmentinde yer almaktadır. Yönetim, şirketin toparlanma sürecinin esasen tamamlandığını belirtmektedir: FAVÖK marjı, 2Ç26'ya kadar yaklaşık %6'dan %10'a yükselmiştir ve şirket, yıl sonuna kadar segment düzeyinde pozitif nakit akışı ile çift haneli marjlar hedeflemektedir. Stellantis, Traton ve diğer OEM'lerden gelen yaklaşık 350mnUSD tutarındaki sipariş birikimiyle desteklenen Daiichi, nihai halka arz için en önde gelen aday olmaya devam etmektedir; ancak zamanlama, düzenlemelerin ve piyasa koşullarının nasıl gelişeceğine bağlıdır.

Sesa Ambalaj, gıda ve evcil hayvan maması için soyulabilir poşet ambalaj alanında bir niş pazara hitap etmekte olup, ölçekten ziyade özelleştirme konusunda rekabet eden ve neredeyse %100 geri dönüştürülebilir ürünler sunmaktadır. ABD'nin uyguladığı gümrük vergileri bu konuda şirketin lehine etkili oldu. 2Ç26'da Sesa'nın ihracatının %20'sini ve toplam gelirinin yaklaşık %10'unu ABD satışları oluşturdu; ancak bu, grup gelirinin yalnızca %0,6'sı civarındadır; diğer hiçbir bağlı şirket ABD pazarına satış yapmamaktadır.

Doğan Trend Otomotiv, 2Ç26'da MG için %0,3, Suzuki için %0,5 ve motosikletlerde %1,0 pazar payı kaydetti. Motosiklet işi kârlı olup %10–11 FAVÖK marjı yaratırken, otomotiv tarafı düşük satış hacimleri nedeniyle bu seviyenin oldukça altında kalmaktadır. Çin'in Türkiye aleyhine DTÖ'ye yaptığı şikayetin ardından, SAIC'in yerel üretim planları sonlandırılmıştır.

Potansiyel Çıkış ve Sadeleşme Adayları

Yönetim, yoğun bir birleşme ve satın alma (M&A) faaliyetlerinin ardından 2025 yılını ve 2026 yılının bir kısmını, konsolidasyon ve sadeleştirmeye odaklanan bir dönem olarak tanımlamaktadır. Varlık satışına ilişkin kararlar üç kriter ışığında değerlendirilmektedir: bir işletmenin orta ve uzun vadeli sektör potansiyeli, ölçeği ve rekabet konumu ile şirketin Stratejik Odak tanımına ne kadar uygun olduğu şeklindedir. Boyabat HES ve Ditaş, 2025 yılında satılmış olup, diğer bazı varlıklar ise elden çıkarma, halka arz veya daha fazla sadeleştirme amacıyla halen değerlendirme aşamasındadır.

Kanal D Romanya, "Dinamik Odak" segmentinde yer almaktadır; ancak Doğan Holding, 2018 yılında medya sektöründen resmen çıkmış ve artık televizyon sahipliğini stratejisinin temel bir parçası olarak görmemektedir. Değerleme koşulları yeterince cazip olursa, buradan da çıkılması hedeflenmektedir. Söz konusu varlık, benzerlerine göre 4,4x FD/FAVÖK net aktif değeri (NAD) çarpanına sahiptir.

Hepsiemlak, Türkiye'deki çevrimiçi emlak ilanları sektöründe ikinci sırada yer almaktadır. 2Ç26 döneminde yıllık bazda %25'lik büyümeyle 223mnTL gelir elde etmiştir. Şirketin performansı sağlam olmakla birlikte, daha geniş portföye kıyasla ölçeği yeterince mütevazı olduğundan, portföy sadeleştirme adayı olarak değerlendirilmektedir.

Gayrimenkul alanında, Trump Towers'ın 2025 yılsonu itibarıyla bağımsız değerlemesi 204mnUSD olarak belirlenmiştir. Ayrıca, M Investment New York'taki hisse 4Ç25'te satılmıştır.

Daiichi, **Sesa Ambalaj** ve **Hepiyi Sigorta** olmak üzere üç potansiyel halka arz, NAD iskontosunun daralacağı tezini destekliyor; ancak bu üç halka arzın gerçekleşmesi, piyasa ve düzenleyici koşullara bağlı olmaya devam ediyor.

