Doğan Holding

3Ç26 Finansal Sonuçlar

6 Kasım 2026

DOHOL TI / DOHOL.IS			
Mevcut Öneri			Endeks Üstü Getiri
Piyasa Beklentisi			Pozitif
Analist Revizyonu			Pozitif Tahmin Revizyonu
Fiyat	17.56TL	Piyasa Değeri (mnUSD)	918
Hedef Fiyat	34.44TL	Önceki Hedef Fiyat	25.96TL
Potansiyel Getiri	%96	Halka Açıklık Oranı	%34
Yüksek/Düşük 30 Gün	20,84 / 15,64		

Doğan Holding, 3Ç26'da 1,95mlrTL net kâr açıkladı (3Ç25: 165mnTL). Holding'in net kâr büyümesini destekleyen unsurlar; ***(i)*** yıllık bazda artan satış gelirleri ***(ii)*** iyileşen brüt kârlılık ***(iii)*** başarılı yönetilen operasyonel giderler ***(iv)*** yatırım faaliyetlerinden gelirlerdeki artış olarak değerlendiriyoruz.

Finansal Hizmetiler segmentindeki en güçlü şirket olan Hepiyi Sigorta 3Ç26'da yıllık %113 büyüme ile 2,55mlrTL net kâr açıklamayı başardı. Bu çeyrekte, brüt yazılan primlerde yıllık %45 artış sağlarken yönetilen portföy büyüklüğü 985mnUSD'ye yükseldi (9A25 sonu: 698mnUSD). Şirket sunumuna istinaden, Eylül 2026 sonu itibarıyla trafik ve bileşik hasar oranı sektör ortalamasının altında kaldı ve geçtiğimiz seneye göre iyileşme gösterdi.

Madencilik sektöründe faaliyet gösteren ve Holding'in lokomotif şirketlerinden olan Gümüştaş, 3Ç26'da yıllık %49 artışla 1,2mlrTL net kâr açıkladı. Artan üretim ve kaliteli pirit konsantresinin de katkısıyla satış gelirleri yıllık bazda %82 artarak 3,2mlrTL'ye ulaştı. FAVÖK ise oldukça güçlü diyebileceğimiz yıllık %166 yükseliş ile 1,8mlrTL'ye yükseldi ve FAVÖK marjı da %57 seviyesinde tamamlandı (3Ç25: %39).

Galata Wind, 3Ç26'da yıllık %17 azalışla 313mnTL net kâr açıkladı. Bu dönemde, şirketin elektrik üretimi yıllık bazda %5 gerilerken ortalama USD bazlı PTF fiyatı yıllık %18 düşüşle 58USD oldu (2Ç26: 20USD). Dolayısıyla, satış gelirlerinde düşük üretim ve PTF sebebiyle yıllık %29 azalış gerçekleşti. FAVÖK marjı ise kontrollü faaliyet giderleri ve çeyreklik bazda toparlanan PTF'nin desteğiyle %62 seviyesinde tamamlandı.

Sesa Ambalaj'da jeopolitik sebeplerden kaynaklı zayıflayan talep ve reel bazda değerlenen TL sebebiyle net kâr yıllık %58 gerileyerek 88mnTL oldu. Karel'de, satış gelirlerinde ve operasyonel kârlılıkta iyileşme olmasına rağmen yüksek finansman gideri 481mnTL net zarar açıklamasına neden oldu (3Ç25: 677mnTL net zarar).

Doğan Trend, bu çeyrekte 470mnTL net zarar açıklayarak olumsuz seyrini sürdürdü (3Ç25: -472mnTL). Kymco ve Piaggio Grubu operasyonları Ekim ayında sonlandırıldı. Suzuki, MG ve Maxus'a odaklanılacağı belirtildi.

Doğan Holding'in net nakit pozisyonu 1Y26 sonu olan 649mnUSD seviyesinden 645mnUSD'ye hafif bir azalış gösterdi gösterdi. Bunun, kısa vadeli finansal yatırımların altındaki hisse senetlerinin değerindeki azalıştan kaynaklandığını düşünüyoruz. Buna rağmen şirketin güçlü nakit pozisyonunu olumlu bulduğumuzu belirtelim.

NAD'a göre yüksek iskonto hâlâ devam ediyor. Şirket sunumuna göre, Doğan Holding iştiraklerinin değerini ve Holding'in tek başına net nakit pozisyonunu güncelledikten sonra hisseler cari işlem gören mevcut net aktif değerine (NAD) göre %69 iskontoyla işlem görüyor.

