

Tav Havalimanları

TAV Havalimanları yılın üçüncü çeyreğinde güçlü bir operasyonel performans sergiledi. Yolcu trafiğindeki artış ve yüksek sezon etkisiyle ciro büyürken, etkin maliyet yönetimi sayesinde karlılık tarafında da toparlanan bir iyileşme kaydedildi. Beklentimizin üzerinde gerçekleşen üçüncü çeyrek net karlılığı ve marjlardaki iyileşme performansını beraberinde 3Ç25 finansal sonuçlarını olumlu olarak değerlendiriyoruz. Güçlü üçüncü çeyrek sezonunun ardından, TAVHL için 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 360,00 TL'den, 385,00 TL'ye yükseltiyoruz. Mevcut kapasite artırım yatırımlarının uzun vadeli büyüme potansiyelini desteklediğini düşünüyoruz, "AL" tavsiyemizi koruyor ve şirketi model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

Trafik büyümesi ciro artışını destekledi. Şirket, 3Ç25 finansal sonuçlarını hem bizim hem de piyasa beklentisi olan 5.043 milyon TL'nin %18 üzerinde, 5.954 milyon TL net kar ile açıkladı. Açıklanan net kar rakamı yıllık bazda %56 artış kaydederken, bir önceki çeyrekteki 192 milyon TL net zararın ardından tekrardan kara dönmüş oldu. Yaz sezonunun etkisiyle yolcu trafiğindeki yüksek hacim, artan dış hat payı ve birim gelirlerdeki iyileşme hem hasılat yaratımını hem de karlılık performansını destekledi.

Operasyonel tarafta beklentilere uyumlu ancak toparlanan görünüm. TAV Havalimanları 3Ç25'te satış gelirlerini yıllık bazda nominal %47 artışla 26,9 milyar TL'ye yükseltti. Güçlü turizm sezonu, Ankara'daki yeni imtiyazın etkisi, BTA'nın Antalya operasyonları ve Almatı'daki yeni ticari alanların katkısı ciro büyümesini destekledi. Etkin maliyet yönetimi sayesinde nakit faaliyet giderleri artışı ciro artışının altında kalırken, FAVÖK yıllık bazda %65 artışla 11 milyar TL'ye ulaştı. Öylece FAVÖK marjı %40,8 seviyesine yükseldi (3Ç24: %38,6, 2Ç25: %32,5). Marjlardaki bu iyileşme, güçlü faaliyet kaldırıcı etkisini yansıtarak şirketin 2025 yılı hedefleriyle uyumlu bir operasyonel ivmeye işaret ediyor.

Revize beklentilerde büyüme potansiyeli korunuyor: Şirket 2025 yılına ilişkin ciro (1,75–1,85 milyar euro), yolcu sayısı (110–120 milyon), dış hat yolcusu (75–83 milyon) ve FAVÖK (520–590 milyon euro) hedeflerini korurken, **yatırım harcaması tahminini 140–160 milyon eurodan 220–240 milyon euroya yükseltti.** Bu artışın temel nedeni, Almatı Havalimanı yatırım programının öne çekilmesi olarak belirtildi. Artan yatırım planına karşın net borç/FAVÖK oranı 2,5–3,0x seviyesinde sabit bırakılarak bilanço disiplininin korunduğu vurgulandı.

Beklentinin üzerinde gerçekleşen net karlılık. Şirket, 3Ç25'te 125 milyon euro net kar açıkladı ve bu rakam yıllık bazda %21 kaydetti. Operasyonel performanstaki güçlenme ve ikinci çeyrekte görülen nakit dışı vergi giderlerinin azalması net karı desteklerken, yılın dokuz aylık döneminde toplam 103 milyon euro tutarında nakit dışı etki (ertelenmiş vergi, kur farkı ve faiz takası kalemleri) görüldü.

