

## Cazip Değerleme...

19 Ağustos 2025

Hedef fiyatımızı 402TL'den 444TL'ye yükseltiyoruz. Piyasanın, vergi, yüksek amortisman ve döviz zararı kaynaklı nakit-dışı kalemlerden kaynaklanan ilk yarı net zararına aşırı tepki verdiğini düşünüyoruz. Mevcut 1,9 milyar EUR piyasa değerini cazip buluyor ve sonuçlar sonrası yaşanan geri çekilmeyi alım fırsatı olarak görüyoruz. Parçaların toplamı değerlendirilerek, TAV'ın Net Aktif Değeri'ni (NAV) 3.386 milyar EUR olarak hesaplıyor ve adil değerimizi hisse başına TL444 olarak revize ediyoruz (bkz. sayfa 4).

**1Y25 Net Zararı Hisse Performansını Baskıladı...** Operasyonel sonuçlar genel olarak beklentilerle uyumlu olsa da, 111 milyon EUR tutarındaki nakit-dışı giderler, 1Y25'te 50mn EUR net zarara yol açtı. Nakit-dışı kalemlerdeki artış, ağırlıklı olarak güçlü EUR/USD, EUR/TL kur artışının ÜFE'nin üzerinde gerçekleşmesinden ve Ankara, Almatı ve Antalya'daki yüksek amortisman giderlerinden kaynaklandı.

**Jeopolitik Risklere Rağmen Güçlü Büyüme...** Ankara Terminali'ndeki garanti yolcu uygulamasının sona ermesi ve Mayıs 2025'te yeni imtiyazın başlaması satışları önemli ölçüde büyütecek. Ankara'da net satışların 2025'te yıllık bazda %43 artarak 99mn EUR seviyesine ulaşması bekleniyor. Ankara'da Mayıs 2025 yenilene ve Antalya'da Ocak 2027'deki imtiyaz yenilemeleriyle uluslararası yolcu ücretlerinin 15 EUR'dan 17 EUR'ya yükselecek olması karlılık ve büyümeyi destekleyecek. Jeopolitik gelişmeler sektör için risk oluşturmaya ve havacılık şirketlerinde dalgalanma yaratma eğiliminde olmasına rağmen, küresel büyüme beklentileri güçlü kalmaya devam ediyor, sektörün yolcu rakamlarında önümüzdeki on yılda %4 YBBO ile büyümesi bekleniyor. TAV'ın yolcu trafiği yılın ilk yedi ayında %4 arttı, kalan aylarda ise büyümenin %6 seviyelerine hızlanmasını ve 2025'i 112 milyon yolcu ile kapatmasını bekliyoruz. Daha sıcak hava koşulları ve tatil sezonunun Ekim-Kasım aylarına kayması, yılın geri kalanında büyümeyi destekleyebilir.

**Borçlulukta iyileşme devam ediyor...** Geçen yıl Almatı yatırımının, bu yıl ise Ankara ve Antalya yatırımlarının tamamlanmasının ardından, önümüzdeki dönemde borçluluk oranlarında düşüşün devam etmesini bekliyoruz. Mevcut 3,4x Net Borç/FAVÖK oranının yıl sonunda 3,3x'e, 2026'da ise 2,6x'e gerileyeceğini öngörüyoruz.

**Beklentiler ve Görünüm:** Sonuçlarının ardından 2025 beklentileri korunmuş olup, net satışların 1.750–1.850mn EUR, toplam yolcu sayısının 110–120 mn, uluslararası yolcu sayısının 75–83mn, FAVÖK'ün 520–590 mn EUR ve net karın 2024'teki 183mn EUR'nun altında olması bekleniyor. 2025'te %9, 2026'da %10 FAVÖK büyümesi, 2027'de ise Tiflis'in sona ermesi nedeniyle %17 daralma öngörüyoruz. Tahminlerimize koymasakta sözleşmenin 2031'e kadar yenilenmesi veya Gürcistan'da yeni bir havalimanı sözleşmesinin imzalanması söz konusu olabilir. Mevcut düşük borçluluk dikkate alındığında, portföye yeni havalimanları eklenme olasılığını da yüksek görüyoruz.

| EUR mn         | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025T | 2026T | 2027T |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Net Satışlar   | 522   | 1.051 | 1.310 | 1.660 | 1.806 | 1.990 | 1.936 |
| y/y            | 73%   | 101%  | 25%   | 27%   | 9%    | 10%   | -3%   |
| FAVÖK          | 150   | 322   | 385   | 489   | 536   | 588   | 488   |
| Net Kar        | 45    | 122   | 249   | 183   | 96    | 254   | 241   |
| FAVÖK Marjı    | 28,6% | 30,6% | 29,4% | 29,5% | 29,7% | 29,5% | 25,2% |
| Net Kar Marjı  | 8,6%  | 11,6% | 19,0% | 11,0% | 5,3%  | 12,8% | 12,5% |
| Temettü Verimi | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 3,7%  |
| FD/FAVÖK       | 11,9x | 8,4x  | 5,5x  | 8,3x  | 5,6x  | 5,1x  | 6,1x  |
| F/K            | 24,7x | 17,7x | 5,2x  | 15,2x | 19,9x | 7,6x  | 8,0x  |
| Net Borç/FAVÖK | 8,3x  | 4,8x  | 4,1x  | 3,5x  | 3,3x  | 2,6x  | 3,0x  |
| ROE            | 4,7%  | 11,1% | 19,0% | 12,1% | 5,8%  | 13,9% | 11,6% |

Kaynak: Şirket, Gedik Yatırım, Bloomberg

Lütfen raporun sonundaki yasal uyarıları göz önünde bulundurunuz.

