

TAVHL / TAV Havalimanları

TAV Havalimanları Holding A.Ş. (TAVHL), 2Ç25 döneminde 191,6 milyon TL zarar açıkladı. Şirket geçen yılın aynı çeyreğinde 2.508 milyon TL net kar açıklamıştı. 2Ç25 dönemi için piyasa beklentisi şirketin 754 milyon TL net kar açıklaması yönündeydi. Bu bakımdan şirket net kar konusunda piyasa beklentilerini karşılamadı. Net kar marjı ise yıllık bazda 18.5 puan azalış göstererek %-1.0 seviyesinde gerçekleşti. Şirketin bu dönemde cirosunda yaşanan reel büyümeye rağmen, özkaynak yöntemi ile değerlendirilen yatırımlardan değer kaybı, net faiz gideri ve yabancı para çevrim farklarının etkisi ile büyüyen net finansman gideri ve euronun değer kazanmasından kaynaklanan ertelenmiş vergi gideri net karını baskılayan başlıca unsurlar oldu.

Satış gelirleri yıllık bazda %36,5 arttı

2Ç25 döneminde satış gelirleri, yıllık %36,5 artış göstererek 19.539 milyon TL'ye yükseldi. Bir önceki çeyreğe göre satış gelirleri %35,5 arttı. 2Ç25 dönemi için piyasa beklentisi şirketin 19.688 milyon TL satış geliri elde etmesi yönündeydi. Bu bakımdan şirketin satış gelirleri piyasa beklentisine yakın bir seviyede gerçekleşmiş oldu. Brüt kar yıllık %40,9 artışla 8.105 milyon TL olurken, brüt kar marjı yıllık 1,3 puan artışla %41,5 seviyesinde gerçekleşti.

Şirketin satış gelirlerindeki büyümede, trafik büyümesine ek olarak, daha yüksek ücretler, mevcut operasyonlarda yolcu başına gümrüksüz satış artışı, Almatı'da açılan yeni ticari alanlar, Antalya'daki yeni yiyecek içecek operasyonları ve Katar'daki yeni TAV Technologies projesinin pozitif katkısı hissedildi.

FAVÖK 6.351 milyon TL oldu

FAVÖK yıllık bazda %41,1 artış gösterirken, çeyrek bazda %86,5 artış gösterdi ve 6.351 milyon TL oldu. Piyasa beklentisi şirketin bu dönemde 5.825 milyon TL FAVÖK elde etmesi yönündeydi. Bu bakımdan şirket bu dönemde beklentilerin üzerinde bir FAVÖK elde etmiş oldu. FAVÖK marjı da yıllık 1,1 puan artışla %32,5 seviyesinde gerçekleşti. Şirket bir önceki çeyrekte %23,6 FAVÖK marjı elde etmişti. Katar projesi ve TL'deki enflasyon ilk çeyrekte marjları baskılamış olsa da, ikinci çeyrekte Türkiye dışındaki havalimanlarının cironun üzerinde FAVÖK artışı sağlaması ile marj genişlemesi elde edildi.

Piyasa Bilgileri

Kapanış (TL)	248.50
Piyasa Değeri (mn TL)	90,275.4
Halka Açık Piy. Değ. (mn TL)	43,332.2
Bugünkü Sermaye (bin TL)	363,281
Halka Açık Sermaye	174,375
Halka Açıklık Oranı	%48

Hisse Performansı (TL)

	Değ. (%)
1 Aylık	-2.2
3 Aylık	9.5
Yılbaşına göre	-9.3
Son 1 Yıl	-7.7

Relatif Performans (TL)
(Bist 100'e Göre)

	Değ. (%)
1 Aylık	-12.3
3 Aylık	-3.7
Yılbaşına göre	-15.0
Son 1 Yıl	-5.5

Piyasa Çarpanları

F/K	49.5
PD/DD	1.3
FD/NS	2.3

Bilanço Özeti (Bin TL)

	2025/06
Aktifler	228,449,359
Net Borç	63,533,284
Net Döviz Pozisyonu	-9,194,848
Net Satışlar	33,957,745
FAVÖK	9,756,484
Net Kar/Zarar	-1,929,875

Özet Gelir Tablosu (bin TL)	2Ç25	2Ç24	Değ. (%)	1Ç25	Değ. (%)	6A25	6A24	Değ. (%)
Net Satışlar	19,538,916	14,312,302	36.5	14,418,829	35.5	33,957,745	25,075,467	35.4
Brüt Faaliyet Karı	8,105,363	5,751,694	40.9	5,051,462	60.5	13,156,825	9,637,786	36.5
Faaliyet Giderleri	3,920,789	2,603,089	50.6	2,997,085	30.8	6,917,874	4,777,599	44.8
Finansman Gelir/Gider	-2,574,284	-1,371,479	a.d.	-2,283,427	a.d.	-4,857,711	-2,940,051	a.d.
Esas Faaliyet Karı	4,184,574	3,148,605	32.9	2,054,377	103.7	6,238,951	4,860,187	28.4
FAVÖK	6,351,062	4,501,504	41.1	3,405,422	86.5	9,756,484	7,230,815	34.9
Ana Ortaklık Net Kar	-191,560	2,507,522	a.d.	-1,738,315	a.d.	-1,929,875	2,805,790	a.d.

