

Doğan Holding, 2026 yılının ilk çeyreğine ilişkin finansal ve operasyonel sonuçlarının ardından 8 Mayıs'ta bir analist toplantısı düzenledi. Toplantıda madencilik, finansal hizmetler ve yenilenebilir enerji segmentlerindeki gelişmelerin yanı sıra Karel ile otomotiv iş kollarındaki dönüşüm sürecinin seyri, holdingin solo net nakit pozisyonu ve sermaye tahsisi yaklaşımı ile 2026 beklentilerinin korunması ele alındı.

Net Aktif Değer

Doğan Holding'in net aktif değeri ilk çeyrekte yıllık bazda %20 artışla 3 milyar dolara ulaştı, yıl başından bu yana artış ise %6 oldu. Bu performansın arkasında stratejik odak alanlarının güçlü seyri yer aldı. Yıl başından bu yana gerçekleşen artışa Gümüştaş'ın FAVÖK büyümesiyle yükselen benzer şirket çarpanları temelli değerlemesi 108 milyon dolar, Galata Wind'in piyasa değeri 52 milyon dolar ve finansal yatırımların defter değeri büyümesi ile fiyat/defter değeri temelli değerlemesi 18 milyon dolar katkı sağladı. Stratejik odak alanlarının (madencilik, finansal hizmetler ve yenilenebilir enerji) net aktif değer içindeki payı bir yıl önceki %44 seviyesinden %54'e yükseldi ve yönetim, gelir ile FAVÖK kompozisyonunun daha dengeli, daha sürdürülebilir bir yapıya evrildiğini değerlendirdi. Net aktif değerinin 2030 yılında 4,5 milyar dolara ulaşması hedefi de korundu.

Konsolide Finansal Performans

Konsolide gelirler; Ditaş iştirak satışı, Galata Wind'te piyasa takas fiyatının yıllık %8 gerilemesi ve Hepiyi Sigorta'nın brüt prim üretimindeki ihtiyatlı %4 büyüme nedeniyle yıllık bazda yatay seyrederek 23,9 milyar TL oldu. Buna karşın gelir kalitesi belirgin biçimde iyileşti. Verimlilik odağıyla operasyonel giderlerde ve maliyetlerde sağlanan azalış brüt kârı %51 artışla 5.837 milyon TL'ye, brüt kâr marjını %16'dan %24'e taşıdı, toplam maliyetler yıllık %12 geriledi. Faaliyet giderleri %5 azalmasına rağmen esas faaliyetlerden diğer net gelirlerin 2.520 milyon TL'den 570 milyon TL'ye düşmesi faaliyet kârındaki artışı sınırladı ve faaliyet kârı %15 artışla 3.280 milyon TL oldu.

Finans segmenti hariç FAVÖK yıllık %142 artışla 2,6 milyar TL'ye yükseldi ve FAVÖK marjı %4'ten %11'e çıktı. Bu iyileşmede madencilik ile Karel'in operasyonel dönüşümü belirleyici oldu. Madencilik gelirleri yıllık %141, yatırım bankacılığı gelirleri %93 ve faktoring gelirleri %58 büyüyerek konsolide gelirlere güçlü katkı sağlarken Gümüştaş geçen yılki %55 FAVÖK marjına kıyasla %58

Şirket Bilgileri

Hisse Kodu	DOHOL
Hisse Fiyatı	24,56
Fiili Dolaşım Oranı	35,66
Hisse Başına Kar	1,14
Ödenmiş Sermaye	2.616.996.091
Piyasa Değeri	64.273.423.995



Piyasa Çarpanları

F/K	21,52
FD/FAVÖK	1,65
PD/DD	0,71
PEG	-0,99
Net Borç/FAVÖK	-3,09

Oranlar	2026/3	2025/3
Cari Oran	1,61	1,69
Kaldıraç Oranı	47,46	47,62
Özkaynak Karlılığı	3,31	4,06
Brüt Kar Marjı (Çeyreklik)	24,39	15,83
FAVÖK Marjı (Çeyreklik)	17,54	9,62
Net Kar Marjı (Çeyreklik)	1,39	-2,79

marj kaydetti, Karel'de ise FAVÖK marjı %4'ten %7'ye yükseldi.