## Endeks Üzerinde Getiri



## Şirket Raporu

## Hisse Bilgileri

| Sektör                            | HAVA YOLLARI VE HİZMETLERİ |
|-----------------------------------|----------------------------|
| Bloomberg / Reuters Kodu          | TAVHL.TI / TAVHL.IS        |
| Fiyat (TL/hisse)                  | 252,00                     |
| Hedef Fiyat (TL/hisse)            | 444,00                     |
| Potansiyel Getiri (%)             | 76%                        |
| 52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)    | 210,00-291,50              |
| Piyasa Değeri (milyon TL)         | 91.547                     |
| Firma Değeri (milyon TL)          | 141.666                    |
| Fili Dolaşım PD (milyon TL)       | 43.943                     |
| Ödenmiş Sermaye (milyon TL)       | 363                        |
| Dolaşımdaki Paylar                | %48                        |
| Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %) |                            |
| En Son                            | 52,64                      |
| 3 Ay Önce                         | 44,76                      |

| İşlem Hacmi                  | 1H            | 1A            | 3A            | 1Y            |
|------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Ortalama İşlem Miktarı (000) | 1.641         | 2.463         | 2.584         | 2.412         |
| Ortalama İşlem Hacmi (000TL) | 421.753       | 631.432       | 637.221       | 604.003       |
| Fiyat Aralığı (TL/hisse)     | 250,25-261,00 | 241,60-268,50 | 214,50-275,50 | 210,00-291,50 |

| Hisse Performansı              | 1A   | 3A  | 6A   | 12A |
|--------------------------------|------|-----|------|-----|
| Nominal Getiri                 | -%6  | %9  | -%5  | %6  |
| BİST-100'e Göre Rölatif Getiri | -%11 | -%4 | -%14 | -%4 |

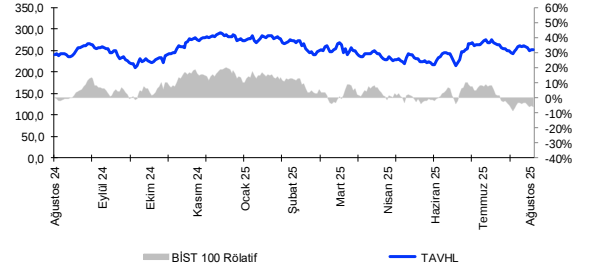
| Ortaklık Yapısı     | Sermayedeki Payı (%) |
|---------------------|----------------------|
| TANK ÖWA ALPHA GMBH | 46,12                |
| Geri Alınan Paylar  | 53,88                |

## Şirket Özeti

YURTİÇİ VE YURTDIŞINDA HAVALİMANI TERMİNAL İŞLETMECİLİĞİ VE TERMİNAL HİZMETLERİ

## Hisse Performansı

Kaynak: Gedik Yatırım



\* 18/08/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Berk Berensel

Uzman Yardımcısı

berk.berensel@gedik.com

+90 216 453 00 00

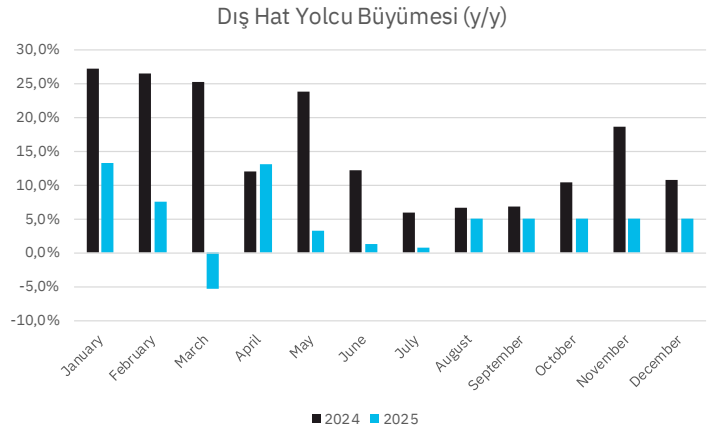
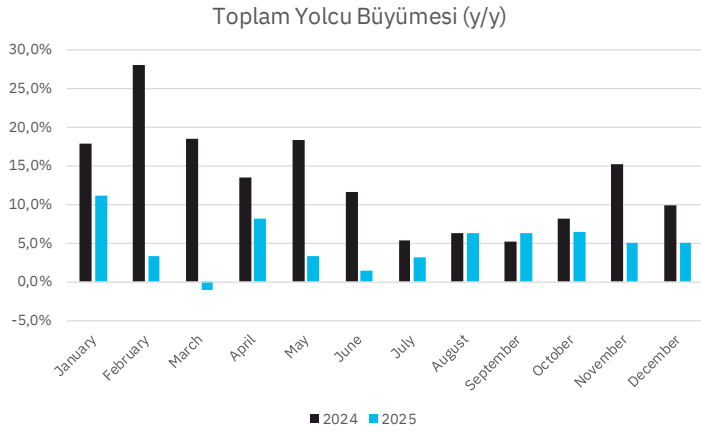
Ali Kerim Akkoyunlu