Oranlar	2Ç25	2Ç24	Fark	1Ç25	Fark	6A25	6A24	Fark
Brüt Karı Marjı (%)	41.5	40.2	1.3	35.0	6.4	38.7	38.4	0.3
Esas Faa.Karı Marjı (%)	21.4	22.0	-0.6	14.2	7.2	18.4	19.4	-1.0
Favök Marjı (%)	32.5	31.5	1.1	23.6	8.9	28.7	28.8	-0.1
Net Kar Marjı (%)	-1.0	17.5	-18.5	-12.1	11.1	-5.7	11.2	-16.9

TAVHL / TAV Havalimanları**6 Aylık Sonuçlar**

2025 yılının ilk 6 ayına baktığımızda, şirketin satış gelirleri yıllık bazda %35,4 artışla 33.958 milyon TL'ye yükseldi. Brüt kar marjı 0,3 puan artışla %38,7 seviyesinde, FAVÖK marjı 0,1 puan azalışla %28,7 seviyesinde gerçekleşti. FAVÖK yıllık bazda %34,9 artış gösterdi ve 9.756 milyon TL olarak hesaplandı. Bu sonuçlarla birlikte şirketin 6 aylık net dönem zararı 1.930 milyon TL olarak gerçekleşti.

Trafik Performansı

Şirketin 2025 yılının ilk altı aylık döneminde hizmet verdiği toplam yolcu sayısı 2024 yılının aynı döneminde kıyasla %4 artış gösterdi ve 47,7 milyon seviyesine yükseldi. Antalya yolcu sayısı geçen yılın aynı dönemine paralel kalırken, İzmir yolcu sayısında %4 artış, Esenboğa yolcu sayısında %2 artış, Milas-Bodrum yolcu sayısında %2 azalış, Gazipaşa yolcu sayısında %7 azalış, Almatı yolcu sayısında %8 artış, Gürcistan yolcu sayısında %14 artış, Medine yolcu sayısında %6 artış, Tunus yolcu sayısında %16 artış, Kuzey Makedonya yolcu sayısında %5 artış, Zagreb yolcu sayısında ise %9 artış yaşandı. İlk çeyrekte Antalya'daki görece soğuk hava, Ramazan ay ve Paskalya takvimi trafik verileri üzerinde negatif etki yaratmıştı. İkinci çeyrekte ise Orta Doğu'da yaşanan jeopolitik gelişmelerin trafik verileri üzerinde negatif etkisi hissedildi.

Euro bazlı sonuçlar

Şirketin finansal sonuçlarına fonksiyonel para birimi olan EUR cinsinden bakıldığında; güçlü ciro ve FAVÖK artışı dikkat çekti. 2Ç25 döneminde şirketin çeyreklik konsolide cirosu yıllık yüzde 8'lik büyüme ile 445 milyon EUR seviyesine yükseldi. Çeyreklik FAVÖK ise yıllık yüzde 13'lük büyüme ile 147 milyon EUR seviyesinde gerçekleşti. 2024 yılının aynı çeyreğinde 72 milyon EUR çeyreklik net kar açıklayan şirket, 2Ç25 döneminde 4 milyon EUR zarar açıkladı. 2Ç25 döneminde net karı baskılayan unsurlar özkaynak yöntemi ile değerlendirilen yatırımlardan 28 milyon EUR'luk değer kaybı, net faiz gideri ve yabancı para çevrim farklarının etkisi ile 45 milyon EUR seviyesine ulaşan net finansman gideri ve 16 milyon EUR tutatındaki ertelenmiş vergi gideri oldu.

Tamamlanan ve devam eden yatırımlar

2025 yılının Nisan ayında, şirketin Antalya'daki yeni terminal yatırımı tamamlanmış ve havalimanındaki ticari operasyonları başlamıştır. Ankara'da, Mayıs 2025'ten Mayıs 2050'ye kadar sürecek olan yeni imtiyaz sözleşmesi gereğince yapılan yatırımlar tamamlanmıştır. Şirket Almatı yatırım planıyla ilgili yatırımlara başlamıştır. Şirket Almatı yatırım planı kapsamında önümüzdeki beş yıl içinde toplamda yaklaşık 300 milyon EUR yatırım yapmayı planlamaktadır. Şirket dış hat yolcusunun seyahat talebindeki artışı karşılamak için, üçüncü çeyrekte, %26 hissedarı olduğu Medine'de yeni bir dış hat terminalinin inşaatına başlayacaktır. Dış hat terminali ve buna bağlı yeni bağlantı yolları, altyapı hatları ve otopark gibi ek tesisler için toplamda yaklaşık 300 milyon dolarlık bir yatırım öngörülmektedir. Bu yatırımın 2028'e kadar tamamlanması ve TAV Havalimanları Holding'den özkaynak katkısı olmadan finanse edilmesi planlanmaktadır. Ayrıca, şirket tarafından Gürcistan Hükümeti'ne, Tiflis Havalimanı'nda yolcu kapasitesini yıllık 10 milyon yolcuya çıkarmak ve imtiyaz süresini en az 2031'e uzatmak için yaklaşık 150 milyon dolarlık bir yatırım teklif edilmiştir.

Net borç pozisyonu TL bazında artarken Euro bazında azaldı

Şirketin net borç pozisyonu 2024 yılının aynı dönemine göre %48,1 artarken, bir önceki çeyreğe göre %9,9 artarak bu dönemde 63.533 milyon TL seviyesinde gerçekleşti. Net borç/FAVÖK rasyosu ise 3,3 seviyesinde gerçekleşti. 30 Haziran 2025 itibarıyla şirketin 9.195 milyon TL döviz açığı bulunmaktadır. Şirketin net borcu bir önceki çeyreğe göre TL bazında %9,9 artarken EUR bazında %0,9 azalış göstermiş ve 1.779 milyon EUR seviyesine gerilemiştir. Şirketin borçlarının ortalama vadesi 6,4 yıl olup, ortalama EUR borçlanma maliyeti ise %6,2 seviyesindedir.

Şirketin nakit değerleri arttı

Şirketin nakit değerleri 2024 yıl sonuna göre 1.275 milyon TL artarak 14.227 milyon TL oldu. İşletme faaliyetlerinden 2.526 milyon TL nakit girişi sağlandı. Yatırım faaliyetlerinden 1.987 milyon TL nakit çıkışı olurken finansman faaliyetlerinden ise 2.410 milyon TL nakit çıkışı oldu.

2025 yılına ilişkin beklentiler değişmedi

Şirket, 2025 yılında cirosunun 1,750-1,850 milyon EUR seviyesinde olmasını, toplam yolcu sayısının 2025 yılında 110-120 milyon seviyesinde olmasını, dış hat yolcu sayısının 75 - 83 milyon seviyesinde olmasını, FAVÖK miktarının 520-590 milyon EUR seviyesinde olmasını, toplam yatırım harcamasını miktarının Almatı Yeni Yatırım Programı hariç 140-160 milyon EUR seviyesinde olmasını, Almatı Yatırım Planının ise 2025-2029 yılları arasında 5 yıla yayılmış şekilde 300 milyon EUR seviyesinde olmasını beklemektedir. Şirket, 2024 yılında 3.52 seviyesinde olan Net Borç/FAVÖK rasyosunun ise 2025 yılında 2.5-3.0 seviyesinde olmasını beklemektedir.

Değerlendirme ve Hedef Fiyat

TAV Havalimanları'nın 2Ç25 döneminde açıklamış olduğu finansal sonuçları pozitif bulduk. Şirketin finansal sonuçlara bakıldığında net kara yönelik piyasa beklentisi karşılanmamış olsa da ciro ve FAVÖK büyümesinin beklentilerin üzerinde gerçekleşmesini pozitif olarak değerlendirdik. Şirketin bu dönemde cirosunda yaşanan reel büyümeye rağmen, özkaynak yöntemi ile değerlendirilen yatırımlardan değer kaybı, net faiz gideri ve yabancı para çevrim farklarının etkisi ile büyüyen net finansman gideri ve euronun değer kazanmasından kaynaklanan ertelenmiş vergi gideri net karını baskılayan başlıca unsurlar oldu. Şirketin, tamamlanan Antalya ve Ankara yatırımlarının yanı sıra devam eden yatırımların ilerleyen dönemlerde cirosu büyümesine sağlayacağı katkısı önemli buluyoruz. TAVHL için İNA modelimize göre 12 aylık hedef fiyatımızı 406 TL seviyesinde koruyoruz.

