

TAV HOLDİNG

Faaliyet dışı kalemler beklenenden yüksek net zarara yol açtı

TAV Holding 2Ç25'te piyasa beklentisi 19 milyon Euro net kar, bizim beklentimiz 20 milyon Euro net kar iken 4 milyon Euro net zarar açıkladı. Şirket 2Ç25'te piyasa ve bizim beklentimiz olan 141 milyon Euro'ya yakın 147 milyon Euro (y/y: +%13) FAVÖK raporladı. Net zarar tarafında sapmamız ağırlıklı olarak beklenenden yüksek iştiraklerden zarar ve beklenenden yüksek vergi giderlerinden kaynaklandı.

Yönetim 2025 beklentilerini korudu: Yönetim, 1.750-1.850 milyon Euro net satışlar beklemektedir (AK: 1.854 milyon Euro). TAV Holding, 110-120 milyon yolcu öngörmektedir (AK: 114 milyon yolcu). Şirket, 520-590 milyon Euro FAVÖK beklemektedir (AK: 565 milyon Euro). Yönetim 2025 yılında 140-160 milyon Euro + Almatı yeni yatırım harcaması yapmayı hedeflemektedir (AK: 180 milyon Euro). Almatı yatırım planının 2025-2029 yıllarında 5 yıla yayılmış 300 milyon Euro olması beklenmektedir. Yatırım harcamaları birim ücretlerin gelişimine bağlı olacaktır.

Yorum: TAV için hedef fiyatımızı 360,0 TL seviyesinden 400,0 TL seviyesine yükseltiyoruz. Hedef fiyat revizyonumuzun ana sebebi makro tahminlerimizdeki güncellemeler ve hedef fiyatımızı bir çeyrek ileriye taşımamızdan kaynaklandı. Tavsiyemizi "Endeksin Üzerinde Getiri" seviyesinde koruyoruz. Açılıştaki piyasa tepkisinin "Olumsuz" olacağını düşünüyoruz.

Çeyrek Özet

milyon EUR	Özet Finansallar					Beklentilerle Karşılaştırma		
	2Ç25	2Ç24	y/y	1Ç25	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark
Net Satışlar	445	411	8%	378	18%	461	462	-4%
FAVÖK	147	129	13%	90	63%	141	141	4%
FAVÖK Marjı	32.9%	31.4%	150 bps	23.8%	-568 bps	30.5%	30.5%	240 bps
Net Kar	-4	72	n.m.	-46	-90%	19	20	n.a.

Kaynak: Rasyonet, AK Yatırım

Endeks Üzeri Getiri

Analist: Aytunç Uz

aytunc.uz@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	TAVHL TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	400.00 (önceki 360.00)
Güncel Fiyat, TL	248.50
Getiri Potansiyeli	61%
Halka Açıklık Oranı	48%
Piyasa Değeri, mn TL	90,275

Finansal Veriler

	2024	2025T	2026T	2027T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	59,211	83,547	115,181	143,809
FAVÖK, mn TL	17,448	25,456	37,926	47,324
Net Kâr, mn TL	6,558	5,472	14,229	26,580

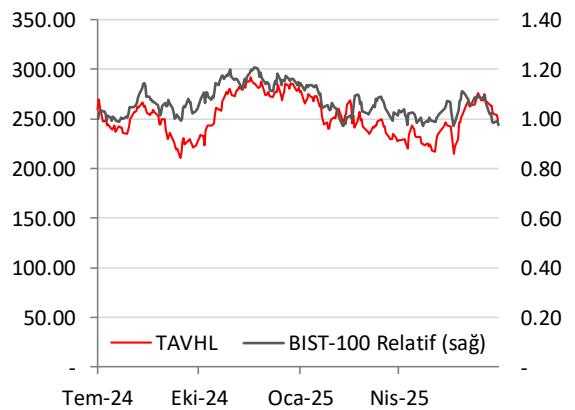
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	49,295	77,400	70,986	66,216
Net Borç/FAVÖK	2.8	3.0	1.9	1.4

Kârlılık				
FAVÖK Marjı	29.5%	30.5%	32.9%	32.9%
Net Marj	11.1%	6.5%	12.4%	18.5%
Temettü Verimi	-	-	2.6%	7.8%

