Ata Turizm / ATATR – ŞİRKET RAPORU

Operasyonda talep şoku, bilançoda kiradan mülkiyete geçiş

Halka arzdan bu yana altı ay: Entegre model talep şokunda nasıl davrandı…

Ata Turizm ("**(Ş)irket**"), Şubat 2026'da 11,20 TL fiyatla halka açılmış ve halka arz gelirini Nisan 2026'da uzun süredir kiracısı olduğu on üç taşınmazın mülkiyetini devralmakta kullanmıştır. Bu rapor, halka arzdan bu yana geçen dönemi, 2026 ilk yarı sonuçlarını ve 3 Eylül 2026 tarihli analist toplantısının çıktılarını birlikte ele alan ilk kapsamlı değerlendirmemizdir. Karşılaştırmalar 2Ç2026/2Ç2025 ve 6A2026/6A2025 dönemleri arasında, Haziran 2026 satın alma gücüyle yapılmıştır.

İlk yarı operasyonel açıdan zayıf geçmiştir. Konsolide hasılat reel %26 daralarak 1.031,1 mn TL'ye gerilemiş, esas faaliyet sonucu 318,2 mn TL kârdan 120,6 mn TL zarara dönmüştür. Daralma otel, restoran, balon ve acente kollarının dördünü birden etkilemiş; yalnızca mağazacılık reel %43 büyümüştür. Dönemin 693,0 mn TL'lik net kârı ise operasyondan değil, devralınan taşınmazların 1.306,5 mn TL'lik gerçeğe uygun değer kazancından kaynaklanmaktadır. Aynı dönemde işletme faaliyetlerinden nakit akışı 122,7 mn TL negatiftir. Bu nedenle F/K çarpanı bu dönem için operasyonel kârlılığı temsil etmemektedir.

Zayıflığın üç kaynağı birlikte çalışmıştır: bölgede yaşanan İran-İsrail savaşına bağlı talep daralması, toplam oda kapasitesinin %28'ini oluşturan DoubleTree by Hilton Avanos'un 4 Ocak-4 Haziran arasında ve Evranos Restoran'ın ilk çeyrekte renovasyon nedeniyle kapalı kalması ve döviz gelirli, TL maliyetli yapıda kur artışının maliyet enflasyonunun gerisinde kalması. İkinci çeyrek ilk çeyreğe göre belirgin toparlanma taşımaktadır; çeyreklik hasılat 689,1 mn TL ile ilk çeyreğin iki katına çıkmış, brüt marj %39,3'e yükselmiş, esas faaliyet zararı 15,1 mn TL'ye gerilemiştir.

Bilanço tarafında ise köklü bir dönüşüm yaşanmıştır. Aktif büyüklüğü altı ayda 4,7 milyar TL'den 10,2 milyar TL'ye çıkmıştır; büyümenin yaklaşık yarısı nakit karşılığı taşınmaz edinimi, yarısı nakit yaratmayan yeniden değerlemedir. Şirket banka borcu taşımamakta, kira yükümlülükleri dahil net borcu 110,7 mn TL ile özkaynağının %1,4'ünde kalmaktadır.

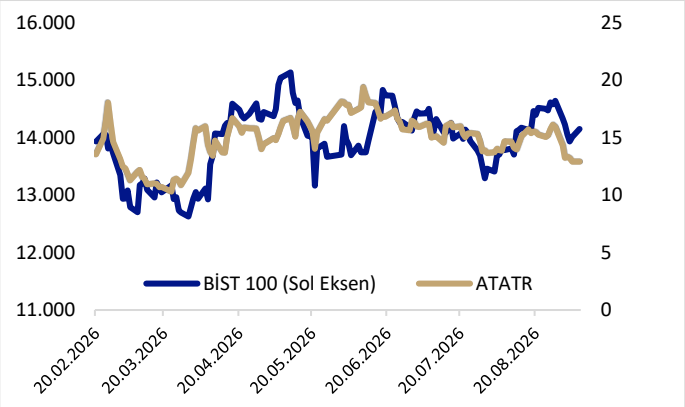
Görünümü sınırlı pozitif olarak değerlendirmekteyiz. Renovasyonlar tamamlanmış, yılın en güçlü ayları olan eylül-kasım dönemine tam kapasiteyle girilmiştir. Mülkiyete geçişin yaratacağı kira tasarrufu, ikinci yarıdan itibaren tablolara yansımaya başlayacaktır ve Türkiye turizminde üçüncü çeyrekle birlikte toparlanma işaretleri belirmiştir. Yerinde incelememiz, entegre modelin ve Uzak Doğu odaklı müşteri stratejisinin finansal tablolarda görünenden daha güçlü bir zemine oturduğu yönündedir. Şirket takibe alınmıştır; normalleşmiş bir nakit akışı serisi oluşmadığından bu raporda hedef fiyat verilmemekte, değerleme çalışmasının 2027 dönemiyle birlikte yapılması planlanmaktadır.

