

TAV HOLDİNG

Endeks Üzeri Getiri

Beklentilerin altında zayıf sonuçlar

Analist: Aytunç Uz

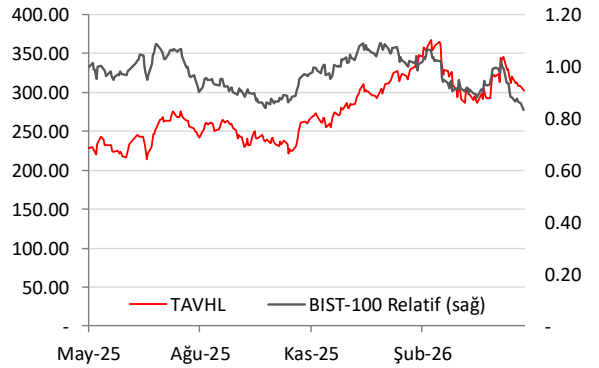
aytunc.uz@akyatirim.com.tr

TAV Holding 1Ç26'da piyasa beklentisi olan 44,0 milyon Euro ve bizim beklentimiz olan 40,2 milyon Euro net zararın üzerinde 58,6 milyon Euro net zarar açıkladı. Şirket 1Ç26'da piyasa beklentisinin %4 ve bizim beklentimizin %3 altında 77,6 milyon Euro FAVÖK raporladı. Net kar tarafında sapmamız ağırlıklı olarak beklenenden yüksek iştirak zararlarından kaynaklandı.

Yönetim 2026 beklentilerini korudu: 2026 yılında yönetim, 1.880-1.980 milyon Euro net satışlar beklemektedir (AK: 1.875 milyon Euro). TAV Holding, 116-123 milyon yolcu öngörmektedir (AK: 117,5 milyon yolcu). Şirket, 590-650 milyon Euro FAVÖK beklemektedir (AK: 550 milyon Euro). Yönetim 2026 yılında 330 milyon Euro'dan az yatırım harcaması yapmayı hedeflemektedir (AK: 315 milyon Euro).

Yorum: Yönetimin artan jeopolitik gerilimlere rağmen 2026 öngörülerini korumasına karşın, tahminlerimizi aşağı yönlü revize ettik. Almatı için tahminlerimizi ağırlıklı olarak 1Ç26'da açıklanan zayıf satışlar ve FAVÖK nedeniyle aşağı çektik. Orta Doğu'ya olan yüksek yolcu maruziyeti sebebiyle Gürcistan operasyonlarına yönelik tahminlerimizi aşağı yönlü revize ettik. 1Ç26'da açıklanan zayıf hacim ve marjların etkisiyle HAVAŞ tahminlerimizi düşürdük. Euro risksiz getiri oranımızı %8,0'den %8,5'e yükselttik. Hedef fiyatımızı 485 TL'den 430 TL'ye düşürdük. Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

Bloomberg Kodu	TAVHL TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	430.00 (önceki 485.00)			
Güncel Fiyat, TL	302.00			
Getiri Potansiyeli	42%			
Halka Açıklık Oranı	48%			
Piyasa Değeri, mn TL	109,711			
Firma Değeri, mn TL	168,284			
Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	82,151	102,442	130,005	159,102
FAVÖK, mn TL	25,289	30,038	40,107	52,762
Net Kâr, mn TL	2,816	3,539	15,269	26,282
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	61,417	109,575	131,897	137,668
Net Borç/FAVÖK	2.4	3.6	3.3	2.6
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	30.8%	29.3%	30.9%	33.2%
Net Marj	3.4%	3.5%	11.7%	16.5%
Temettü Verimi	-	1.2%	1.5%	6.9%
Büyüme				
Ciro, y/y	38.7%	24.7%	26.9%	22.4%
FAVÖK, y/y	44.9%	18.8%	33.5%	31.6%
Net Kâr, y/y	-57.1%	25.7%	331.5%	72.1%
Değerleme Verisi				
	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	32.9	31.0	7.2	4.2
FD/FAVÖK	4.9	6.3	5.3	4.1
FD/Ciro	1.5	1.9	1.6	1.4
Hisse Verileri				
	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	3.2%	-9.1%	28.5%	1.3%
BİST-100 Relatif	-10.2%	-18.4%	-17.0%	-21.9%
AOİH, mn TL	932	898	721	903



Piyasa verileri 27 Nisan 2026 tarihlidir.

