

TAV Holding

30/07/2025

2Ç25 Mali Tablo Analizi

AL

Yükselme Potansiyeli 58%

Gerçekleşen ve Tahminler

2Ç25 net kârında negatif sürpriz ancak FAVÖK beklentinin üzerinde. Net kar tahminlerinin aksine (İş Yatırım 14 milyon avro; Piyasa: 20 milyon avro), TAV Havalimanları, 2Ç24'deki 72 milyon avroluk net kâra kıyasla 2Ç25'de 4 milyon avro net zarar bildirdi. Şirket 1Y25'de ise 50 milyon avro net zarar bildirdi. 2Ç25 net zarar rakamının arkasındaki sebepler, (iştirakler de dahil) toplamda 71 milyon avroyu bulan nakit dışı 47 milyon avroluk ertelenmiş vergi etkisi ve 24 milyon avroluk finansman etkisiydi. Net kâr tahminimizdeki sapma, hepsi nakit dışı kalemlerden oluşan, temel olarak beklenenden yüksek iştirak zararlarından, ertelenmiş vergi giderinden ve kur farkı giderinden kaynaklandı. Beklentilerle uyumlu TAV Havalimanları, 2Ç25'de yıllık %8 artışla 445 milyon avro konsolide net satış geliri gerçekleştirdi ve 1Y25 net satış geliri rakamı, yıllık %12 artışla 824 milyon avroya ulaştı. 2Ç25'de konsolide FAVÖK, yıllık %13 artışla 147 milyon avro olarak gerçekleşti ve 1Y25, yıllık %10 artışla 237 milyon avroya ulaştı.

Son Çeyrekte Öne Çıkanlar

Yolcu trafiği büyümesinin üzerinde ciro artışı. 2Ç25'deki %4'lük yolcu trafik büyümesinin üzerinde %8'lik gelir büyümesi, fiyat artışlarından, birebir yolcu başına harcama artışından, Almatı'daki yeni ticari alanlardan ve Antalya'daki yeni ikram operasyonlarından kaynaklandı. Gümrüksüz mal satışlarından elde edilen komisyon (+%25), ikram hizmetleri geliri (+%22), alt kiralamadan elde edilen kira geliri ve güvenlik hizmetlerinden elde edilen gelir (%31) 2Ç25'deki gelir artışının ana hatları oldu. En büyük dört gelir yaratan iş kolları olarak Havacılık Geliri, Gümrüksüz mal satışlarından elde edilen komisyon, Yer Hizmetleri Geliri ve İkram Hizmetleri geliri, 2Ç25'de sırasıyla %2, %25, %11 ve %22 yıllık büyüme kaydetti. Kişi Başına Gümrüksüz Harcama, Almatı gümrüksüz satış ve ATÜ Antalya operasyonlarının eklenmesi nedeniyle 1Ç24'deki 9,6 avrodan 2Ç25'de 8,1 avroya düştü.

Marjlarda iyileşme. Nakit faaliyet giderleri, 2Ç25'de ciro artışının altında yıllık %6 artışla faaliyet kar marjlarında iyileşmeye neden oldu. Toplam giderlerde %42'lik aslan payını elinde tutan personel giderleri, 2Ç25'de yıllık %18 arttı. FAVÖK marjı, 2Ç24'deki %31,5 seviyesinden 2Ç25'de %32,9'a yükseldi.

Net borç pozisyonunda hafif gerileme. Net borç pozisyonu, 1Ç25 sonundaki 1,8 milyar avro seviyesinden 2Ç25 sonunda 1,78 milyar avro seviyesine hafif bir düşüşle geriledi. Şirket, 1Y25'de 72 milyon avro yatırım harcaması yaptı. Konsolide kur farkı zararları, 2Ç24'deki 2 milyon avro seviyesinden 2Ç25'de 18,6 milyon avroya yükseldi. Net faiz giderleri, 2Ç24'deki 10,8 milyon avro seviyesinden 2Ç25'de 17,4 milyon avroya yükseldi.