Tavsiye

AL

Hedef fiyat
Getiri potansiyeliTL 385
%53

Pay bilgileri

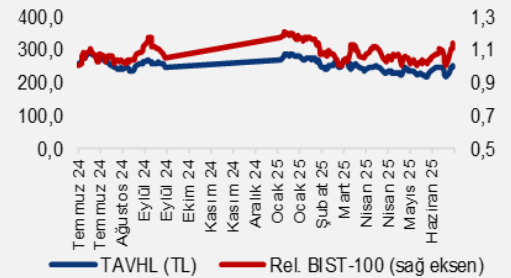
Pay Kodu	TAVHL TI
Pay fiyatı (23.10.2025)	251,50
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	214,5 / 290,8
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	91.365 - 2.180
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	363 - 48%
Yabancı Takas Oranı	50.29%
Pazar	Yıldız
Sektör	Havacılık

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	13,9	15,2	17,6

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	4%	-5%	-8%
USD	3%	-8%	-23%
BIST - 100'e göre performans	11%	-5%	-15%

Tahminler (EUR mn)	2023	2024	2025E
Net satışlar	1.339	1.668	1.830
FAVÖK	396	473	573
Net kâr	293	185	70

Değerleme	2023	2024	2025E
F/K	6,4x	10,2x	26,9x
F/DD	1,3x	1,2x	1,1x
FD/FAVOK	1,4x	1,1x	0,9x

Oğuzhan Kaymak
+90 212 355 2604

oquzhan.kaymak@tacirler.com.tr

Serhan Yenigün
+90 212 355 2602

serhan.yenigun@tacirler.com.tr

Değerleme

TAV Havalimanları'nı indirgenmiş nakit akımları (DCF) yöntemiyle değerliyor, tahminlerimizi şirketin fonksiyonel para birimi olan euro (EUR) bazında oluşturuyoruz. 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başına 6,83 EUR olarak hesaplıyor, 12 ay sonrası için ortalama 56,38 EUR/TRY parite tahminimize göre hedef fiyatı hisse başına 385,00 TL'ye denk gelecek şekilde revize ediyoruz.

Belirlemiş olduğumuz hedef fiyat %54 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Modelimizde net satışların değerleme dönemimiz (2025T – 2034T) boyunca ortalama %6,1 büyüme kaydedeceğini, aynı dönem boyunca ortalama %28,2 FAVÖK marjı hesaplıyoruz.

Değerleme modelimizde %2'lik sonsuz büyüme oranı, %5,2 hisse risk primi, %5,5 piyasa risk primi oranı ve hisse için 0,94x beta katsayısı varsaydık. On yıllık projeksiyon döneminde Tav Havalimanları'nın serbest nakit akışlarını ortalama %11,03 AOSM oranı üzerinden iskonto ediyoruz. Modelimizde firma değerinin %57'si projeksiyon dönemi nakit akışlarının bugünkü değerinden, geri kalanı ise sonsuz büyüme değerinden oluşmaktadır.

(mln EUR)	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Net Satışlar	1.668	1.830	1.996	2.157	2.313	2.463	2.602	2.728	2.839	2.929	3.003
Yıllık Büyüme	24,6%	9,8%	9,1%	8,1%	7,3%	6,5%	5,7%	4,9%	4,1%	3,2%	2,6%
FAVÖK	491	573	608	636	659	685	713	740	762	780	801
Büyüme %	21,1%	16,6%	6,1%	4,6%	3,8%	3,9%	4,1%	3,7%	3,0%	2,4%	2,7%
FAVÖK Marjı %	29,5%	31,3%	30,5%	29,5%	28,5%	27,8%	27,4%	27,1%	26,8%	26,6%	26,7%
Vergiler	-43	-77	-57	-69	-71	-77	-81	-84	-86	-87	-89
Yatırımlar	-250	-196	-218	-237	-255	-273	-285	-297	-306	-313	-321
Net İşletme Sermayesi Değişimi	14	-58	26	28	25	24	24	25	26	26	23
Serbest Nakit Akımları	185	359	307	302	308	311	323	334	344	355	369
SNA Marjı %	11,1%	19,6%	15,4%	14,0%	13,3%	12,6%	12,4%	12,2%	12,1%	12,1%	12,3%
AOSM		11,4%	11,3%	11,1%	11,0%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%
İNA		322	248	220	203	185	173	162	151	140	131