SINIRLI POZİTİF

Kapanış, TL (07.09.2026)	12,90
Halka Arz Fiyatı, TL	11,20
Halka Arzdan Bu Yana Getiri %	15,4
Bugünkü Sermaye (bin TL)	802.846
Halka Açık Sermaye (bin TL)	280.996
Halka Açıklık Oranı	35,00
Piyasa Çarpanları	
F/K (1)	12,1
PD/DD	1,37
FD/NS (2)	4,85

Özet Gelir Tablosu (bin TL)	6A2026	6A2025	Değ. (%)
Net Satışlar	1.031.147	1.399.919	-26,3
Brüt satış karı	294.233	613.170	-52,0
Faaliyet Giderleri	361.758	271.698	33,1
Finansal Gelir/Gider	62.569	26.558	135,6
Esas Faaliyet Karı	-120.640	318.238	a.d.
Net parasal pozisyon kaybı/kazancı	-198.435	2.194	a.d.
FAVÖK	107.895	478.425	-77,4
Ana Ortaklık Net Kar	686.901	213.419	221,9

Oranlar	6A2026	6A2025	Fark
Brüt Kar Marjı (%)	28,5	43,8	-15,3
Esas Fal. Kâr Marjı (%)	-11,7	22,7	-34,4
FAVÖK Marjı (%)	10,5	34,2	-23,7
Net Kar Marjı (%)	67,2	15,5	51,7



Yedi iş kolu, tek turist akışı…

Ata Turizm; otel, restoran, mağazacılık, sıcak hava balonu, acente, gayrimenkul ve maden olmak üzere yedi bölümde raporlama yapmaktadır. 30.06.2026 itibarıyla 13 bağlı ortaklığı ve 26 şubesi bulunmaktadır. Portföyde toplam 456 odalı beş otel (Crowne Plaza İstanbul Old City 257, DoubleTree by Hilton Avanos 126, Sacred House 23, Sacred Mansion 37, Cihangir Suites 13 oda), 12 restoran, iki balon işletmesi (Kayzer ve Mesosphere; bölgedeki 221 slotun 32'si), İzmir Selçuk ve Avanos'taki turistik mağazalar, Nevşehir ve Kırklareli'nde arsalar ile Sivas'ta bir taş ocağı yer almaktadır. Şirket, Dorak Holding bünyesinde yer alan Tan Turizm'in %65 oranında paya sahip olduğu, sermayesinin %35'i halka açık bir ortaklıktır; A grubu paylar pay başına beş oy hakkı taşımaktadır.

İş modeli, acente kanalıyla Türkiye'ye getirilen turistin konaklama, yeme-içme, balon uçuşu ve alışveriş adımlarının tamamının grup şirketlerince karşılanmasına dayanmaktadır. Bu yapı iki yönlü çalışmaktadır. Talep güçlüyken aynı misafirden birden fazla gelir kalemi üretilmekte ve komisyon grup içinde kalmaktadır. Talep daraldığında ise şok bütün halkalara aynı anda iletilmektedir. 2026 ilk yarısında çekirdek dört kolun (otel, restoran, balon, acente) dördü de hasılat kaybetmiş ve dördü de esas faaliyet zararı yazmıştır. Büyüyen tek kol, zincirin ucundaki mağazacılıktır.

Segment tablosu (eliminasyon öncesi, mn TL, Haziran 2026 alım gücü)

Segment	6A2026 hasılat	Pay %	6A2025 hasılat	Pay %	Reel değ. %	EFK 6A2026	EFK marjı % (6A2025)
Otel-Konaklama	299,3	27,1	449,1	31,8	-33	-103,0	-34,4 (2,9)
Mağazacılık	284,1	25,7	198,6	14,0	43	114,5	40,3 (48,2)
Restoran	255,6	23,1	332,4	23,5	-23	-38,9	-15,2 (26,6)
Balonculuk	120,1	10,9	362,3	25,6	-67	-6,0	-5,0 (39,6)
Gayrimenkul	88,8	8,0	0,0	0,0	Yeni	-17,8	-20,0 (yok)
Acente	49,3	4,5	62,2	4,4	-21	-68,2	-138,3 (-32,8)
Maden	7,5	0,7	9,5	0,7	-21	-5,2	-69,3 (38,4)
Bölüm toplamı	**1.104,7**	**100,0**	**1.414,1**	**100,0**	**-22**	**-125,7**	**-11,4 (22,4)**
Konsolide	**1.031,1**		**1.399,9**		**-26**	**-120,6**	**-11,7 (22,7)**

Tablo üç noktayı görünür kılmaktadır. Birincisi, ağırlık kaymasıdır: 2025 ilk yarısında hasılatın dörtte birini üreten balonculuk %10,9 paya inmiş, mağazacılık %14'ten %25,7'ye çıkmıştır. İkincisi, kârlılığın tek kaynağıdır: 114,5 mn TL'lik mağazacılık kârı, diğer bölümlerin toplam 240,2 mn TL'lik zararının yarısından azını karşılamıştır. Üçüncüsü, acente kolunun yapısıdır: 49,3 mn TL hasılata karşılık 68,2 mn TL zarar, bu kolun bir kâr merkezi değil müşteri edinim maliyeti olduğunu göstermektedir; grup içi hizmetler transfer fiyatıyla fiyatlanmadığından modelin gerçek kârlılığı bölüm tablosundan ölçülememektedir.

