Doğan Holding Analist Toplantısı Notları (2026/9)

07.11.2026

Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.

Portföy ve Sermaye Kullanımı

Holding, kaynaklarını madencilik, finansal hizmetler ve yenilenebilir enerji alanlarında yoğunlaştırmayı sürdürüyor. Yönetim, son beş yılda düşük tek haneli iç verim oranı sağlayan yatırımlardan çıkıldığını, çift haneli getiri üreten şirketlerin portföye dâhil edildiğini belirtti. Stratejik odak alanlarının net aktif değer içindeki payı, geçen yılın aynı dönemindeki %48 seviyesinden %57'ye yükseldi.

Portföyün sadeleştirilmesi kapsamında Kanal D Romanya'nın tamamının satışına ilişkin hisse devir sözleşmesi 26 Ekim 2026'da imzalandı. İşlem için açıklanan işletme değeri 109 milyon euro oldu. Doğan Trend'de ise motosiklet operasyonlarının bir bölümü sonlandırılarak finansal ve organizasyonel kaynakların Suzuki, MG ve Maxus markalarına yönlendirilmesi kararlaştırıldı.

Yönetim, yakın vadede planlanmış bir şirket satın alımı bulunmadığını açıkladı. Bununla birlikte yatırım fırsatlarının değerlendirilmeye devam edildiği, finansal teknolojilerin öncelikli alanlar arasında yer aldığı belirtildi.

Pay geri alımına ilişkin sorulara yanıt olarak yönetim, 2026'da yeniden alıma başlamayı düşünmediklerini, konunun 2027'de değerlendirilebileceğini ifade etti. Geçmişte uygulanan geri alımların beklenen olumlu sonucu vermediği, mevcut önceliğin iştirak portföyünü sadeleştirmek olduğu aktarıldı. 2027 için kesin bir geri alım kararı veya takvim paylaşılmadı.

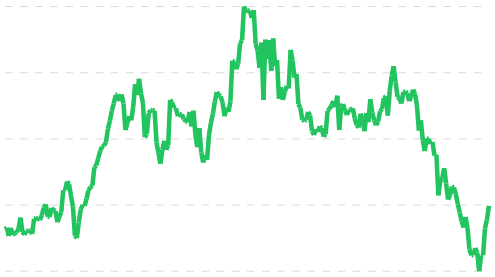
Net Aktif Değer ve Nakit

Holding'in açıkladığı net aktif değer, yılbaşından bu yana dolar bazında %13 artışla 3,19 milyar dolara ulaştı. Artışta finans segmentinin değerlemesindeki 241 milyon dolar ve madencilikteki 194 milyon dolar yükseliş belirleyici oldu. Finans segmentinde özkaynak büyümesi ve emsal şirket çarpanları, madencilikte ise FAVÖK artışı değerlemeyi destekledi.

Eylül sonunda holding solo net nakdi yıllık %5 artışla 645 milyon dolar olarak gerçekleşti. Üçüncü çeyrekte iştiraklere sermaye aktarımı yapılmadı. Yönetim, solo nakdin yaklaşık %64'ünün dolar, %18'inin TL ve %18'inin euro cinsi varlıklarda değerlendirildiğini belirtti. TL varlıkların payı, getiri odaklı dağılım yaklaşımı doğrultusunda geçen yılki %14 seviyesinden %18'e yükseldi.

Şirket Bilgileri

Hisse Kodu	**DOHOL**
Hisse Fiyatı	**18,02**
Fiili Dolaşım Oranı	**34,00**
Hisse Başına Kar	**3,26**
Ödenmiş Sermaye	**2.616.996.091**
Piyasa Değeri	**47.158.269.560**



1H	1A	3A	6A	YTD	1Y
%13.7	%-3.9	%-13.8	%-26.9	%6.3	%3.0

Piyasa Çarpanları

F/K	**5,53**
PD/DD	**0,46**
PEG	**0,01**
Net Borç/FAVÖK	**-2,71**

Oranlar	2026/9	2025/9
Cari Oran	**1,59**	**1,70**
Kaldıraç Oranı	**49,38**	**46,22**
Özkaynak Karlılığı	**8,37**	**1,21**
Brüt Kar Marjı (Çeyreklik)	**25,39**	**18,56**
FAVÖK Marjı (Çeyreklik)	**19,97**	**12,92**
Net Kar Marjı (Çeyreklik)	**6,50**	**0,58**

Yönetim, mevcut likiditenin yatırımlar ve portföyün yeniden şekillendirilmesi açısından esneklik sağladığını vurguladı. Holding'in 2030 için belirlediği 4,5 milyar dolar net aktif değer hedefinde değişiklik yapılmadı.

