

15 Eylül 2025

KCHOL - Dengeli ve Çeşitlendirilmiş Portföy Yapısı

Koc Holding için “Endeks Üzeri Getiri” tavsiyemizi, hisse başına 268.30 TL hedef fiyat ve %61,1 yukarı yönlü potansiyel ile sürdürüyoruz.

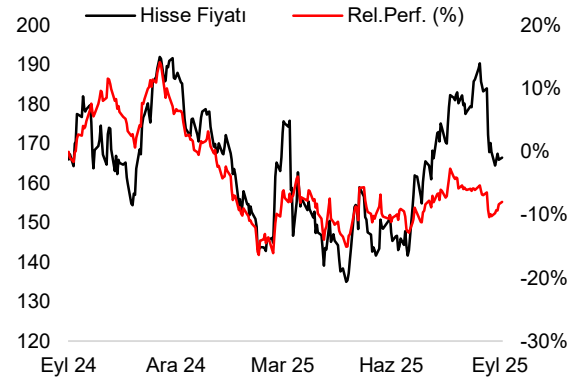
Tarihsel ortalamaların üzerinde NAD iskontosu ve faiz indirim sürecine hazır çeşitlendirilmiş dengeli portföy... Koç Holding güncel NAD hesaplamamıza göre %37,6, hedef NAD hesaplamamıza göre %50,2 NAD iskontosu ile işlem görmektedir. Hedef NAD hesaplamamızda Otomotiv (%42,9), Finans(%19,7), Enerji (%23) ve dayanıklı tüketim (%5,6) segmentlerinde dengeli ve çeşitlendirilmiş portföye sahiptir. Bankacılık, otomotiv, beyaz eşya gibi alanlarda yurt içindeki faiz indirim sürecinden pozitif etkilenecekken, Euro Bölgesi ekonomik aktivitesindeki toparlanma ve EUR/USD paritesindeki yukarı yönlü hareket ihracat performansına olumlu katkı yapabilir.

Ford Otosan’dan güçlü ihracat rakamları umut verici, Tofaş’ta Stellantis birleşmesi sinerji yaratabilir. Ford tarafından ODMD’ye bildirilen binek, hafif ticari ve orta ticari perakende satış verilerinde yılın ilk yedi ayında toplam rakam %3,2 artışla 63.105 oldu. OSD ile paylaşılan üretim ve ihracat verilerine göre ise yılın ilk 7 ayında üretim yıldan yıla %18 artışla 287.436’ya, ihracat adedi ise %25 artışla 258.047’ye yükseldi. Gelen güçlü üretim ve satış rakamları, yurt içi rekabetten daha az etkilenmesi, EUR/USD kurundaki yukarı yönlü hareket gibi faktörlerle Ford’u beğenmeyi sürdürüyoruz. Tofaş, 2025 yılı yurt içi hafif araç pazarı ve Tofaş yurt içi satış adedi beklentisini yukarı yönlü revize etti. Yukarı revize edilen beklentiler ve Stellantis birleşmesinin yaratacağı sinerji temel katalistler olarak öne çıkıyor. Türk Traktör yılın ilk 7 ayında iç pazarda yıldan yıla %47 azalışla 11.282 adet traktör satışı gerçekleştirdi (2025 tüm yıl beklentisi 18.000 – 22.000). İhracat tarafında yıldan yıla %24 azalışla 7064 adet satış gerçekleşti (2025 tüm yıl beklentisi 10.000 – 12.000). Hem yurt içi hem ihracat adetleri zayıf gelmeyi sürdürürken faiz indirim süreci ilerleyen dönemde katalist olabilir.

