

Doğan Holding

Doğan Holding'in 3Ç25 sonuçlarını nötr değerlendiriyoruz. Operasyonel olarak enerji, madencilik ve dijital finansal hizmetlerde güçlü seyir sürerken; otomotiv tarafındaki düzenleme kaynaklı baskılar konsolide büyümeyi sınırladı. NAD'de sınırlı artış ve portföy genelinde gider disiplini görünümü dengeliyor. Bu çerçevede 12 aylık hedef fiyatımızı 25,90 TL'de koruyor, AL tavsiyemizi yineliyoruz.

Finansal özet ve NAD. Şirket 3Ç25'te 21,8 mlr TL gelir, 2,8 mlr TL FAVÖK (%12,9 marj) ve 127 mn TL net kar açıkladı. Gelirler 3Ç'de yıllık %24 ve 9A25'te %15 gerilese de, Doğan Trend Otomotiv hariç bakıldığında gelirler 3Ç'de yatay seyretti ve 9A'da %9 arttı. FAVÖK, 3Ç24'teki negatif seviyeden 2,8 mlr TL düzeyine geldi. Otomotiv segmenti hariç FAVÖK yıllık %15,9 marja ulaştı. NAD çeyreklik %2 artışla 2,7 mlr USD'ye yükseldi. Bu artışta başta Hepiyi ve Gümüştaş olmak üzere borsa dışı varlıklarda 126 mn USD tutarında değerlenme etkili oldu. 3Ç24'te kaydedilen 212 mn TL net parasal kazancın aksine, 3Ç25'te özellikle Hepiyi Sigorta'nın gerçekleşmemiş hasar karşılıklarına uygulanan TMS 29 nedeniyle 3,0 milyar TL net parasal kayıp oluştu. Solo net nakit temettüler ve iştirak sermaye artışları nedeniyle 617 mn USD seviyesine geriledi.

Segment detayları. Yenilenebilir enerji segmenti (Galata Wind) %70 FAVÖK ile çalıştı. Güçlü kapasite artışları ve elverişli iklim koşulları sayesinde 2025'in üçüncü çeyreğinde elektrik üretimi yıllık bazda %44 arttı. İtalya ve Almanya'daki yeni güneş ve depolama projeleriyle Avrupa genişleme hedefleri planlandığı şekilde ilerliyor.

Madencilikte (Gümüştaş) üretim yıllık %26 arttı ve FAVÖK marjı %39 oldu; bu performans, beklenenden güçlü spot emtia fiyatları ve ürün karmasından kaynaklandı. Üç yıllık 90 mn USD'lik yatırım programında takvim korunuyor. **Dijital finansal hizmetlerde** (Hepiyi) brüt prim üretimi yıllık %19 artışla 7,2 mlr TL'ye ulaştı ve net kar yaklaşık 1,2 mlr TL seviyesinde gerçekleşti; AUM %60 büyüyerek 698 mn USD oldu, kasko pazar payı %4,2'ye yükseldi. **Elektronik-teknolojide** Karel yeniden yapılanma sonrası %10 FAVÖK marjı kaydetti. Sesa'da gelir %5 daraldı ancak FAVÖK yıllık %135 artarak %16 marja ulaştı; ihracatta ABD'nin payı %19 seviyesine çıktı. **Otomotiv** tarafında "asgari stok" politikası nakit akışını destekledi ve net borç 75 mn USD'ye geriledi. MG satışları zayıf kaldı. Suzuki satışları yıllık %77 artış gösterdi.

Görünüm. Yönetim yıl sonu beklentilerini koruyor. Şirket, bugün TSi 16:00'da telekonferans düzenleyecek.

DOHOL

AL

12 Aylık Hedef Fiyat
Getiri Potansiyeli

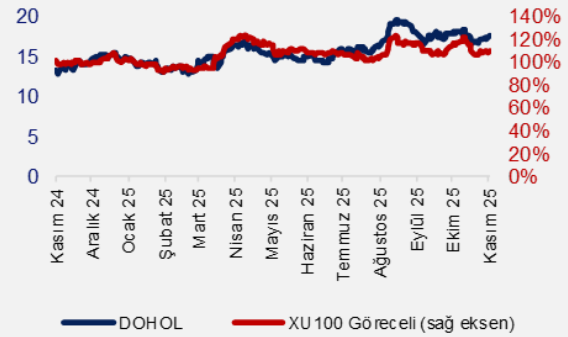
25,90
%48

Pay bilgileri

Pay Kodu	DOHOL TI
Pay fiyatı (6 Kasım 2025)	17,50
Pay fiyat aralığı (52 haftalık)	13 / 19
Piyasa Değ. (mn TL - \$ mn)	45.797 - 1.089
Pay adedi (mn)	2.617
Halka Açıklık Oranı	34%
Yabancı Takas Oranı	21%
Pazar	Yıldız Pazar
Sektör	Holdingler