Sonsuz Büyüme Oranı	2%
Sonsuz Büyüme Değeri	4.145
Sonsuz Büyüme Değeri (BD)	1.472
Nakit Akımların Bugünkü Değeri	1.935
Firma Değeri	3.406
Net Borç	1.223
Özkaynak Değeri	2.183
Ödenmiş Sermaye	363
12 aylık Hedef Hisse Fiyatı (EUR)	6,83
Hisse Fiyatı Cari (EUR)	5,18
12 aylık Hedef Hisse Fiyatı (TL)	385,00
Hisse Fiyatı Cari (TL)	251,50
Getiri Potansiyeli	53%

Kaynak: Tacirler Yatırım

Projeksiyonlar

Bilanço	2023	2024	2025T
Nakit ve benzerleri	539	353	355
Ticari alacaklar	121	137	157
Stoklar	34	45	46
Finansal yatırımlar	181	154	169
Maddi duran varlıklar	2.273	2.450	2.937
Diğer duran varlıklar	1.606	1.725	1.622
Toplam varlıklar	4.753	4.863	5.288
Kısa vadeli borçlanmalar	532	462	466
Ticari borçlar	72	95	105
Uzun vadeli borçlanmalar	1.254	1.387	1.520
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	1.483	1.312	1.561
Uzun vadeli yükümlülükler	3.342	3.255	3.651
Özkaynaklar	1.411	1.608	1.636
Ödenmiş sermaye	11	10	7
Diğer özkaynaklar	1.400	1.598	1.629
Toplam kaynaklar	4.753	4.863	5.288
Net borç	1.248	1.496	1.630
Net işletme sermayesi	82	86	98
Oranlar			
Karlılık			
Özkaynak kârlılığı	%22,7	%12,2	%4,3
Net kâr	%21,9	%11,1	%3,8
Aktif devri	0,3x	0,3x	0,4x
Kaldıraç	3,5x	3,2x	3,1x
Aktif kârlılığı	%6,5	%3,8	%1,4
Kaldıraç			
Finansal borç/toplam varlıklar	%38	%38	%38
Net borç/özsermaye	0,88	0,93	1,00
Net borç/FAVÖK	3,15	3,16	2,84
Hisse başına (TL)			
Net kâr	0,81	0,51	0,19
Özkaynak	3,88	4,43	4,50
Temettü	0,00	0,00	0,00

Gelir tablosu	2023	2024	2025T
Net satışlar	1.339	1.668	1.830
Brüt kâr	517	605	686
Faaliyet giderleri	-263	-340	-359
Esas faaliyet kârı	253	265	326
FAVÖK	396	473	573
Net diğer gelir	0	27	5
Net finansman geliri	-134	-170	-200
Vergi öncesi kâr	329	242	166
Vergi gideri	-26	-43	-79
Net kâr	293	185	70

Nakit akış tablosu	2023	2024	2025T
FAVÖK	396	473	573
Vergi gideri	-26	-43	-77
Yatırımlar	-212	-250	-196
İşletme sermayesi değişimi	35	14	-58
Serbest nakit akışı	123	166	359

Büyüme ve marjlar	2023	2024	2025T
Net satışlar	%27	%25	%10
FAVÖK	%25	%19	%21
Net kâr	%168	-%37	-%62
Brüt marj	%38,6	%36,3	%37,5
Esas faaliyet kâr marjı	%18,9	%15,9	%17,8
FAVÖK marjı	%29,6	%28,4	%31,3
Net marj	%21,9	%11,1	%3,8
Serbest nakit akışı marjı	%9,9	%11,1	%19,6

Değerleme	2023	2024	2025T
F/K	6,4x	10,2x	26,9x
F/DD	1,3x	1,2x	1,1x
FD/FAVÖK	1,4x	1,1x	0,9x