Tavsiyemizi "Endeks Üzeri Getiri" olarak sürdürürken hedef fiyatımızı 34,74TL/hisse (önceki: 34,44TL/hisse) olarak revize ediyoruz. Hisse, son kapanış fiyatına göre hedef NAD'a kıyasla oldukça cazip diyebileceğimiz %72 iskontolu işlem görüyor.

Analist: Yusuf Evkuran

Gelir Tablosu	2025/3Ç (mn TL)	2026/2Ç (mn TL)	2026/3Ç (mn TL)	Değişim (ç/ç %)	Değişim (y/y %)	2025/09 (mn TL)	2026/09 (mn TL)	Değişim (y/y %)
Net Satışlar	**16,334**	**15,161**	**16,530**	**9%**	**1%**	**51,061**	**48,344**	**-5%**
Satılan Malın Maliyeti	-13,216	-12,574	-12,122	-4%	-8%	-42,828	-37,737	-12%
Brüt Kâr	5,260	5,774	7,627	32%	45%	14,571	19,996	37%
Faaliyet Giderleri	-3,620	-3,846	-3,295	-14%	-9%	-11,364	-10,736	-6%
Esas Faaliyet Kârı	**1,640**	**1,928**	**4,332**	**125%**	**164%**	**3,207**	**9,260**	**189%**
Amortisman ve İtfa Giderleri	2,023	1,774	1,665	-6%	-18%	-498	5,803	-1265%
FAVÖK	**3,663**	**3,702**	**5,997**	**62%**	**64%**	**9,245**	**14,442**	**56%**
Esas Faal. Diğer Gelirler/(Giderler)	2,241	1,177	608	-48%	-73%	8,188	2,428	-70%
Yatırım Faal. Gelirler/(Giderler)	3,986	5,456	5,887	8%	48%	7,938	15,278	92%
İştirak Gelirleri/(Giderleri)	35	3	-18	-755%	-152%	-102	47	-146%
Net Finansman Gelirleri/(Giderleri)	-3,213	-3,719	-3,938	6%	23%	-11,297	-10,309	-9%
Net Parasal Kazanç/ Kayıp	-3,896	-1,058	-2,438	130%	-37%	-6,089	-7,187	18%
Vergi Öncesi Kâr	**574**	**3,799**	**3,910**	**3%**	**581%**	**1,845**	**9,517**	**416%**
Vergi Giderleri	-264	589	-1,638	-378%	521%	-2,384	-2,241	-6%
Azınlık Payı	-145	-912	-321	-65%	121%	41	-1,473	-3704%
Net Kâr/(Zarar)	**165**	**3,475**	**1,951**	**-44%**	**1083%**	**-498**	**5,803**	**-1265%**

Operasyonel Kârlılık								
Brüt Kar Marjı	32.2%	38.1%	46.1%	806 bps	1,394 bps	28.5%	41.4%	1,283 bps
FAVÖK Marjı	22.4%	24.4%	36.3%	1,187 bps	1,385 bps	18.1%	29.9%	1,177 bps
Esas Faaliyet Kar Marjı	10.0%	12.7%	26.2%	1,349 bps	1,617 bps	6.3%	19.2%	1,287 bps
Efektif Vergi Oranı	-46.0%	15.5%	-41.9%	-5,739 bps	406 bps	-129.2%	-23.5%	10,568 bps
Net Kar Marjı	1.0%	22.9%	11.8%	-1,112 bps	1,079 bps	-1.0%	12.0%	1,298 bps

Bilanço	2025/12 (mn TL)	2026/06 (mn TL)	2026/09 (mn TL)	Değişim (ç/ç %)	Değişim (y/y %)	2025/09 (mn TL)	2026/09 (mn TL)	Değişim (y/y %)
Nakit ve Nakit Benzerleri	92,035	94,075	96,540	3%	5%	92,035	96,540	5%
Ticari Alacaklar	10,791	9,409	10,244	9%	-5%	10,791	10,244	-5%
Stoklar	9,298	9,801	8,573	-13%	-8%	9,298	8,573	-8%
Maddi Duran Varlıklar	33,753	32,901	33,921	3%	0%	33,753	33,921	0%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	31,631	31,110	30,905	-1%	-2%	31,631	30,905	-2%
Toplam Varlıklar	229,485	232,613	238,062	2%	4%	229,485	238,062	4%
Finansal Borçlar (Toplam)	42,981	46,114	46,610	1%	8%	42,981	46,610	8%
Ticari Borçlar	9,269	9,311	8,532	-8%	-8%	9,269	8,532	-8%
Özkaynaklar	99,376	100,761	102,375	2%	3%	99,376	102,375	3%
Toplam Kaynaklar	229,485	232,613	238,062	2%	4%	229,485	238,062	4%
Net borç / (Net Nakit)	-49,053	-47,961	-49,930	4%	2%	-49,053	-49,930	2%

