

## Tav Havalimanları

TAV Havalimanları'nın 1Ç26 sonuçlarını, operasyonel taraftaki baskı ve net zarar tarafında beklentimizin üzerinde gerçekleşen sapma nedeniyle genel çerçevede negatif olarak değerlendiriyoruz. Şirket, 1Ç26'da 2.990 milyon TL net zarar açıklayarak hem kurum beklentimizin (2.067 milyon TL zarar) hem de piyasa beklentisinin (2.2 milyar TL zarar) üzerinde net zarar elde etti. Gelirler tarafında ise yıllık %28 artışla 18,4 milyar TL'ye ulaşılması beklentimize paralel gerçekleşirken, operasyonel karlılık tarafında marj baskısı ve artan finansal giderler öne çıktı. Yolcu büyümesi güçlü seyrini korusa da bu artışın ciroya yansımaları sınırlı kaldı. Özellikle Almatı'da jet yakıtı satış hacmi ve marjlarındaki düşüş, USD'nin EUR karşısındaki zayıflığı ve TAV Teknoloji tarafında geçen yıl tamamlanan Katar projesinin yarattığı baz etkisi ciroyu baskılayan ana unsurlar oldu. Jeopolitik gelişmeler ise trafik kompozisyonu üzerinden dolaylı baskı oluşturdu. Genel olarak baskıların öne çıktığı bir çeyrek olarak değerlendirdiğimiz TAV Havalimanları için, model güncellememiz doğrultusunda 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 472 TL'den 430 TL'ye revize ediyor, AL tavsiyemizi koruyoruz.

**Gelirler:** 1Ç26'da Havaşlık gelirleri yıllık %10 daralırken, yiyecek-içecek %17, duty free %12 ve ticari alan gelirlerindeki %11'lik büyüme devam etti. Buna rağmen toplam ciro EUR bazında %5 azalışla 360,6 milyon EUR seviyesine geriledi. Ciro kompozisyonunda %55 havacılık, %45 havacılık dışı yapı korunurken, gelirlerin yaklaşık %60'ının yurtdışı kaynaklı olarak döviz bazlı yapıda sürüyor.

**Yolcu büyümesi sürüyor.** Toplam yolcu sayısı yıllık %7 artışla 19 milyona ulaşırken, özellikle Ankara ve İzmir'de dış hat büyümesi öne çıkıyor. Antalya'da yeni terminal yatırımlarının katkısı kademeli olarak hissedilmeye başlanırken, BTA'nın güçlü performansı ticari gelirleri destekliyor. Bununla birlikte Almatı'da jet yakıtı tarafındaki zayıflık havacılık gelirlerini aşağı çekerken, Gürcistan'da jeopolitik gelişmelere bağlı daha zayıf bir performans oluştu.

**Karlılık tarafında ise tabloyu daha baskılı görüyoruz.** FAVÖK yıllık %14 daralarak 77,6 milyon EUR seviyesine gerilerken, marj %23,8'den %21,5'e indi. Nakit faaliyet giderleri yatay kalmasına rağmen, personel giderlerindeki %15'lik artış ve enerji maliyetlerindeki yükseliş marjları bu çeyrek baskıladı. Özellikle, Almatı operasyonlarındaki zayıf katkı ve hizmet şirketlerindeki görece daha düşük karlılık, operasyonel marj tarafındaki daralmanın ana nedenleri olarak öne çıkıyor.

**Şirket yönetimi 2026 yılına ilişkin beklentilerini koruyor.** Buna göre 116–123 milyon toplam yolcu, 1.880–1.980 milyon EUR ciro ve 590–650 milyon EUR FAVÖK hedeflenirken, yatırım harcamalarının 330 milyon EUR'un altında gerçekleşmesi öngörülüyor.

### TAVHL

AL

Hedef fiyat

TL 430

Getiri potansiyeli

%42

#### Pay bilgileri

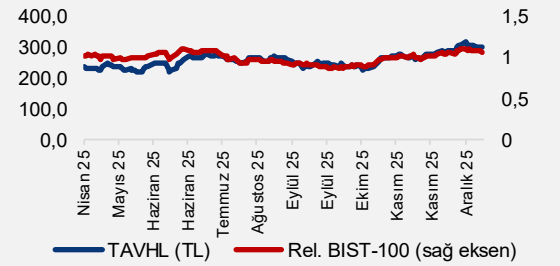
Pay Kodu	TAVHL TI
Pay fiyatı (27.04.2026)	302,00
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	214,5 / 366,8
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	109.711 - 2.441
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	363 - 48%
Yabancı Takas Oranı	55.30%
Pazar	Yıldız
Sektör	Havaşlık

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	20,9	20,4	17,4

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	3%	-9%	1%
USD	2%	-12%	-3%
BIST-100'e göre performans	-10%	-18%	-22%

Tahminler (EUR mn)	2024	2025	2026T
Net satışlar	1.668	1.823	1.900
FAVÖK	473	515	550
Net kâr	185	51	39