Çeyrek Özet	Özet Finansallar					Beklentilerle Karşılaştırma		
	1Ç26	1Ç25	y/y	4Ç25	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark
Net Satışlar	361	378	-5%	433	-17%	366	365	-1%
FAVÖK	78	90	-14%	93	-16%	81	80	-4%
FAVÖK Marjı	21.5%	23.8%	-227 bps	21.4%	-932 bps	22.1%	21.8%	-60 bps
Net Kar	-59	-46	n.m.	-25	138%	-44	-40	n.m.

Kaynak: Rasyonet, AK Yatırım

1Ç26 Sonuçlarına İlişkin Detaylar:

1Ç26'da dış hat yolcu sayısı yıllık bazda %7 artarak 10 milyona yükselirken, iç hat yolcu sayısı yıllık bazda %8 artışla 9 milyona ulaştı. Buna bağlı olarak, toplam yolcu sayısı 1Ç26'da yıllık bazda %7 artarak 19 milyona çıktı. Coğrafi bazda, 1Ç26'daki yolcu büyümesine dış hat operasyonlarının katkısı biraz daha fazla oldu. Havalimanı kırımına bakıldığında, 1Ç26'daki yolcu büyümesine en yüksek katkıyı sağlayanlar Ankara, İzmir ve Makedonya oldu.

Net satışlar 1Ç26'da yıllık bazda %5 azalarak 361 milyon Euro'ya geriledi ve piyasa beklentisinin %1 altında kaldı. Net satışlar; jeopolitik gelişmelerden, Almatı'daki düşük yakıt satışlarından ve Katar'daki TAV Tech projesinin tamamlanmasından olumsuz etkilendi. 1Ç26'da hem hizmetlerin hem de havalimanlarının katkısı negatif oldu. Ankara ve Makedonya'daki güçlü performansa rağmen, Almatı'daki zayıf performans havalimanı gelirlerinde düşüşe yol açtı.

FAVÖK, 1Ç26'da yıllık bazda %14 azalarak 77,6 milyon Euro'ya geriledi ve piyasa beklentisinin %4 altında kaldı. 1Ç26'da hem havalimanlarının hem de hizmetlerin katkısı negatif oldu. Almatı, HAVAŞ ve yazılım operasyonları, 1Ç26'daki FAVÖK düşüşünün başlıca etkenleri oldu.

Antalya'daki toplam yolcu sayısı, yalnızca iç hat operasyonlarının etkisiyle 1Ç26'da yıllık bazda %5 arttı. Antalya'nın net satışları 1Ç26'da yıllık bazda %7 artarak, ağırlıklı olarak yeni BTA operasyonları sayesinde yolcu büyümesini geride bıraktı. Antalya'nın FAVÖK marjı 1Ç26'da yıllık bazda 12 puan yükseldi.

1Ç26'da net borç bir önceki çeyreğe göre %13 artarak 1,8 milyar Euro seviyesinde gerçekleşti. 1Ç26'da alacak vadesi bir önceki çeyreğe göre 5 gün arttı. 1Ç26'da stok vadesi bir önceki çeyreğe yatay kaldı. 1Ç26'da satıcı vadesi bir önceki çeyreğe göre 3 gün arttı. Böylece, 1Ç26'da nakit döngüsü bir önceki çeyreğe göre 2 gün arttı.

Revizyonlar (EUR mn)

	Yeni			Eski		
	2026T	2027T	2028T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	1,875	1,982	2,085	1,980	2,094	2,202
% değişim	3%	6%	5%	9%	6%	5%
FAVÖK	550	611	691	625	670	746
FAVÖK Marjı	29.3%	30.8%	33.2%	31.5%	32.0%	33.9%
Net Kar	62	231	344	170	319	426
% değişim	21%	276%	49%	236%	87%	34%

Eski Tahminlerle Fark

Net Satışlar	-5.3%	-5.4%	-5.3%			
FAVÖK	-11.9%	-8.7%	-7.3%			
Net Kar	-63.8%	-27.4%	-19.3%			
Hedef Fiyat		430.0			485.0	
HF Değişim		-11.3%				

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların İnternet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.