Stratejik Odak Alanları

Gümüştaş Madencilik

Gümüştaş'ta üretim artışı ve yüksek katma değerli pirit konsantresi satışları kârlılığı destekledi. Üçüncü çeyrekte cevher üretimi yıllık %35 artışla 198 bin tona, ilk dokuz ayda ise %46 artışla 520 bin tona ulaştı.

Üçüncü çeyrek gelirleri yıllık %82 artışla 3,26 milyar TL'ye yükseldi. FAVÖK 698 milyon TL'den 1,86 milyar TL'ye çıkarken FAVÖK marjı %39'dan %57'ye ulaştı. Üretim hacmindeki artış, ürün kompozisyonu ve sabit maliyetlerin daha yüksek üretim üzerine dağılması marjı destekleyen başlıca unsurlar oldu.

İlk dokuz ayda 53 milyon dolar yatırım harcaması yapıldı. Harcamalar ağır ortam ayrıştırma tesisinin devreye alınması, flotasyon tesisinin kapasitesinin artırılması ve üretim sahasının genişletilmesine yönlendirildi. Yıllık cevher işleme kapasitesi 600 bin tondan 840 bin tona çıkarıldı. Kapasite artışı tamamlanan tesisin ekimden itibaren hedeflenen kapasitede çalıştığı belirtildi.

Yönetim, Gümüştaş'ta fiyat riskinden korunma işlemlerinin (hedge) aktif olarak kullanıldığını açıkladı. Gümüşte yaklaşık %55, altında ise %20 oranında korunma yapıldığı ifade edildi. Bu işlemlerin hangi vadeye kadar uzandığına ilişkin ayrıntı paylaşılmadı.

2026 için TL bazında %40'ın üzerinde gelir büyümesi, %40–50 FAVÖK marjı ve yaklaşık 70 milyon dolar yatırım harcaması beklentilerinde değişiklik yapılmadı. İlk dokuz ayda gelir büyümesi %63, FAVÖK marjı %54 olarak gerçekleşmesine karşın tam yıl marj beklentisi yukarı revize edilmedi.

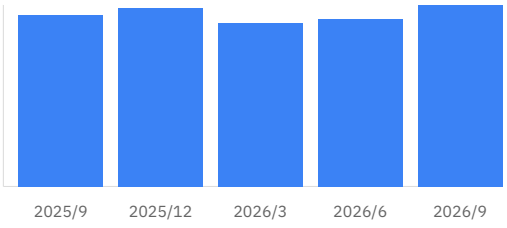
Hepiyi Sigorta

Hepiyi Sigorta'nın yönetilen portföy büyüklüğü eylül sonunda yıllık %41 artışla 985 milyon dolara ulaştı. Üçüncü çeyrekte brüt yazılan primler %45 artışla 10,40 milyar TL, net kâr ise %113 artışla 2,55 milyar TL oldu. Şirketin bu finansal verileri TMS 29 uygulanmadan sunuldu.

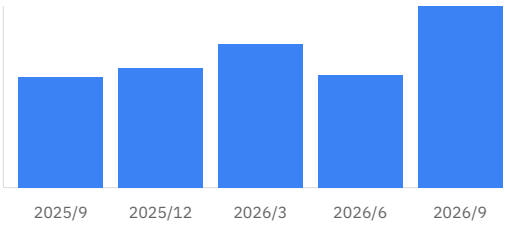
Özet Gelir Tablosu	2026/9	2025/9	%
Satışlar	**84.8 mr**	**86.9 mr**	**%-3**
Brüt Kar	**20.0 mr**	**14.6 mr**	**%37**
Faal. Karı	**11.7 mr**	**11.3 mr**	**%4**
FAVÖK	**14.4 mr**	**9.2 mr**	**%56**
Net Kar	**5.8 mr**	**-498.3 mn**	**%-1265**

Özet Bilanço	2026/9	2026/6	%
Dönen Var.	**151.1 mr**	**146.0 mr**	**%4**
Duran Var.	**86.9 mr**	**86.6 mr**	**%0**
Fin. Borçlar	**46.6 mr**	**46.1 mr**	**%1**
Net Borç	**-49.9 mr**	**-48.0 mr**	**%4**
Özkaynaklar	**102.4 mr**	**100.8 mr**	**%2**

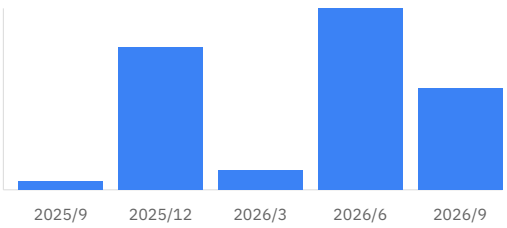
Çeyreklik Satışlar



Çeyreklik FAVÖK



Çeyreklik Net Kâr



Yazılan prim tutarına göre trafik sigortası pazar payı %7,1'e, kasko pazar payı %4,6'ya yükseldi. Şirket, trafik branşında üçüncü, kaskoda yedinci sıraya ulaştı. Prim büyümesinde ikinci çeyrekten itibaren rekabetin hafiflemesinin de etkili olduğu belirtildi.

