

24 Ekim 2025 Cuma

|                      |                          |        |                     |        |          |            |        |
|----------------------|--------------------------|--------|---------------------|--------|----------|------------|--------|
| Kısa Vadeli Öneri    | Endeksin Üzerinde Getiri |        | Hedef Fiyat (TL)    |        | 372,00   | FD/FAVÖK : | 6,2    |
| Uzun Vadeli Öneri    | AL                       |        | Kapanış Fiyatı (TL) |        | 251,50   | F/K :      | 23,1   |
| Gelir Tablosu - Özet |                          |        |                     |        |          | Açıklanan  |        |
|                      |                          |        |                     |        |          | Beklenti   |        |
| (mn TL)              | 3Ç25                     | 2Ç25   | Çeyrekse %          | 3Ç24   | Yıllık % | VKY        | Kons.* |
| Net Satışlar         | 26.917                   | 19.539 | 38%                 | 18.365 | 47%      | 27.696     | 26.326 |
| FAVÖK                | 10.989                   | 6.334  | 74%                 | 7.177  | 53%      | 10.531     | 10.531 |
| Net Dönem Karı       | 5.954                    | -192   | a.d.                | 3.821  | 56%      | 4.165      | 5.043  |
| FAVÖK Marjı          | 40,8%                    | 32,4%  | 8,4 yp              | 39,1%  | 1,7 yp   | 38,0%      | 40,0%  |
| Net Kar Marjı        | 22,1%                    | -1,0%  | 23,1 yp             | 20,8%  | 1,3 yp   | 15,0%      | 19,2%  |

Kaynak: Rasyonet, VKY Araştırma ve Strateji

\*Research Turkey

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y:Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs

- Net kar, piyasa beklentilerinin üstünde gerçekleşti-** TAV, yılın üçüncü çeyreğini beklentimizin (€88 mn net kar) ve piyasa beklentilerinin (€105 mn net kar) üstünde €125,3 mn (5,95 mlr TL) net kar ile tamamladı. 3Ç25'te operasyonel performans artışının yanı sıra azalan finansman ve vergi giderleri bu dönemde net kardaki artışı destekledi. Böylece 9A25 döneminde şirket yıllık %59 azalışla €75,3 mn net kar (4 mlr TL) elde etti. 9A25 döneminde özkaynak yöntemi yatırımları dahil ertelenmiş vergi etkisi farkı, yabancı para çevrim farkı ve bir defaya mahsus faiz takası etkisi net kardaki gerilemede etkili oldu (toplam €103 mn bir kerelik nakit dışı etki).
- Trafik verilerinin artışı üzerinde ciro büyümesi-** Üçüncü çeyrekte Tav Havalimanları'nın satış gelirleri yıllık bazda %13 artarak €566,3 mn (26,9 mlr TL) ile beklentimizin (€583 mn) hafif altında gerçekleşti. Bu dönemde yiyecek-içecek (€77 mn, +%36 y/y) ile alan tahsis, alt kira ve reklam gelirlerinde (€24,4 mn, +%57 y/y) görülen güçlü artışlar sayesinde, satış gelirleri yolcu trafiğindeki artışın üzerinde gerçekleşti. Bu dönemde havacılık gelirleri %8 artışla €207,2 mn kaydedilirken, yer hizmetleri gelirleri %8 artışla €129,9 mn, özel yolcu salonu gelirleri ise %15 artışla €50,2 mn olarak gerçekleşti. 3Ç25 döneminde hizmet verilen yolcu sayısı yıllık %7 artış gösterdi. Bu çeyrekte hizmet verilen dış hat yolcu sayısı %4 artış gösterirken iç hat yolcu sayısında %15'lik bir artış görüldü.
- Piyasa beklentilerinin hafif üstünde FAVÖK-** 3Ç25'te şirketin FAVÖK'ü beklentimizin (€222 mn) ve piyasa beklentilerinin (€220 mn) hafif üstünde, yıllık %18 artışla €230,8 mn olarak açıklanırken, FAVÖK marjı 1,6 puan artarak %40,8 oldu. Şirket bu çeyrekte €53 mn yatırım harcaması yaparken, holding net borcu €650,9 mn (2Ç25: €670,7 mn) seviyesine geriledi.
- 2025 yılına ilişkin beklentiler-** Şirket, 2025 yılına ait beklentilerinde yatırım harcamaları beklentisi güncellemesi haricinde değişikliğe gitmedi. Şirket, 2025 yılında yatırım harcamaları beklentisini €220- 240 mn (Yatırım Harcamalarına 2025 yılı Almatı Yatırım Planı etki beklentisi: €70 mn) aralığına (önceki: €140- 160 mn + Ayrıca Almatı Yatırım Planı) yükseltti. Ayrıca şirket, 2025 yılında satış gelirlerinin €1,75-1,85 mlr, toplam yolcunun 110-120 mn, FAVÖK'ün ise €520- 590 mn seviyesinde gerçekleşme öngörüsünü de korudu. Bunların yanında Almatı Yatırım Planının 2027 yılı sonuna kadar büyük ölçüde tamamlanmasının, yatırım harcamalarının ise yıllara yayılmış şekilde yaklaşık €315 mn tutarında olmasının beklenildiği belirtildi. Şirket, 2025 yılı net karının 2024'ün altında gerçekleşeceğini öngörmektedir. Bu beklentinin arkasında, Yeni Antalya, Yeni Ankara ve Almatı terminallerinin tamamlanmasının ardından daha yüksek amortisman ve daha yüksek faiz giderleri, Antalya 1 projesinden daha düşük net kar beklentisi (satın alma bedeline ilişkin