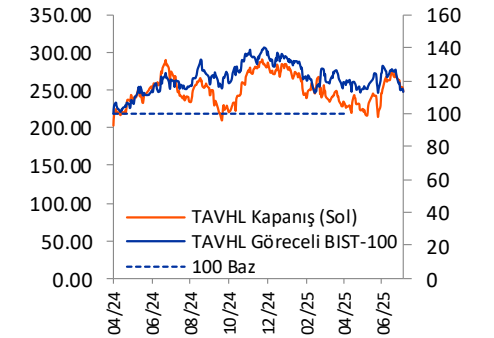
Fiyat Bilgileri

	TL
Kapanış	248.50
12 Aylık Hedef Fiyat*	391.50
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	391.50
Piyasa Değeri (mn)	90,275
Halka Açık PD (mn)	44,415
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	599.9
Hisse sayısı (Adet mn)	363
Takas Saklama Oranı (%)	49
Yabancı Oranı (%)	70

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yıllık	12 Ay
TL	-2.2	-9.3	-7.7
ABD \$	-4.0	-21.0	-24.9
BIST-100 Relatif	-12.3	-15.0	-5.5

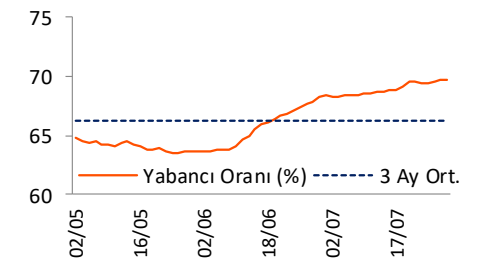
Çarpanlar	2024	2025	2026
F/K	12.5	11.5	8.7
PD/DD	1.4	1.0	0.8
FD/FAVÖK	8.5	6.1	4.6

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 210.00 291.50

Yabancı Oranı (%) Cari (%) : 69.74



Esra Şirineli

esirinel@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 72

Değerleme üzerindeki etki ve görünüm

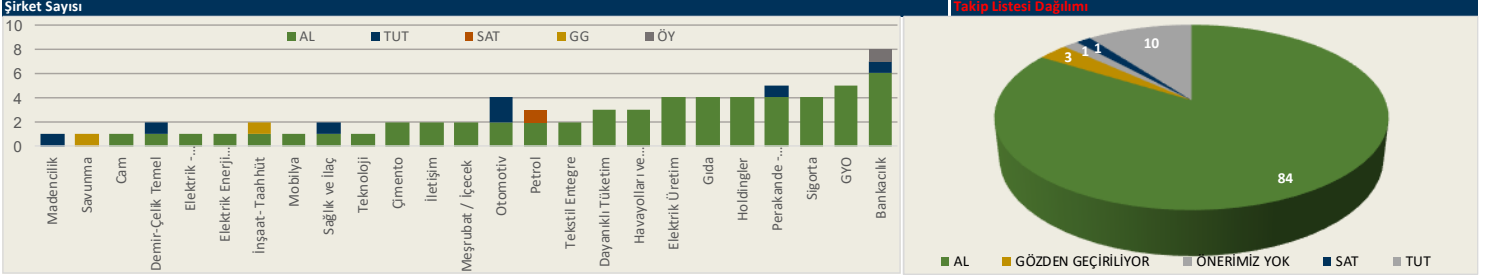
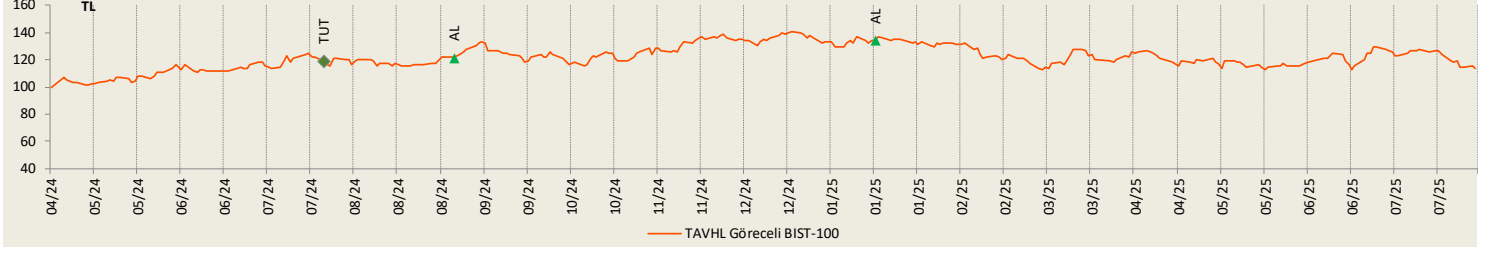
Şirket 2025 hedeflerinde değişiklik yok. Şirket, 2025 için 110 - 120 milyon avro (İş Yatırım: 116 milyon avro) toplam yolcu, 1,75-1,85 milyar avro konsolide gelir ve 520-590 milyon avro (İş Yatırım: 572 milyon avro) FAVÖK yönündeki önceki beklentisini sürdürüyor. TAV tamamlanan yatırımlardan kaynaklanan daha yüksek amortisman maliyetleri ve faiz giderleri, Ankara, BTA Antalya ve TAV OS yeni NY salonundan kaynaklanan daha yüksek kira amortismanı ve güçlü TL'nin TGS ve ATU'nun net geliri üzerindeki olumsuz etkisi nedeniyle 2025 yılı için net kar rakamının 2024'deki seviyesini geçmeyeceğini öngörmeye devam ediyor. Şirket, Almatı Havalimanı için 2025 ile 2029 yılları arasında 5 yıla yayılacak 300 milyon avroluk ek yatırım dahil 2025'de 140 -160 milyon avro + Almatı yatırımı yatırım harcaması öngörüyor. 2025 yılı için önceki 2,5x ve 3,0x Net Borç/FAVÖK hedefi korundu.