Net tarafta yatırım faaliyetlerinden net gelirler menkul kıymet faiz gelirleri ve satış kârları sayesinde yaklaşık 2,5 milyar TL artarak 3,9 milyar TL'ye çıktı. Net finansman giderleri ağırlıkla banka kredisi faiz giderleri ve finansman faaliyetlerine ilişkin kur farkı giderlerindeki azalışla 676 milyon TL gerileyerek 2.348 milyon TL'ye indi. Enflasyon muhasebesi kaynaklı net parasal kayıp 1,0 milyar TL'den 3,3 milyar TL'ye yükselmesine rağmen vergi öncesi kâr 275 milyon TL'den 1.600 milyon TL'ye çıktı ve ana ortaklık payına düşen net sonuç pozitifte dönerek 334 milyon TL net kâra ulaştı (1Ç25: 680 milyon TL net zarar).

Stratejik Odak Alanları

Gümüştaş Madencilik

Gümüştaş, çeyreğin en güçlü değer katkısını sunan iş kolu olarak öne çıktı. Kurşun ve çinko üretiminde Türkiye'nin en büyük üçüncü metal madeni konumundaki şirketin gelirleri yıllık %141 artışla 2.362 milyon TL'ye yükselirken FAVÖK 1.362 milyon TL'ye ulaştı ve FAVÖK marjı geçen yılki %55'ten %58'e çıkarak 2026 yıl sonu için öngörülen %40-50 bandının üzerinde gerçekleşti. Maden üretimi yıllık %36 arttı.

Yatırım tarafında ilk çeyrekte 10 milyon dolarlık yatırım harcaması tamamlandı ve 2026 için 70 milyon doları aşan yatırım programıyla uyumlu seyir korundu. Geçen ay açıklanan bağımsız UMREK kaynak raporunda toplam 12,7 milyon ton kaynak belirlendi, bu rakam önceki rapora göre %41 artışa işaret ediyor ve yönetim tarafından madencilikteki yatırım iştahını destekleyen bir gelişme olarak değerlendirildi. Şirket 2030 yılında 1 milyon ton yeraltı maden üretimine ulaşma hedefini korudu, kurşun, çinko ve pirit konsantre üretiminde operasyonel verimlilik girişimleri ile arama yatırımlarının sürdüğünü belirtti.

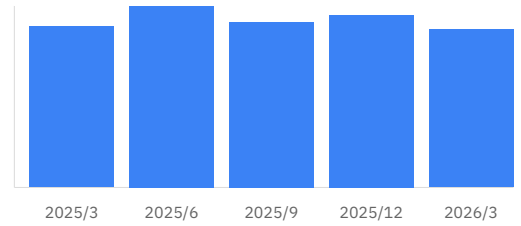
Hepiyi Sigorta

Türkiye'nin ilk uçtan uca dijital sigortacısı Hepiyi'de yönetilen portföy büyüklüğü yıllık %50 artışla 818 milyon dolara ulaştı. Kasko branşında pazar payı yıllık bazda 180 baz puan artarak %3,9'a yükseldi ve şirket bu branşta sekizinci, trafik branşında ise beşinci en büyük sigorta şirketi konumuna geldi, trafik branşında pazar payı %6,3'ten %5,9'a geriledi. Brüt yazılan primler, sektördeki artan rekabet ortamında bilinçli olarak sürdürülen seçici ve disiplinli prim üretimi politikası nedeniyle %4 artışla 6.657 milyon TL oldu, bu büyümenin sınırlı kalması tercih edildi ve trafik sigortasının prim kompozisyonundaki ağırlığı %63 düzeyinde

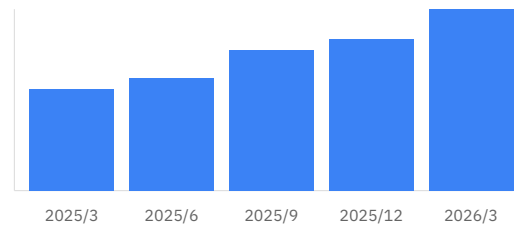
Özet Gelir Tablosu	2026/3	2025/3	%
Satışlar	23.9 mr	24.4 mr	%-2
Brüt Kar	5.8 mr	3.9 mr	%51
Faal. Karı	3.3 mr	2.8 mr	%15
FAVÖK	4.2 mr	2.3 mr	%79
Net Kar	333.5 mn	-680.2 mn	%-149

