

## TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG A.Ş.

Yatırım Döngüsünden Nakit Yaratım Dönemine

10.08.2026

|                      | TAVHL    |
|----------------------|----------|
| Tavsiye              | ALIM     |
| Son Fiyat:           | 275,50   |
| Hedef Fiyat:         | 462,00   |
| Getiri Potansiyeli:  | 67,7%    |
| Piy. Değeri:         | 100.084  |
| Firma Değeri:        | 190.455  |
| Halka Açıklık Oranı: | 49,7%    |
| HAPD:                | 49.697,2 |
| Yıllık Ort. Hacim:   | 817,2    |

| Hisse Perf. | Ay   | 6 Ay   | Yıl    |
|-------------|------|--------|--------|
| TL          | 1,9% | -22,6% | -7,0%  |
| USD         | 0,2% | -29,2% | -16,1% |
| Relatif     | 7,2% | -24,0% | -24,0% |



| Gelir Tablosu (Mio TL)             | 2021     | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   | 2Ç25   | 2Ç26   |
|------------------------------------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Net Satış                          | 5,459    | 18,308 | 34,433 | 59,211 | 82,151 | 19,539 | 26,749 |
| Değişim %                          | 126.02   | 235.36 | 88.07  | 71.96  | 38.74  | 36.52  | 36.90  |
| Brüt Kâr                           | 2,210    | 7,705  | 13,290 | 21,486 | 33,127 | 7,292  | 9,185  |
| Değişim %                          | 490.65   | 248.61 | 72.48  | 61.68  | 54.18  | 31.96  | 25.61  |
| FAVÖK                              | 1,561    | 5,515  | 10,200 | 16,791 | 25,289 | 6,351  | 8,828  |
| Değişim %                          | 1,411.75 | 253.33 | 84.95  | 64.62  | 50.61  | 41.09  | 39.00  |
| Net Parasal Pozisyon Kazanç(Kayıp) | 0        | 0      | 124    | 300    | 6      |        |        |
| Değişim %                          |          |        | 141.97 | -98.15 |        |        |        |
| Net Kar/Zarar                      | 522      | 2,047  | 7,777  | 7,059  | 3,540  | -13    | 3,759  |
| Değişim %                          |          | 306.06 | 296.51 | -12.91 | -57.06 |        |        |
| Karlılık Oranları                  | 2021     | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   | 2Ç25   | 2Ç26   |
| Brüt Kâr Marjı %                   | 40.49    | 42.09  | 38.60  | 36.29  | 40.32  | 38.85  | 35.64  |
| FAVÖK Marjı %                      | 28.59    | 30.12  | 29.62  | 28.36  | 30.78  | 32.50  | 33.00  |
| Net Kar Marjı %                    | 8.57     | 10.37  | 21.87  | 11.08  | 3.43   | -0.98  | 13.15  |
| Özsermaye Karlılığı %              | 4.06     | 9.39   | 21.58  | 11.76  | 3.84   | -0.01  | 17.16  |
| Aktif Karlılık %                   | 1.20     | 2.56   | 6.04   | 3.70   | 1.22   | -0.34  | 5.29   |

TAV Havalimanları Holding A.Ş., 2026 yılı 2. çeyreğine ilişkin finansal sonuçlarını açıkladı. Şirketin hasılatı ikinci çeyrekte 506,7 milyon euro seviyesinde gerçekleşirken, piyasa beklentisi 472 milyon euro yönündeydi. TAV bu sonuçlarla ciro, geçtiğimiz yıl aynı dönemde kaydedilen 445 milyon euroya kıyasla %14 arttı. Yılın ilk çeyreğinde açıklanan 360,6 milyon euro ile karşılaştırıldığında ciro %40'ın üzerinde yükseldi.

Hasılatındaki artışta Almatı'daki dış hat trafik büyümesi ve tarife artışları, BTA'nın Antalya'daki yeni faaliyetleri ve Ankara'daki yolcu artışı ile yeni imtiyaz şartları belirleyici oldu. Gelir kalemleri arasında havacılık gelirleri geçen yıl aynı dönemine göre %20 artışla 197,2 milyon euroya, yiyecek-içecek gelirleri %22 artışla 66,3 milyon euroya ulaştı. Yazılım ve donanım gelirleri -%15 gerileyerek 7,5 milyon euro oldu.

Yolcu trafiğinde, yılın ilk yarısında 48,2 milyon yolcuya hizmet verdi. Söz konusu rakam geçen yıl aynı döneme göre %1 artış gösterdi. Aynı dönem iç hat yolcu sayısı %5 arttı, dış hat yolcu sayısı da %1 geriledi. Havalimanı bazında Kuzey Makedonya %28, İzmir %9 ve Ankara %7 büyürken, Antalya'da yolcu sayısı %6 azaldı.

Operasyonel karlılık tarafında, 2026 2. çeyreğinde 167,2 milyon euro FAVÖK açıklayıp ayrıca 154,5 milyon euro düzeyinde piyasa konsensüsü üzerinde sonuç açıkladı. Söz konusu rakam, geçtiğimiz yılın aynı döneminde elde edilen 146,6 milyon euro seviyesi %14 üzerinde. FAVÖK marjı %33 olarak kaydedilirken, yıllık ise yatay seyretti. Yılın ilk çeyreğindeki %21,5 seviyesine göre ise belirgin bir toparlanma görüldü. Nakit faaliyet giderleri tarafında personel giderleri %21 artışla 151,6 milyon euroya, jet yakıtı gideri %22 artışla 69,2 milyon euroya yükseldi.

Net kar tarafında piyasa konsensüsü TAV'ın 2. çeyrekte 33,5 milyon euro kar açıklamasının yönündeydi ve ilgili dönemde beklentilerin üzerinde, 66,6 milyon euro kar açıkladı. Şirket geçen yılın aynı çeyreğinde 4,4 milyon euro, bu yılın ilk çeyreğinde ise 58,6 milyon euro zarar kaydetmişti. Toparlanmada ise üç kalem belirleyici oldu. Yabancı para çevrim kalemi 18,6 milyon euro giderden 0,4 milyon euroluk gelire dönerken ve ertelenmiş vergi tarafında 16,4 milyon euroluk gider, 17,6 milyon euroluk gelire ulaştı. Özkaynak yöntemiyle muhasebeleştirilen yatırımlarından kaynaklanan zarar 27,6 milyon eurodan 0,6 milyon euroya geriledi. Net borç tarafı Haziran sonu 1,83 milyar euro gerçekleşirken, şirketin devam eden yatırım programı nedeniyle net borç sınırlı arttı.

## YÖNETİCİ ÖZETİ

TAV'ın 2026 ilk yarı sonuçları, operasyonel performansın dayanıklı olduğunu fakat nakit yaratımının henüz aynı güçte olmadığını gösteriyor. Şirketin konsolide geliri 823,5 milyon avrodan 867,3 milyon avroya, yani %5 arttı. Toplam yolcu sayısının yalnızca %1 büyüdüğü dikkate alındığında, şirket yolcu büyümesinin üzerinde gelir artışı sağladı.

Almatı'daki dış hat trafiği ve tarife artışları, Ankara'daki yolcu büyümesi ve yeni imtiyaz koşulları ile BTA'nın Antalya'daki yeni operasyonları bu performansın ana kaynakları oldu. İkinci çeyrekte gelir büyümesinin %14'e ulaşması, yılın ilk çeyreğine kıyasla belirgin bir ivmelenmeye işaret ediyor.

FAVÖK 236,7 milyon avrodan 244,8 milyon avroya yükseldi. Ancak nakit faaliyet giderleri %6 artarken gelir %5 arttığı için FAVÖK marjı %28,7'den %28,2'ye geriledi. Marj kaybı sınırlı olsa da personel giderlerinin %18 ve catering ürün maliyetlerinin %30 yükselmesi, maliyet tarafının yakından izlenmesi gerektiğini gösteriyor.

Faaliyet karı 87,8 milyon avrodan 111,3 milyon avroya, yani %27 arttı. Buradaki iyileşmede özkaynak yöntemiyle muhasebeleştirilen iştirak zararının 64,1 milyon avrodan 39,7 milyon avroya gerilemesi de etkili oldu.

Net finansman gideri 86,6 milyon avrodan 85,5 milyon avroya sınırlı şekilde geriledi. Ancak bu toplamın bileşimi önemli: kur zararı büyük ölçüde ortadan kalkarken net faiz gideri 36 milyon avrodan 57,7 milyon avroya yükseldi. Yani kur kaynaklı baskı azalırken borcun nakit faiz maliyeti arttı. Bu nedenle TAV'ın net kar performansını değerlendirmede kur etkisinden çok faiz yüküne ve borç azaltımına bakmak gerekiyor. Ana ortaklık net karı geçen yılki 50 milyon avro zarardan 8 milyon avro kara döndü. Ancak bu toparlanmanın önemli kısmı kur zararının azalması, ertelenmiş verginin giderden gelire dönmesi ve iştirak zararlarının gerilemesinden kaynaklandı. Dolayısıyla net kar dönüşü olumlu olsa da tamamı operasyonel nakit üretimine dayanan yüksek kaliteli bir kar artışı olarak görülmemeli.

İşletme faaliyetlerinden yaratılan nakit 61,6 milyon avrodan 25,2 milyon avroya geriledi. En önemli neden, diğer alacaklar ve varlıklardaki 113,9 milyon avroluk artış başta olmak üzere işletme sermayesine bağlanan nakit oldu. Vergi ödemeleri de 15,2 milyon avrodan 39,8 milyon avroya çıktı. İştiraklerden alınan temettüler 25 milyon avrodan 11,1 milyon avroya düşerken yatırım harcamaları 74,2 milyon avrodan 84,7 milyon avroya yükseldi. Böylece serbest nakit akışı pozitif 12,4 milyon avrodan eksi 48,4 milyon avroya döndü. Şirket bu bozulmanın ana nedenini Tiflis imtiyaz uzatımına ilişkin peşin ödemeler ve inşaat mobilizasyon giderleri olarak açıklıyor. Dolayısıyla nakit çıkışının bir kısmı kalıcı operasyonel bozulmadan ziyade yatırım ve imtiyaz harcamalarından kaynaklanıyor. Yine de yatırımcı açısından temel gerçek, TAV'ın ilk yarıda borç azaltabilecek serbest nakit yaratamamış olmasıdır. Nakit ve nakit benzerleri 477,3 milyon avrodan 307,6 milyon avroya geriledi. Toplam finansal borç 1,80 milyar avrodan yaklaşık 2,09 milyar avroya yükseldi. Şirketin kendi tanımıyla, hissedar kredisi dahil net borç ise 1,779 milyar avrodan 1,833 milyar avroya çıktı.

TAV'ın yatırım tezi, net karın pozitif dönmelerinden çok şu üç gelişmeye bağlı:

Birincisi, yatırım harcamalarının normalleşmesi. Almatı ve Tiflis yatırımları tamamlandıkça FAVÖK'ün daha büyük bölümünün serbest nakit akışına dönüşmesi gerekiyor.

İkincisi, net borcun düşmesi. Net Borç/FAVÖK 3,0x seviyesinden 2,5x ve altına inmeye başladığında, hem finansman riski hem de TAV'a uygulanan benzer şirket iskontosu azalabilir.

Üçüncüsü, yolcu başına gelirin korunması. İlk yarıda toplam yolcu yalnızca %1 büyürken gelirin %5 artması, şirketin tarife ve ticari gelir tarafındaki fiyatlama gücünü gösteriyor. Duty free harcamasının yolcu başına %20 yükselmesi bu tezi destekliyor.

Baz senaryonun gerçekleşmesi için 2027'den itibaren serbest nakit akışının kalıcı biçimde pozitif dönmesi, FAVÖK marjının %32-%34 bandına ilerlemesi ve borcun düzenli şekilde azalması gerekiyor. Bu koşullar gerçekleşmezse, hisse çarpan bazında ucuz görünmeye devam edebilir fakat değer açığının kapanması gecikebilir.

DCF'ye %65 (€ 7,67 ) , benzer şirket çarpanına %35(€9,86 ) ağırlık verdiğimizde birleşik değerlendirme sonucu hisse başına € 8,37 hedef değere ulaşmaktayız ve şirket için ALIM yönünde tavsiyede bulunmaktayız.



## TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG A.Ş.

## Şirket Profili ve İş Modeli

TAV; Türkiye, Kazakistan, Gürcistan, Tunus ve Kuzey Makedonya'da tam konsolidasyona tabi havalimanları işletirken Antalya, Medine ve Zagreb gibi varlıklarda özkaynak yöntemiyle muhasebeleştirilen ortaklıklara sahiptir. Grup ayrıca yer hizmetleri, yiyecek-içecek, gümrüksüz satış, özel yolcu salonu, bilgi teknolojileri, güvenlik ve işletme hizmetleri sunar.

İş modelinin temel avantajı, yalnızca yolcu ücretlerine değil de yolcu başına ticari harcamaya ve hizmet şirketlerinin ölçeğine de dayanmasıdır.

| Boyut          | Kırılım                                   | Etki                                                      |
|----------------|-------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|
| Gelir yapısı   | %59 havacılık / %41 havacılık dışı        | Ticari gelirler trafik şoklarına karşı tampon sağlar      |
| Coğrafya       | %42 Türkiye / %58 Türkiye dışı            | Tek ülke riskini azaltır; farklı regülasyon riski yaratır |
| Döviz          | 2025 cironun %73'ü döviz/dövizde endeksli | TL maliyetleri karşısında doğal koruma                    |
| Müşteri        | 400'den fazla şirket                      | Yoğunlaşma görece sınırlı; THY payı %12                   |
| Sermaye yapısı | Groupe ADP %46,12; halka açık %49,86      | Stratejik ortak desteği ve yüksek halka açıklık           |

TAV'ın çeşitlendirilmiş coğrafi portföyü ve havacılık dışı gelirleri, düşük trafik büyümesine rağmen ciro ve FAVÖK artışı üretmiştir. 2. çeyrekte %14 ciro ve FAVÖK büyümesi operasyonel ivmenin güçlendiğine işaret ederken, ilk yarıdaki %3 FAVÖK artışı ile %5 ciro artışı arasındaki fark maliyet baskısını göstermektedir. Net karda €58 milyonluk toparlanmanın önemli kısmı nakit dışı vergi ve kur kalemlerinden geldiği için dolayısıyla da kar kalitesi, faaliyet nakit akışıyla birlikte değerlendirilmelidir.

| Gösterge              | 6A25      | 6A26      | Değişim        |                                    |
|-----------------------|-----------|-----------|----------------|------------------------------------|
| Yolcu                 | 47,6 mn   | 48,2 mn   | +%1            | Zayıf hacme rağmen gelir büyümesi  |
| Ciro                  | €823,5 mn | €867,3 mn | +%5            | Almatı, BTA ve Ankara katkısı      |
| FAVÖK                 | €236,7 mn | €244,8 mn | +%3            | Maliyetler cirodan hızlı arttı     |
| FAVÖK marjı           | %28,7     | %28,2     | -0,5 puan      | Personel ve ürün maliyeti baskısı  |
| Ana ortaklık net karı | -€50,0 mn | €8,0 mn   | +€58,0 mn      | Kur/vergi etkisiyle pozitif dönüş  |
| Faaliyet nakit akışı  | €61,6 mn  | €25,2 mn  | -%59           | İşletme sermayesi ve vergi ödemesi |
| Serbest nakit akışı   | €12,4 mn  | -€48,4 mn | Negatife döndü | Tiflis ve yatırım harcamaları      |
| Net borç              | €1.779 mn | €1.833 mn | +%3            | Yatırım programı etkisi            |

İkinci çeyrekte ciro ile FAVÖK yıllık %14 büyürken ana ortaklık net karı da €66,6 milyona yükseldi. Havacılık dışı ticari alanların devreye girmesiyle yolcu başına gümrüksüz harcama ilk yarı %20 artarak €9,7'ye çıktı. Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlardan kaynaklanan zarar €64,1 milyondan €39,7 milyona geriledi.

## TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG A.Ş. 6A/26 Sonuçları

## Trafik ve Operasyonel Performans

Toplam yolcu sayısı ilk yarıda %1 artarken iç hat yolcu %5 büyümüş ve dış hat yolcu %1 gerilemiştir. Bu kompozisyon, dış hat yolcu başına gelirlerin genellikle daha yüksek olması nedeniyle hacim artışının kalite tarafını sınırlarken, tarife artışları ve ticari gelirler toplam ciroyu yolcu büyümesinin üzerinde taşımıştır.

Trafik verileri portföy çeşitlendirmesinin etkisini açık bir biçimde göstermektedir: Antalya'daki yaklaşık 0,8 milyon yolcu kaybı; İzmir, Ankara ve Kuzey Makedonya'daki artışlarla telafi edilmiştir.

Ancak toplam büyümenin düşük kalması, gelir artışının ağırlıklı olarak fiyat/tarife, ticari alan ve hizmet karmasından geldiğini düşündürmektedir.

| Havalimanı/Bölge | 6A25     | 6A26     | Değişim | Değerlendirme                                  |
|------------------|----------|----------|---------|------------------------------------------------|
| Antalya          | 14,45 mn | 13,65 mn | -%6     | Dış hat -%9; en önemli trafik baskısı          |
| Ankara           | 6,42 mn  | 6,89 mn  | +%7     | Dış hat +%10; AJet'in yeni hatları destekliyor |
| İzmir            | 5,51 mn  | 5,99 mn  | +%9     | İç hat +%14; dış hat yatay                     |
| Almatı           | 5,67 mn  | 5,76 mn  | +%2     | Dış hat +%9, iç hat -%5                        |
| K. Makedonya     | 1,53 mn  | 1,96 mn  | +%28    | A321'e geçişle güçlü kapasite artışı           |
| Gürcistan        | 2,81 mn  | 2,75 mn  | -%2     | Orta Doğu etkisi; Haziran'da toparlanma        |
| Medine           | 5,94 mn  | 5,89 mn  | -%1     | Haziran'da normalleşme ve takvim etkisi        |
| Gazipaşa         | 0,38 mn  | 0,34 mn  | -%11    | İç ve dış hatlarda daralma                     |

## TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG A.Ş. 6A/26 Sonuçları

## Gelir Tablosu Analizi

Toplam €43,8 milyonluk bu ciro artışının €20,8 milyonu havacılık, €18,6 milyonu yiyecek-içecek ve €9,8 milyonu yer hizmetlerinden gelmiştir. Bilişim ve diğer gelirlerdeki toplam €18,2 milyonluk düşüş ise büyümeyi sınırlamıştır. Böylece büyüme, geniş tabanlı olmakla birlikte özellikle Almatı tarifeleri ile Antalya ticari alanlarının katkısına bağımlı kalmıştır.

| Gelir kalemi (€ mn)     | 6A25  | 6A26  | Değişim | Ciroya katkı                  |
|-------------------------|-------|-------|---------|-------------------------------|
| Havacılık               | 296,5 | 317,3 | +%7     | Almatı ve Ankara              |
| Yer hizmetleri          | 188,5 | 198,3 | +%5     | Hizmet verilen uçuş +%2       |
| Yiyecek-içecek          | 93,2  | 111,8 | +%20    | Antalya yeni operasyonları    |
| Özel yolcu salonu       | 79,5  | 86,9  | +%9     | Salon yolcu hacmi             |
| Gümrüksüz satış         | 36,2  | 39,6  | +%9     | Ankara ve Antalya etkisi      |
| Alan tahsis/kira/reklam | 32,7  | 34,7  | +%6     | BTA Antalya alanları          |
| Yazılım/donanım         | 21,2  | 12,9  | -%39    | Katar projesinin tamamlanması |
| Otopark                 | 15,0  | 14,4  | -%4     | Umman faaliyetinin sonlanması |
| Diğer                   | 53,8  | 43,9  | -%18    | Baz ve sınıflama etkileri     |

FAVÖK €8,1 milyon artmasına rağmen marj %28,7'den %28,2'ye gerilemiştir. Personel giderindeki €44,0 milyon artış tek başına toplam ciro artışına yaklaşık eşittir. Satılan hizmet maliyeti ve diğer giderlerdeki tasarruflar marj erozyonunu sınırlamıştır. Çalışan başına ciro yaklaşık €38,35 binden €38,36 bine yatay kalırken çalışan başına FAVÖK ise yaklaşık €11,02 binden €10,83 bine gerilemiştir; bu durum ölçek büyümesinin henüz verimlilik artışına dönüşmediğini gösterir.

| Gider kalemi (€ mn)     | 6A25   | 6A26   | Değişim | Yorum                              |
|-------------------------|--------|--------|---------|------------------------------------|
| Personel                | -243,7 | -287,7 | +%18    | Çalışan +%5 ve TL ücret enflasyonu |
| Satılan hizmet maliyeti | -107,3 | -96,9  | -%10    | Katar projesi baz etkisi           |
| Jet yakıtı maliyeti     | -107,4 | -110,0 | +%2     | Almatı yakıt faaliyetleri          |
| Yiyecek ürün maliyeti   | -27,3  | -35,6  | +%30    | BTA ve Almatı hacmi                |
| Enerji                  | -11,5  | -13,3  | +%16    | Tüketim ve birim fiyat             |
| Amortisman/itfa         | -84,8  | -93,8  | +%11    | Yeni Ankara imtiyazı               |
| Toplam nakit gider      | -586,8 | -622,5 | +%6     | Cirodan 1 puan hızlı               |

FAVÖK sonrası amortisman ve itfa gideri %11 artmasına rağmen, özkaynak yöntemi yatırımlarında zararın €24,4 milyon azalması sayesinde FVÖK %27 artarak €111,3 milyona yükselmiştir. Net finansman gideri toplamda €85,5 milyon ile yatay görünse de kompozisyon zayıflamıştır: net faiz gideri %61 artarak €57,7 milyon, reeskont gideri de %19 artarak €19,0 milyona çıkmıştır. Buradaki artış, yabancı para çevrim zararının €32,7 milyondan €0,9 milyona gerilemesiyle telafi edilmiştir.

Vergi öncesi kar €2,3 milyondan €29,6 milyona yükselirken vergi gideri €46,4 milyondan €14,8 milyona gerilemiştir. Cari vergi gideri €44,8 milyona yükselmiş, buna karşılık €30,0 milyon ertelenmiş vergi geliri kaydedilmiştir. Dolayısıyla €8,0 milyonluk ana ortaklık net karı operasyonel iyileşme kadar nakit dışı vergi ve kur etkilerine de bağlıdır.

Net kardaki €58 milyonluk iyileşmenin €31,7 milyonu vergi, €24,4 milyonu iştirak zararındaki azalma ve €31,8 milyonu kur çevrim farkındaki düzelmeden gelmiştir. Buna karşılık faiz gideri ve amortisman artmıştır. Bu nedenle net kardaki toparlanma güçlü olmakla, sürdürülebilir karlılık için FAVÖK marjı ve faaliyet nakit akışının da iyileşmesi gerekmektedir.

## TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG A.Ş. 6A/26 Sonuçları

## Çeyrekssel Performans

| Gösterge (€ mn)       | 2Ç25  | 2Ç26  | Değişim   | Analiz                           |
|-----------------------|-------|-------|-----------|----------------------------------|
| Ciro                  | 445,0 | 506,7 | +%14      | İlk yarı büyümesinin ana kaynağı |
| FAVÖK                 | 146,6 | 167,2 | +%14      | Marj yaklaşık yatay: %32,9-%33,0 |
| FVÖK                  | 69,7  | 114,7 | +%65      | İştirak zararı €27,6 mn azaldı   |
| Vergi öncesi kar      | 25,0  | 75,9  | +%204     | Kur ve iştirak etkisi            |
| Ana ortaklık net karı | -4,4  | 66,6  | +€71,0 mn | Belirgin kara dönüş              |
| Almatı ciro           | 119,4 | 155,2 | +%30      | En güçlü havalimanı katkısı      |
| Ankara ciro           | 18,6  | 23,3  | +%25      | Yeni imtiyaz koşulları           |

İkinci çeyreğin ilk çeyreğe göre daha güçlü olması mevsimsellik açısından beklenen bir durumdur; ancak yıllık bazdaki %14 ciro ve FAVÖK artışı, ilk yarıdaki düşük tek haneli büyümenin altında yatan ivmenin güçlendiğini göstermektedir. 2Ç26 FAVÖK marjının yaklaşık %33,0 ile geçen yılın aynı dönemine yakın kalması, ilk yarıdaki marj daralmasının önemli ölçüde ilk çeyrekte yoğunlaştığına işaret eder.

| Şirket/Grup        | 6A26 ciro | Yıllık değişim | Stratejik değerlendirme                            |
|--------------------|-----------|----------------|----------------------------------------------------|
| Almatı             | €257,9 mn | +%10           | Grup cirosunun %29,7'si; dış hat ve tarife katkısı |
| BTA                | €100,7 mn | +%21           | Antalya ticari alanları ana büyüme motoru          |
| Ankara             | €46,3 mn  | +%24           | Yeni imtiyaz ve dış hat büyümesi                   |
| K. Makedonya       | €28,4 mn  | +%16           | Kapasite ve yolcu artışı                           |
| Havaş              | €145,7 mn | +%3            | Hizmet verilen uçak sayısı +%3                     |
| Gürcistan          | €62,5 mn  | -%5            | Orta Doğu trafik kesintileri                       |
| TAV Teknoloji      | €15,9 mn  | 6A25 €36,1 mn  | Proje bazlı oynaklık; Katar baz etkisi             |
| İşletme Hizmetleri | €91,6 mn  | +%2            | Sofya/Dalaman açılışları, İspanya optimizasyonu    |

Almatı, konsolide cironun yaklaşık olarak %30'unu tek başına üretmesi nedeniyle hem büyümenin ana taşıyıcısı hem de yoğunlaşma riskidir. BTA'nın %21 büyümesi, Antalya'daki yeni terminallerin sadece havalimanı tarafında değil hizmet şirketlerinde de çapraz satış ve yolcu başına harcama potansiyeli yarattığını göstermektedir. TAV Teknoloji'deki sert gerileme ise proje tabanlı işlerin dönemler arası oynaklığını ortaya koymaktadır.

| Yatırım                         | 2Ç26 ciro | 2Ç26 net kar | 2Ç26 net borç | Yorum                                |
|---------------------------------|-----------|--------------|---------------|--------------------------------------|
| Mevcut Antalya (%50)            | €81,4 mn  | €13,6 mn     | -€27,6 mn     | Nakit pozisyonu, güçlü sezon         |
| Yeni Antalya (%50 ekonomik hak) | €12,0 mn  | -€14,3 mn    | €1.293 mn     | Yüksek kaldıraç ve başlangıç dönemi  |
| ATÜ (%50)                       | €122,9 mn | €1,9 mn      | €56,0 mn      | Antalya mağazaları kademeli açılıyor |
| TGS (%50)                       | €116,0 mn | €3,2 mn      | €6,9 mn       | Uçuş hacmine duyarlı                 |
| TIBAH/Medine                    | €37,3 mn  | €0,3 mn      | €201,3 mn     | Genişleme yatırımı sürüyor           |

Yeni Antalya'nın €1,293 milyarlık net borcu konsolide net borca doğrudan dahil olmasa da ekonomik risk ve temettü kapasitesi açısından önemlidir. 2027'de yeni imtiyaz döneminin başlaması, artan yolcu tarifeleri ve yeni ticari alanlar uzun vadeli değer yaratma potansiyeli sunarken, yüksek finansman maliyeti ve trafik sapmaları başlıca hassasiyetlerdir.



## TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG A.Ş. 6A/26 Sonuçları

## Bilanço ve Finansal Oranlar

| Bilanço kalemi (€ mn)              | 2025 sonu | 6A26    | Değişim | Analiz                           |
|------------------------------------|-----------|---------|---------|----------------------------------|
| <b>Toplam varlıklar</b>            | 5.013,4   | 5.007,5 | -%0,1   | Varlık tabanı yatay              |
| <b>Nakit</b>                       | 477,3     | 307,6   | -%35,6  | Yatırım/finansman çıkışları      |
| <b>Ticari alacaklar</b>            | 135,7     | 172,7   | +%27,3  | Cirodan hızlı artış              |
| <b>Kısa vadeli diğer alacaklar</b> | 136,0     | 243,8   | +%79,2  | Nakit dönüşümünü baskılıyor      |
| <b>Toplam özkaynak</b>             | 1.609,4   | 1.556,9 | -%3,3   | Diğer yedekler ve azınlık payı   |
| <b>Uzun vadeli finansal borç</b>   | 1.354,9   | 1.610,0 | +%18,8  | Yeni borçlanma/yatırım           |
| <b>Kısa vadeli finansal borç</b>   | 444,2     | 480,5   | +%8,2   | Yakın dönem refinansman ihtiyacı |
| <b>Toplam yükümlülük</b>           | 3.404,0   | 3.450,6 | +%1,4   | Kaldıraç yükseldi                |

| Hesaplanan oran                     | 2025 sonu | 6A26  | Değerlendirme               |
|-------------------------------------|-----------|-------|-----------------------------|
| <b>Cari oran</b>                    | 0,78x     | 0,88x | İyileşti; hala 1,0x altında |
| <b>Nakit oranı</b>                  | 0,40x     | 0,30x | Nakit tamponu zayıfladı     |
| <b>Toplam yükümlülük / özkaynak</b> | 2,12x     | 2,22x | Finansal kaldıraç arttı     |
| <b>Özkaynak / toplam varlık</b>     | %32,1     | %31,1 | Sermaye tamponu daraldı     |
| <b>Ticari alacak / 6A ciro</b>      | —         | %19,9 | Tahsilat kalitesi izlenmeli |
| <b>6A FAVÖK marjı</b>               | %28,7     | %28,2 | 0,5 puan daralma            |

Cari orandaki artış olumlu görünse de iyileşmenin temel nedeni kısa vadeli ilişkili taraf borçlarının €315,7 milyondan €30,8 milyona gerilemesidir. Aynı dönemde nakit %35,6 azalırken kısa vadeli finansal borç artmıştır. Bu nedenle likidite görünümü tek başına cari oran üzerinden değil nakit, işletme sermayesi ve borç vadeleri birlikte değerlendirilmelidir.

| Nakit akışı (€ mn)              | 6A25  | 6A26   | Değişim             | Yorum                            |
|---------------------------------|-------|--------|---------------------|----------------------------------|
| <b>Faaliyetlerden net nakit</b> | 61,6  | 25,2   | -%59                | İşletme sermayesi/vergi baskısı  |
| <b>Yatırım faaliyetleri</b>     | -48,4 | -65,1  | Çıkış +%34          | Maddi duran varlık alımları      |
| <b>İştirak temettüleri</b>      | 25,0  | 11,1   | -%56                | Nakit desteği azaldı             |
| <b>Finansman faaliyetleri</b>   | -58,7 | -126,1 | Çıkış +%115         | İlişkili taraf borç geri ödemesi |
| <b>Nakit net değişim</b>        | -47,3 | -169,7 | €122,4 mn daha kötü | Dönem sonu nakit €307,6 mn       |
| <b>Serbest nakit akışı</b>      | 12,4  | -48,4  | Negatife döndü      | Yatırım harcaması ve Tiflis      |

İşletme faaliyetlerinden net nakit akışı €61,6 milyondan €25,2 milyona gerilemiştir. FAVÖK artmasına rağmen nakit dönüşüm oranı %26'dan %10'a düşmüştür. Bu nedenler; €113,9 milyonluk diğer alacak/varlık artışı, €43,6 milyonluk ticari alacak artışı ve €39,8 milyon vergi ödemesidir.

Yatırım harcamaları %14 artarak €84,7 milyona ulaşmıştır. Yönetim 2026 yatırım harcaması beklentisini €330 milyonun altından €300 milyonun altına çekmiştir. İlk yarı gerçekleşmesi yıllık üst sınırın yaklaşık %28'ine karşılık geldiğinden ikinci yarıda yatırım harcamalarının hızlanması olasıdır. Bu durum, faaliyet nakit akışında belirgin toparlanma olmazsa net borç üzerinde ek baskı yaratabilir.

## TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG A.Ş. 6A/26 Sonuçları

## Borçluluk, Likitide, Faiz ve Kur Riski

| Borç göstergesi                    | 6A26                       | Değerlendirme                                    |
|------------------------------------|----------------------------|--------------------------------------------------|
| Net borç                           | €1.832,6 mn                | 2025 sonuna göre €213,3 mn artış                 |
| Net borç / 2025 FAVÖK              | 2,89x                      | Yönetimin 2,5-3,0x beklenti bandında             |
| Ortalama borç maliyeti             | %6,3                       | Yüksek faiz giderini açıklıyor                   |
| Ortalama vade                      | 5,8 yıl                    | Uzun vade profili refinansman riskini dengeliyor |
| Sabitlenmiş borç oranı             | %70                        | Faiz takasları oynaklığı azaltıyor               |
| 1 yıl içinde brüt vade             | €578 mn                    | Kısa vadeli likidite açısından önemli            |
| Tunus kısa vadeye sınıflanan kredi | €244 mn                    | Covenant ihlali; geri çağırma bildirimi yok      |
| Almatı azınlık satım hakkı         | €117 mn net borç tanımında | Satın alma bedeli anlaşması \$133 mn             |

Brüt borç vadelerinde ilk yıl €578 milyon, üçüncü yıl €597 milyon ile yoğunlaşma bulunmaktadır. Beş yıldan uzun vadeli €323 milyon borç, toplam vade profilinin uzamasına katkıda bulunmaktadır. 400 milyon ABD doları nominal değerli, %8,50 kuponlu ve 2028 vadeli tahvil avroya takaslandığından gelir tablosundaki EUR/USD riski azaltılmıştır.

Euronun ilgili para birimlerine karşı %10 değer kazanması halinde 30 Haziran 2026 itibarıyla kar/zarar üzerinde toplam etki -€7,0 milyon, özkaynak üzerindeki etki +€41,3 milyon olarak sunulmuştur. Grup doğal koruma, döviz cinsi nakit ve türev sözleşmeler kullanmaktadır. Bununla birlikte ABD doları, TL ve diğer para birimlerindeki hareketler özkaynak ve dönem karında dalgalanma yaratmaya devam edecektir.

Net borç/FAVÖK yönetim beklentisi içinde olsa da, 6A26 FAVÖK'ün yıllıklandırılmasıyla 3,74x seviyesine ulaşmaktadır. Mevsimsellik nedeniyle bu basit yıllıklandırma muhafazakar olabilir; yine de negatif serbest nakit akışı, €578 milyonluk bir yıllık vade ve €244 milyonluk Tunus sınıflaması yakından izlenmelidir.



## TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG A.Ş. 6A/26 Sonuçları

## Beklentiler, Stratejik Yatırımlar ve Temettü

| Gösterge          | İlk beklenti    | Revize beklenti | Değerlendirme                  |
|-------------------|-----------------|-----------------|--------------------------------|
| Toplam yolcu      | 116-123 mn      | 112-118 mn      | Orta nokta yaklaşık %3,9 aşağı |
| Dış hat yolcu     | 78-83 mn        | 72-77 mn        | Orta nokta yaklaşık %7,5 aşağı |
| Ciro              | €1.880-1.980 mn | Değişmedi       | Fiyat/ticari gelir direnci     |
| FAVÖK             | €590-650 mn     | €580-630 mn     | Orta nokta yaklaşık %2,4 aşağı |
| Yatırım harcaması | <€330 mn        | <€300 mn        | Sermaye disiplini / zamanlama  |

Yolcu beklentilerindeki belirgin düşüşe rağmen ciro beklentisinin korunması, yönetimin tarife artışları ve yolcu başına ticari gelirler konusunda güvenini yansıtmaktadır. FAVÖK bandının daha sınırlı aşağı çekilmesi de aynı görüşü destekler. Ancak beklenti bandı altına yaklaşılması halinde sabit maliyetlerin marj üzerinde görünür baskı yaratması mümkündür.

**Stratejik yatırımlar:**

**Almatı:** Kalan %15 pay \$133 milyon bedelle alınmasıyla tam sahiplik hedeflenmektedir. Yeni terminal ve tarife artışları büyüme sunarken jet yakıtı hacmi ve satın alma finansmanı izlenmelidir.

**Tiflis:** İmtiyaz beş yıl uzatılmış; terminal ve apron yatırımların 2028 yaz sezonundan önce tamamlanması planlanmıştır. Havalimanı kapasitesi 10 milyon yolcunun üzerine çıkacaktır.

**Ankara:** Mayıs 2050'ye uzanan yeni imtiyaz dönemindeki ikinci pist ve ilgili yatırımlar tamamlanmıştır. Daha yüksek tarifeler ve dış hat transfer trafiği gelir kalitesini desteklemektedir.

**Antalya:** Nisan 2025'te açılan yeni terminalle kapasite 65 milyon yolcuya, ticari alan 33,3 bin m<sup>2</sup>'ye ulaşmıştır. Ticari alan artışı yolcu başına harcamayı desteklemektedir.

**Medine:** Genişleme yatırımı ve artan kapasite uzun vadeli fırsat yaratırken özkaynak yöntemi ve proje borcu nedeniyle katkı kademeli olacaktır.

Şirket politikası, olağanüstü yatırım veya kaynak ihtiyacı olmadığı sürece UFRS konsolide net karın %50'sini nakit veya bedelsiz pay olarak dağıtmaktır. 2025 karından yaklaşık 1,3 TL milyar temettünün ilk taksiti Temmuz 2026'da ödenmiş, ikinci taksitin Eylül 2026'da ödenmesi planlanmıştır. Yoğun yatırım dönemi ve negatif serbest nakit akışı nedeniyle önümüzdeki dönem temettü kapasitesi yalnızca muhasebe karına değil nakit yaratımına ve borçluluk hedeflerine bağlı olacaktır.

## TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG A.Ş. 6A/26 Sonuçları

## Katalizörler, Riskler ve Senaryo Analizi

| Katalizör                                      | Olası etki                                               |
|------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|
| Antalya ticari alanlarının tam devreye girmesi | Yolcu başına duty free ve yiyecek-içecek gelirinde artış |
| Almatı tarife artışları ve tam sahiplik        | Gelir ve nakit akışı üzerinde daha yüksek ekonomik pay   |
| Gürcistan ve Orta Doğu trafiğinde normalleşme  | Dış hat yolcu ve havacılık gelirlerinde toparlanma       |
| Ankara dış hat transfer stratejisi             | Daha yüksek yolcu ücretleri ve büyüyen trafik            |
| Faizlerde düşüş/refinansman                    | Net faiz gideri ve özsermaye maliyetinde azalma          |

| Risk                                          | Finansal aktarım kanalı                                   |
|-----------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|
| Jeopolitik gerilim ve hava sahası kapanışları | Trafik, dış hat karması ve ticari gelirlerde düşüş        |
| Jet yakıtı fiyatı ve havayolu kapasitesi      | Bilet talebi ve Almatı yakıt satış hacminde baskı         |
| Yüksek faiz ve refinansman                    | Net faiz gideri, borç servisi ve değerlendirme çarpanları |
| TL ücret enflasyonu                           | Personel gideri ve FAVÖK marjında daralma                 |
| Tunus covenant ihlali                         | Kısa vadeli sınıflama ve olası yeniden yapılandırma       |
| Yeni Antalya'nın yüksek borcu                 | Temettü kapasitesi ve özkaynak yöntemi zararı             |
| Kur ve ertelenmiş vergi oynaklığı             | Net karın operasyonel eğilimden sapması                   |
| Yatırım uygulama ve maliyet aşımı             | Serbest nakit akışı ve net borçta bozulma                 |

| Senaryo | Temel varsayımlar                                                                         | Muhtemel sonuç                                                       |
|---------|-------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|
| Olumlu  | Trafik üst banda yaklaşır; Antalya/Almatı ticari gelirleri güçlü; maliyet artışı yavaşlar | Ciro beklentisi üst bandı, FAVÖK marjı toparlanması ve borçta düşüş  |
| Baz     | Revize trafik orta noktası; tarife ve ticari gelirler hacim zayıflığını dengeler          | Ciro beklentisi korunur, FAVÖK revize bandın orta bölümünde          |
| Olumsuz | Jeopolitik kesintiler sürer; dış hat zayıf; faiz ve personel maliyeti yüksek kalır        | FAVÖK alt banda yaklaşır, serbest nakit akışı ve net borç baskılanır |

İleriye dönük beklentiler; seyahat kısıtlaması, güvenlik olayı, olağanüstü döviz hareketi, diğer mücbir sebepler olmadığı varsayımına dayanır. Dolayısıyla da senaryo takibinde yalnızca yolcu sayısı değil, dış hat karması, yolcu başına ticari harcama ve faaliyet giderleri birlikte izlenmelidir.

## TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG A.Ş. 6A/26 Sonuçları

## Sonuç ve İzlenecek Göstergeler

TAV Havalimanları 2026 ilk yarıda düşük trafik büyümesine rağmen fiyatlama, tarife ve ticari gelir gücüyle ciro ve FAVÖK artışı üretmiştir. İkinci çeyrek performansı belirgin şekilde güçlüdür. Bununla birlikte ilk yarı FAVÖK marjındaki daralma, net faiz giderindeki yükseliş, zayıf nakit dönüşümü ve artan net borç, bilanço riskini gündemde tutmaktadır. Net kardaki toparlanmanın önemli kısmının nakit dışı kalemlerden gelmesi nedeniyle yatırım hikayesinin doğrulanması, ikinci yarıda faaliyet nakit akışı ve borçlulukta iyileşme gerektirir.

| İzlenecek gösterge         | Eşik/yön                    | Neden önemli                        |
|----------------------------|-----------------------------|-------------------------------------|
| Toplam ve dış hat yolcu    | Revize bandın orta-üstü     | Ciro ve ticari gelir tabanı         |
| Yolcu başına duty free     | €9,7 üzeri süreklilik       | Antalya yatırımının getirisi        |
| FAVÖK marjı                | %28,2 üzerinde toparlanma   | Maliyet kontrolü ve ölçek ekonomisi |
| Faaliyet nakit akışı/FAVÖK | %10'dan belirgin yükseliş   | Karın nakde dönüşümü                |
| Net borç/FAVÖK             | 3,0x altında kalıcılık      | Finansal esneklik                   |
| Net faiz gideri            | Yıllık artışın yavaşlaması  | Net kar kalitesi                    |
| Yeni Antalya zararı        | Çeyreksele daralma          | İştirak katkısının normalleşmesi    |
| Tunus finansmanı           | Waiver/yeniden yapılandırma | Kısa vadeli riskin azalması         |
| 2026 yatırım harcaması     | <€300 mn                    | Serbest nakit akışı ve borç         |



# TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG A.Ş.

## DEĞERLEME TABLOLARI

| TAV Airports – EUR-Based Financial Analysis & Valuation |         |         |        |                                                         |                       |            |      |
|---------------------------------------------------------|---------|---------|--------|---------------------------------------------------------|-----------------------|------------|------|
| Key Metric                                              | 1H25    | 1H26    | Change | Assessment                                              | Valuation Metric      | Base       | Unit |
| Revenue                                                 | 823,5   | 867,3   | 0,1    | Revenue growth exceeded passenger growth                | DCF Equity Value      | 2.839,5    | €m   |
| EBITDA                                                  | 236,7   | 244,8   | 0,0    | Positive growth; margin slightly compressed             | DCF Value / Share     | (€1833,00) | €    |
| EBITDA Margin                                           | 28,7%   | 28,2%   | (0,5%) | Cash opex grew faster than revenue                      | Comps Equity Value    | 3.582,0    | €m   |
| Net Profit after Minority                               | (50,0)  | 8,0     | 58,0   | Returned positive, mainly due to non-cash normalization | Comps Value / Share   | €9,86      | €    |
| Cash Flow from Operations                               | 61,6    | 25,2    | (0,6)  | Weak cash conversion due to working capital and tax     | Blended Value / Share | €8,37      | €    |
| Free Cash Flow                                          | 12,4    | (48,4)  | (60,8) | Negative because of Tbilisi upfront payments and capex  | Implied TL Price      | ₺459,01    | TL   |
| Net Debt                                                | 1.779,0 | 1.833,0 | 0,0    | Leverage remains the key balance-sheet constraint       | Upside / (Downside)   | 63,1%      | %    |

DCF tarafında yatırım harcamalarının normalleşmesi kritik. Baz senaryoda 9,2 avro, iyimser senaryoda 17,7 avro çıktı. DCF'nin bu kadar geniş aralık vermesinin nedeni TAV'ın değerinin WACC, terminal büyüme ve özellikle capex normalleşmesine çok duyarlı olması.

Şirket FAVÖK büyütse bile yatırım harcamaları uzun süre yüksek kalırsa, özkaynak değeri sınırlı kalıyor. DCF'ye %65 ( 7,67 Avro ) , benzer şirket çarpanına %35( 9,86 Avro) ağırlık verdiğimizde birleşik değerlendirme sonucu hisse başına 8,37 Avro hedef değere ulaşmaktayız ve şirket için ALIM yönünde tavsiyede bulunmaktayız.

| Editable Model Assumptions        |           |          |                                      |
|-----------------------------------|-----------|----------|--------------------------------------|
| Assumption                        | Base      | Unit     | Source / Rationale                   |
| 2026 Revenue                      | 1930      | €m       | Company guidance: €1.88–1.98bn       |
| 2026 EBITDA                       | 605       | €m       | Company guidance: €580–630m          |
| 2027 Revenue Growth               | 6,5%      | %        | Scenario assumption                  |
| 2028 Revenue Growth               | 6,0%      | %        | Scenario assumption                  |
| 2029 Revenue Growth               | 5,5%      | %        | Scenario assumption                  |
| 2030 Revenue Growth               | 5,0%      | %        | Scenario assumption                  |
| 2026 EBITDA Margin                | 31,3%     | %        | Derived                              |
| 2030 EBITDA Margin                | 32,5%     | %        | Operating leverage scenario          |
| Cash Tax Rate                     | 25,0%     | %        | Normalized cash tax assumption       |
| 2026 Capex                        | 290       | €m       | Company guidance: below €300m        |
| 2030 Capex                        | 190       | €m       | Capex normalization assumption       |
| D&A % Revenue                     | 10,0%     | %        | Historical and asset-base assumption |
| NWC Investment % Revenue Change   | 2,5%      | %        | Scenario assumption                  |
| WACC                              | 11,5%     | %        | EUR nominal WACC                     |
| Terminal Growth                   | 2,0%      | %        | EUR nominal long-term growth         |
| Net Debt                          | 1833      | €m       | 1H26 company presentation            |
| Equity-Accounted Investment Value | 575       | €m       | Scenario-based SOTP adjustment       |
| Shares Outstanding                | 363,28125 | m shares | Company financial statements         |
| EUR/TRY                           | ₺54,83    | TL per € | ECB reference rate, 3 Aug 2026       |
| Current TAVHL Price               | ₺281,50   | TL       | User-provided                        |
| DCF Weight                        | 65,0%     | %        | Valuation weighting                  |
| Comps Weight                      | 35,0%     | %        | Valuation weighting                  |

| Five-Year DCF Valuation – EUR |         |      |
|-------------------------------|---------|------|
| Metric                        | Base    | Unit |
| WACC                          | 11,5%   | %    |
| Terminal Growth               | 2,0%    | %    |
| Net Debt                      | 1.833,0 | €m   |
| Equity Investment Value       | 575,0   | €m   |

## TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG A.Ş.

## DEĞERLEME TABLOLARI

| Base Scenario Forecast (€m) |         |         |         |         |         |
|-----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Metric                      | 2026    | 2027    | 2028    | 2029    | 2030    |
| Revenue                     | 1.930,0 | 2.055,5 | 2.178,8 | 2.298,6 | 2.413,5 |
| EBITDA                      | 605,0   | 650,2   | 695,5   | 740,4   | 784,4   |
| EBITDA Margin               | 31,3%   | 31,6%   | 31,9%   | 32,2%   | 32,5%   |
| D&A                         | 193,0   | 205,5   | 217,9   | 229,9   | 241,4   |
| EBIT                        | 412,0   | 444,7   | 477,7   | 510,6   | 543,0   |
| NOPAT                       | 309,0   | 333,5   | 358,2   | 382,9   | 407,3   |
| Capex                       | (290,0) | (265,0) | (240,0) | (215,0) | (190,0) |
| NWC Investment              | -       | (3,1)   | (3,1)   | (3,0)   | (2,9)   |
| FCFF                        | 212,0   | 270,9   | 333,0   | 394,8   | 455,8   |
| PV of FCFF                  | 190,1   | 217,9   | 240,3   | 255,4   | 264,5   |

| DCF Valuation Output     |                |
|--------------------------|----------------|
| Metric                   | Base           |
| PV of Explicit FCFF      | 1.168,2        |
| Terminal FCFF            | 464,9          |
| Terminal Value           | 4.893,5        |
| PV of Terminal Value     | 2.839,5        |
| Enterprise Value         | 4.007,7        |
| Less: Net Debt           | (1.833,0)      |
| Add: Equity Investments  | 575,0          |
| <b>DCF Equity Value</b>  | <b>2.749,7</b> |
| Shares Outstanding       | 363,3          |
| <b>DCF Value / Share</b> | <b>€7,57</b>   |

Net borç €1,833 milyar seviyesinde. 2026 için şirketin FAVÖK beklentisinin orta noktası olan €605 milyon kullandığımızda Net Borç/FAVÖK yaklaşık 3,0x çıkıyor. Bu oran yönetilebilir. Özellikle faiz giderlerinin arttığı ve yatırımların devam ettiği bir dönemde, piyasanın TAV'a benzer şirketlere göre iskonto uygulamasının temel nedeni de bu.

Türkiye'de TAV ile birebir karşılaştırılabilir halka açık bir havalimanı işletmecisi olmadığı için ana karşılaştırma grubu uluslararası şirketlerden oluşturduk. Aena, Fraport, Groupe ADP, Flughafen Zürich ve Vienna Airport gibi şirketleri referans aldık. TAV'a ülke riski, jeopolitik risk, yüksek borç, imtiyaz süresi ve capex ihtiyacı nedeniyle iskonto uygulandığında, hisse başına avro bazlı değer çarpan yönteminde yaklaşık €8,2 ile €15,0 arasında çıkıyor. Baz senaryomuzda ise çarpan değerimiz €9,86 avro seviyesinde.

