

# Doğan Holding

AL

## 2025 4Ç Mali Tablo Analizi & Hedef Fiyat Değişikliği

Yükselme Potansiyeli 56%

### Doğan Holding 4Ç25 Sonuçları: Güçlü Operasyonel Toparlanma; NAD Artışı ve Yukarı Revize Edilen Uzun Vadeli Hedefler

Doğan Holding 4Ç25'te 2,2 milyar TL net kâr açıkladı. Bu rakam yıllık bazda %56 artışa işaret ederken, 3Ç25'te açıklanan 127 milyon TL net kâra kıyasla oldukça güçlü bir toparlanmaya işaret ediyor. Buna rağmen yılın ilk çeyreğinde kaydedilen zarar nedeniyle 2025 yılı toplam net kârı 1,8 milyar TL seviyesinde gerçekleşti.

Gelirler çeyreklik bazda %89 artarak 23,7 milyar TL'ye ulaşırken, yıllık bazda %5 büyüme kaydetti. FAVÖK 4Ç25'te 3,2 milyar TL seviyesine yükseldi ve yıllık %157 artış gösterdi. Böylece FAVÖK marjı yıllık 8 puan artışla %13,4'e yükselmiş oldu. Şirket 2025 yılını toplam 10,6 milyar TL FAVÖK ve %11,3 FAVÖK marjı ile tamamladı. Operasyonel taraftaki iyileşmede özellikle madencilik ve sigorta segmentlerinden gelen güçlü katkı etkili oldu.

2025 yılında 5 milyar TL'nin üzerinde gerçekleşen parasal kayıp ve yılın ilk yarısında kaydedilen görece yüksek finansman giderleri net kârı baskılayan unsurlar arasında yer almaya devam etti. Buna karşılık şirket 2024 yılında 1,8 milyar TL parasal kazanç kaydetmişti.

### Segment Bazında Öne Çıkan Gelişmeler

**Madencilik – Gümüştaş Madencilik:** Madencilik segmenti karlılığa olumlu katkı sundu. 4Ç25'te FAVÖK marjı %25'ten %53'e yükselirken, segment 2025 yılını %44 FAVÖK marjı ile tamamladı. Güçlü operasyonel performans doğrultusunda şirket madencilik tarafındaki yatırım harcaması beklentisini 70 milyon ABD dolarının üzerine revize etti.

**Finansal Hizmetler – Hepiyi Sigorta:** Hepiyi Sigorta tarafında güçlü büyüme ve karlılık sürüyor. Yönetilen Portföy Büyüklüğü yıllık %58 artışla 764 milyon ABD dolarına ulaştı. Brüt yazılan primler yıllık %54 artışla 6,8 milyar TL seviyesinde gerçekleşti. Şirket kasko segmentinde %4,2 pazar payı ile en büyük 9. oyuncu, trafik sigortasında ise 6. oyuncu konumuna yükseldi.

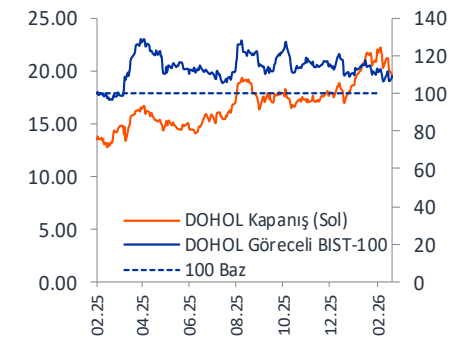
**Elektronik – Karel:** Karel tarafında yürütülen operasyonel sadeleşme ve yeniden yapılanma sürecinin olumlu etkilerini görmeye başladık. Şirket 4Ç25'te 435 milyon TL FAVÖK ve %8 FAVÖK marjı elde etti, ayrıca 8 çeyrek sonra ilk kez net kâr açıklamış oldu. Sermaye artırımını ve operasyonel iyileşme ile net borç/FAVÖK oranının 2026 yıl sonunda 2x seviyesinin altına gerilemesi bekleniyor.

Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	19.42
12 Aylık Hedef Fiyat*	30.20
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	25.98
Piyasa Değeri (mn)	50,822
Halka Açık PD (mn)	18,118
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	304.8
Hisse sayısı (Adet mn)	2,617
Takas Saklama Oranı (%)	36
Yabancı Oranı (%)	25

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yıliçi	12 Ay
TL	-10.6	14.6	46.7
ABD \$	-11.7	11.8	21.7
BIST-100 Relatif	-4.3	-0.2	12.4

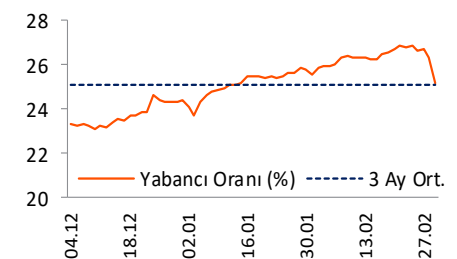
Çarpanlar (\$)	2025	2026	2027
F/K	21.6	18.3	18.7
PD/DD	0.8	0.9	1.0

### Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



3 Aylık Fiyat Aralığı (₺) 16.95 22.24

Yabancı Oranı (%) Cari (%) 25.18



Alpar Ata Turhan

aaturhan@isyatirim.com.tr

+90 212 350 23 98

**Yenilenebilir Enerji – Galata Wind:** 4Ç25'te elektrik üretimi olumsuz hava koşulları nedeniyle yıllık %10 geriledi. PTF yıllık %17 artış göstermesine rağmen, gelir artışı enflasyonun altında kaldı.

**Otomotiv – Doğan Trend:** Doğan Trend Otomotiv tarafında ise zayıf operasyonel performansın devam ettiğini görüyoruz.

### Net Aktif Değer ve Nakit Pozisyonu

Doğan Holding'in Net Aktif Değeri (NAD) 2025 yılında yıllık %9 artışla 2,8 milyar USD'e ulaştı. Halka açık iştiraklerin değerlemesinde 195 milyon ABD dolarlık düşüş yaşanmış olsa da, Hepiyi Sigorta ve madencilik segmentindeki değer artışı toplamda 484 milyon USD'lik katkı sağladı.

Holding'in solo net nakit pozisyonu 2025 sonunda 639 milyon USD'e geriledi (2024: 671 milyon USD). Yıl boyunca Daiichi hisse alımı, D Yatırım Bankası, Karel ve Doğan Trend sermaye artırımları, hisse geri alımı ve temettü ödemeleri nedeniyle yaklaşık 73 milyon USD nakit çıkışı gerçekleşirken, Ditaş satışından ve iştiraklerden alınan temettülerden 41 milyon USD nakit girişi sağlandı.

### Beklentiler & Değerleme

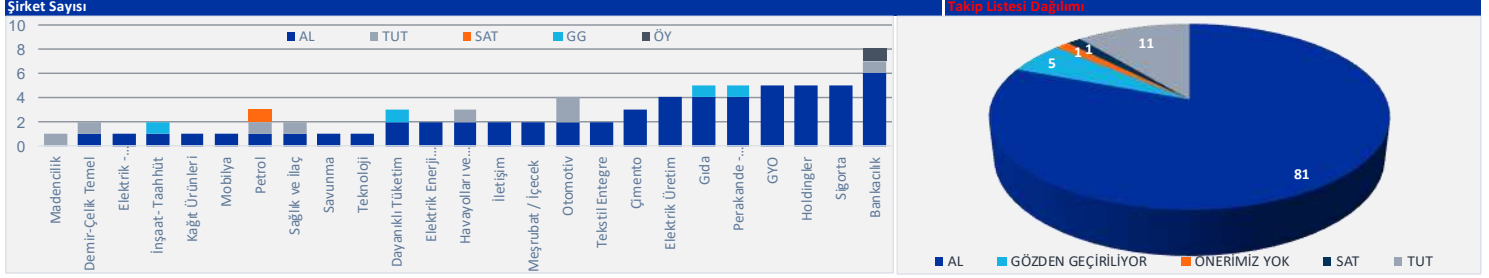
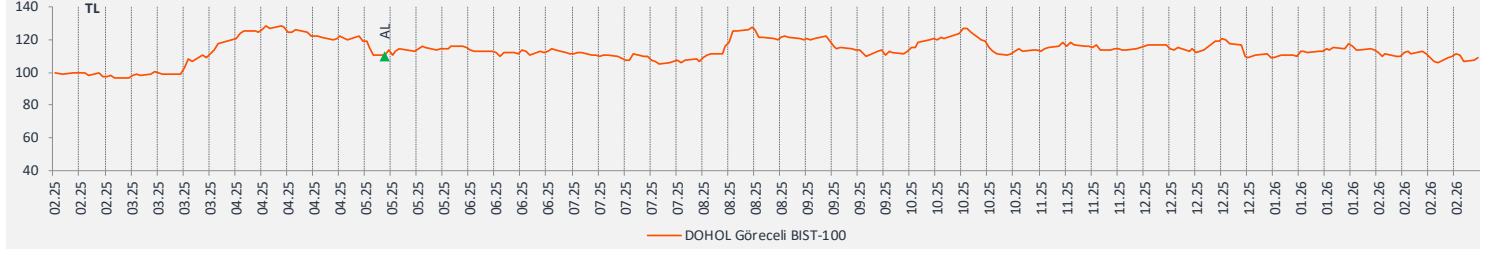
Şirket 2026 yılında stratejik iş kollarında büyümenin devam etmesini bekliyor. Galata Wind için 950–1000 GWh elektrik üretimi ve %65–70 FAVÖK marjı, madencilik segmentinde ise %40'ın üzerinde gelir büyümesi ve %40–50 FAVÖK marjı hedefleniyor. Hepiyi Sigorta tarafında yıllık 100–130 milyon USD seviyesinde yönetilen portföy büyüklüğü artışı öngörülüyor. Şirket ayrıca 2030 yılı Net Aktif Değer hedefini 4,0 milyar USD'den 4,5 milyar USD'e yükseltti.