Halka arz sonrası kurumsal görünüm…

Şirket 19.02.2026'da Yıldız Pazar'da işlem görmeye başlamıştır. Halka arzda 240 mn TL nominal yeni pay ihracı ve 40 mn TL ortak satışı yapılmış, brüt 2.688,0 mn TL, net 2.590,1 mn TL kaynak sağlanmıştır. 2025 yılı kârından temettü dağıtılmamıştır. İlişkili taraf ilişkileri iş modelinin ayrılmaz parçasıdır: Tan Turizm'e konaklama hizmeti satışı 216,3 mn TL ile konsolide hasılatın yaklaşık %21'ini oluşturmaktadır (ilişkili taraf satışlarının payı 2024'te %35,7, 2025'te %24,6); Tan Turizm'den ticari alacak altı ayda 27,3 mn TL'den 123,4 mn TL'ye yükselmiştir; ilişkili bakiyelere adat faturası düzenlenmekte olup, döneme ilişkin faturalar Temmuz 2026'da kesildiğinden 30.06.2026 dipnotlarına yansımamıştır. İlişkili taraf kredileri lehine verilen teminat, rehin ve ipoteklerin azami tutarı 28,5 milyar TL ile özkaynağın yaklaşık 3,7 katıdır; teminata konu kredilerin 30.06.2026 kapama bakiyesi 2,4 milyar TL'dir. Yönetim toplantıda, sözleşme borçlarının yerine getirilmekte olduğunu, Tan Turizm ve Dorak tarafında gayrimenkuller için beş ila altı kat teminat bulunduğunu ve varlıkların el değiştirmesi gibi bir durumun söz konusu olmadığını ifade etmiştir.

Yerinde inceleme notu

3 Eylül 2026 tarihli analist toplantısı kapsamında şirketin Kapadokya'daki otel, restoran, balon ve mağaza tesisleri gezilmiş, yönetimle görüşülmüştür. Gözlemlerimiz şunlardır: Renovasyonu tamamlanan tesislerin fiziki görünümü olumludur. Otel, zincirin merkezindeki halkadır; misafirin restoran, mağaza ve balon adımlarına yönlendirilmesi otelden başlamakta ve segmentler fiilen birbirini beslemektedir. Bu entegrasyonun kapsamı finansal tablolardan tam olarak okunamamaktadır. Otelciliğin iş modelindeki ağırlığı bölüm payının ima ettiğinden büyüktür ve renovasyonların tamamlanması bu nedenle önemlidir. Şirketin mağazacılık kolu seramik ve deri ürünlerinden oluşmaktadır, halı ve takı işi Ata Turizm bünyesinde değil Dorak Grubu içinde yürütülmektedir. Her iki grupta da ürünler işinde usta kişilerce elle üretilmekte, yüksek katma değerli ve lüks segmentte fiyatlanan ürünler olarak satılmaktadır. Sacred konseptli oteller özgün ürünler olarak öne çıkmaktadır. Bütün segmentlerdeki kilit personel birden fazla dil bilmekte, Japonca yetkinliği öne çıkmaktadır. Yönetim kadrosu deneyimli ve kurumsal geçmişe sahiptir; operasyonu sahada izlemekte, şirketin durumunun farkında olup sorulara doğrudan yanıt vermekte ve toparlanma beklentisini gerekçeleriyle açıklamaktadır. Kazanılan kaynağın şirkette tutulduğuna ilişkin yönetim beyanı ziyaret izlenimimizle uyumludur. Halka açık olan Ata Turizm ile ekosistemin halka açık olmayan bölümü arasındaki geçişkenlik yüksektir. Şirketin tek başına değil, Dorak Holding ekosistemiyle birlikte değerlendirilmesi gerekmektedir. Bu gözlemler işletmenin niteliğine ilişkindir, finansal projeksiyon dayanağı olarak kullanılmamıştır.

İlk yarıda hasılat ve marjlar…

Konsolide hasılat ilk yarıda reel %26,3 daralmıştır; daralma Türkiye geneli ziyaretçi sayısındaki %2 civarındaki gerilemeden çok daha serttir ve şirkete özgü iki unsurdan beslenmiştir: renovasyon kaynaklı kapasite kaybı ve ana pazar olan Uzak Doğu talebinin, Türkiye kaynaklı olmayan bölgesel gelişmelere, özellikle İran-İsrail savaşına karşı yüksek duyarlılığı. Brüt kâr marjı ilk yarıda %43,8'den %28,5'e gerilemiş, ancak ikinci çeyrekte %39,3'e toparlanmıştır. Faaliyet giderleri ilk yarıda %33 artmıştır; artışın sürücüsü, tapu devir harçlarını içeren genel yönetim giderleridir (170,8 mn TL'den 270,4 mn TL'ye) ve bu kalemin bir defalık niteliği ağırlıklıdır. Buna karşılık pazarlama giderleri reel %9,5 azalmıştır.

Renovasyon etkisi ayrıştırıldığında…

Otel tarafında ilk yarıda satışa açık oda gecesi 79.982'den 58.454'e (%27) gerilemiştir; bu, DoubleTree'nin dört ay kapalı kalmasının kapasite etkisidir. Satılan oda gecesi ise 59.704'ten 35.490'a (%41) düşmüştür. İki oran arasındaki fark, kapasite kaybıyla açıklanamayan talep zayıflığını göstermektedir: açık kapasite üzerinden doluluk %74,6'dan %60,7'ye gerilemiştir (faaliyet raporunun tam kapasite bazlı serisinde %60,7'den %52,8'e). Ortalama oda fiyatı ise nominal %54 artışla 5.299 TL'ye çıkmış, yani tüketici enflasyonunun yaklaşık 17 puan üzerinde gerçekleşmiştir; renovasyonun fiyatlama gücüne katkısı bu göstergede görülmektedir. Nevşehir il ortalaması aynı dönemde %31,4, Türkiye geneli %52,2'dir.