Tüpraş’ta güçlü ikinci çeyrek sonuçlarının ardından, ürün marjları Temmuz ve Ağustos’ta da güçlü seyretti. İran – İsrail gerilimi, İspanya ve Portekiz’de yaşanan elektrik kesintilerinin ve rafineri bakımlarının etkisiyle küresel stokların beş yıllık ortalamaların altında seyretmesi gibi nedenler ikinci çeyrekte ürün marjlarını destekledi. 2. çeyrekte motorinde geçen yılın hafif altında marjlar takip edilirken (2Ç25:17,1\$/v 2Ç24:18,4\$/v) jet yakıtında yüksek sezonun etkisiyle ilk çeyreğin üzerinde, geçen yılın yüksek bazı nedeniyle geçen yılın hafif altında marjlar izlendi (2Ç25:16,0\$/v 2Ç24:16,3\$/v 1Ç25:14,5\$/v). Benzin marjları ise yüksek stok seviyeleri nedeniyle geçen yılın altında seyretti (2Ç25:16,2\$/v 2Ç24:21,5\$/v). Yüksek kükürtlü Fuel Oil ise kompleks rafinerilerin artan talebi ve düşük arz seviyeleri nedeniyle güçlü kaldı. Temmuz ve Ağustos ayında takip edilen güçlü veriler ve yüksek sezonun etkisiyle güçlü üçüncü çeyrek finansalları bekliyoruz.

Güncel NAD hesaplamamızın %21’ini bankacılık oluşturuyor. Yapı Kredi’nin yılın ilk yarısında enflasyon muhasebesi hariç net karı yıldan yıla %31 artışla 26,96 milyar TL oldu. Yapı Kredi, 2025 için orta yirmili seviyelerde maddi ortalama özsermaye karlılığı (RoTE) hedefini korurken, bu hedefe 2-2,25 puanlık daha yüksek Net Faiz Marjı (önceki tahmin: 3 puan artış) ve %40 ve üzeri ücret/komisyon geliri büyümesi (önceki tahmin: %25-30) ile ulaşmayı planlıyor. 2024’teki %57’lik kar daralmasının ardından, 2025’te Yapı Kredi için %75 kar artışı bekliyoruz. 2025 için ROE (özsermaye karlılığı) tahminimiz %23, RoTE tahminimiz ise %23,6. Yapı Kredi hisseleri, 2026 tahminlerimize göre 0,8x F/DD (Fiyat/Defer Değeri) ve 3,1x F/K (Fiyat/Kazanç) çarpanlarıyla işlem görüyor. 2026 için ROE beklentimiz %29 seviyesinde.

KCHOL		Endeks Üzeri Getiri		
Bloomberg/Reuters Kodu		KCHOL TI / KCHOL.IS		
Hisse Fiyatı (TL)		166.50		
Hedef Fiyat (TL)		(Önceki 279,20) 268.30		
Yükseliş Potansiyeli		61.1%		
Piyasa Değeri (mn TL)		422,227		
Halka Açıklık (%)		26.4		
12 Aylık en düşük/en yüksek (TL)		133.70 / 198.53		
Ort. Gün. İşlem Hacmi (mn USD)		113.7		
Net Borç (mn TL) - 2Ç25		39,659		
		2023	2024	1Y25
Ortalama NAD İskontosu*		-32.6%	-24.1%	-33.9%
(Hesaplamamıza dayanmaktadır.)				
	1A	3A	12A	YBB
Rel. Getiri	-2%	4%	-8%	-8%
Mutlak Getiri	-7%	4%	0%	-2%

Analist: [Özgür Fedai Durmaz](#)