Özet Bilanço	2026/3	2025/12	%
Dönen Var.	125.0 mr	125.5 mr	%-0
Duran Var.	76.3 mr	77.6 mr	%-2
Fin. Borçlar	39.5 mr	38.0 mr	%4
Net Borç	-41.9 mr	-43.4 mr	%-4
Özkaynaklar	90.6 mr	92.1 mr	%-2

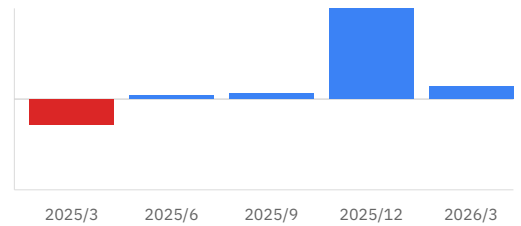
Çeyreklik Satışlar



Çeyreklik FAVÖK



Çeyreklik Net Kâr



gerçekleşti.

Operasyonel verimlilik korunarak gider/prim oranı %6,2 ile sektör ortalaması olan %9,0'ın belirgin altında kaldı. Trafik branşında hasar oranı %129,9'dan %94,5'e, bileşik oran %147,1'den %110,9'a gerileyerek hem geçen yılın hem de sektör ortalamasının altına indi. Teknik kâr 1.336 milyon TL'den 2.171 milyon TL'ye çıkarken net kâr iki katından fazla artışla 881 milyon TL'den 1.938 milyon TL'ye yükseldi. Hepiyi'nin finansalları TMS 29 enflasyon muhasebesine tabi tutulmuyor.

Galata Wind

Galata Wind elektrik üretimini yıllık %38 artırarak Türkiye genelindeki %3'lük üretim artışının belirgin üzerinde performans gösterdi. Ancak TL bazlı piyasa takas fiyatının yıllık %8, dolar bazlı fiyatın ise %23 daralması gelirleri geçen yılın %5 altına, 692 milyon TL'ye çekti. Sabit gider yapısı nedeniyle FAVÖK 457 milyon TL ile %66 marja geriledi (1Ç25: %71) ve net kâr 164 milyon TL oldu. Şirket, fiyat tarafındaki bu baskıya karşın güçlü nakit üretimi niteliğinin korunduğunu vurguladı.

Büyüme tarafında inşaat ve izin süreçleri Türkiye, Almanya ve İtalya'da tam hızda sürüyor. Mevcut 354,2 MW kurulu güce sahip şirket, 2027 sonu için 578,2 MW, 2030 sonu için ise 1.000 MW'ı aşan (1.088,2 MW) kapasite hedeflerini korudu. 2026 yılı için 950-1.000 GWh elektrik üretimi ve %65-70 FAVÖK marjı beklentisi de değiştirilmedi.

Dinamik Odak Alanları

Yönetim, dinamik odak alanlarında değer artırıcı çıkışların sürekli değerlendirildiğini, doğru zamanda doğrudan satış ya da halka arz gibi yöntemlerle çıkış yapıp elde edilen kaynağın yeni yatırımlara yönlendirilebileceğini, ancak önümüzdeki aylar için üzerinde çalışılan belirli bir adayın bulunmadığını aktardı.

Karel

Karel'de dönüşüm programı olumlu sonuç üretmeyi sürdürdü ve şirket ilk çeyrekte enflasyon üzeri %11 reel büyümeyle gelirlerini 4.747 milyon TL'ye taşıdı. Kurumsal Projeler segmentinin toplam gelir içindeki payı yıllık bazda %47'den %57'ye yükseldi, yenilenen sözleşmeler bu segmentin brüt kâr marjını %3,7'den %13,8'e çıkardı. Daiichi yüksek marjlı katkısını korurken brüt kâr marjını %23,2'den %25,9'a yükseltti, daha düşük marjlı elektronik kart üretimi segmentinin ağırlığının azalması da marj genişlemesini destekledi. Bu kompozisyon değişimiyle konsolide FAVÖK marjı %4'ten %7'ye, FAVÖK 182 milyon TL'den 328 milyon TL'ye yükseldi ve net zarar 460 milyon TL'den 240 milyon TL'ye daraldı. İşletme sermayesi yönetimindeki disiplinle konsolide net borç 6.038 milyon TL'den 5.580 milyon TL'ye geriledi ve finansal görünümdeki iyileşme ilk çeyrekte de sürdü. Şirket, Sermaye Piyasası Kurulu nezdinde yürütülen tahsisli sermaye artırımı sürecinin tamamlanmasının ardından bu iyileşmenin hızlanmasını beklediğini, Karel'deki dönüşümün beklentilerle uyumlu ilerlediğini belirtti.