NAV İskontosu, Sermaye Kazançları ve Temel Riskler

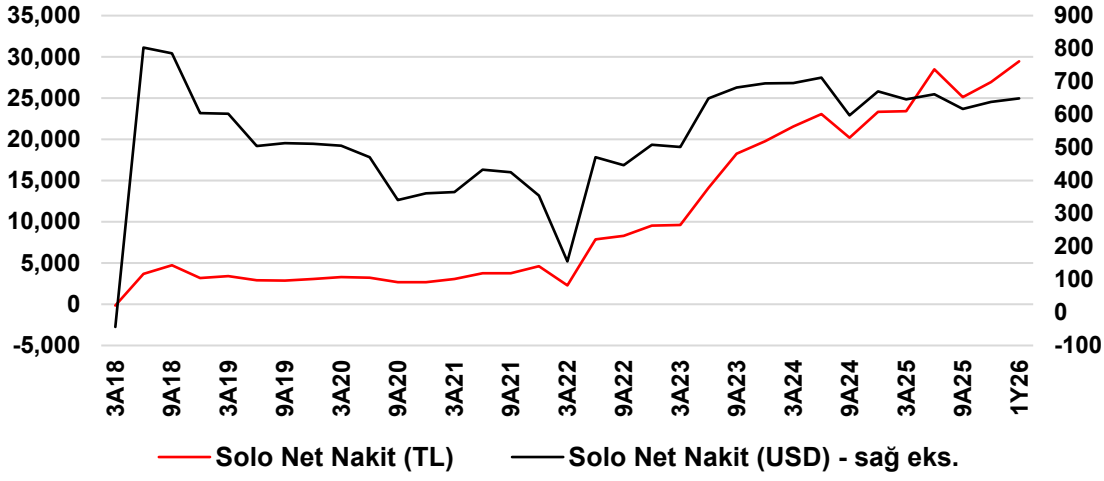
Yönetim, NAD'nin iskontolu olmasının sebebinin NAD'de sadece %9'luk kısmının halka açık olmasından kaynaklandığını düşünüyor. 1Y26 sonu itibarıyla yabancı oranı yıllık bazda 8 puan artarak %28'e ulaştı. Hisse, yıl başından bu yana relatif %1 negatif getiri sağlamıştır.

Sermaye kazançları, tercihten ziyade teknik nedenlerle sınırlı kalmaktadır. 2025 yılında net kâr 1,8mlrTL olarak gerçekleşmiş olsa da, Boyabat HES'in elden çıkarılması vergi bazında bir zarara yol açmıştır. Söz konusu zarar, tamamen kapatılana kadar temettü dağıtımının yapılamayacağı anlamına gelmektedir. Holding'e ait solo net nakit 649mnUSD seviyesindedir (2025 yılı sonunda 639mnUSD ve 1Ç26 sonu 633mnUSD). Bu tutarın %76'sı döviz cinsinden tutulurken, yıllık holding şirketi maliyetleri yaklaşık 35mnUSD'dir.

Grubun karşı karşıya olduğu başlıca riskler, Türkiye'deki makroekonomik dalgalanmalar ve düzenleyici belirsizliklerdir. Yüksek faiz oranları sektör genelinde kârlılığı olumsuz etkilemektedir; hem grup gelirlerinin hem de satılan malların maliyetinin yaklaşık %40'ı döviz cinsindendir.

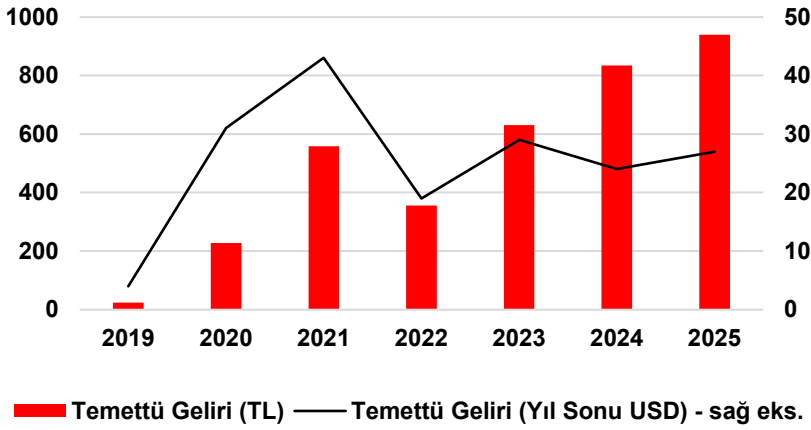
Son günlerde tasfiye edilmesine karar verilen fonlardan ötürü piyasa genelinde volatilité artışı ve satış baskısı görülmektedir. DOHOL'un ilgili fonlarda yoğun şekilde taşınan paylar arasında olmaması nedeniyle bu süreçten daha az etkileneceğini tahmin ediyoruz.