Tablo: Koç Holding - Net Aktif Değer Tablosu

KOÇ 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 %	Hedef Değer TL mn	Holding'in payı TL mn
Otomotiv								
Tofaş	Piyasa Değeri	240.5	120,250	37.6	45,238	6.7	147,500	55,490
Ford Otosan	Piyasa Değeri	100.8	353,717	38.7	136,712	20.1	491,274	189,877
Otokar	Piyasa Değeri	494.8	59,370	47.4	28,130	4.1	73,680	34,910
Türk Traktör	Piyasa Değeri	567.0	56,738	37.5	21,277	3.1	80,284	30,106
Otokoç	Defter Değeri	1.0	44,762	99.8	44,655	6.6	55,953	55,818
Toplam					276,011	40.7		366,201
Dayanıklı Tüketim								
Arçelik	Piyasa Değeri	123.4	83,385	41.4	34,546	5.1	114,874	47,592
Arçelik LG Klima	Defter Değeri	1.0	2,511	5.0	126	0.0	3,139	157
Toplam					34,672	5.1		47,749
Gıda ve Perakende								
Koçtaş	Defter Değeri	1.0	2,092	49.8	1,042	0.2	2,615	1,302
Divan	Defter Değeri	1.0	5,370	29.9	1,606	0.2	6,713	2,007
Toplam					2,647	0.4		3,309
Finans								
Yapı Kredi Bankası	Piyasa Değeri	31.1	262,703	54.8	143,961	21.2	301,729	165,347
Koç Finansman	Defter Değeri	1.0	2,531	50.0	1,266	0.2	3,164	1,582
Toplam					145,227	21.4		166,929
Enerji								
Tüpraş (Enerji Yat.)	Piyasa Değeri	173.4	334,106	42.1	140,559	20.7	417,922	175,820
Aygaz	Piyasa Değeri	168.8	37,102	40.7	15,093	2.2	46,378	18,867
Toplam					155,652	22.9		194,686
Turizm								
Altinyunus Çeşme	Piyasa Değeri	456.0	11,400	30.0	3,420	0.5	14,250	4,275
Marmaris Altinyunus	Piyasa Değeri	1,159.0	8,075	50.0	4,037	0.6	12,112	6,056
Setur	Defter Değeri	1.0	5,448	24.1	1,314	0.2	6,810	1,642
Toplam					8,771	1.3		11,973
Satın Alma ve Tedarik Zinciri								
Zer	Defter Değeri	1.0	3,937	39.5	1,557	0.2	4,921	1,946
Toplam					1,557	0.2		1,946
Diğer Sektörler								
Koç Sistem	Defter Değeri	1.0	4,650	41.1	1,912	0.3	5,813	2,390
Diğerleri	Defter Değeri	1.0			12,457	1.8	15,571	15,571
Toplam					14,369	2.1		17,961
Tüm İştirakler								
					638,905	94.2		810,755
Halka açık					572,973	84.4		728,340
Halka açık olmayan					65,932	9.7		82,415
Net Nakit - Holding solo 2Ç25					39,659	5.8		39,659
TOPLAM NET AKTİF DEĞER					678,564			850,414
KOÇ HOLDING Piyasa Değeri					422,227			422,227
İskonto (-)/ Prim (+)					-37.8%			-50.4%
Uygulanan İskonto								20%
İkonto Sonrası Hedef NAD								680,331
Hedef Fiyat								268.30
Güncel Hisse Fiyatı								166.50
Getiri Potansiyeli								61.1%

Kaynak: Finnet, OYAK Yatırım, 12/09/2025 kapanış

SAHOL - Büyük Ağırlığı Finans ve Enerjiden oluşan Güçlü Portföy

15 Eylül 2025

Sabancı Holding için “Endeks Üzeri Getiri” tavsiyemizi, hisse başına 137.60 TL hedef fiyat ve %59,9 yukarı yönlü potansiyel ile sürdürüyoruz.