24 Ekim 2025 Cuma

amortisman etkisi), güçlü TL'nin etkisi ve Ankara, BTA Antalya ile TAV İşletme Hizmetleri'nin New York özel yolcu salonundan kaynaklanacak kira amortismanları bulunuyor.

**Değerlendirme:** Şirket hisselerinin performansı son bir ayda endeksten %11,2 pozitif ayrışırken, yılbaşından bu yana endeksten %14,9 negatif ayrıştı. TAV için hisse başı hedef fiyatımızı 372,00 TL olarak korurken, kısa vadeli "Endeksin Üzerinde Getiri" ve uzun vadeli "AL" önerilerimizde de değişikliğe gitmiyoruz.

| Gelir Tablosu (mn TL)      | Açıklanan |         |            |         |          |         |         |          |
|----------------------------|-----------|---------|------------|---------|----------|---------|---------|----------|
|                            | 3Ç25      | 2Ç25    | Çeyrekse % | 3Ç24    | Yıllık % | 9A25    | 9A24    | Yıllık % |
| Net Satışlar               | 26.917    | 19.539  | 38%        | 18.365  | 47%      | 60.875  | 43.440  | 40%      |
| SMM                        | -14.218   | -11.434 | 24%        | -10.124 | 40%      | -35.019 | -25.562 | 37%      |
| Brüt Kar                   | 12.699    | 8.105   | 57%        | 8.241   | 54%      | 25.856  | 17.879  | 45%      |
| Operasyonel Gider          | -4.609    | -3.921  | 18%        | -2.957  | 56%      | -11.527 | -7.735  | 49%      |
| FVÖK                       | 8.090     | 4.185   | 93%        | 5.284   | 53%      | 14.329  | 10.144  | 41%      |
| FAVÖK                      | 10.989    | 6.334   | 74%        | 7.177   | 53%      | 20.745  | 14.408  | 44%      |
| Diğer Gelir/Gider (Net)    | -183      | 144     | a.d.       | 141     | a.d.     | 67      | 297     | -77%     |
| Yatırım Faal. Gelir/Gider  | 588       | 549     | 7%         | 478     | 23%      | 1.749   | 1.497   | 17%      |
| Finansal Gelir/Gider (Net) | -2.605    | -2.567  | 1%         | -2.362  | 10%      | -7.421  | -5.096  | 46%      |
| Parasal Kazanç/(Kayıp)     | -10       | 7       | a.d.       | 24      | a.d.     | 31      | 230     | -86%     |
| VÖK                        | 6.816     | 923     | 639%       | 4.685   | 45%      | 6.802   | 8.014   | -15%     |
| Net Dönem Karı             | 5.954     | -192    | a.d.       | 3.821   | 56%      | 4.024   | 6.627   | -39%     |
| Brüt Kar Marjı             | 47,2%     | 41,5%   | 5,7 yp     | 45%     | 2,3 yp   | 42%     | 41%     | 1,3 yp   |
| FAVÖK Marjı                | 40,8%     | 32,4%   | 8,4 yp     | 39%     | 1,7 yp   | 34%     | 33%     | 0,9 yp   |
| Net Kar Marjı              | 22,1%     | -1,0%   | 23,1 yp    | 21%     | 1,3 yp   | 7%      | 15%     | -8,6 yp  |