Kaynak: Finnet, Şirket finansalları

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	17.9	9,677	70.0	6,774	4.8	12,096	8,467
Toplam					**6,774**	**4.8**		**8,467**
Sanayi ve Ticaret								
Doğan Dış Ticaret	Defter Değeri	1.0	55	100.0	55	0.0	69	69
Sesa Ambalaj	FD/FAVÖK	7.7	5,853	70.0	4,097	2.9	7,317	5,122
KAREL	Piyasa Değeri	4.4	3,562	40.0	1,425	1.0	4,453	1,781
Daiichi	FD/FAVÖK	6.3	2,780	25.0	695	0.5	3,475	869
Toplam					**6,272**	**3.9**		**7,840**
Otomotiv								
Doğan Trend	FD/Gelirler	0.2	562	100.0	562	0.4	562	562
Toplam					**562**	**0.4**		**562**
Finans/Yatırım								
D Yatırım Bankası	Defter Değeri	1.2	2,863	100.0	2,863	2.0	2,863	2,863
Doruk Faktoring	Defter Değeri	1.2	3,734	100.0	3,734	2.6	4,667	4,667
Hepiyi Sigorta	Defter Değeri	3.5	47,884	85.0	40,702	28.7	59,856	50,877
Öncü Girişim Sermayesi	Insider Payların Değeri		1,023	100.0	1,023	0.7	1,278	1,278
Toplam					**48,321**	**34.0**		**59,686**
İnternet/Eğlence								
Kanal D - Romanya	FD/FAVÖK	4.7	5,942	100.0	5,942	4.2	7,427	7,427
Glokal (Hepsi Emlak)	FD/Gelirler	3.0	2,571	79.2	2,037	1.4	3,213	2,546
Toplam					**7,978**	**5.6**		**9,973**
Gayrimenkul								
D Gayrimenkul	Değerleme Raporu	%20 iskonto	6,959	100.0	6,959	4.9	6,959	6,959
D Yapı Romanya	Değerleme Raporu	%20 iskonto	888	100.0	888	0.6	888	888
Doğan Holding	Değerleme Raporu	%20 iskonto	285	100.0	285	0.2	285	285
Kandilli Gayrimenkul	Değerleme Raporu	%20 iskonto	2,755	50.0	1,377	1.0	2,755	1,377
Toplam					**9,509**	**6.7**		**9,509**
Madencilik								
Gümüştaş + Doku	FD/FAVÖK	6.5	34,742	75.0	26,056	18.3	43,427	32,570
Toplam					**26,056**	**18.3**		**32,570**
Milta Turizm	Defter Değeri	1.6	4,766	100.0	4,766	3.4	4,766	4,766
Doğan Yayıncılık	FD/FAVÖK	5.9	462	100.0	462	0.3	578	578
Toplam					**5,228**	**3.7**		**5,344**
Tüm İştirakler					**110,701**	**77.9**		**133,951**
Halka açık					8,199	5.8		10,248
Halka açık olmayan					102,503	72.2		123,703
Net Nakit - Holding solo 3Ç26 sonu					31,348	22.1		31,348
TOPLAM NET AKTİF DEĞERİ					**142,050**	**100.0**		**165,300**
DOĞAN HOLDİNG Piyasa Değeri					45,954			45,954
İskonto (-)/ Prim (+)					**-67.6%**			**-72.2%**
Uygulanan İskonto								**45%**
İskonto Sonrası Hedef NAD								**90,915**
Hedef Fiyat								**34.74**
Güncel Hisse Fiyatı								**17.56**
Getiri Potansiyeli								**97.8%**

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 yönteme bağlı kalabilecekleri gibi; kendi yorumlarına göre, çeşitli ağırlıklandırmalar yaparak birden çok değerleme 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 sonunda "Beklenen Piyasa Getirisi"nden en az %20 daha yüksek olan hisselere ENDEKS ÜZERİNDE GETİRİ tavsiyesi verilir. Hedef getirisi "Beklenen Piyasa Getirisi"nden %20 veya daha fazla düşük olan hisseler ENDEKS ALTINDA GETİRİ, bu iki eşik arasında kalan hisseler ise ENDEKSE PARALEL GETİRİ olarak belirlenir.

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 değiştirmeyebilir.

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 dayanılarak 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.