Balonculukta uçuş yapılan gün sayısı 111'den 90'a (%19), taşınan yolcu 62.644'ten 38.426'ya (%39) gerilemiş, doluluk %85'ten %63'e inmiştir; uçulan günlerde de kapasite tam satılamamıştır. Yönetim, yolcu başına gelirin %14 arttığını ve faaliyet marjının %10'dan %12'ye çıktığını, dinamik fiyatlamanın bunda belirleyici olduğunu aktarmıştır. Segment hasılatındaki reel %67 daralma, yolcu sayısı ve yolcu başına gelirin birlikte ima ettiğinden derindir. Restoranlarda Evranos'un ilk çeyrekte kapalı olmasına karşın doluluk %82 düzeyinde kalmış, misafir sayısı %12,9 azalmıştır. Mağazacılık reel %43 büyümüş, %70 brüt ve %40 faaliyet marjıyla en kârlı kol olmuştur; müşteri başına gelir %14 artmıştır. Açıklanan müşteri sayısındaki %27 azalış ile hasılat büyümesi arasındaki fark, mağazacılık gelirinin bir bölümünün açıklanan KPI setinin dışındaki kanallardan geldiğine işaret etmektedir.

Kârın kaynağı ve kompozisyonu…

693,0 mn TL'lik dönem kârı ile 120,6 mn TL'lik esas faaliyet zararı arasındaki köprü şöyledir (mn TL): şirket tanımlı FAVÖK +107,9; amortisman ve itfa −175,4; esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderler (net) −53,1; esas faaliyet zararı −120,6; yatırım amaçlı gayrimenkul gerçeğe uygun değer kazancı +1.306,5; yatırım kira gelirleri (net) +10,7; özkaynak yöntemiyle değerlenen yatırım payı (Freya Russo) −26,6; finansman gelir ve giderleri (net) +62,6; net parasal pozisyon kaybı −198,4; vergi öncesi kâr 1.034,0 (kalemlerin toplamı ile arasındaki 0,2'lik fark yuvarlamadan kaynaklanmaktadır); dönem vergisi −56,3; ertelenmiş vergi −284,7; dönem kârı 693,0.

Köprü iki ayrı hikâyeyi birbirinden ayırmaktadır. Operasyonel zayıflama esas faaliyet satırında bitmektedir ve nakit akışında karşılığı vardır: işletme faaliyetlerinden nakit akışı ilk yarıda −122,7 mn TL olmuş, iki çeyrek üst üste negatif kalmıştır. Bilanço dönüşümü ise esas faaliyet satırının altında başlamaktadır: Nisan devrinin ardından 30.06.2026 tarihli ekspertizlerle kaydedilen 1.306,5 mn TL'lik değerleme kazancı dönem kârının %188'ine karşılık gelmekte, nakit çıkışı yaratmayan 284,7 mn TL'lik ertelenmiş vergi bunun karşılığını oluşturmaktadır. Finansman gelirinin 131,3 mn TL'lik büyük kısmı halka arz nakdinin faizidir ve nakit gayrimenkule dönüşünce ikinci çeyrekte 3,9 mn TL'ye inmiştir.

Genişletilmiş finansal tablo (bin TL, Haziran 2026 alım gücü)

	2Ç2026	2Ç2025	Değ.(%)	1Ç2026	Değ.(%)	6A2026	6A2025	Değ.(%)
Net Satışlar	689.121	952.088	-27,6	342.026	101,5	1.031.147	1.399.919	-26,3
Brüt satış karı	271.061	478.890	-43,4	23.172	a.d.	294.233	613.170	-52,0
Faaliyet Giderleri	252.597	152.228	65,9	109.161	131,4	361.758	271.698	33,1
Finansal Gelir/Gider	-36.529	42.112	a.d.	99.098	a.d.	62.569	26.558	135,6
Esas Faaliyet Karı	-15.149	303.533	a.d.	-105.491	a.d.	-120.640	318.238	a.d.
Net parasal pozisyon kaybı/kazancı	-181.225	-4.621	a.d.	-17.210	a.d.	-198.435	2.194	a.d.
FAVÖK	123.661	401.674	-69,2	-15.766	a.d.	107.895	478.425	-77,4
Ana Ortaklık Net Kar	692.539	213.415	224,5	-5.639	a.d.	686.901	213.419	221,9
Yatırım Amaçlı Gayrimenkul Değerleme Kazancı	1.306.474	0	a.d.	0	a.d.	1.306.474	0	a.d.
İşletme Faaliyetlerinden Nakit Akışı	91.048	-202.456	a.d.	-213.734	a.d.	-122.685	-60.314	a.d.
Net Borç (kira dahil, dönem sonu)	110.713	v.y.		-3.001.155		110.713	v.y.	

Oranlar	2Ç2026	2Ç2025	Fark	1Ç2026	Fark	6A2026	6A2025	Fark
Brüt Kar Marjı (%)	39,3	50,3	-11,0	6,8	32,5	28,5	43,8	-15,3
Esas Fal. Kâr Marjı (%)	-2,2	31,9	-34,1	-30,8	28,6	-11,7	22,7	-34,4
FAVÖK Marjı (%)	17,9	42,2	-24,3	-4,6	22,5	10,5	34,2	-23,7
Net Kar Marjı (%)	100,3	22,9	77,4	0,5	99,8	67,2	15,5	51,7