Hedef fiyatımızı 30,20 TL/hisse seviyesine yükseltiyor ve AL tavsiyemizi koruyoruz. Hedef fiyat revizyonumuzun temel nedeni, özellikle halka açık olmayan iştiraklerin değerlemelerinin güncellenmesi ve madencilik segmentinde kullanılan değerlendirme yöntemindeki değişiklik. Önceki dönemlerde madencilik şirketini NAD tablomuza satın alma bedeli üzerinden dahil ederken, güçlü FAVÖK üretimi ile birlikte artık benzer şirket çarpanlarına dayalı FD/FAVÖK yöntemi ile değerlemeye başladık. NAD hesaplamamız, şirketin paylaştığı NAD hesaplamasına kıyasla daha muhafazakâr varsayımlar üzerine kurulu ve hedef değerimizi belirlerken %40 holding iskontosu uygulamaya devam ediyoruz. Doğan Holding hisseleri halihazırda cari Net Aktif Değerine (NAD) göre %52 iskonto ile işlem görüyor. Hissenin son 1 yıllık ortalama NAD iskontosu %50 seviyesinde.

		UMS-29							
		Tüm Yıl			Çeyreksel				
TL mn		2025	2024	Y/Y Δ	4Ç25	4Ç24	Y/Y Δ	3Ç25	Ç/Ç Δ
4Ç25 FİNANSALLARI AÇIKLANDI!!	Ciro	93,680	104,887	-11%	23,742	22,634	5%	12,591	89%
	Brüt Kar	16,980	13,407	27%	5,259	3,829	37%	4,055	30%
	<i>Brüt Kar Marjı</i>	18.1%	12.8%	5.3ppt	22.2%	16.9%	5.2ppt	32.2%	-10.1ppt
	Faaliyet Giderleri	-12,690	-12,727	0%	-3,549	-3,852	-8%	-2,790	27%
	<i>Faaliyet Gideri/Ciro</i>	-13.5%	-12.1%	-1.4ppt	-14.9%	-17.0%	2.1ppt	-22.2%	7.2ppt
	Faaliyet Karı	4,290	679	531%	1,710	-23	-7652%	1,264	35%
	FAVÖK	10,618	5,924	79%	3,182	1,236	157%	3,040	5%
	<i>FAVÖK Marjı</i>	11.3%	5.6%	5.7ppt	13.4%	5.5%	7.9ppt	24.1%	-10.7ppt
	Finansman Gelir (Gider), net	-11,349	-9,816	16%	-2,262	-2,878	-21%	-2,476	-9%
	Parasal Kazanç (Kayıp)	-5,383	1,813	-397%	-485	416	-217%	-3,003	-84%
	VÖK	5,197	5,682	-9%	3,713	-382	-1071%	443	739%
	<i>VÖK Marjı</i>	5.5%	5.4%	0.1ppt	15.6%	-1.7%	17.3ppt	3.5%	12.1ppt
	Vergi Gelir/ Gider	-3,442	-1,158	197%	-1,525	938	-262%	-203	649%
	Net Kar	1,792	5,651	-68%	2,193	1,410	56%	127	1625%
<i>Net Kar Marjı</i>	1.9%	5.4%	-3.5ppt	9.2%	6.2%	3.0ppt	1.0%	8.2ppt	

Doğan Holding

Göreceli Getiri / Öneriler



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. 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. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.