Ort. Günlük İşlem Hacmı	1 Ay	3 Ay	12 Ay
mn USD	10,9	8,8	8,2

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-1%	7%	23%
USD	-2%	4%	3%
BIST-100'e göre perform	-4%	6%	9%



Oğuzhan Kaymak

+90 212 355 2622

oguzhan.kaymak@tacirler.com.tr

Özgür Tosun

+90 212 355 2637

ozgur.tosun@tacirler.com.tr

Ekler / Finansal Tablolar

Tablo: kar & zarar tablosu

(mn TL)	3Ç24	3Ç25	Δ	9A24	9A25	Δ
Gelirler	28.595	21.848	-24%	78.821	67.019	-15%
Toplam maliyetler	-26.247	-17.793	-32%	-69.642	-55.788	-20%
Brüt Kar	2.348	4.055	73%	9.178	11.231	22%
<i>Brüt kar marjı</i>	8%	19%		12%	17%	
Faaliyet giderleri	-3.460	-2.790	-19%	-8.505	-8.760	3%
Esas Faal. Diğer Gel./Gid.. net	-776	1.727	a.d.	4.557	6.312	39%
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. Kar/(Zarar) Pa	87	27	-69%	-642	-79	-88%
Faaliyet Karı/(Zararı)	-1.802	3.019	a.d.	4.587	8.705	90%
Yatırım Faaliyetlerinden Gel./(Gid.). net	4.129	2.903	-30%	6.534	6.119	-6%
Finansman Gel./(Gid.). net	-551	-2.476	349%	-6.649	-8.708	31%
Parasal Kazanç/(Kayıp). net	212	-3.003	a.d.	1.339	-4.693	a.d.
Vergi Öncesi Kar/(Zarar)	1.989	443	-78%	5.811	1.422	-76%
Sürdürülen Faaliyetler Kar/(Zarar)	1.468	239	-84%	3.802	-416	a.d.
Net Kâr	1.468	239	-84%	3.802	-416	a.d.
Net Kâr - Ana Ortaklık Payları	1.365	127	-91%	4.064	-384	a.d.
FAVÖK	-455	2.824	a.d.	4.492	7.126	59%
<i>FAVÖK marjı</i>	a.d.	13%		6%	11%	

Kaynak: Doğan Holding, Tacirler Yatırım Araştırma

Tablo: bilanço

(mn TL)	31.12.2024	30.09.2025
Dönen varlıklar	104.381	102.561
Duran varlıklar	70.804	67.185
Toplam varlıklar	175.184	169.745
Kısa vadeli yükümlülükler	61.254	60.331
Uzun vadeli yükümlülükler	21.063	18.129
Azınlık payları	13.313	13.149
Ana ortaklığa ait özkaynaklar	79.554	78.137
Toplam yükümlülükler	175.184	169.745
Nakit ve Nakit Benzerleri	66.330	66.705
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	25.223	19.923
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	13.042	10.379