Notlar: (i) FAVÖK, şirketin 2026 raporlarındaki tanımla (brüt kâr − genel yönetim − pazarlama + toplam amortisman ve itfa) yeniden hesaplanmıştır; 2025 yıllık faaliyet raporundaki FAVÖK bu tanımla uyumlu değildir. (ii) 1Ç2026 sütunu 6A2026 ile 2Ç2026 farkından Haziran 2026 alım gücünde türetilmiştir; vergi ve net kâr satırları, altı aylık raporun karşılaştırmalı verisine yansıyan ertelenmiş vergi düzeltmesi nedeniyle yayımlanan 1Ç2026 raporundan farklıdır. (iii) Çeyreklik nakit akışı yayımlanan 1Ç2026 tutarının endekslenmesiyle yaklaşık türetilmiştir. (iv) Net borç kira yükümlülüklerini içerir; 30.06.2025 bilançosu altı aylık raporda bulunmadığından o sütun boştur (31.12.2025: 883,9 mn TL net nakit). (v) Faaliyet Giderleri genel yönetim ile pazarlama giderlerinin toplamıdır; Finansal Gelir/Gider nettir. (vi) Net Kâr Marjı konsolide dönem kârı üzerinden hesaplanmıştır. a.d.: anlamlı değil; v.y.: veri yok.

Bilanço bir çeyrekte iki katına çıktı…

Halka arz nakdi mart sonunda bilançoda nakit olarak durmakta iken, 2-7 Nisan 2026'da tamamlanan tapu devirleriyle taşınmaza dönüşmüş ve 30.06.2026 tarihli ekspertizlerle yeniden değerlenmiştir. Değerlemeler Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirilmiş lisanslı gayrimenkul değerleme şirketlerince yapılmıştır. Sonuç, altı ayda %116 büyüyen bir aktif ve %140 büyüyen bir özkaynaktır.

Bilanço köprüsü (mn TL, Haziran 2026 alım gücü)

Kalem	31.12.2025	Pay %	30.06.2026	Pay %	Değişim %
Nakit ve benzerleri	1.269,3	26,7	526,2	5,1	-58,5
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	51,8	1,1	2.641,1	25,8	a.d.
Maddi duran varlıklar	851,5	17,9	3.905,6	38,1	358,6
Kullanım hakkı varlıkları	716,2	15,1	1.076,2	10,5	50,3
Toplam varlıklar	**4.745,3**	**100,0**	**10.247,1**	**100,0**	**115,9**
Kira yükümlülükleri	385,4	8,1	636,9	6,2	65,3
Ertelenmiş vergi yükümlülüğü	318,4	6,7	938,8	9,2	194,9
Özkaynaklar	**3.205,0**	**67,5**	**7.706,0**	**75,2**	**140,4**

Büyümenin bileşenleri: taşınmazların maliyet bedeliyle bilançoya girişi 2.929,2 mn TL (nakit karşılığı vardır; yatırım faaliyetlerinden nakit çıkışı 3.057,1 mn TL), yatırım amaçlı gayrimenkul değerleme kazancı 1.306,5 mn TL (kâr yoluyla, nakit dışı), maddi duran varlık yeniden değerleme artışı 1.358,2 mn TL (özkaynak yoluyla, nakit dışı) olarak karşımıza çıkmaktadır. Değerlemenin karşılığı olarak ertelenmiş vergi yükümlülüğü 620,4 mn TL artmıştır. Bu dönüşümün rasyolara etkisi mekaniktir: PD/DD çarpanının 30.06.2026 özkaynağıyla 1,4 kata inmesi (yeniden değerleme öncesi özkaynakla yaklaşık 3,4 kat olacaktı) ucuzlama değil, defter değerinin piyasa değerine yaklaşmasıdır; toplam yükümlülük/özkaynak oranının 0,48'den 0,33'e gerilemesi borcun azalmasından değil özkaynağın büyümesinden kaynaklanmaktadır. Bina değerinin 209,1 mn TL'den 2.973,5 mn TL'ye çıkması, önümüzdeki dönemlerde amortisman giderini kalıcı olarak yükseltecektir.

Halka arz geliri nereye gitti…

Kullanım alanı	İzahname planı %	Fiili (08.04.2026), mn TL	Fiili %
Opsiyon kapsamındaki taşınmaz alımı	80-90	2.396,0	93
Otel ve restoran renovasyonu	0-10	0,0	0
Taş ocağı kapasite artırımı	5-10	0,0	0
İşletme sermayesi	5-10	194,1	7
Toplam net halka arz geliri	**100**	**2.590,1**	**100**

Fon, ilan edilen ana amaca hızla ve fiilen kullanılmıştır; bu yönüyle halka arz vaadi yerine getirilmiştir. Sapmalar kompozisyon düzeyindedir: taş ocağı kalemine plan alt bandının altında hiç fon ayrılmamıştır ve bu kalem ÇED kararının iptaliyle birlikte okunmalıdır. Renovasyonlar halka arz gelirinden değil şirketin kendi kaynaklarından finanse edilmiş görünmektedir. Toplam devir bedeli 2.959,5 mn TL ile net halka arz gelirini 369,4 mn TL aşmış, fark hâkim ortak Tan Turizm tarafından karşılanmıştır. Novus Turizm Gayrimenkul sermaye taahhüdünün 558,9 mn TL'lik kalan kısmı 24 ay içinde ödenecektir ve 30.06.2026 itibarıyla konsolide nakdi (526,2 mn TL) aşmaktadır.