Banka ve Finansal Hizmetler hedef NAD hesaplamamızın %41,4’ünü oluşturuyor. Akbank’ın enflasyon muhasebesi hariç net karı 1Y25’te yıldan yıla %3 artışla 24,9 milyar TL oldu. Holding finansallarında ise konsolide net zarar 570 milyon TL oldu (1H24: 6,1 milyar TL zarar). Akbank, 2025 yılı için >%30 olan özkaynak karlılığı hedefini, net faiz marjı hedefini %5’ten %3–3,5 aralığına revize etmesi nedeniyle >%25 olarak güncelledi. 2024 yılında %36’lık kar daralması sonrası 2025’te Akbank’tan %52 oranında kar artışı bekliyoruz. 2025 için özkaynak karlılığı tahminimiz %24 seviyesindedir. Akbank hisseleri, tahminlerimize göre 2026 yılı için 0.8x F/DD ve 3.1x F/K çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Enerji ve İklim Teknolojileri segmenti hedef NAD hesaplamamızın %30,8’ini oluşturuyor. Enerji üretim iş kolunda doğalgaz katkısı ile üretimde artış gerçekleşti. Üretim hacmi 1Y25’te yıldan yıla %28 artışla 7,0 TWh oldu (1H24: 5,5 TWh). 7,0 TWh üretimin %46’sı doğalgazdan, %20’si hidro, %11’i rüzgar ve güneşten, %22’si kömürden gerçekleşti. Enerjisa Üretim yılın ilk yarısını geçen yılın aynı dönemine göre 490 bps iyileşme ile %19 FAVÖK marjı ve %99 artışla 7,55 milyar TL FAVÖK ile tamamladı. Daha yüksek üretim, daha yüksek kapasite kullanımı ile artan kapasite ödemeleri FAVÖK’teki iyileşmeye katkı sağladı. Enerji dağıtımında finansal gelirler azalsa da daha yüksek kapasite geri ödemeleri ve operasyonel giderlerdeki olumlu performans dağıtım FAVÖK’ündeki artışı destekledi. %25 pazar payı ile elektrik dağıtım ve perakende hizmetleri veren Enerjisa, 2028’de 6.250 MW’a ulaşması beklenen kurulu gücü (mevcut: 4,1 GW) ile Enerjisa üretim ve mevcut yetkinlikler ve teşviklerden yararlanarak ABD’de yenilenebilir enerji üretimi yapan Sabancı İklim Teknolojileri’nden (790 MW mevcut kapasite (504 MW devrede, 286 MW devam eden)) gelen katkının artarak devam etmesini bekliyoruz.

Malzeme teknolojilerinde çimento ve lastik iş kolunda yurtiçi piyasa koşulları finansalları negatif etkilerken, finansman giderleri net karı baskıladı. Çimento iş kolunda zayıf yurtiçi zayıf koşulları deprem bölgesinden gelen katkı ve uluslararası operasyonlar destekledi. Devam eden yüksek küresel rekabet lastik güçlendirmeyi etkilemeye devam etti. Malzeme teknolojilerinde 1Y25’te FAVÖK %27, net kar %95 daralırken Suriye’nin yeniden inşası, küresel arz ve talep ve emtia fiyatlarındaki gelişmeler potansiyel iyileşme için yakından takip edilecek.

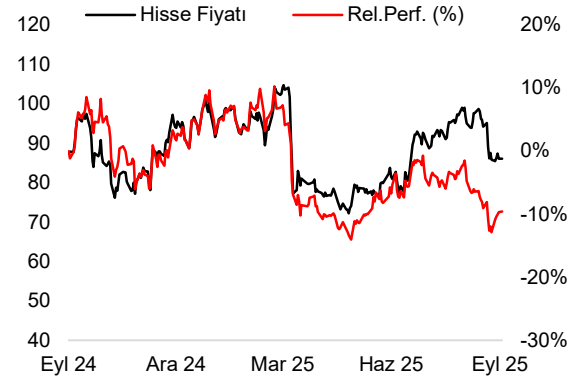
Yeni ekonomi payının ve döviz cinsi gelir payının artırılması hedeflerini beğeniyoruz. Şirket 2021 – 2025 hedeflerinde yeni ekonomi payını (enerji ve iklim teknolojileri, malzeme teknolojileri ve dijital teknolojileri) ~%13 olarak belirlenken 2021 – 2023 rakamlarında bu oran %11 olarak gerçekleşti. Döviz cinsi gelir payı ise 2021- 2025 hedeflerinde %30’un üzerine çıkarılması hedeflenirken 21 – 23 rakamlarında %20 olarak gerçekleşti. 2021 – 2025 hedeflerindeki komibe gelir büyümesi, kombine FAVÖK büyümesi, Net Borç FAVÖK ve Konsolide özkaynak karlılığı hedeflerine ise ulaşılmış durumdadır.