Değerleme	2024	2025	2026T
F/K	11,3x	41,1x	53,1x
F/DD	1,3x	1,3x	1,3x
FD/FAVÖK	6,2x	4,6x	3,8x



Oğuzhan Kaymak

+90 212 355 2604

[oguzhan.kaymak@tacirler.com.tr](mailto:oguzhan.kaymak@tacirler.com.tr)

## Projeksiyonlar

Bilanço	2024	2025	2026T
Nakit ve benzerleri	353	299	747
Ticari alacaklar	137	178	192
Stoklar	45	49	56
Finansal yatırımlar	154	169	186
Maddi duran varlıklar	2.450	2.757	2.618
Diğer duran varlıklar	1.725	1.622	1.703
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>4.863</b>	<b>5.074</b>	<b>5.503</b>
Kısa vadeli borçlanmalar	462	444	492
Ticari borçlar	95	97	119
Uzun vadeli borçlanmalar	1.387	1.355	1.662
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	1.312	1.561	1.576
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>3.255</b>	<b>3.457</b>	<b>3.849</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>1.608</b>	<b>1.617</b>	<b>1.653</b>
Ödenmiş sermaye	10	7	7
Diğer özkaynaklar	1.598	1.610	1.646
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>4.863</b>	<b>5.074</b>	<b>5.503</b>
Net borç	1.496	1.500	1.408
Net işletme sermayesi	86	129	129
<b>Oranlar</b>			
<b>Karlılık</b>			
Özkaynak kârlılığı	%12,2	%3,1	%2,4
Net kâr	%11,1	%2,8	%2,0
Aktif devri	0,3x	0,4x	0,4x
Kaldıraç	3,2x	3,1x	3,2x
Aktif kârlılığı	%3,8	%1,0	%0,7
<b>Kaldıraç</b>			
Finansal borç/toplam varlıklar	%38	%35	%39
Net borç/özsermaye	0,93	0,93	0,85
Net borç/FAVÖK	3,16	2,91	2,56
<b>Hisse başına (TL)</b>			
Net kâr	0,51	0,14	0,11
Özkaynak	4,43	4,45	4,55
Temettü	1,44	0,35	3,64

Gelir tablosu	2024	2025	2026T
<b>Net satışlar</b>	<b>1.668</b>	<b>1.823</b>	<b>1.900</b>
Brüt kâr	605	732	761
Faaliyet giderleri	-340	-372	-397
Esas faaliyet kârı	265	360	364
<b>FAVÖK</b>	<b>473</b>	<b>515</b>	<b>550</b>
Net diğer geliri	27	9	10
Net finansman geliri	-170	-234	-234
Net yatırım geliri	59	53	45
İştirakler	61	-60	-55
Vergi öncesi kâr	242	128	131
Vergi gideri	-43	-62	-45
<b>Net kâr</b>	<b>185</b>	<b>51</b>	<b>39</b>

## Nakit akış tablosu

	2024	2025	2026T
FAVÖK	473	515	550
Vergi gideri	-26	-43	-54
Yatırımlar	-212	-250	-206
İşletme sermayesi değişimi	29	13	52
<b>Serbest nakit akışı</b>	<b>205</b>	<b>209</b>	<b>238</b>

## Büyüme ve marjlar

	2024	2025	2026T
Net satışlar	%25	%9	%4
FAVÖK	%19	%9	%7
Net kâr	-%37	-%73	-%23
Brüt marj	%36,3	%40,2	%40,1
Esas faaliyet kâr marjı	%15,9	%19,8	%19,2
FAVÖK marjı	%28,4	%28,3	%29,0
Net marj	%11,1	%2,8	%2,0
Serbest nakit akışı marjı	%8,3	%9,1	%13,3

## Değerleme

	2024	2025	2026T
F/K	10,7x	38,9x	50,9x
F/DD	1,2x	1,2x	1,2x
FD/FAVÖK	6,0x	4,5x	3,7x

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

\* Bütün rakamlar milyon EUR olarak ifade edilmiştir.