TAVHL / TAV Havalimanları

Bilanço (Bin TL)	2022	2023	2024	2024/06	2025/06	Değ. (%)
Dönen Varlıklar	14,985,806	33,605,578	31,266,055	34,672,407	39,522,460	14.0
Hazır Değerler	5,143,504	17,554,420	12,952,136	18,045,216	14,227,186	-21.2
Ticari Alacaklar	2,476,632	3,935,996	5,021,862	5,547,148	8,972,358	61.7
Diğer Alacaklar	286,006	451,174	760,671	470,864	1,126,144	139.2
Stoklar	996,651	1,101,168	1,642,583	1,694,790	2,202,251	29.9
Diğer Dönen Varlıklar	913,994	1,677,600	2,236,829	1,963,296	2,828,733	44.1
Duran Varlıklar	69,349,629	121,221,367	147,385,777	137,409,132	188,926,899	37.5
Ticari Alacaklar	0	0	0	0	0	a.d.
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	0	0	0	0	0	a.d.
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	14,582,240	24,573,700	26,652,378	25,925,215	31,026,657	19.7
Maddi Duran Varlıklar	9,424,961	22,074,877	35,319,210	28,410,037	32,126,314	13.1
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	37,691,992	59,003,806	62,895,435	62,743,946	101,748,273	62.2
Diğer Duran Varlıklar	417,257	4,481,612	5,056,624	4,960,625	945,719	-80.9
TOPLAM AKTİFLER	84,335,435	154,826,945	178,651,832	172,081,539	228,449,359	32.8
Kısa Vadeli Yükümlülükler	14,575,384	28,932,753	29,704,135	36,636,015	50,900,279	38.9
Finansal Borçlar	5,524,917	12,163,561	11,060,236	11,853,662	13,116,364	10.7
Uzun Vadeli Finansal Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	2,210,921	5,177,961	5,906,979	6,154,349	7,064,204	14.8
Ticari Borçlar	1,684,819	2,351,352	3,488,715	3,824,903	4,732,956	23.7
Diğer Borçlar ve Karşılıklar	5,154,727.00	9,239,879.00	9,248,205.00	14,803,101.00	25,986,755.00	75.5
Uzun Vadeli Yükümlülükler	46,195,064	79,429,490	89,330,183	81,738,568	106,322,778	30.1
Finansal Borçlar	20,088,239	40,863,487	50,935,679	46,202,389	63,841,165	38.2
Ticari Borçlar	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	a.d.
Diğer Borçlar ve Karşılıklar	26,106,825.00	38,566,003.00	38,394,504.00	35,536,179.00	42,481,613.00	19.5
Öz Sermaye	23,166,338	45,968,839	59,059,757	53,083,998	70,441,769	32.7
TOPLAM PASİFLER	84,335,435	154,826,945	178,651,832	172,081,539	228,449,359	32.8

Temel Rasyolar	2022	2023	2024	2024/06	2025/06
Cari Oran	1.0	1.2	1.1	0.9	0.8
Likite Oran	0.9	1.1	0.9	0.8	0.7
Toplam Borç / Toplam Aktif	72.1	70.0	66.6	68.8	68.8
T. Finansal borç / Aktif	33.0	37.6	38.0	37.3	36.8
Toplam Borç / Özsermaye	262.3	235.7	201.5	223.0	223.2

Gelir Tablosu (Bin TL)	2Ç24	2Ç25	Değ. (%)	6A24	6A25	Değ. (%)
Satış Gelirleri	14,312,302	19,538,916	36.5	25,075,467	33,957,745	35.4
Satışların Maliyeti	8,560,608	11,433,553	33.6	15,437,681	20,800,920	34.7
Brüt Kar/Zarar	5,751,694	8,105,363	40.9	9,637,786	13,156,825	36.5
Faaliyet Giderleri	2,603,089	3,920,789	50.6	4,777,599	6,917,874	44.8
Net Esas Faaliyet Karı/Zararı	3,148,605	4,184,574	32.9	4,860,187	6,238,951	28.4
Esas Faaliyet Karı	3,166,593	4,328,541	36.7	5,016,455	6,489,061	29.4
FAVÖK (Faiz, amortisman ,vergi öncesi kar)	4,501,504	6,351,062	41.1	7,230,815	9,756,484	34.9
Ana Ortaklık Net Kar	2,507,522	-191,560	a.d.	2,805,790	-1,929,875	a.d.

Karlılık Oranları	2Ç24	2Ç25	6A24	6A25
Brüt Kar Marjı	40.2	41.5	38.4	38.7
Favök Marjı	31.5	32.5	28.8	28.7
Net Kar Marjı	17.5	-1.0	11.2	-5.7

Kaynak : İntegral Yatırım Menkul Değerler, Finnet

Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:V, No:55 Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'i Uyarınca Yayınlanan Uyarı Notu:

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.

Çekince: Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır.

Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez. Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Maslak Mah. Saat Sk. Spine Tower, No:5 Kat:2, 34398 Sarıyer/İstanbul

tel : 444 1 858 (ULU)

fax : 0212 328 30 81

Mersis No : 0 478 051 8427 000 17

www.integralyatirim.com.tr