Araştırma Direktörü

ali.akkoyunlu@gedik.com

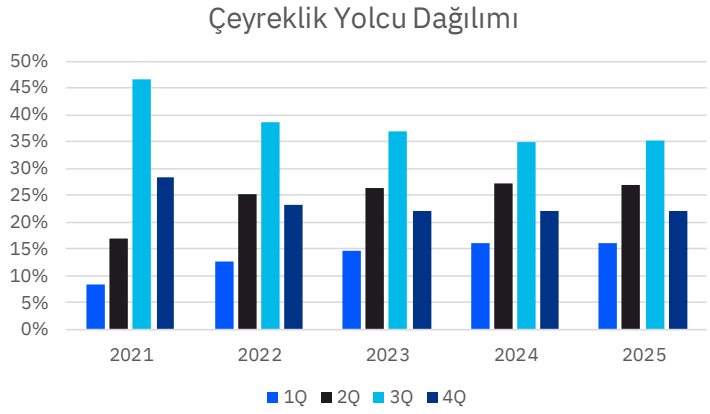
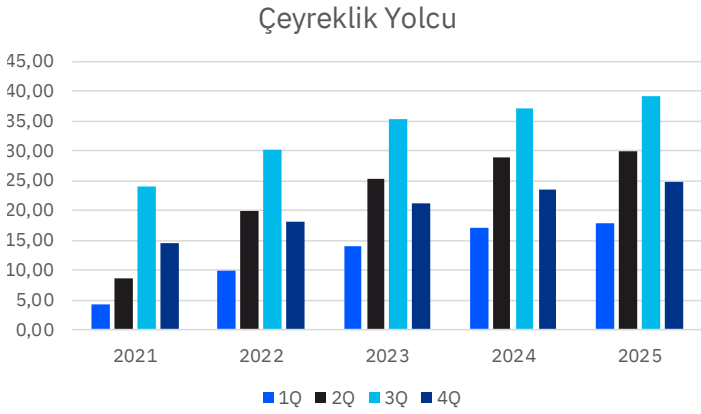
+90 216 453 00 00

**TAV 2025'te 110-120 milyon yolcu beklerken, bizim beklentimiz yıllık %5 büyümeyle 112 milyon yolcu düzeyinde.**



Source: Company, Gedik Research

**Almatı Havalimanı'nın katkısıyla mevsimsellik azalırken, yaz sezonun kaymasıyla birlikte önümüzdeki dönemde 3. çeyrek payının düşmesi mümkün.**



Source: Company, Gedik Research

### Havalimanı bazında yolcu beklentilerimiz

| Yolcu (mn)             | 2018      | 2019      | 2020      | 2021      | 2022      | 2023      | 2024       | 2025T      | 2026T      | 2027T      |
|------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Türkiye</b>         |           |           |           |           |           |           |            |            |            |            |
| <b>Ankara Esenboğa</b> |           |           |           |           |           |           |            |            |            |            |
| Uluslararası           | 2,2       | 2,3       | 0,7       | 1,3       | 1,9       | 2,8       | 3,2        | 3,4        | 3,5        | 3,7        |
| Yurtiçi                | 14,5      | 11,5      | 4,3       | 5,7       | 6,7       | 9,1       | 9,6        | 10,0       | 10,5       | 11,0       |
| <b>İzmir</b>           |           |           |           |           |           |           |            |            |            |            |
| Uluslararası           | 2,7       | 3,3       | 1,0       | 1,8       | 3,8       | 4,1       | 4,8        | 5,1        | 5,3        | 5,5        |
| Yurtiçi                | 10,7      | 9,0       | 4,5       | 5,9       | 6,1       | 6,4       | 6,7        | 7,0        | 7,3        | 7,5        |
| <b>Gazipaşa</b>        |           |           |           |           |           |           |            |            |            |            |
| Uluslararası           | 0,6       | 0,6       | 0,1       | 0,2       | 0,3       | 0,4       | 0,6        | 0,6        | 0,6        | 0,6        |
| Yurtiçi                | 0,6       | 0,5       | 0,2       | 0,4       | 0,4       | 0,5       | 0,5        | 0,4        | 0,4        | 0,5        |
| <b>Milas Bodrum</b>    |           |           |           |           |           |           |            |            |            |            |
| Uluslararası           | 1,5       | 1,9       | 0,5       | 1,0       | 1,9       | 1,8       | 1,9        | 2,0        | 2,1        | 2,2        |
| Yurtiçi                | 2,7       | 2,5       | 1,0       | 1,9       | 2,0       | 2,3       | 2,4        | 2,4        | 2,4        | 2,5        |
| <b>Antalya</b>         |           |           |           |           |           |           |            |            |            |            |
| Uluslararası           | 24,1      | 28,7      | 6,6       | 17,1      | 25,1      | 29,5      | 31,7       | 32,4       | 33,7       | 34,7       |
| Yurtiçi                | 7,6       | 7,0       | 3,1       | 4,9       | 6,1       | 6,2       | 6,6        | 6,5        | 6,7        | 7,0        |
| <b>Yurtdışı</b>        |           |           |           |           |           |           |            |            |            |            |
| <b>Gürcistan</b>       |           |           |           |           |           |           |            |            |            |            |
| Toplam Yolcu           | 4,4       | 4,3       | 0,6       | 2,2       | 3,6       | 4,3       | 5,7        | 6,3        | 6,9        | 7,6        |
| <b>Almatı</b>          |           |           |           |           |           |           |            |            |            |            |
| Uluslararası           | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 1,2       | 2,7       | 4,1       | 5,1        | 5,4        | 5,6        | 5,8        |
| Yurtiçi                | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 3,2       | 4,6       | 5,4       | 6,3        | 7,1        | 7,4        | 7,7        |
| <b>Makedonya</b>       |           |           |           |           |           |           |            |            |            |            |
| Toplam Yolcu           | 2,3       | 2,7       | 0,8       | 1,4       | 2,4       | 3,1       | 3,2        | 3,4        | 3,5        | 3,6        |
| <b>Tunus</b>           |           |           |           |           |           |           |            |            |            |            |
| Toplam Yolcu           | 2,5       | 3,0       | 0,3       | 0,5       | 1,5       | 2,3       | 2,9        | 3,3        | 3,4        | 3,6        |
| <b>Medine</b>          |           |           |           |           |           |           |            |            |            |            |
| Toplam Yolcu           | 8,1       | 8,4       | 2,2       | 1,8       | 6,3       | 9,4       | 10,9       | 11,4       | 11,7       | 12,3       |
| <b>Zagreb</b>          |           |           |           |           |           |           |            |            |            |            |
| Toplam Yolcu           | 3,3       | 3,4       | 0,9       | 1,4       | 3,1       | 3,7       | 4,3        | 4,7        | 4,8        | 5,1        |
| <b>TAV Toplam</b>      | <b>84</b> | <b>89</b> | <b>27</b> | <b>52</b> | <b>78</b> | <b>95</b> | <b>106</b> | <b>112</b> | <b>116</b> | <b>121</b> |