Kira yükümlülüğünden mülkiyete geçişin ekonomisi…

Devralınan 13 taşınmaz için 2.959,5 mn TL ödenmiştir; Aralık 2025 tarihli ekspertiz 4.785,5 mn TL olduğundan edinim yaklaşık %38 iskontoyla gerçekleşmiştir ve kazanımın büyüklüğü esasen finansal yeniden yapılandırma sözleşmesi koşullarındaki bu iskontodan gelmektedir. Yönetim, işlemin yıllık yaklaşık 100 mn TL kira tasarrufu sağladığını ve tasarrufun FAVÖK'e yaklaşık %17 katkı vermesini beklediğini; devralınan tesislerin uzun süredir grup tarafından işletilen ve iyi bilinen işletmeler olduğunu belirtmiştir. Bu beklenti henüz tablolarda görünmemektedir: ilk yarıda kira ödemeleri 69,3 mn TL'den 205,9 mn TL'ye çıkmış, kullanım hakkı varlıklarına 457,4 mn TL yeni giriş kaydedilmiş ve kira yükümlülüğü 385,4 mn TL'den 636,9 mn TL'ye yükselmiştir. Devirlerin nisan ayında tamamlanması nedeniyle tasarrufun ikinci yarıdan itibaren görünür hale gelmesi beklenmektedir. *Kira giderindeki azalış, halka arz tezinin sınanacağı en somut gösterge olarak izlenecektir*. 2027 açısından etki iki yönlüdür: kira ve kira faizi çıkışı azalırken amortisman giderinin artması FAVÖK'ü destekleyecek, net kâr etkisi ise amortisman ve ertelenmiş vergi hareketlerine bağlı kalacaktır.

Toplantıda öne çıkanlar…

3 Eylül 2026 tarihli toplantıda yönetim, şirket açısından olabilecek en zor dönemin geride kaldığını ifade etmiştir. Aşağıdaki başlıklar yönetim beyanıdır ve finansal tablolardan bağımsız olarak doğrulanamamaktadır; tezimizin tablolarda görünmeyen bileşenleridir.

Entegrasyon yapısı. Yönetim, Dorak Holding ve Tan Turizm yapılanmalarının Ata Turizm'in organik üst parçaları olduğunu vurgulamıştır; ekosistem yatırımcı sunumunda 55 yıllık deneyim, 65 şirket, 23 ülkede satış ofisi ve 2025'te 250 mn dolar ciro ile tanımlanmaktadır. Yönetimin aktardığına göre grup, Türkiye genelinde Hilton zincirine en çok misafir yönlendiren yapıdır ve Uzak Doğu'dan gelen her üç turistten birini, Japonya'dan gelen turistlerin ise yaklaşık %70'ini grup getirmektedir.

Uzak Doğu ve Japon müşteri segmenti. Yönetim, ana segmentin Japon ziyaretçiler olduğunu, Tayvan ve Tayland'ın bunu izlediğini belirtmiştir. Bu tercihin üç yönlü etkisi vardır: hizmet standardı Japon misafir beklentisine göre kurulmakta ve kaliteyi yüksek tutan bir çıpa işlevi görmekte, karşılığı yüksek harcamayla alınmaktadır (yönetime göre kültür turisti ortalama 1.300 dolar harcamaktadır, Türkiye ortalaması 750-800 dolardır; Dorak Grubu bünyesinde yürütülen halıcılık işinde tekil alışverişler yüz binlerce dolara ulaşabilmektedir). Buna karşılık segment, kaynağı Türkiye olmasa dahi bölgeden gelen olumsuz haberlere karşı son derece temkinlidir ve seyahat kararını ertelemektedir. İlk yarıdaki daralmanın şirkete özgü şiddeti büyük ölçüde bu üçüncü özellikle açıklanmaktadır.

Acente ağının kümülatif etkisi. Yönetim, acente kolunun dönemsel zararına rağmen müşteri ediniminin ana kaynağı olduğunu ve yurt dışındaki acentelerle uzun yıllarda kurulan ilişkilerin ağ etkisi yarattığını belirtmiştir. Segmentin 68,2 mn TL'lik ilk yarı zararı bu çerçevede müşteri edinim maliyetidir; grup içi hizmetler fiyatlanmadığından karşılığı olan gelir sayısallaştırılamamaktadır.

İşletme sermayesi avantajı. Yönetim; gelirlerin döviz bazlı ve anında tahsil edildiğini, tedarikçilere ortalama 60 gün vadeyle ödeme yapıldığını ve nakit döngüsünün yaklaşık 20 gün olduğunu ifade etmiştir. Tablolar bu yapıyla uyumludur: ilişkili taraflar hariç ticari alacaklar 28,0 mn TL ile ilk yarı hasılatının %3'ünün altında, ticari borçlar 326,1 mn TL ile %32'si düzeyindedir.

Maliyet yönetimi. Yönetim, en büyük gider kalemi olan personelde dinamik istihdam yönetimine geçildiğini, ekosistem genelinde personel sayısının pandemi dönemindeki yaklaşık 1.800'den 1.300'e indirildiğini; yatırım harcamalarının mutat olarak hasılatın %4'ü düzeyinde ayrıldığını ve altı yılda bir yapılan bakım-yenileme yatırımı nedeniyle 2026 oranının %12'ye çıktığını belirtmiştir. Entegrasyon zincirini dijital bir platforma taşıma projesi de gündemdedir.

Yıl sonu beklentileri ve izahname varsayımları…

Şirket 2026 için sayısal bir yıl sonu beklentisi açıklamamıştır; yönetim ikinci yarıda tam kapasiteye dönüşün ciro ve kârlılığı desteklemesini beklemektedir. Referans, fiyat tespit raporu (FTR) projeksiyonlarıdır.