Kaynak: Doğan Holding, Tacirler Yatırım Araştırma

Ekler / Finansal Tablolar

Tablo: gelir kırılımı

(mn TL)	3Ç24	3Ç25	Δ	9A24	9A25	Δ
Elektrik Üretimi	834	947	14%	2.253	2.232	-1%
Elektrik Gelirleri	834	947	14%	2.253	2.232	-1%
Sanayi ve Ticaret	6.380	5.503	-14%	20.482	17.495	-15%
Sanayi gelirleri	4.116	4.205	2%	13.806	12.414	-10%
Ambalaj gelirleri	1.398	1.221	-13%	4.269	3.650	-14%
Dış Ticaret gelirleri	865	78	-91%	2.407	1.431	-41%
Otomotiv Ticaret ve Pazarlama	10.292	3.358	-67%	28.596	12.028	-58%
Finansman ve Yatırım	9.670	9.268	-4%	23.358	27.695	19%
Finansman ve sigortacılık gelirleri	8.682	8.132	-6%	20.550	24.351	18%
Yönetim danışmanlığı gelirleri	8	11	38%	32	35	9%
Factoring gelirleri	979	1.125	15%	2.777	3.310	19%
İnternet ve Eğlence	924	1.006	9%	2.934	3.021	3%
Reklam Gelirleri	578	666	15%	1.972	2.097	6%
Abonelik Gelirleri	108	109	1%	341	329	-4%
Kitap ve Dergi Satışları	227	216	-5%	569	557	-2%
Diğer	12	15	25%	52	38	-27%
Gayrimenkul Yatırımlar	495	384	-22%	1.197	1.089	-9%
Gayrimenkul Yönetim Gelirleri	223	112	-50%	541	315	-42%
Kira gelirleri	137	175	28%	380	504	33%
Diğer	135	97	-28%	277	270	-3%
Madencilik	-	1.380	-	-	3.460	-
Madencilik ve dış ticaret gelirleri	-	1.380	-	-	3.460	-

Kaynak: Doğan Holding, Tacirler Yatırım Araştırma

Tablo: 3Ç25 segment analizi

(TL)	Elektrik Üretimi	Sanayi ve Ticaret	Madencilik	Otomotiv Ticaret ve Pazarlama	Finansman ve Yatırım	İnternet ve Eğlence	Gayrimenkul Yatırımlar	Eliminasyonlar	Toplam
Gelir	947	5.504	1.380	3.507	9.379	1.006	401	-277	21.848
Gelir Payı	4%	25%	6%	16%	43%	5%	2%	-1%	-
FAVÖK	672	546	538	-95	848	113	113	-102	2.824
FAVÖK Payı	24%	19%	19%	-3%	-	4%	4%	-	-
VÖK	538	-546	101	-357	628	-37	-37	-	443

Kaynak: Doğan Holding, Tacirler Yatırım Araştırma

Ekler / Finansal Tablolar

Tablo: net nakit / (borç) kırılımı

(mn TL)	31.12.2024	30.09.2025
Elektrik Üretimi	-1.222	-973
Sanayi & Ticaret	-8.094	-6.587
Karel konsolide	-5.643	-5.784
Karel	-5.149	-5.212
Daiichi	-494	-571
Sesa Ambalaj	-744	-503
Diğer	-1.706	-300
Otomotiv	-5.715	-3.104
Finans & Yatırım	44.445	47.445
Hepiyi Sigorta	21.300	28.937
DHI	17.976	17.998
ÖNCÜ GSYO	10.575	9.563
Dogan Holding	1.128	-1.959
Doruk Factoring	-5.023	-4.547
DY Bank	-1.430	-2.414
Diğer	-82	-134
İnternet & Eğlence	-18	-30
Hepsiemlak	63	-79
Kanal D Romania	-212	-205
Diğer	131	254
Gayrimenkul Yatırımları	571	666
D Gayrimenkul	404	556
Diğer	167	110
Madencilik	-944	-472
Gümüştaş Mining	-988	-505
Gümüştaş Dış Ticaret	44	33
Doku Madencilik	0	0
DOHOL Kombine net nakit/ (borç)	29.023	36.947

Kaynak: Doğan Holding, Tacirler Yatırım Araştırma

Künye

Tacirler Yatırım Araştırma ve İçerik Yönetimi

Serhan Yenigün

Müdür

serhan.yenigun@tacirler.com.tr

Ekin Çınar

Ekonomist

ekin.cinar@tacirler.com.tr

Oğuzhan Kaymak

Tüm hisse kapsamı ve içerik yönetimi

oguzhan.kaymak@tacirler.com.tr

Özgür Tosun

Holdingler, enerji (rafineri & petrokimya),
perakende

ozgur.tosun@tacirler.com.tr

Anıl Deniz Altıay

İletişim, sağlık ve ilaç, sigorta &
Küresel piyasalar

deniz.altiay@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 Rızık Cad. Şehit Necati Gürkaya Sok. Kat: 1 D: 1 Gime - 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
İzmit İrtibat Bürosu	Ömerağa Mah. Alemdar Cad. İ. Kolaylı Apt. No: 8 Kat: 2 İzmit	(0 262) 260 01 01
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 ziyayı talep etme hakkını saklı tutar.