Hisse başına 391,50 TL'lik hedef fiyatımız ile TAVHL hissesi için AL tavsiyemizi koruyoruz.

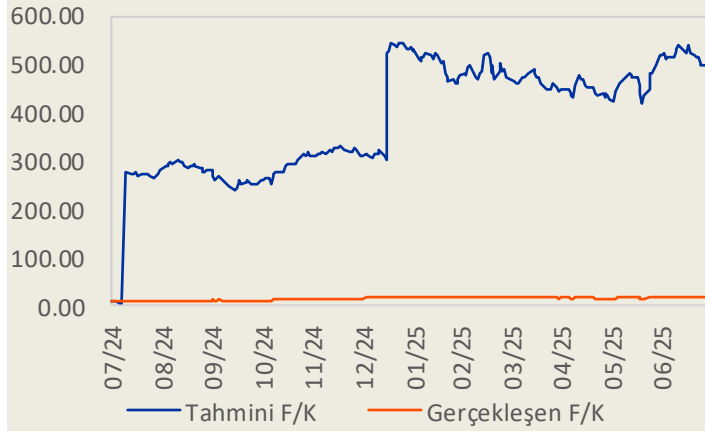
€ mn	IS Yat.		Piyasa							
	2Ç25	2Ç25T	2Ç25T	2Ç24	Değ.	1Ç25	Değ.	1Y25	1Y24	Değ.
Yolcu Sayısı	29.9			28.7	4%	17.8	68%	47.7	45.9	4%
Satış Gelirleri	445	459	461	411	8%	379	18%	824	732	12%
FAVÖK	147	140	139	129	13%	90	63%	237	215	10%
Favök Marjı	32.9%	30.5%	30.2%	31.5%	1.5ppt	23.8%	9.1ppt	28.7%	29.4%	-0.7ppt
İştirak Karı/Zararı	-28			12	n.m.	-37	n.m.	-64	6	n.m.
Net Finansal Gelir/Gider	-45			-22	106%	-42	7%	-87	-56	-54%
Net parasal Kazanç/zarar	0			2	-92%	1	-78%	1	6	-82%
Vergi Öncesi Kar	25			83	n.m.	-23	n.m.	2	102	-98%
Vergi Gideri	-25			-7	n.m.	-21	20%	-46	-15	n.m.
Ana ortaklık payları	-4	14	20	72	n.m.	-46	n.m.	-50	81	n.m.
Net Kar Marjı	-1.0%	3.1%	4.3%	17.5%	-18.5ppt	-12.0%	11.1ppt	-6.1%	11.1%	-17.1ppt
Net Borç Pozisyonu	1,779			1,739		1,795	-1%	1,779	1,739	-2%

TAV Holding

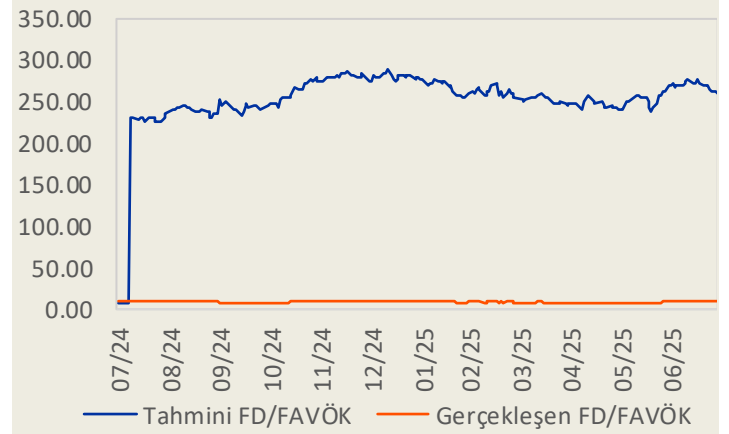
Göreceli Getiri / Öneriler



Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



Tahmini FD/FAVÖK & Gerçekleşen FD/FAVÖK



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğu inanan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.