2029’da NAD’ın 20 milyar dolara ulaşması hedefleniyor. Şirket 2019’da 6 milyar dolar ve güncelde 9,5 milyar dolar olan NAD’ın (bizim hesaplamamız 8.8 milyar dolar), 2029 yılında 20 milyar dolara ulaşmasını hedefliyor. 2024 – 2029 yol haritası kapsamında AOSM düzeltilmiş getirinin +120-150 baz puan, yatırım harcamaları / ciro oranının %15 – 20, döviz cinsi gelir payının %30’un üzerinde ve net borç / FAVÖK rasyosunun 2’nin altında olması hedefleniyor.

SAHOL Endeks Üzeri Getiri

Bloomberg/Reuters Kodu	SAHOL T1 / SAHOL.IS
Hisse Fiyatı (TL)	86.05
Hedef Fiyat (TL)	(Önceki 145,40) 137.60
Yükseliş Potansiyeli	59.9%
Piyasa Değeri (mn TL)	180,737
Halka Açıklık (%)	53.2
12 Aylık en düşük/en yüksek (TL)	71.70 / 105.98
Ort. Gün. İşlem Hacmi (mn USD)	60.2
Net Borç (mn TL) - 2Ç25	13,300

	2023	2024	1Y25	
Ortalama NAD İskontosu*	-38.8%	-45.5%	-48.9%	
(Hesaplamamıza dayanmaktadır.)				
	1A	3A	12A	YBB
Rel. Getiri	-8%	-3%	-10%	-12%
Mutlak Getiri	-12%	-3%	-2%	-7%



Analist: [Özgür Fedai Durmaz](#)

Tablo: Sabancı Holding - Net Aktif Değer Tablosu

SABANCI HOLDİNG

Net Aktif Değer (NAD) Tablosu

					Cari NAD			Hedef NAD	
Sektör/Şirket	Değerleme Metodu	Fiyatı/Değerleme Çarpanı	Değer TL mn	Holding'in Payı %	payı TL mn	NAD'e oranı %	Hedef Değer TL mn	Holding'in payı TL mn	
Banka ve Finansal Hizmetler									
Akbank	Piyasa Değeri	62.0	322,400	40.8	131,378	37.8	364,260	148,436	
Aksigorta	Piyasa Değeri	5.9	9,575	36.0	3,447	1.0	11,969	4,309	
Agesa	Piyasa Değeri	157.0	28,260	40.0	11,304	3.2	44,856	17,942	
Toplam						146,129	42.0	170,687	
Malzeme Teknolojileri									
Akçansa	Piyasa Değeri	129.5	24,792	39.7	9,848	2.8	30,990	12,309	
Çimsa	Piyasa Değeri	44.1	41,682	54.5	22,733	6.5	52,102	28,416	
Kordsa Global	Piyasa Değeri	62.5	12,148	71.1	8,639	2.5	15,185	10,798	
Toplam						41,219	11.8	51,524	
Mobilite çözümleri									
Brisa	Piyasa Değeri	72.5	22,121	43.6	9,645	2.8	12,056	5,256	
Toplam						9,645	2.8	5,256	
Dijital Teknolojiler									
Teknosa	Piyasa Değeri	24.9	5,005	50.0	2,502	0.7	6,256	3,128	
DxBV	Defter Değeri	1.0	2,663	100.0	2,663	0.8	3,328	3,328	
Toplam						5,165	1.5	6,456	
Enerji ve İklim Teknolojileri									
Enerjisa Üretim	FD/FAVÖK	9.8	101,357	50.0	50,679	14.6	126,697	63,348	
Enerjisa Enerji	Piyasa Değeri	69.0	81,494	40.0	32,598	9.4	101,867	40,747	
Sabancı Clim.Tech.	Defter Değeri	1.0	18,401	100.0	18,401	5.3	23,001	23,001	
Toplam						101,677	29.2	127,096	
Diğer									
Carrefoursa	Piyasa Değeri	80.0	10,222	57.1	5,837	1.7	12,777	7,296	
Other	Değerleme Raporu	1.0	24,900	100.0	24,900	7.2	31,125	31,125	
Toplam						30,737	8.8	38,421	
Toplam İştirakler						334,572	96.2	399,442	
Halka açık						237,930	68.4	278,639	
Halka açık olmayan						96,642	27.8	120,803	
Net Nakit - Holding solo 2Ç25						13,300	3.8	13,300	
TOPLAM NET AKTİF DEĞER						347,872		412,742	
SABANCI HOLDING Piyasa Değeri						180,737		180,737	
İskonto (-)/ Prim (+)						-48.0%		-56%	
Uygulanan İskonto								30%	
İkonto Sonrası Hedef NAD								288,919	
Hedef Fiyat								137.60	
Güncel Hisse Fiyatı								86.05	
Getiri Potansiyeli								59.9%	