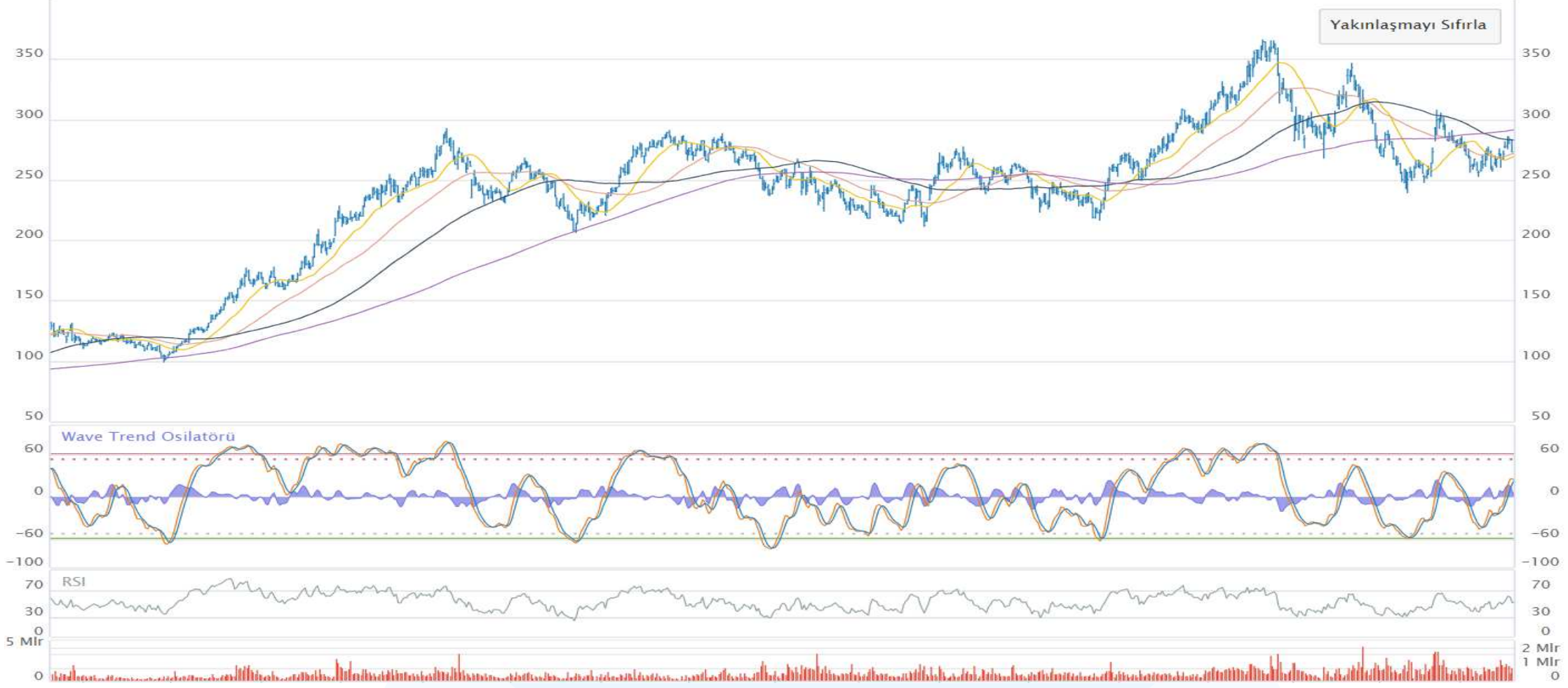
| Comparable Company Valuation – EUR |             |             |              |                  |                                                                                                                                             |
|------------------------------------|-------------|-------------|--------------|------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Company                            | Country     | EV/EBITDA   | TAV Discount | Applied Multiple | Source                                                                                                                                      |
| Aena                               | Spain       | 11,0x       | 0,2x         | 8,8x             | <a href="https://multiples.vc/public-comps/aena-valuation-multiples">https://multiples.vc/public-comps/aena-valuation-multiples</a>         |
| Fraport                            | Germany     | 9,5x        | 0,2x         | 8,1x             | <a href="https://www.fraport.com/en.html">https://www.fraport.com/en.html</a>                                                               |
| Groupe ADP                         | France      | 9,0x        | 0,2x         | 7,7x             | <a href="https://www.parisaeroport.fr/en/group/finance">https://www.parisaeroport.fr/en/group/finance</a>                                   |
| Flughafen Zürich                   | Switzerland | 11,0x       | 0,3x         | 8,3x             | <a href="https://www.flughafen-zuerich.ch/en/company/investor-relations">https://www.flughafen-zuerich.ch/en/company/investor-relations</a> |
| Vienna Airport                     | Austria     | 8,5x        | 0,2x         | 7,2x             | <a href="https://www.viennaairport.com/en/company/investor_relations">https://www.viennaairport.com/en/company/investor_relations</a>       |
| <b>Median</b>                      |             | <b>9,5x</b> | <b>0,2x</b>  | <b>8,1x</b>      |                                                                                                                                             |

| TAV Applied Multiple Scenarios |           |
|--------------------------------|-----------|
| Metric                         | Base      |
| 2026 EBITDA                    | 605,0     |
| Applied EV/EBITDA              | 8,0x      |
| Enterprise Value               | 4.840,0   |
| Less: Net Debt                 | (1.833,0) |
| Add: Equity Investment         | 575,0     |
| Comps Equity Value             | 3.582,0   |
| Shares Outstanding             | 363,3     |
| Comps Value / Share            | €9,86     |

| Blended Valuation Summary    |                |             |
|------------------------------|----------------|-------------|
| Metric                       | Base           | Unit        |
| DCF Value / Share            | €7,57          | €           |
| Comps Value / Share          | €9,86          | €           |
| DCF Weight                   | 65,0%          | %           |
| Comps Weight                 | 35,0%          | %           |
| <b>Blended Value / Share</b> | <b>€8,37</b>   | <b>€</b>    |
| <b>EUR/TRY</b>               | <b>54,8</b>    | <b>TL/€</b> |
| <b>Implied TL Price</b>      | <b>₺459,01</b> | <b>TL</b>   |
| <b>Current Price</b>         | <b>₺281,50</b> | <b>TL</b>   |
| <b>Upside / (Downside)</b>   | <b>63,1%</b>   | <b>%</b>    |

## TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG A.Ş.

## TEKNİK GÖRÜNÜM



## Teknik Göstergeler

| Göstergeler         | Kısa Vadeli |       | Ort Vadeli |       | Uzun Vadeli |       |
|---------------------|-------------|-------|------------|-------|-------------|-------|
|                     | Değer       | Karar | Değer      | Karar | Değer       | Karar |
| Stochastic          | 58.51       | SAT   | 25.83      | AL    | 34.20       | SAT   |
| RSI                 | 52.49       | SAT   | 48.52      | AL    | 51.98       | AL    |
| Williams%R          | -35.29      | SAT   | -59.04     | AL    | -60.54      | NÖTR  |
| Momentum            | 101.75      | AL    | 97.65      | SAT   | 100.67      | AL    |
| MACD                | 1.53        | AL    | -6.26      | SAT   | -2.71       | SAT   |
| ADX                 | 12.62       | AL    | 13.65      | AL    | 9.79        | AL    |
| CCI                 | 33.46       | NÖTR  | 60.28      | NÖTR  | -51.65      | NÖTR  |
| Ultimate Oscillator | 56.96       | NÖTR  | 43.83      | NÖTR  | 36.57       | NÖTR  |
| ROC                 | 1.75        | NÖTR  | -2.35      | NÖTR  | -8.55       | NÖTR  |
| Hareketli Ortalama  | 275.47      | AL    | 274.08     | NÖTR  | 280.20      | NÖTR  |
| Al Sayısı           |             | 4     |            | 4     |             | 3     |
| Sat Sayısı          |             | 3     |            | 2     |             | 2     |
| Nötr Sayısı         |             | 3     |            | 4     |             | 5     |

## Pivot Noktaları

| Pivot Yöntemi | Kapanış Fiyatı | Destek Noktaları |        |        | Pivot Noktası | Direnç Noktaları |        |        |
|---------------|----------------|------------------|--------|--------|---------------|------------------|--------|--------|
|               |                | Ds1              | Ds2    | Ds3    |               | Dr3              | Dr2    | Dr1    |
| Klasik        | 275.50         | 264.67           | 267.83 | 271.67 | 274.83        | 278.67           | 281.83 | 285.67 |
| Camarilla     | -              | 273.58           | 274.22 | 274.86 | 274.83        | 276.14           | 276.78 | 277.43 |
| Fibonacci     | -              | 267.83           | 270.51 | 272.16 | 274.83        | 277.51           | 279.16 | 281.83 |
| Demarks's     | -              | -                | -      | 273.25 | 274.83        | 280.25           | -      | -      |



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 tercihlerinizle uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu raporda yer alan bilgiler A1 CAPITAL 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 A1 CAPITAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle A1 CAPITAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer GÜLER HOLDİNG Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. A1 CAPITAL Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle A1 CAPITAL Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.

## A1 Capital Yatırım- Araştırma

M. Baki ATILAL - Genel Müdür

Yardımcısı

Sıla GİRGİN - Uzman Yardımcısı

# Yatırım Artık Daha Kolay!

A1 Capital'in güçlü altyapısı, uzman kadrosu ve yenilikçi dijital çözümleriyle yatırım yapmaya bugün başlayın.

Hemen Hesap Aç



[alcapital.com.tr](https://alcapital.com.tr)