Tablo 5: Holding Solo Net Nakit (mnTL, mnUSD)



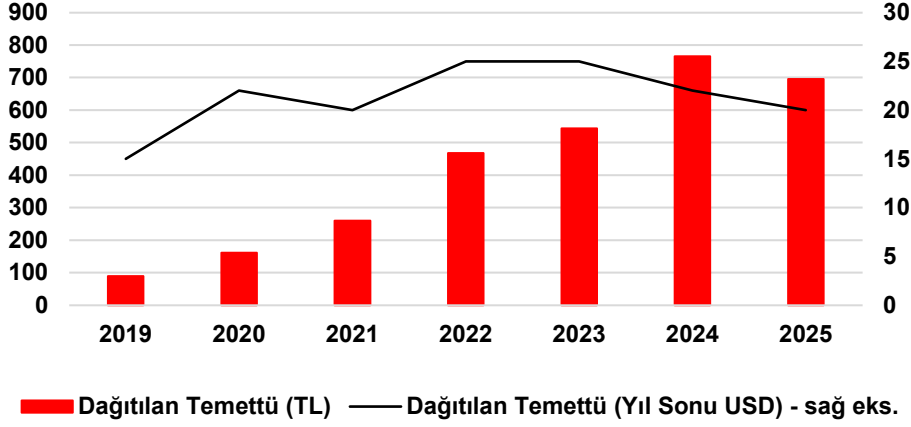
Kaynak: OYAK Yatırım, Şirket

Tablo 6: Temettü Geliri (mnTL, mnUSD)



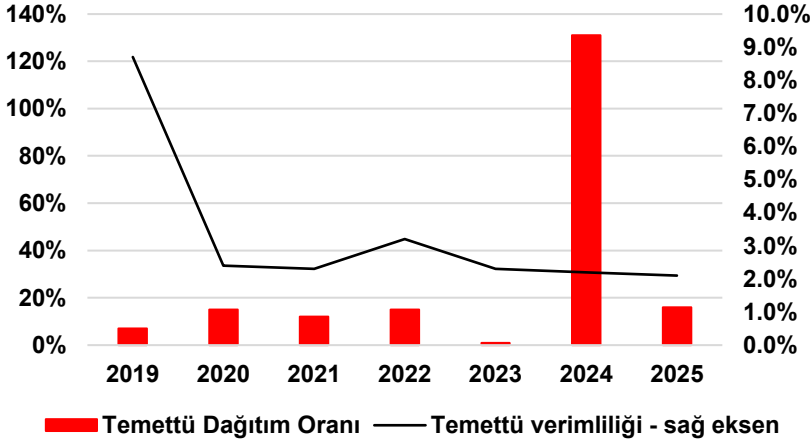
Kaynak: OYAK Yatırım, Şirket

Tablo 7: Dağıtılan Temettü (mnTL, mnUSD)