Kaynak: Finnet, OYAK Yatırım, 12/09/2025 kapanış

DOHOL - Yüksek NAD iskontosunu, Güçlü Net Nakit Pozisyonu

15 Eylül 2025

Dogan Holding için “Endekse Paralel Getiri” tavsiyemizi “Endeks Üzeri Getiri” olarak revize ederken, hisse başına 23.50 TL hedef fiyat ve %42,9 yukarı yönlü potansiyel belirliyoruz.

Stratejik odak alanları (Yenilenebilir Enerji, Madencilik, Finansal Hizmetler) güçlü beklentilerle öne çıkıyor. Cari NAD hesaplamamızda toplam payı %44 olan stratejik odak alanlarının (Yenilenebilir Enerji: %8,5, Madencilik:%5,5, Finansal Hizmetler: %30), 2026 yılında NAD payının ~%55'e 2030 yılında ~%70'e yükselmesi bekleniyor. Şirket, 2Ç25 sonu itibariyle 2,2 milyar dolar olarak hesapladığımız NAD'nın 2026'da 3 milyar dolara, 2030 yılında ise 4 milyar dolara ulaşması bekliyor. 2030'a kadar her stratejik iş kolu için 1 milyar dolar üzerinde değerlendirme hedefi bulunurken, Hepiyi, Daiichi, Sesa gibi şirketlerin halka arz fırsatları da takip edilecek.

Stratejik odak alanlarında 2025 yılı beklentileri korunurken, Holding gelir büyümesi ve FAVÖK büyümesi beklentileri revize edildi. Galatawind'de 2025 yılından 50+ MW kapasite artışı beklenirken bu beklenti yılın ilk yarısında gerçekleşti. Galatawind'de 900 – 980 bin MWh elektrik üretimi ve %70 – 75 FAVÖK marjı bekleniyor. Madencilik iş kolunda 2025 yılında >%50 TL gelir artışı, %25 – 30 FAVÖK marjı ve 40 – 45 milyon dolar yatırım harcaması bekleniyor. Finansal hizmetlerde >%70 TL gelir artışı beklenirken, Hepiyi'de 250 – 300 milyon dolar yönetilen portföy büyüklüğü artışı öngörülüyor. Holding beklentilerinde ise TÜFE + 5 ila 8 puan arasında olan TL gelir büyüme beklentisi ve TÜFE + 6 ila 10 puan arasında olan TL FAVÖK büyüme beklentisi ~TÜFE'ye revize edilirken %5 – 10 olan USD NAD artışı beklentisi korundu.

Galatawind'de 2025'te kurulu güç artışlarıyla daha güçlü bir ikinci yarı beklerken 2026 yılında Avrupa yatırımlarını katalist olarak değerlendiriyoruz. 2024 yılını 297,2 MW ile tamamlayan şirket, 2025 yılının ilk yarısında Taşpınar Hibrit GES'in 2. fazı ve Mersin RES kapasite artışı ile toplam kurulu gücünü 354 MW'a yükseltti. 2025 yılının 941,9 bin MWh üretim ile tamamlanmasını öngörüyoruz. 2026 yılında ise Avrupa GES yatırımlarını, Alapınar RES'i ve Şah RES'teki kapasite artışını takip edeceğiz. Toplam kurulu gücün 2027 yılı sonunda 576,8 MW'a, 2030 yılında 1086,8 MW'a ulaşması bekleniyor.