Kaynak: Şirket, Gedik

## Gelir Modeli

| Gelir Modeli (EUR mn)                    | 2019         | 2020          | 2021         | 2022           | 2023           | 2024           | 2025T          | 2026T          | 2027T          |
|------------------------------------------|--------------|---------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Net Satışlar</b>                      | <b>749,2</b> | <b>301,4</b>  | <b>522,1</b> | <b>1.051,4</b> | <b>1.309,7</b> | <b>1.660,0</b> | <b>1.806,1</b> | <b>1.990,1</b> | <b>1.936,4</b> |
| <b>Havalimanları</b>                     | <b>329,9</b> | <b>107,0</b>  | <b>284,3</b> | <b>632,3</b>   | <b>760,7</b>   | <b>919,4</b>   | <b>972,0</b>   | <b>1.047,2</b> | <b>933,0</b>   |
| Istanbul                                 | 0,0          | 0,0           | 0,0          | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Ankara                                   | 41,8         | 22,5          | 25,3         | 29,6           | 50,6           | 69,1           | 98,6           | 133,4          | 139,5          |
| Izmir                                    | 76,4         | 32,5          | 46,7         | 77,6           | 84,7           | 97,9           | 103,1          | 104,8          | 107,3          |
| Gazipasa                                 | 7,5          | 1,2           | 3,0          | 3,8            | 4,2            | 6,3            | 6,3            | 6,5            | 6,6            |
| Tunus                                    | 42,1         | 6,7           | 9,5          | 23,5           | 35,3           | 46,1           | 51,5           | 53,8           | 56,4           |
| Gürcistan                                | 92,5         | 19,6          | 51,2         | 91,5           | 101,0          | 130,1          | 143,4          | 156,1          | 6,7            |
| Makedonya                                | 35,3         | 12,4          | 22,4         | 35,0           | 43,6           | 47,8           | 51,8           | 54,6           | 56,0           |
| Bodrum                                   | 34,3         | 12,1          | 21,5         | 37,8           | 35,2           | 41,1           | 41,4           | 41,7           | 43,3           |
| Almati                                   | 0,0          | 0,0           | 104,5        | 333,5          | 406,1          | 481,0          | 476,0          | 496,4          | 517,0          |
| <b>Hizmet</b>                            | <b>494,3</b> | <b>230,7</b>  | <b>290,4</b> | <b>488,4</b>   | <b>549,0</b>   | <b>740,5</b>   | <b>834,0</b>   | <b>942,9</b>   | <b>1.003,4</b> |
| Havas                                    | 170,2        | 91,5          | 121,3        | 173,1          | 228,3          | 289,0          | 329,6          | 357,3          | 394,0          |
| BTA                                      | 137,8        | 50,0          | 60,2         | 110,1          | 127,9          | 156,3          | 193,9          | 232,0          | 253,4          |
| Diğer                                    | 186,3        | 89,2          | 108,9        | 205,2          | 192,9          | 295,1          | 310,5          | 353,6          | 356,1          |
| <b>Diğer Satışlar ve Eliminasyonları</b> | <b>-75,0</b> | <b>-36,3</b>  | <b>-52,6</b> | <b>-69,5</b>   | <b>0,0</b>     | <b>0,0</b>     | <b>0,0</b>     | <b>0,0</b>     | <b>0,0</b>     |
| <b>FAVÖK</b>                             | <b>280,4</b> | <b>22,6</b>   | <b>149,5</b> | <b>322,1</b>   | <b>384,7</b>   | <b>489,4</b>   | <b>535,5</b>   | <b>587,9</b>   | <b>488,3</b>   |
| <b>Net Kar</b>                           | <b>373,1</b> | <b>-284,9</b> | <b>44,7</b>  | <b>122,2</b>   | <b>249,1</b>   | <b>183,0</b>   | <b>96,4</b>    | <b>254,1</b>   | <b>241,4</b>   |

| Net Satış Büyümesi   | 2019          | 2020          | 2021          | 2022          | 2023         | 2024         | 2025T        | 2026T        | 2027T         |
|----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>Toplam</b>        | <b>-35,9%</b> | <b>-59,8%</b> | <b>73,2%</b>  | <b>101,4%</b> | <b>24,6%</b> | <b>26,7%</b> | <b>8,8%</b>  | <b>10,2%</b> | <b>-2,7%</b>  |
| <b>Havalimanları</b> | <b>-59,3%</b> | <b>-67,6%</b> | <b>165,7%</b> | <b>122,4%</b> | <b>20,3%</b> | <b>20,9%</b> | <b>5,7%</b>  | <b>7,7%</b>  | <b>-10,9%</b> |
| Ankara               | -22,9%        | -46,2%        | 12,5%         | 16,9%         | 71,1%        | 36,5%        | 42,7%        | 35,3%        | 4,6%          |
| Izmir                | 10,1%         | -57,5%        | 43,7%         | 66,1%         | 9,2%         | 15,5%        | 5,3%         | 1,7%         | 2,4%          |
| Gazipasa             | 6,3%          | -84,0%        | 154,5%        | 24,6%         | 10,5%        | 50,0%        | -0,3%        | 3,6%         | 2,0%          |
| Tunisia              | 28,9%         | -84,1%        | 42,0%         | 147,8%        | 50,2%        | 30,6%        | 11,6%        | 4,5%         | 5,0%          |
| Georgia              | -0,2%         | -78,8%        | 160,9%        | 78,6%         | 10,4%        | 28,8%        | 10,2%        | 8,9%         | -95,7%        |
| Macedonia            | 13,2%         | -65,0%        | 81,6%         | 56,0%         | 24,6%        | 9,6%         | 8,5%         | 5,3%         | 2,7%          |
| Bodrum               | 18,3%         | -64,7%        | 77,7%         | 75,6%         | -7,0%        | 16,9%        | 0,8%         | 0,7%         | 3,7%          |
| Almaty               | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 219,1%        | 21,8%        | 18,5%        | -1,1%        | 4,3%         | 4,2%          |
| <b>Servis</b>        | <b>3,9%</b>   | <b>-53,3%</b> | <b>25,9%</b>  | <b>68,2%</b>  | <b>12,4%</b> | <b>34,9%</b> | <b>12,6%</b> | <b>13,1%</b> | <b>6,4%</b>   |
| Havas                | 20,8%         | -46,3%        | 32,6%         | 42,7%         | 31,9%        | 26,6%        | 14,0%        | 8,4%         | 10,3%         |
| BTA                  | -15,4%        | -63,7%        | 20,4%         | 82,9%         | 16,1%        | 22,3%        | 24,0%        | 19,7%        | 9,2%          |

| FAVÖK                       | 2019         | 2020        | 2021         | 2022         | 2023         | 2024         | 2025T        | 2026T        | 2027T        |
|-----------------------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Havalimanları</b>        | <b>209,0</b> | <b>18,1</b> | <b>108,8</b> | <b>248,5</b> | <b>300,2</b> | <b>362,7</b> | <b>391,9</b> | <b>429,4</b> | <b>322,5</b> |
| Ankara Esenboğa Airport     | 15,6         | 5,2         | 6,8          | 4,8          | 22,7         | 27,2         | 30,9         | 44,0         | 44,7         |
| Izmir Airport               | 49,7         | 14,5        | 26,9         | 45,7         | 54,4         | 57,5         | 61,3         | 62,9         | 63,3         |
| Gazipasa Alanya Airport     | 3,6          | -1,2        | 0,2          | 0,2          | 0,1          | -0,4         | 0,0          | 0,3          | 0,3          |
| Milas Bodrum Airport        | 23,7         | 5,1         | 13,3         | 25,4         | 24,8         | 25,8         | 24,5         | 25,0         | 26,0         |
| Almaty                      | 0,0          | 0,0         | 27,9         | 85,3         | 88,1         | 107,4        | 115,0        | 124,1        | 129,3        |
| Georgia                     | 72,7         | 7,0         | 35,0         | 62,4         | 73,3         | 100,4        | 111,8        | 121,8        | 5,0          |
| Macedonia                   | 15,8         | -2,1        | 6,1          | 12,5         | 19,7         | 19,3         | 20,8         | 21,8         | 23,0         |
| Tunisia                     | 27,9         | -10,6       | -7,4         | 12,2         | 17,3         | 25,5         | 27,6         | 29,5         | 31,0         |
| <b>Services</b>             | <b>71,4</b>  | <b>4,5</b>  | <b>40,7</b>  | <b>73,6</b>  | <b>84,5</b>  | <b>126,7</b> | <b>143,6</b> | <b>158,4</b> | <b>165,8</b> |
| BTA                         | 0,0          | -13,2       | 2,7          | 8,5          | 15,0         | 11,9         | 13,8         | 16,2         | 17,7         |
| HAVAS                       | 48,6         | 24,9        | 42,1         | 45,1         | 49,4         | 59,9         | 65,9         | 71,5         | 76,8         |
| Services - Others           | 22,8         | -7,2        | -4,1         | 20,0         | 20,1         | 54,9         | 64,0         | 70,7         | 71,2         |
| <b>Konsolide FAVÖK</b>      | <b>280,4</b> | <b>22,6</b> | <b>149,5</b> | <b>322,1</b> | <b>384,7</b> | <b>489,4</b> | <b>535,5</b> | <b>587,9</b> | <b>488,3</b> |
| <b>Özkaynak Yatırımları</b> |              |             |              |              |              |              |              |              |              |
| Antalya Airport             | 224,2        | -36,9       | 92,2         | 211,0        | 265,1        | 276,7        | 282,3        | 303,2        | 367,9        |
| Medina                      | 52,8         | -1,0        | -18,8        | 35,8         | 40,2         | 39,4         | 40,4         | 41,6         | 42,8         |
| TGS                         | 59,2         | 14,4        | 40,0         | 51,0         | 61,0         | 73,0         | 72,0         | 73,4         | 77,8         |
| ATU                         | 36,8         | -12,2       | 6,8          | 48,0         | 77,6         | 46,8         | 53,4         | 58,9         | 60,1         |

| FAVÖK Büyümesi             | 2019          | 2020          | 2021          | 2022          | 2023         | 2024         | 2025T        | 2026T        | 2027T         |
|----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>Airports</b>            | <b>-54,5%</b> | <b>-91,3%</b> | <b>501,7%</b> | <b>128,4%</b> | <b>20,8%</b> | <b>20,8%</b> | <b>8,0%</b>  | <b>9,6%</b>  | <b>-24,9%</b> |
| Ankara Esenboğa Airport    | -49,8%        | -66,8%        | 31,5%         | -29,4%        | 372,1%       | 20,0%        | 13,5%        | 42,6%        | 1,4%          |
| Izmir Airport              | 7,6%          | -70,8%        | 84,9%         | 70,0%         | 18,9%        | 5,8%         | 6,5%         | 2,6%         | 0,7%          |
| Gazipasa Alanya Airport    | -10,2%        | -132,6%       | -115,1%       | 12,4%         | -50,0%       | -500,0%      | -89,8%       | -894,2%      | 2,0%          |
| Milas Bodrum Airport       | 17,9%         | -78,3%        | 158,0%        | 91,3%         | -2,4%        | 4,0%         | -5,0%        | 2,1%         | 3,7%          |
| Almaty                     | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 205,5%        | 3,3%         | 21,9%        | 7,1%         | 7,9%         | 4,2%          |
| Georgia                    | -2,2%         | -90,3%        | 397,7%        | 78,5%         | 17,4%        | 37,1%        | 11,3%        | 8,9%         | -95,9%        |
| Macedonia                  | 10,5%         | -113,0%       | -398,4%       | 103,6%        | 57,5%        | -2,0%        | 7,8%         | 4,9%         | 5,2%          |
| Tunisia                    | 212,9%        | -137,9%       | -30,4%        | -266,0%       | 41,4%        | 47,8%        | 8,4%         | 6,8%         | 5,0%          |
| <b>Services</b>            | <b>-41,0%</b> | <b>-93,6%</b> | <b>796,8%</b> | <b>80,6%</b>  | <b>14,8%</b> | <b>49,9%</b> | <b>13,4%</b> | <b>10,3%</b> | <b>4,6%</b>   |
| BTA                        | -100,2%       | 76313,8%      | -120,5%       | 214,5%        | 76,5%        | -20,7%       | 15,7%        | 18,0%        | 9,2%          |
| HAVAS                      | -23,2%        | -48,7%        | 69,0%         | 7,1%          | 9,5%         | 21,3%        | 10,0%        | 8,5%         | 7,5%          |
| Services - Others          | -54,2%        | -131,5%       | -43,2%        | -589,8%       | 0,5%         | 173,1%       | 16,5%        | 10,5%        | 0,7%          |
| <b>Consolidated EBITDA</b> | <b>-45,5%</b> | <b>-91,9%</b> | <b>561,0%</b> | <b>115,4%</b> | <b>19,4%</b> | <b>27,2%</b> | <b>9,4%</b>  | <b>9,8%</b>  | <b>-16,9%</b> |
| <b>Equity Pickups</b>      |               |               |               |               |              |              |              |              |               |
| Antalya Airport            | 39,1%         | -116,5%       | -349,7%       | 128,8%        | 25,6%        | 4,4%         | 2,0%         | 7,4%         | 21,4%         |
| Medina                     | 6,5%          | -101,9%       | 1780,0%       | -290,4%       | 12,3%        | -2,0%        | 2,6%         | 2,9%         | 2,9%          |
| TGS                        | 26,4%         | -75,7%        | 177,8%        | 27,5%         | 19,6%        | 19,6%        | -1,3%        | 1,9%         | 6,0%          |
| ATU                        | -48,3%        | -133,2%       | -155,7%       | 605,9%        | 61,7%        | -39,7%       | 14,0%        | 10,4%        | 2,1%          |

Kaynak: Gedik, Şirket Finansalları

## Parçaların Toplamı (EUR mn)

| TAVHL, Parçaların Toplamı (EURmn)     | Değerleme Metodu | Hedef Değer | Payı | TAV'ın Payı  | Katkı |
|---------------------------------------|------------------|-------------|------|--------------|-------|
| <b>Havalimanları</b>                  |                  |             |      |              |       |
| Ankara                                | DCF              | 278         | 100% | <b>278</b>   | 8%    |
| Izmir                                 | DCF              | 92          | 100% | <b>92</b>    | 3%    |
| Milas Bodrum                          | DCF              | 26          | 100% | <b>26</b>    | 1%    |
| Gazipasa                              | DCF              | 6           | 100% | <b>6</b>     | 0%    |
| Antalya                               | DCF              | 1.886       | 51%  | <b>962</b>   | 28%   |
| Georgia                               | DCF              | 222         | 80%  | <b>177</b>   | 5%    |
| Tunisia                               | DCF              | 68          | 100% | <b>68</b>    | 2%    |
| Macedonia                             | DCF              | 61          | 100% | <b>61</b>    | 2%    |
| Medina                                | DCF              | 507         | 26%  | <b>132</b>   | 4%    |
| Zagreb                                | DCF              | 21          | 16%  | <b>3</b>     | 0%    |
| Almaty                                | DCF              | 1.519       | 85%  | <b>1.291</b> | 38%   |
| <b>Servis Şirketleri</b>              |                  |             |      |              |       |
| ATU (Duty Free)                       | DCF              | 295         | 50%  | <b>148</b>   | 4%    |
| BTA (Food & Beverage)                 | DCF              | 78          | 100% | <b>78</b>    | 2%    |
| TGS (Ground Handling)                 | DCF              | 310         | 50%  | <b>155</b>   | 5%    |
| HAVAS (Ground Handling)               | DCF              | 392         | 100% | <b>392</b>   | 12%   |
| TAV Technologies                      | DCF              | 130         | 100% | <b>130</b>   | 4%    |
| TAV Operations                        | DCF              | 97          | 100% | <b>97</b>    | 3%    |
| <b>Holding Net Borç</b>               |                  |             |      | <b>707,9</b> |       |
| <b>TAV Havalimanları NAD (EUR mn)</b> |                  |             |      | <b>3.386</b> |       |
| Mevcut Piyasa Değeri (EUR mn)         |                  |             |      | 1.920        |       |
| <b>Yukarı Potansiyel</b>              |                  |             |      | <b>76,4%</b> |       |
| Ödenmiş Sermaye (mn TL)               |                  |             |      | 363,3        |       |
| Hisse Fiyatı                          |                  |             |      | 252,0        |       |
| Temettü beklentisi                    |                  |             |      | 0,0          |       |
| EUR/TL                                |                  |             |      | 47,7         |       |
| <b>Hedef Fiyat (TL)</b>               |                  |             |      | <b>444</b>   |       |

Kaynak: Gedik Yatırım

| <b>AOSM</b>                |             |
|----------------------------|-------------|
| Euro Risksiz Getiri Oranı  | 7,00%       |
| Risk Primi                 | 5,00%       |
| Bloomberg Beta             | 0,80        |
| Sermaye Maliyeti           | 11,0%       |
| Borç Primi                 | 2,0%        |
| Borç Maliyeti              | 9,0%        |
| Vergi ayarlı Borç Maliyeti | 7,2%        |
| Toplam Borç                | 2.164       |
| Özkaynak                   | 1.528       |
| Özkaynak Ağırlığı          | 58,6%       |
| Borcun Ağırlığı            | 41,4%       |
| <b>WACC</b>                | <b>8,8%</b> |

Kaynak: Gedik Yatırım

## Financials and Ratios

| Gelir Tablosu (EUR mn)              | 2019       | 2020        | 2021       | 2022         | 2023         | 2024         | 2025T        | 2026T        | 2027T        |
|-------------------------------------|------------|-------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Net Satışlar</b>                 | <b>749</b> | <b>301</b>  | <b>522</b> | <b>1.051</b> | <b>1.310</b> | <b>1.660</b> | <b>1.806</b> | <b>1.990</b> | <b>1.936</b> |
| <b>FAVÖK</b>                        | <b>280</b> | <b>23</b>   | <b>150</b> | <b>322</b>   | <b>385</b>   | <b>489</b>   | <b>536</b>   | <b>588</b>   | <b>488</b>   |
| Amortisman                          | 99         | 96          | 77         | 96           | 138          | 206          | 160          | 144          | 145          |
| Faaliyet Karı                       | 181        | -74         | 73         | 227          | 247          | 284          | 376          | 443          | 343          |
| İştiraklerden Kar                   | 33         | -77         | -23        | 53           | 151          | 59           | -4           | 53           | 123          |
| Finansal ve Diğer Gelir ve Giderler | -95        | -124        | 33         | -138         | -112         | -112         | -207         | -167         | -152         |
| Vergi Öncesi Kar                    | 119        | -275        | 83         | 157          | 291          | 240          | 168          | 330          | 314          |
| <b>Net Kar</b>                      | <b>373</b> | <b>-285</b> | <b>45</b>  | <b>122</b>   | <b>249</b>   | <b>183</b>   | <b>96</b>    | <b>254</b>   | <b>241</b>   |
| Hisse Başına Temettü                | 0,16       | 0,00        | 0,00       | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 0,13         |
| Hisse Başına Kar                    | 1,03       | -0,78       | 0,12       | 0,34         | 0,69         | 0,50         | 0,27         | 0,70         | 0,66         |

| Bilanço (EUR mn)             | 2019         | 2020         | 2021         | 2022         | 2023         | 2024         | 2025T        | 2026T        | 2027T        |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Nakit ve Nakit Benzerleri    | 584          | 604          | 93           | 258          | 539          | 353          | 361          | 498          | 503          |
| Kısıtlanmış Banka Bakiyeleri | 69           | 25           | 82           | 106          | 100          | 89           | 80           | 95           | 95           |
| Ticari Alacaklar             | 116          | 73           | 85           | 114          | 114          | 127          | 131          | 144          | 140          |
| Stoklar                      | 9            | 7            | 21           | 50           | 34           | 45           | 46           | 49           | 51           |
| Toplam Duran Varlıklar       | 416          | 397          | 655          | 783          | 984          | 1.343        | 1.391        | 1.436        | 1.484        |
| Havalimanı İşletme Hakları   | 1.582        | 1.569        | 1.681        | 1.652        | 1.573        | 1.453        | 1.901        | 1.801        | 1.753        |
| Diğer Varlıklar              | 1.067        | 879          | 828          | 1.315        | 1.408        | 1.453        | 1.364        | 1.609        | 1.713        |
| <b>Toplam Varlıklar</b>      | <b>3.843</b> | <b>3.555</b> | <b>3.445</b> | <b>4.278</b> | <b>4.752</b> | <b>4.862</b> | <b>5.274</b> | <b>5.633</b> | <b>5.739</b> |
| Toplam Finansal Borçlar      | 1.468        | 1.640        | 1.422        | 1.968        | 2.309        | 2.223        | 2.261        | 2.204        | 2.150        |
| Ticari Borçlar               | 56           | 46           | 42           | 70           | 55           | 74           | 76           | 82           | 85           |
| Diğer Yükümlülükler          | 1.009        | 935          | 970          | 1.014        | 962          | 942          | 1.209        | 1.354        | 1.261        |
| Ana Ortaklığa Ait Özsermaye  | 1.319        | 923          | 996          | 1.205        | 1.411        | 1.608        | 1.704        | 1.958        | 2.200        |
| <b>Toplam Özkaynaklar</b>    | <b>1.310</b> | <b>935</b>   | <b>1.011</b> | <b>1.225</b> | <b>1.426</b> | <b>1.623</b> | <b>1.728</b> | <b>1.992</b> | <b>2.243</b> |
| <b>Net Finansal Borçlar</b>  | <b>816</b>   | <b>961</b>   | <b>1.247</b> | <b>1.559</b> | <b>1.589</b> | <b>1.716</b> | <b>1.754</b> | <b>1.524</b> | <b>1.464</b> |

| Büyüme Oranları % | 2019 | 2020  | 2021  | 2022 | 2023 | 2024 | 2025T | 2026T | 2027T |
|-------------------|------|-------|-------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Net Satışlar      | -36% | -60%  | 73%   | 101% | 25%  | 27%  | 9%    | 10%   | -3%   |
| FAVÖK             | -45% | -92%  | 561%  | 115% | 19%  | 27%  | 9%    | 10%   | -17%  |
| Net Kar           | 46%  | -176% | -116% | 173% | 104% | -27% | -47%  | 164%  | -5%   |

| Finansal Rasyolar     | 2019  | 2020   | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025T | 2026T | 2027T |
|-----------------------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Özsermaye Karlılığı   | 31,7% | -25,4% | 4,7%  | 11,1% | 19,0% | 12,1% | 5,8%  | 13,9% | 11,6% |
| FAVÖK Marjı           | 37,4% | 7,5%   | 28,6% | 30,6% | 29,4% | 29,5% | 29,7% | 29,5% | 25,2% |
| Net Kar Marjı         | 49,8% | -94,5% | 8,6%  | 11,6% | 19,0% | 11,0% | 5,3%  | 12,8% | 12,5% |
| Net Borç/Özsermaye    | 0,6   | 1,0    | 1,2   | 1,3   | 1,1   | 1,1   | 1,0   | 0,8   | 0,7   |
| Net Borç/FAVÖK        | 2,9   | 42,5   | 8,3   | 4,8   | 4,1   | 3,5   | 3,3   | 2,6   | 3,0   |
| Temettü Dağıtma Oranı | 15%   | 0%     | 0%    | 0%    | 0%    | 0%    | 0%    | 0%    | 20%   |

| Önemli Operasyonel Veriler | 2019 | 2020   | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025T | 2026T | 2027T |
|----------------------------|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Toplam Yolcu               | 89   | 27     | 52    | 78    | 96    | 107   | 112   | 116   | 121   |
| y/y büyüme                 | 6,5% | -69,7% | 92,5% | 51,0% | 21,8% | 11,5% | 4,7%  | 4,0%  | 4,0%  |

Kaynak: Şirket verileri, Gedik Yatırım

**YASAL UYARI**

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

*Kaynak: Gedik Yatırım Tahminleri, Rasyonet*