| Bilanço (mn TL)        | 9A25           | 6A25           | 9A24         |                |
|------------------------|----------------|----------------|--------------|----------------|
| <b>Dönen Varlıklar</b> | <b>50.052</b>  | <b>39.522</b>  | <b>27%</b>   | <b>43.495</b>  |
| Hazır Değerler         | 21.399         | 14.227         | 50%          | 23.037         |
| Menkul Kıymetler       | 8.868          | 6.261          | 42%          | 5.963          |
| KV Ticari Alacaklar    | 9.718          | 8.972          | 8%           | 6.226          |
| Stoklar                | 1.914          | 2.202          | -13%         | 1.666          |
| Diğer Dönen Varlıklar  | 8.153          | 7.859          | 4%           | 6.604          |
| <b>Duran Varlıklar</b> | <b>198.183</b> | <b>188.927</b> | <b>5%</b>    | <b>147.577</b> |
| <b>Aktif Toplamı</b>   | <b>248.235</b> | <b>228.449</b> | <b>9%</b>    | <b>191.073</b> |
| <b>KV Borçlar</b>      | <b>53.551</b>  | <b>50.900</b>  | <b>5%</b>    | <b>40.540</b>  |
| KV Finansal Borçlar    | 21.539         | 20.181         | 7%           | 19.500         |
| KV Ticari Borçlar      | 4.669          | 4.733          | -1%          | 4.049          |
| Diğer KV Borçlar       | 27.344         | 25.987         | 5%           | 16.990         |
| <b>UV Borçlar</b>      | <b>113.468</b> | <b>106.323</b> | <b>7%</b>    | <b>89.151</b>  |
| UV Finansal Borçlar    | 68.352         | 63.841         | 7%           | 50.276         |
| UV Ticari Borçlar      | 0              | 0              | a.d.         | 0              |
| Diğer UV Borçlar       | 45.116         | 42.482         | 6%           | 38.875         |
| <b>Öz Sermaye</b>      | <b>81.215</b>  | <b>71.226</b>  | <b>14%</b>   | <b>61.382</b>  |
| <b>Pasif Toplamı</b>   | <b>248.235</b> | <b>228.449</b> | <b>9%</b>    | <b>191.073</b> |
| <b>Net Borç</b>        | <b>59.625</b>  | <b>63.533</b>  | <b>-6,2%</b> | <b>40.777</b>  |

Kaynak: Rasyonet, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y: Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs



[www.vakifyatirim.com.tr](http://www.vakifyatirim.com.tr) | [www.vkyanaliz.com](http://www.vkyanaliz.com)

## Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

|                      |          |
|----------------------|----------|
| Tuğba AKCA           | Direktör |
| Hande İrem YILDIZ    | Analist  |
| Dilara ÇAYAN         | Analist  |
| Şule ÖZKAN           | Analist  |
| Mevlüt Can KARABAYIR | Analist  |

Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. No:18 Park Maya Sitesi F-2/A Blok  
Beşiktaş 34335 İSTANBUL  
+90 212 352 35 77

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekil ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.