Büyüme				
Ciro, y/y	72.0%	41.1%	37.9%	24.9%
FAVÖK, y/y	67.2%	45.9%	49.0%	24.8%
Net Kâr, y/y	-12.9%	-16.6%	160.0%	86.8%

Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	12.3	16.5	6.3	3.4
FD/FAVÖK	5.7	5.4	3.5	2.7
FD/Ciro	1.7	1.6	1.1	0.9

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-2.2%	9.5%	-7.7%	-9.3%
BİST-100 Relatif	-12.3%	-3.7%	-5.5%	-15.0%
AOIH, mn TL	619	650	601	696



Piyasa verileri 29 Temmuz 2025 tarihliidir.

2Ç25 Sonuçlarına İlişkin Detaylar:

2Ç25'te dış hat yolcu sayısı yıllık %4 artarak 20 milyona, iç hat yolcu sayısı yıllık %2 artarak 9 milyona ulaştı. 2Ç25'te toplam yolcu sayısı yıllık %4 artarak 30 milyona ulaştı. Coğrafya bazında, dış hat operasyonları 2Ç25'te yolcu büyümesine daha fazla katkı sağladı. Havalimanı bazında bakıldığında, Almatı, Gürcistan ve Antalya 2Ç25'te yolcu büyümesine en fazla katkıyı sağladılar.

Net satışlar 2Ç25'te yıllık %8 artarak 445 milyon Euro seviyesine yükselirken, piyasa tahmininin %4 altında gerçekleşti. Net satışlar yolcu sayısındaki artış, Almatı'daki yeni ticari alanlar, Antalya'daki yeni catering faaliyetleri ve TAV Tech şirketinin Katar'daki projelerinden olumlu etkilendi. 2Ç25'te servis şirketleri havalimanlarından daha fazla katkı sağladı. BTA, HAVAŞ, ve Almatı operasyonları 2Ç25'te net satışlardaki büyümenin itici gücü oldu. Yer hizmetleri gelirleri ağırlıklı olarak fiyat artışları ile 2Ç25'te önemli bir katkı sağlamıştır. 2Ç25'te yiyecek & içecek hizmetleri BTA ve Almatı'nın olumlu katkılarıyla büyüdü. Duty free satışları dış hat yolcu sayısındaki artış ve Almatı'daki yeni alanlar sayesinde önemli bir seviyede büyüdü.

FAVÖK 2Ç25'te yıllık %13 artarak 147 milyon Euro seviyesine yükselerek piyasa tahminine yakın bir seviyede gerçekleşti. FAVÖK açısından değerlendirildiğinde havalimanı şirketleri olumlu katkı yaparken hizmet faaliyetleri olumsuz katkı sağladı. Gürcistan, Almatı ve Gazipaşa 2Ç25'te FAVÖK büyümesinin itici güçleri olmuştur.

2Ç25'te net borç bir önceki çeyreğe göre %1 daralarak 1,8 milyar Euro seviyesinde gerçekleşti. 2Ç25'te alacak vadesi bir önceki çeyreğe göre 5 gün arttı. 2Ç25'te stok vadesi bir önceki çeyreğe göre yatay kaldı. 2Ç25'te satıcı vadesi bir önceki çeyreğe göre 1 gün arttı. Böylece, 2Ç25'te nakit döngüsü bir önceki çeyreğe göre 4 gün arttı.

İştirak zararları ve vergi giderlerini artırarak net kar tahminlerimizi düşürdük.

Revizyonlar (EUR mn)

	Yeni			Eski		
	2025T	2026T	2027T	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar	1,854	2,097	2,258	1,844	2,086	2,252
% değişim	12%	13%	8%	11%	13%	8%
FAVÖK	565	690	743	562	688	743
FAVÖK Marjı	30.5%	32.9%	32.9%	30.5%	33.0%	33.0%
Net Kar	106	259	417	175	294	407
% değişim	-42%	143%	61%	-4%	68%	38%

Eski Tahminlerle Fark

Net Satışlar	0.6%	0.6%	0.3%	
FAVÖK	0.4%	0.3%	0.0%	
Net Kar	-39.3%	-12.0%	2.7%	
Hedef Fiyat		400.0		360.0
HF Değişim		11.1%		

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.