Türkiye'nin ilk uçtan uca dijital sigortacısı Hepiyi Sigorta güçlü büyümesini sürdürüyor. Hepiyi Sigorta'da 2Ç25'te brüt yazılan prim yıldan yıla %48,8 artışla 6,9 milyar TL'ye (2Ç24: 4,7 milyar TL), net kar 2Ç24'teki 133 milyon tl'den 2Ç25'te 1,1 milyar TL'ye yükseldi. Kasko Pazar payı Haziran 24 sonu itibariyle geçen yıla göre 1,8 puan artışla %4,1 oldu (Haz 24: %2,3). Yönetilen portföy büyüklüğü ise Haz 25 itibariyle yıldan yıla %97 artışla 621 mn dolara yükseldi (Haz 24: 315 mn dolar). 2025 yılının tamamında yönetilen portföy büyüklüğünde 250 – 300 mn dolar artış bekleniyor.

Gümüştaş, Türkiye'nin en büyük ilk 3 kurşun ve çinko üreticisi arasında ...

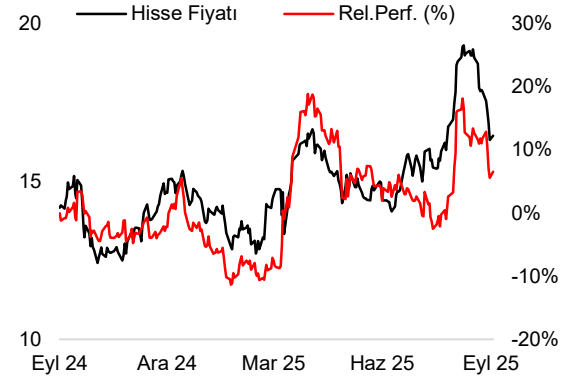
Gümüştaş 12 mn ton rezerv, 80 arama lisansı, 16 üretim lisansı ve 2 adet cevher işleme tesisine sahiptir. Yıllık yaklaşık 600 bin ton mineral işleme kapasitesine sahip olan şirketin yıllık işleme kapasitesinin 5 yıl içinde ikiye katlanması ve diğer madencilik şirketlerinin işleme ihtiyacının karşılanmasında faaliyet göstermesi hedefleniyor. 2025-27 döneminde 90 milyon dolar yatırım harcaması öngörülüyor. 2025 yılı için ise %50 TL gelir artışı, %25- 30 FAVÖK marjı ve 40-45 milyon dolar yatırım harcaması bekleniyor.

Güçlü net nakit pozisyonu korundu. 1Ç25 sonu itibariyle 646 milyon dolar olan solo net nakit pozisyonu 2Ç25 sonu itibariyle 662 milyon dolar seviyesine yükseldi.

DOHOL Endeks Üzeri Getiri

Bloomberg/Reuters Kodu	DOHOL T1 / DOHOL.IS
Hisse Fiyatı (TL)	16.45
Hedef Fiyat (TL)	(Önceki 22,60) 23.50
Yükseliş Potansiyeli	42.9%
Piyasa Değeri (mn TL)	43,050
Halka Açıklık (%)	35.7
12 Aylık en düşük/en yüksek (TL)	12.34 / 19.39
Ort. Gün. İşlem Hacmi (mn USD)	6.8
Net Borç (mn TL) - 2Ç25	26,298

	2023	2024	1Y25	
Ortalama NAD İskontosu*	-47.3%	-53.0%	-59.6%	
*(Hesaplamaımıza dayanmaktadır.)				
	1A	3A	12A	YBB
Rel. Getiri	-1%	5%	7%	9%
Mutlak Getiri	-6%	5%	16%	15%

Analist: [Özgür Fedai Durmaz](#)