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

Adana	Cemal Paşa Mah. Gazipaşa Bul. Cemal Uğurlu Apt. Kat: 1 D: 4	(0 322) 457 77 55
Akatlar İrtibat Bürosu	Esentepe Mahallesi Büyükdere Caddesi Levent N199 İç Kapı N16 Şişli - İstanbul	(0 212) 355 46 46
Alsancak	Şehit Nevres Bulvarı Eczacıbaşı Apartmanı No: 7 Kat: 2 Daire: 5 Pasaport Alsancak - Konak	(0 232) 241 24 50
Ankara	Remzi Oğuz Arık Mah. Tunalı Hilmi Cad. Yaprak Apt. No: 94 Kat: 2 D: 9 Kavaklıdere Çankaya	(0 312) 435 18 36
Antalya	Şirinyalı Mah. İsmet Gökşen Cad. Özden Apt. No:82/6 Muratpaşa	(0 242) 248 45 20
Bakırköy	İstanbul Cad. Bakırköy İş Merkezi No: 6 Kat: 4 D: 14 Bakırköy	(0 212) 570 52 59
Bodrum	Konacık Mahallesi, Atatürk Bulvarı, Arbor-Abdullah Ünal Çabuk İş Merkezi No: 285/1-A6 Bodrum	(0 212) 355 46 46
Bursa	Konak Mah. Barış (120) Sokak , Ofis Artı Binası, Dış kapı No:3 Daire:33 Nilüfer-BURSA	(0 224) 225 64 10
Çankaya	Çankaya Mahallesi Cinnah Caddesi Cinnah Apartmanı No: 55 D: 7-8 Çankaya / ANKARA	(0 212) 355 46 46
Çukurambar	Kızılırmak Mah.Ufuk Üniversitesi Cad. Next Level Loft Ofis No: 4/65 Kat: 24 Söğütözü Çankaya	(0 312) 909 87 70
Denizli	Urhan İş Merkezi 2. Ticari Yol Daire 26 Kat: 6 Bayramyeri	(0 258) 265 87 85
Erenköy	Bağdat Cad. Çubukçu Apt. No: 333 Kat: 2 D: 4 Kadıköy	(0 216) 348 82 82
Gaziantep	İncilipinar Mah. Gazimuhtarpaşa Bul. Kepkepzade Park İş Merkezi B Blok No: 18 Kat: 1 D: 5	(0 342) 232 35 35
Girne	Ziya Rızıkı Cad. Şehit Necati Gürkaya Sok. Kat: 1 D: 1 Gime - KKTC	(0 392) 815 14 55-0533 889 15 51
İzmir	Kültür Mahallesi, Cumhuriyet Bulvarı No:137 Cumhuriyet Apt. K:5 D:12 Konak – İzmir	(0 232) 445 01 61
İzmit	Hürriyet Cad. Kaya İşhanı No: 39/5 İzmit	(0 262) 323 11 33
İzmit İrtibat Bürosu	Ömerağa Mah. Alemdar Cad. İ. Kolaylı Apt. No: 8 Kat: 2 İzmit	(0 262) 260 01 01
Karadeniz Ereğli	Bağlık Mahallesi Karanfil Sokak No:16/A Karadeniz Ereğli – Zonguldak	(0 372) 316 40 50
Karşıyaka	Yalı Mahallesi Ahmet Kemal Baysak Bulvarı No:42 D:11	(0 232) 241 19 24
Kartal	Üsküdar Cad. Cevat Kayacan Apt. No: 26 Kat: 4 D: 8 Kartal	(0 216) 306 22 71-306 22 06
Kayseri	Hunat Mah. Nuh Mehmet Baldöktü Sok. Gürcüoğlu Plaza No: 5 K: 3 D: 11 Melikgazi	(0 352) 221 08 68-222 82 51
Marmaris İrtibat Bürosu	Kemeraltı Mah. Orgeneral Mustafa Muğlalı Cad. Güven Apt. No: 22 D: 2 Marmaris	(0 252) 321 08 00
Merkez Şube	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 7 (Eski No D: 9) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
Mersin	İnönü Mah. 1401 Sok. No:32 Pozcu Evo Kat:2 No:10-11 Yenişehir Mersin	(0 324) 238 11 89
Trabzon İrtibat Bürosu	Kemer kaya 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 dayanarak 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 ziyana talep etme hakkını saklı tutar.