Trafik branşında hasar oranı geçen yılın aynı dönemindeki %122,2'den %91'e, bileşik oran %139,6'dan %109,2'ye geriledi. Hasar ve giderlerin primlere oranında belirgin iyileşme görülmekle birlikte trafik bileşik oranı %100'ün üzerinde kaldı. Faaliyet giderlerinin brüt yazılan primlere oranı ise %3,2'den %5'e yükseldi.

Hepiyi'nin 2026 yılında yönetilen portföy büyüklüğünü 200–250 milyon dolar artırma beklentisinde değişiklik yapılmadı.

D Yatırım Bankası ve Doruk Faktoring

D Yatırım Bankası'nın toplam varlıkları yıllık %83 artışla 13,38 milyar TL'ye ulaştı. Banka, üçüncü çeyrekte sekiz, ilk dokuz ayda toplam 17 tahvil ve varlığa dayalı menkul kıymet ihracı gerçekleştirdi. Üçüncü çeyrekte faaliyet brüt kârı 320 milyon TL, net kârı 105 milyon TL oldu.

Doruk Faktoring'in toplam varlıkları 12,58 milyar TL'ye yükseldi. Üçüncü çeyrek gelirleri 1,78 milyar TL, net kârı 398 milyon TL olarak gerçekleşti. Şirketin özkaynak kârlılığı %60 seviyesinde paylaşıldı. Banka ve faktoring şirketine ilişkin veriler TMS 29 uygulanmadan sunuldu.

Galata Wind

Galata Wind'in 2026 elektrik üretimi beklentisi 950–1.000 GWh'den 900–950 GWh'ye indirildi. Yaklaşık %60 olan FAVÖK marjı beklentisi ise değiştirilmedi.

Üçüncü çeyrekte elektrik üretimi yıllık %5 geriledi. Türkiye'de hidroelektrik üretimindeki güçlü artışın etkisiyle ortalama piyasa takas fiyatı dolar bazında yıllık %18 düşüşle 58 dolar/MWh oldu. Buna karşılık fiyatlar, ikinci çeyrekteki 20 dolar/MWh seviyesinden toparlandı.

Düşük fiyat ve üretim nedeniyle gelirler reel olarak yıllık %29 azalarak 869 milyon TL'ye geriledi. FAVÖK 540 milyon TL, net kâr 313 milyon TL oldu. FAVÖK marjı geçen yılın aynı dönemindeki %70'in altında kalmakla birlikte, fiyatlardaki toparlanma ve gider kontrolünün desteğiyle ikinci çeyrekteki %33'ten %62'ye yükseldi.

Mevcut kurulu güç 354,2 MW seviyesinde bulunuyor. Sunumda 2027 sonu için 550 MW'ın üzerinde, 2030–2035 dönemi için ise 1.000 MW'ın üzerinde kapasite hedefi paylaşıldı. Türkiye'deki kapasite artışları, Avrupa güneş yatırımları ve depolamalı projeler bu planın parçalarını oluşturuyor. Projelerin izin ve geliştirme aşamaları farklılık gösteriyor.

Dinamik Odak Alanları

Karel

Karel'de daha düşük marjlı işlerin payının azaltılması, elektronik kart üretimindeki küçülme ve personel giderlerindeki düşüş operasyonel kârlılığı destekledi. Üçüncü çeyrek gelirleri reel olarak yıllık %4 artışla 5,48 milyar TL'ye ulaştı. FAVÖK %115 artışla 1,08 milyar TL'ye yükselirken marj %10'dan %20'ye çıktı.

Stokların azaltılması ve nakit yaratımına odaklanan işletme sermayesi yönetimi devam etti. Bununla birlikte yaklaşık 165 milyon dolar net borcun yarattığı finansman giderleri, operasyonel iyileşmenin net kâra yansımasını sınırladı. Şirket üçüncü çeyrekte 481 milyon TL net zarar açıkladı.

Planlandığı şekilde ilerlemeyen tahsisli sermaye artırımı sonrasında sermaye ihtiyacının nasıl karşılanacağına ilişkin soruya yönetim, farklı alternatifler üzerinde çalışıldığı yanıtını verdi. Henüz kesinleşmiş bir çözüm bulunmadığı, karar alındığında kamuoyuyla paylaşılacağı belirtildi.