Mn TL	2025 FTR tahmini	2025 gerçekleşen	Sapma %	2026 FTR tahmini	6A2026 gerçekleşen	Yıllık tahmine oran %
Hasılat	3.149,1	2.529,2	-19,7	4.125,2	1.031,1	25,0
Faaliyet kârı	811,7	615,2	-24,2	1.150,1	-120,6	Negatif
FAVÖK	1.054,9	763,1	-27,7	1.406,8	107,9	7,7

Kaynak: Fiyat tespit raporu (nominal); 2025 gerçekleşmesi Aralık 2025, 6A2026 Haziran 2026 alım gücünde. FAVÖK 2025 için hesaplanan, 6A2026 için şirket tanımıdır.

2026 hasılat tahminine ulaşılması, ikinci yarının ilk yarının üç katı olmasını gerektirmektedir; 2025'te bu oran 1,13 olmuştur. Renovasyonların tamamlanması, güçlü sezonun (nisan-haziran ve eylül-kasım) ikinci yarıya denk gelen bölümü ve döviz bazlı fiyatlama oranı 2025'in belirgin üzerine taşıyabilir. Ancak 2026 hasılatının tahminin altında kalması muhtemeldir. 2026'nın, 2027'ye taşınacak kapasite ve maliyet yapısının kurulduğu bir geçiş yılı olarak okunması gerektiğini değerlendirmekteyiz. Öncü göstergeler bu okumayı desteklemektedir: Türkiye'ye gelen yabancı ziyaretçi sayısı temmuzda yıllık bazda yatay kalmış (%0,3 gerileme; ocak-temmuz %2,3 gerileme), Kültür ve Turizm Bakanlığı üçüncü çeyrekten itibaren pozitif büyüme beklediğini açıklamıştır; DHMİ verilerine göre Kapadokya Havalimanı temmuzda 86.370 yolcuyla aylık rekor kırmış, yedi ayda 2025 tam yıl yolcusunun %63'üne ulaşmıştır.

Sektör içindeki yeri ve muadilsizlik…

BIST turizm şirketleri ağırlıkla tek tesisli veya tek iş kollu yapılardır; yedi bölümde gelir üreten bir şirketin doğrudan muadili yoktur ve emsal seti bu kısıtla okunmalıdır.

Şirket	PD/DD	FD/FAVÖK	Not
KSTUR	12,46	55,46	Tek tesis, Kuşadası
MAALT	1,51	544,02	Düşük FAVÖK tabanı
PKENT	1,98	38,43	
AYCES	1,99	a.d.	FAVÖK negatif
TEKTU	0,39	36,46	
ULAS	1,00	a.d.	
ATATR	1,37	14,4	Son 12 ay, şirket tanımlı FAVÖK

Kaynak: Fintables, 06.09.2026 erişimi; KAP finansallarından derlenmiş ikincil veridir. METUR (yeni unvan BLUME) ve UTPYA (yeni unvan ZEDUR) turizm faaliyetinden çıktığı için sete alınmamıştır. ATATR için hesaplanan FD/FAVÖK oranı, son on iki aylık FAVÖK'ün 2025 yılının güçlü ikinci yarısını içermesi nedeniyle 2026 ilk yarı kârlılığıyla ileriye taşınabilir nitelikte değildir.

ATATR 2025'te %30 FAVÖK marjıyla setin üst yarısında yer almış, 2026 ilk yarısında marjı tek haneye inmiştir; emsallerin ilk yarısı da zayıftır (MAALT, AYCES ve TEKTU zarar açıklamıştır). Kaldıraç ayrıştırıcı değildir; sette borçsuz bilanço ortak özelliktir. Şirketi ayıran unsurlar çok kollu yapı, ilişkili taraf lehine teminatların büyüklüğü ve müşteri kaynağının kendi acente ağı olmasıdır. Balonculukta grup Kapadokya'daki 221 slotun 32'sini elinde tutmakta; halka açık olmayan Dorak grubu işletmeleriyle birlikte bölgede kayda değer bir konuma sahiptir ve bu konumun seyri üçüncü çeyrek verisiyle izlenecektir.

Riskler…

Bölgesel talep şoku: Ana müşteri segmentinin, kaynağı Türkiye olmasa dahi bölgeden gelen olumsuz haberlere yüksek duyarlılığı, 2026 ilk yarısında İran-İsrail savaşında görüldüğü gibi talebi kısa sürede ve sert biçimde daraltabilmektedir. **İlişkili taraf yoğunluğu:** Hasılatın yaklaşık beşte biri, alacak büyümesinin büyük kısmı ve 28,5 milyar TL'lik teminat tavanı aynı ekosistemde toplanmıştır, grup içi fiyatlama kamuya açık değildir. **Düşük işlem hacmi ve oy imtiyazı:** Fiili dolaşım %35'tir; A grubu payların beş oy hakkı ve yönetim kurulu başkanının A grubunun gösterdiği adaylardan seçilmesi, halka açık yatırımcının genel kuruldaki etkisini payının altında bırakmaktadır. **Mevsimsellik:** Hasılat nisan-haziran ve eylül-kasım aylarında yoğunlaşmakta, ilk çeyrek yapısal olarak zayıf geçmektedir. **Renovasyon sonrası toparlanmanın gerçekleşmeme ihtimali:** *Tam kapasiteye dönüşe rağmen doluluk ve oda fiyatının 2025 düzeyine dönmemesi, ilk yarı zayıflığının kapasiteden değil talepten kaynaklandığı okumasını güçlendirir ve görünümümüzün gözden geçirilmesini gerektirir.* **Bilanço kalitesi:** Yeniden değerleme kaynaklı özkaynağın ekspertiz yöntemine bağlı olması ve yatırım amaçlı gayrimenkul portföyünün getiri üretmemesi izlenecek unsurlardır. **Düzenleme:** Konaklama vergisi 11263 sayılı Cumhurbaşkanı Kararı ile 31.12.2026'ya kadar %1 olarak uygulanmaktadır; kanuni oran %2'dir ve 2027 için karar alınmaması halinde oran %2'ye dönecektir. Turizm işletme belgeli konaklama tesislerine 7590 sayılı Kanun'la getirilen çalışan başına aylık yaklaşık 3.500 TL'lik prim desteği Mayıs-Aralık 2026 dönemini kapsamakta ve uzatma hükmü içermemektedir. İki desteğin kalkması 2027 marjları üzerinde sınırlı ancak yönü belli bir baskı oluşturabilir.