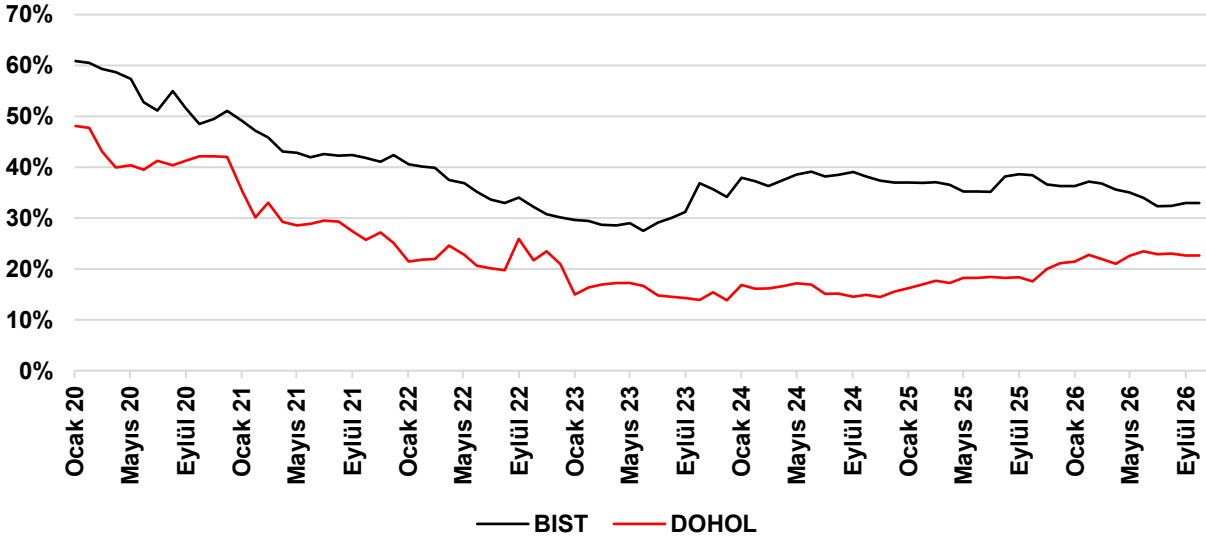
Kaynak: OYAK Yatırım, Şirket

Tablo 8: Temettü Verimliliği ve Temettü Dağıtım Oranı



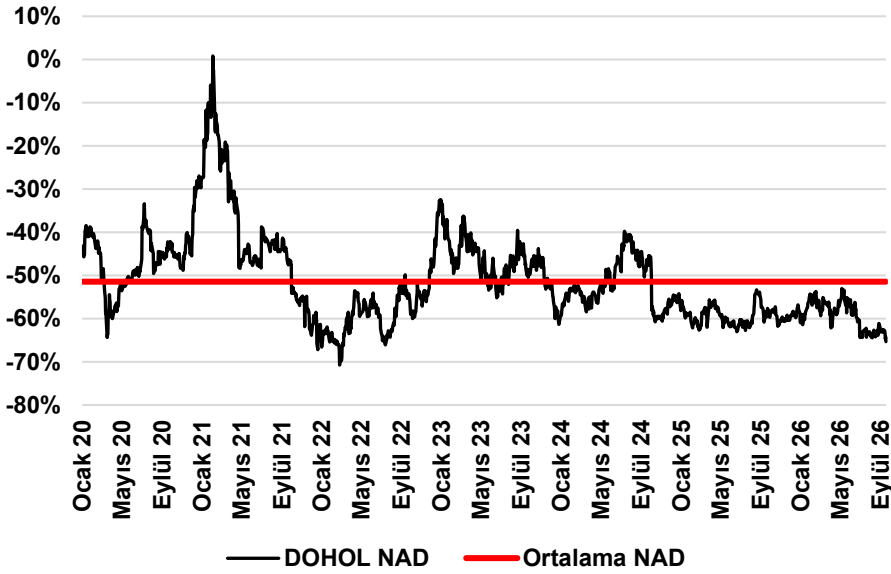
Kaynak: OYAK Yatırım, Şirket

Tablo 9: BIST-100 ve DOHOL Yabancı Payları



Kaynak: Matriks

Tablo 10: Doğan Holding Ortalama NAD



Kaynak: OYAK Yatırım, Şirket

Değerleme Yaklaşımı

Değerleme yöntemi olarak çoğunlukla İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Uluslararası Eş Grup Karşılaştırması yöntemleri kullanılırken, Temettü Verimi, Gordon Büyüme Modeli ve Yenileme Değeri metodu da uygun olan durumlarda kullanılmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü analistleri, değerlemelerinde tek bir yöntemle bağlı kalabilecekleri gibi; kendi yorumlarına göre, çeşitli ağırlıklandırmalar yaparak birden çok değerlendirme yöntemini de bir arada kullanabilmektedirler. BIST-100'ün "Beklenen Piyasa Getirisi", araştırma kapsamındaki şirketlerin, halka açıklık oranlarına karşılık gelen piyasa değerleri üzerinden bulunan hedef getirilere göre hesaplanmaktadır.

Derecelendirme Metodolojisi

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş., araştırma kapsamındaki her şirketi aşağıdaki kriterlere göre derecelendirmektedir:

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder. Hedef getirisi, 12 aylık dönem sonundaki "Beklenen Piyasa Getirisi"nin en az %30 üzerinde olan hisseler ENDEKS ÜZERİNDE GETİRİ tavsiyesi verilir. Hedef getirisi "Beklenen Piyasa Getirisi"nin %25'inden az olan hisseler ENDEKS ALTINDA GETİRİ tavsiyesi verilirken; ENDEKSE PARALEL tavsiyesi ise, hedef getirisi ile Beklenen Piyasa Getirisi arasında +30%/-%25'lik bant içerisinde kalan hisseler verilen öneridir.

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler. Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirebilir.

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.

Bu raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.