## Yatırım Merkezlerimiz

## Genel Müdürlük

Nispetiye Cad. B-3 Blok Kat: 9 Akmerkez Etiler - İSTANBUL  
0 212 355 46 46

<b>Adana</b>	Cemal Paşa Mah. Gazipaşa Bul. Cemal Uğurlu Apt. Kat: 1 D: 4	(0 322) 457 77 55
<b>Akatlar İrtibat Bürosu</b>	Esentepe Mahallesi Büyükdere Caddesi Levent N199 İç Kapı N16 Şişli - İstanbul	(0 212) 355 46 46
<b>Alsancak</b>	Şehit Nevres Bulvarı Eczacıbaşı Apartmanı No: 7 Kat: 2 Daire: 5 Pasaport Alsancak - Konak	(0 232) 241 24 50
<b>Ankara</b>	Remzi Oğuz Arık Mah. Tunalı Hilmi Cad. Yaprak Apt. No: 94 Kat: 2 D: 9 Kavaklıdere Çankaya	(0 312) 435 18 36
<b>Antalya</b>	Şirinyalı Mah. İsmet Gökşen Cad. Özden Apt. No:82/6 Muratpaşa	(0 242) 248 45 20
<b>Bakırköy</b>	İstanbul Cad. Bakırköy İş Merkezi No: 6 Kat: 4 D: 14 Bakırköy	(0 212) 570 52 59
<b>Bodrum</b>	Konacık Mahallesi, Atatürk Bulvarı, Arbor-Abdullah Ünal Çabuk İş Merkezi No: 285/1-A6 Bodrum	(0 212) 355 46 46
<b>Bursa</b>	Konak Mah. Barış (120) Sokak , Ofis Artı Binası, Dış kapı No:3 Daire:33 Nilüfer-BURSA	(0 224) 225 64 10
<b>Çankaya</b>	Çankaya Mahallesi Cinnah Caddesi Cinnah Apartmanı No: 55 D: 7-8 Çankaya / ANKARA	(0 212) 355 46 46
<b>Çukurambar</b>	Kızılırmak Mah.Ufuk Üniversitesi Cad. Next Level Loft Ofis No: 4/65 Kat: 24 Söğütözü Çankaya	(0 312) 909 87 70
<b>Denizli</b>	Urhan İş Merkezi 2. Ticari Yol Daire 26 Kat: 6 Bayramyeri	(0 258) 265 87 85
<b>Erenköy</b>	Bağdat Cad. Çubukçu Apt. No: 333 Kat: 2 D: 4 Kadıköy	(0 216) 348 82 82
<b>Gaziantep</b>	İncilipinar Mah. Gazimuhtarpaşa Bul. Kepkepzade Park İş Merkezi B Blok No: 18 Kat: 1 D: 5	(0 342) 232 35 35
<b>Girne</b>	Ziya Rızıkı Cad. Şehit Necati Gürkaya Sok. Kat: 1 D: 1 Girne - KKTC	(0 392) 815 14 55-0533 889 15 51
<b>İzmir</b>	Kültür Mahallesi, Cumhuriyet Bulvarı No:137 Cumhuriyet Apt. K:5 D:12 Konak - İzmir	(0 232) 445 01 61
<b>İzmit</b>	Hürriyet Cad. Kaya İşhanı No: 39/5 İzmit	(0 262) 323 11 33
<b>Karadeniz Ereğli</b>	Bağlık Mahallesi Karanfil Sokak No:16/A Karadeniz Ereğli - Zonguldak	(0 372) 316 40 50
<b>Karşıyaka</b>	Yalı Mahallesi Ahmet Kemal Baysak Bulvarı No:42 D:11	(0 232) 241 19 24
<b>Kartal</b>	Üsküdar Cad. Cevat Kayacan Apt. No: 26 Kat: 4 D: 8 Kartal	(0 216) 306 22 71-306 22 06
<b>Kayseri</b>	Hunat Mah. Nuh Mehmet Baldöktü Sok. Gürcüoğlu Plaza No: 5 K: 3 D: 11 Melikgazi	(0 352) 221 08 68-222 82 51
<b>Marmaris İrtibat Bürosu</b>	Kemeraltı Mah. Orgeneral Mustafa Muğlalı Cad. Güven Apt. No: 22 D: 2 Marmaris	(0 252) 321 08 00
<b>Merkez Şube</b>	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 7 (Eski No D: 9) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
<b>Mersin</b>	İnönü Mah. 1401 Sok. No:32 Pozcu Evo Kat:2 No:10-11 Yenişehir Mersin	(0 324) 238 11 89
<b>Trabzon İrtibat Bürosu</b>	Kemerkaya Mahallesi Halkevi Cad. Mandıralı İş Merkezi No: 4 Daire: 4 Ortahisar	(0 462) 432 24 50

## Uyarı Notu

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde 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.

Yatırım Danışmanlığı hizmeti talep edilmesi halinde; yatırımcının Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi imzalamış olması, Yerindelik Testi'ni tamamlamış ve risk grubunun belirlemiş olması zorunludur.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor herhangi bir sürede belirli bir getirinin sağlanacağına dair bir taahhüt içermemekte olup, zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yorum ve tavsiyelerde değişiklikler söz konusu olabilir. Bu raporda bahsedilen yatırım araçlarının fiyatları ve değerleri yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak hareket edebilir ve netice itibarıyla yatırımcılar anaparalarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu raporda yer alan geçmiş performans verileri gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bu raporda yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemektedir. Raporlardaki yorumlardan, bilgilerin tam veya doğru olmaması ve/veya güncellenme nedeniyle doğabilecek maddi ve manevi zararlardan Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Aksi halde, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. uğramış olduğu bütün zarar ve ziyanı talep etme hakkını saklı tutar.