Tablo: Doğan Holding - Net Aktif Değer Tablosu

DOĞAN HOLDİNG

Net Aktif Değer (NAD) Tablosu

Sektör/Şirket	Değerleme Metodu	Hisse Fiyatı/ Değer	Değerleme Çarpanı TL mn	Cari NAD			Hedef NAD	
				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	22.3	12,042	70.0	8,429	8.5	22,648	15,853
Toplam					8,429	8.5		15,853
Sanayi ve Ticaret								
Ditaş	Satış Bedeli		844	68.2	576	0.6	1,056	720
Doğan Dış Ticaret	Defter Değeri	1.0	122	100.0	122	0.1	153	153
Sesa Ambalaj	FD/FAVÖK	8.60	4,927	70.0	3,449	3.5	6,159	4,311
KAREL	Piyasa Değeri	9.3	7,495	40.0	2,998	3.0	9,368	3,747
Daiichi	İşlem Bedeli		2,385	25.0	596	0.6	2,981	745
Toplam					7,741	7.2		9,677
Otomotiv								
Dogan Trend	Defter Değeri	1.9	101	100.0	101	0.1	126	126
Toplam					101	0.1		126
Finans/Yatırım								
D Yatırım Bankası	Defter Değeri	1.8	3,081	100.0	3,081	3.1	3,851	3,851
Doruk Faktoring	Defter Değeri	1.8	2,590	100.0	2,590	2.6	3,238	3,238
Hepiyi Sigorta	Defter Değeri	5.0	27,270	85.0	23,180	23.3	34,088	28,974
Öncü Girişim Sermayesi	İçeriden Alınan Payların Değeri		929	100.0	929	0.9	1,162	1,162
Toplam					29,779	30.0		37,224
İnternet/Eğlence								
Kanal D - Romanya	FD/FAVÖK	4.2	4,465	100.0	4,464	4.5	5,581	5,581
Glokal (Hepsi Emlak)	FD/Gelirler	7.8	4,326	79.2	3,427	3.5	5,407	4,284
Toplam					7,892	7.9		9,864
Gayrimenkul								
D Gayrimenkul	Değerleme Raporu		7,240	100.0	7,240	7.3	9,049	9,049
D Yapı Romanya	Değerleme Raporu		904	100.0	904	0.9	1,129	1,129
Doğan Holding	Değerleme Raporu		299	100.0	299	0.3	374	374
Kandilli Gayrimenkul	Değerleme Raporu		2,624	50.0	1,312	1.3	3,281	1,640
M Investment	Değerleme Raporu		2,889	22.2	640	0.6	3,612	800
Toplam					10,394	10.5		12,993
Madencilik								
Gümüştaş	Satış Bedeli		6,518	75.0	4,888	4.9	8,147	6,110
Doku	Satış Bedeli		715	75.0	537	0.5	894	671
Toplam					5,425	5.5		6,781
Diğer								
Milta Turizm	Defter Değeri	1.8	3,987	100.0	3,987	4.0	4,984	4,984
Doğan Yayıncılık	Satış Bedeli		40	100.0	40	0.0	50	50
Toplam					4,027	4.1		5,033
Tüm İştirakler					73,788	74.3		97,552
Halka açık					12,004	12.1		20,321
Halka açık olmayan					61,785	61.6		77,231
Net Nakit - Holding solo					26,298	26.3		26,298
Temettü Ödemesi					800.00			
TOPLAM NET AKTİF DEĞERİ					99,286	100.0		123,050
DOĞAN HOLDİNG Piyasa Değeri					43,050			43,050
İskonto (-)/ Prim (+)					-56.6%			-65.0%
Uygulanan İskonto								50%
İskonto Sonrası Hedef NAD								61,525
Hedef Fiyat								23.50
Güncel Hisse Fiyatı								16.45
Getiri Potansiyeli								42.9%

Kaynak: Finnet, OYAK Yatırım, 12/09/2025 kapanış

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 değerlendirme 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 sonundaki "Beklenen Piyasa Getirisi"nin en az %40 üzerinde olan hisselerle ENDEKS ÜZERİNDE GETİRİ tavsiyesi verilir. Hedef getirisi "Beklenen Piyasa Getirisi"nin %25'inden az olan hisselerle ENDEKS ALTINDA GETİRİ tavsiyesi verilirken; ENDEKSE PARALEL tavsiyesi ise, hedef getirisi ile Beklenen Piyasa Getirisi arasında +40%/-%25'lik bant içerisinde kalan hisselerle verilen öneridir.

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 dayanarak 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.