Değerlendirme ve Kapsama Kararı

2026 ilk yarı sonuçlarını zayıf olarak değerlendirmekteyiz; şirketin faaliyet görünümünü ise sınırlı pozitif olarak değerlendirmekte ve şirketi takibe almaktayız. Zayıflık operasyoneldir ve gerekçesi bellidir: renovasyon kaynaklı kapasite kaybı, bölgedeki İran-İsrail savaşına duyarlı bir müşteri segmenti ve kur artışının gerisinde kalan maliyet enflasyonu aynı dönemde üst üste gelmiştir. Dönem kârı bu zayıflığı örtmektedir ancak kaynağı operasyon değil, taşınmaz devrinin yeniden değerlemesidir; kârın nakit karşılığı yoktur. Bilanço ise halka arz vaadine uygun biçimde dönüştürülmüş, şirket kiracı konumundan mülk sahibi konumuna geçmiş ve banka borcu taşımayan bir yapıyla ikinci yarıya girmiştir.

Sınırlı pozitif görünümün dayanakları şunlardır: renovasyonların tamamlanması ve en güçlü sezona tam kapasiteyle girilmesi, ikinci çeyrekte brüt marjın %39,3'e toparlanması, kira tasarrufunun ikinci yarıdan itibaren tablolara yansımaya başlaması, döviz bazlı gelir yapısında kurun normalleşmesinin gelir tarafını desteklemesi, Türkiye turizminde üçüncü çeyrekle birlikte beliren toparlanma işaretleri, yerinde incelemede gözlenen entegrasyon ve hizmet kalitesi ve borsada doğrudan muadili bulunmayan çok kollu yapının turizmdeki açılmadan geniş tabanlı yararlanma kabiliyeti. Görünüm ifadesi şirketin faaliyet görünümüne ilişkindir; yatırım tavsiyesi, derecelendirme veya hedef fiyat niteliği taşımaz.

Görünümü tam olumlu değil sınırlı pozitif olarak nitelendirmemizin gerekçeleri şunlardır: toparlanmanın nakit tarafındaki karşılığı henüz görülmemiş, işletme faaliyetlerinden nakit akışı iki çeyrek üst üste negatif kalmıştır. Mülkiyete geçişin kira tasarrufu bir yönetim beklentisi olarak durmaktadır, ilk yarıda kira yükümlülüğü azalmak yerine artmıştır. Balonculuk bölümündeki hasılat daralması yolcu sayısı ve yolcu başına gelirin ima ettiğinden derindir ve bu fark henüz açıklığa kavuşmamıştır. 2026 hasılatının fiyat tespit raporu tahmininin altında kalması muhtemeldir. Bu başlıklarda ikinci yarıda görülecek gelişme, görünümün yukarı veya aşağı revize edilmesini belirleyecektir.

Şirket için bu raporda hedef fiyat verilmemektedir. Bu, metodolojik bir tercihtir. Şirket Şubat 2026'da halka açılmış, Nisan 2026'daki gayrimenkul devriyle şirketin bilanço yapısı köklü biçimde değişmiştir. 2026 ilk yarısı renovasyonların ve bölgedeki İran-İsrail savaşının etkisi altında olağandışı bir dönem olmuş, normalleşmiş bir nakit akışı serisi henüz oluşmamıştır. Mülkiyete geçişin kira, amortisman ve vergi kalemlerine etkisi tablolara yeni yansımaya başlamakta, 12 aylık kayan FAVÖK serisi aynı satın alma gücünde henüz kurulamamakta ve şirketin yedi ayrı iş kolundan gelir üretmesi tek çarpana dayalı bir değerlemeyi yanıltıcı kılmaktadır. Bu koşullarda indirgenmiş nakit akışı modeline dayalı bir hedef fiyat, sağlam görünen ancak dayanağı zayıf bir rakam üretecektir. Şirket takibe alınmıştır; 2026 yıl sonu ve 2027 ilk çeyrek sonuçlarıyla birlikte normalleşmiş bir seri oluşması halinde değerleme çalışmasının 2027 dönemiyle yapılması planlanmaktadır.

Önümüzdeki dönemde üçüncü çeyrekte renovasyonu tamamlanan tesislerin doluluk ve ortalama oda fiyatı düzeyi, kira ödemelerinde ve kira yükümlülüğünde beklenen azalışın tablolara yansıması, işletme faaliyetlerinden nakit akışının pozitife dönmesi, balonculukta yolcu sayısının ve bölgedeki konumun seyri, Tan Turizm'den ticari alacağın vadesi ve tahsil takvimi ile 6A2026 dönemine ilişkin varsayım gerçekleşme raporundaki revizyonlar izlenecektir.

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