Yatırımcı sorularına yanıt olarak yönetim, Karel'in askeri sınıf üretim, Daiichi ile otomotiv elektroniği ve 5G yaygınlaşmasıyla ivmelenen telekomünikasyon hizmetleri olmak üzere üç alanda büyüme potansiyeli taşıdığını, bu alanlara yatırımın süreceğini, tüketici elektroniği üretimi ve daha düşük katma değerli faaliyetlerdeki dönüşümün ise yaklaşık %70-80 oranında tamamlandığını aktardı.

Sesa Ambalaj

Sesa'da gelirler yıllık bazda hafif gerileyerek 1.176 milyon TL oldu, ancak premium ürünlerin satışlardaki payının %30'a ulaşması ve ürün kompozisyonundaki iyileşme FAVÖK marjını %8'den %10'a taşıdı, FAVÖK 123 milyon TL'ye yükseldi. Net kâr, geçen yılki sıfıra yakın net zararın ardından pozitifte dönerek 94,5 milyon TL oldu. Tarife değişikliklerinin ardından ABD'nin ihracat içindeki payı yıllık bazda %15'ten %24'e çıkarken şirket premium ürün ağırlığının artırılması, ihracat pazarlarının çeşitlendirilmesi ve operasyonel verimlilik odağını sürdürdüğünü belirtti.

Doğan Trend Otomotiv

Otomotiv sektöründeki zorluklara ve değişen vergi ortamına rağmen Doğan Trend'in operasyonel performansı görece dayanıklı kaldı. Şubat 2026'da devreye alınan iki yeni vergi avantajlı modelle MG satışları yıllık %8 artarak 591 adetten 637 adede çıktı, Suzuki tarafında ise yeni vergi rejimine uymayan bir modelin satıştan kaldırılmasına rağmen düşüş sınırlı kaldı ve satışlar 1.142 adetten 1.084 adede geriledi. Gelirler yıllık bazda yatay seyrederek 3.977 milyon TL olurken, FAVÖK zararı 421 milyon TL'den 50 milyon TL'ye belirgin biçimde daraldı. Geçen yıl tamamlanan sermaye artırımının desteği, ertelenmiş vergi geliri ve enflasyon muhasebesi kaynaklı parasal kazanç sayesinde şirket geçen yılki net zararın aksine 145 milyon TL net kâr kaydetti. Yönetim, son çeyreklerde alınan bilanço güçlendirme, stok optimizasyonu ve ürün portföyü düzenlemelerinin daha sağlıklı bir operasyonel ve finansal görünümü desteklemeye devam ettiğini değerlendirdi.

Nakit Yönetimi

Holding düzeyinde solo net nakit pozisyonu çeyrek sonunda 633 milyon dolar ile yıl sonundaki 639 milyon dolar seviyesine yakın korundu. Yıl başından bu yana gözlenen hafif düşüş, solo nakdin değerlendirildiği bazı finansal varlıkların mart sonu itibarıyla bölgesel savaş kaynaklı gelişmelerin etkisini fiyatlamış olmasından kaynaklandı. Çeyrek boyunca hiçbir iştirak için sermaye desteği ya da nakit çıkışı gerekmedi. Bu durum portföy şirketlerinin kendi kendine yetebilirliğinin güçlendiğine işaret olarak değerlendirildi. Yerel para cinsi getirilerin cazipliğinden yararlanmak amacıyla solo net nakit portföyünde Türk lirası varlıkların payı %20'den %28'e yükseltildi. Sigorta iş kolu hariç konsolide net nakit pozisyonu 123 milyon dolar, holding konsolide net nakit pozisyonu ise 932 milyon dolar olarak gerçekleşti.

2026 Beklentileri

Şirket, TMS 29 etkisi dahil olarak verilen 2026 beklentilerini koruduğunu belirtti. Galata Wind için 950-1.000 GWh elektrik üretimi ve %65-70 FAVÖK marjı, madencilikte Gümüştaş için %40'ın üzerinde TL gelir artışı, %40-50 FAVÖK marjı ve 70 milyon doları aşan yatırım harcaması, finansal hizmetlerde Hepiyi için 100-130 milyon dolarlık yönetilen portföy büyüklüğü artışı öngörülüyor. Net aktif değer 2030 yılında 4,5 milyar dolara ulaşması hedefi de korundu.