Sesa Ambalaj

Sesa'nın üçüncü çeyrek gelirleri yıllık %8 artışla 1,78 milyar TL'ye yükselirken FAVÖK %11 gerileyerek 227 milyon TL oldu. FAVÖK marjı %15'ten %13'e düştü.

Hürmüz Boğazı'na ilişkin endişeler nedeniyle bazı siparişlerin ikinci çeyreğe çekilmesi, üçüncü çeyrekte talebin önceki çeyreğe göre daha zayıf kalmasına yol açtı. Euro/TL'nin enflasyonun gerisinde kalması ve hammadde maliyetleriyle satış fiyatları arasındaki farkın daralması da marjı baskıladı.

Premium ürünlerin gelir içindeki payı %31'e ulaştı. İhracatın toplam gelirdeki payı %53'ten %49'a gerilerken yeni müşterilerin katkısıyla Birleşik Krallık ve ABD'nin toplam ihracat içindeki payı %42'ye yükseldi.

Doğan Trend

Doğan Trend'de üçüncü çeyrek gelirleri yıllık %21 düşüşle 3,61 milyar TL olarak gerçekleşti. FAVÖK eksi 129 milyon TL, net zarar 470 milyon TL oldu.

MG satışları yeni modeller ve rekabetçi fiyatlamanın katkısıyla %178 artarak 854 adede yükseldi. Suzuki satışları ise %43 gerileyerek 919 adet oldu. Suzuki'deki düşüşte Japonya'dan ithalata uygulanan yüksek gümrük vergileri sonrasında Swift satışlarının durdurulması ve tüketici finansmanına erişimdeki sınırlamalar etkili oldu.

Ekim ayında Kymco'nun Türkiye'deki üretim ve satış operasyonları ile Piaggio Grubu kapsamındaki Vespa, Aprilia, Moto Guzzi ve Piaggio motosiklet operasyonlarını sonlandırma kararı alındı. Deniz motorları distribütörlüğü devam ederken kaynakların ana otomotiv markalarına yoğunlaştırılması hedefleniyor.

Diğer İştirakler

Satış sözleşmesi imzalanan Kanal D Romanya üçüncü çeyrekte 574 milyon TL gelir ve 205 milyon TL FAVÖK kaydetti. FAVÖK marjı %36 oldu. Hepsiemlak'ta gelirler 193 milyon TL, FAVÖK 10 milyon TL seviyesinde gerçekleşirken 58 milyon TL net zarar oluştu.

Holding'in gayrimenkul portföyünün toplam değerlemesi 280 milyon dolar, holding payına düşen değeri 245 milyon dolar olarak açıklandı. Trump Towers'ın doluluk oranı %98 oldu. Sunumda gayrimenkullerin TL değerlemelerinin yıl sonuna göre değişmediği, dolar karşılıklarındaki farklılığın kur hareketinden kaynaklandığı belirtildi.

Konsolide Finansallar

Üçüncü çeyrekte konsolide gelirler reel olarak yıllık %6 artışla 30,04 milyar TL'ye ulaştı. FAVÖK %64 artışla 6,00 milyar TL olurken FAVÖK marjı %12,9'dan %20'ye yükseldi. Ana ortaklık net kârı 165 milyon TL'den 1,95 milyar

TL'ye çıktı.

Madencilikte üretim ve marj artışı, finansal hizmetlerin katkısı ve Karel'deki operasyonel dönüşüm, enerji ve otomotivdeki zayıflığı dengeledi. Doğan Trend hariç tutulduğunda üçüncü çeyrek gelir büyümesi %11, FAVÖK marjı %23,2 olarak gerçekleşti.

İlk dokuz ayda konsolide gelirler %3 gerileyerek 84,76 milyar TL oldu. Buna karşılık FAVÖK %56 artışla 14,44 milyar TL'ye yükseldi ve marj %10,6'dan %17'ye çıktı. Geçen yılın aynı dönemindeki 498 milyon TL ana ortaklık net zararına karşılık 5,80 milyar TL net kâr kaydedildi.

2026 Beklentileri

Beklenti konusu	Güncel beklenti
Galata Wind elektrik üretimi	900–950 GWh (Önceki: 950–1.000 GWh)
Galata Wind FAVÖK marjı	Yaklaşık %60
Gümüştaş TL gelir büyümesi	%40'ın üzerinde
Gümüştaş FAVÖK marjı	%40–50
Gümüştaş yatırım harcaması	Yaklaşık 70 milyon dolar
Hepiyi yönetilen portföy büyüklüğü artışı	200–250 milyon dolar
Holding 2030 net aktif değer hedefi	4,5 milyar dolar

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistiki şekil ve bilgiler hazırlandığı tarih itibari ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Fintables Bilişim Teknolojileri A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir. Alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı Fintables Bilişim Teknolojileri A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir.