

TAV Havalimanları

Endeks Üzeri Getiri - 12A hedef fiyat: 448TL

Entegre ve Çeşitlendirilmiş İş Modeli

10.06.2026
09.00

- TAV Havalimanları'nı Endeks Üstü Getiri (EÜ) tavsiyesi ile araştırma kapsamımıza alıyoruz. Hisse için 12 aylık 448 TL olan hedef fiyatımız %74 getiri potansiyeline işaret etmektedir.
- TAVHL hisseleri, ağırlıklı olarak jeopolitik gelişmelerin etkisiyle yılbaşından bu yana BIST-100'ün yaklaşık %29 altında performans göstermiştir. Buna rağmen şirket, yolcu trafiğindeki büyüme, yüksek marjlı ticari gelir yapısı, devam eden kapasite artırıcı yatırımlar ve uluslararası genişleme potansiyeli ile güçlü ve çok boyutlu bir yatırım profili sunmaktadır. 2026 tahminlerimize göre TAVHL, 6.0x FD/FAVÖK çarpanları ile benzerlerine kıyasla %39 iskontolu işlem görmektedir.

Yolcu büyümesi ticari gelirler üzerinden karlılığı artırıyor. TAV'ın büyüme dinamikleri, yolcu trafiğindeki artışın yüksek marjlı ticari gelir kalemlerine dönüşmesi üzerine şekillenmektedir. Şirketin entegre iş modeli sayesinde trafik büyümesi yalnızca havacılık gelirlerini değil, duty-free ve yiyecek-içecek gibi ticari gelirleri de destekleyerek FAVÖK tarafında güçlü bir etki sağlamaktadır. Bu yapı, şirketin büyümesini hacim artışının ötesine taşıyarak karlılık görünümünü güçlendirmektedir.

Kapasite artışı ve Almatı büyümesi orta vadeli görünümü güçlendiriyor. Antalya ve Ankara başta olmak üzere tamamlanan kapasite artırıcı yatırımlar, artan turizm talebinin daha etkin şekilde karşılanmasına imkan tanımaktadır. Antalya'daki genişleme yatırımları ticari alan büyümesi üzerinden havacılık dışı gelirleri artırırken, Kazakistan'da kişi başı uçuş sayısının görece düşük seviyelerde olması, güçlü demografik dinamikleri ve çeşitlendirilmiş gelir yapısı sayesinde TAV'ın uluslararası büyümesinde belirleyici rol oynamaktadır.

İmtiyaz yapısı ve döviz bazlı gelirler nakit akışı görünülüğünü artırıyor. Uzun vadeli imtiyaz yapısı şirketin nakit akışı görünülüğünü artırırken, olası imtiyaz uzatma süreçleri orta vadeli görünümü şekillendiren unsurlar arasında yer almaktadır. Döviz bazlı gelir yapısı operasyonel karlılığı desteklerken, ertelenmiş vergi ve yabancı çevrim farkı gibi etkiler net kar üzerinde oynaklığa neden olabilmektedir. Bu çerçevede TAV, güçlü FAVÖK üretimi ve uluslararası büyüme potansiyeli ile dengeli bir yatırım görünümü sunmaktadır.

Riskler. TAV Havalimanları'nın faaliyet gösterdiği coğrafyanın genişliği, şirketi jeopolitik gelişmelere ve bölgesel risklere karşı duyarlı hale getirmektedir. Küresel ekonomik koşullar ve turizm talebindeki zayıflama, yolcu hacmini olumsuz etkileyebilir. Döviz bazlı gelir yapısı operasyonel karlılığı desteklerken, ertelenmiş vergi ve yabancı çevrim farkı gibi etkiler net kar üzerinde oynaklığa neden olabilir. İmtiyaz sürelerine ilişkin gelişmeler ve yeni projelerin beklenen getiriyi sağlayamaması değerlendirme açısından aşağı yönlü riskler arasında yer almaktadır.

Mevcut Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri
TL257.00	TL448	74%
Piyasa Değeri		Firma Değeri
TL93,363mn	EUR1,755mn	EUR3,579mn

Hisse Senedi Bilgileri	TAVHL.TI / TAVHL.IS		
Bloomberg/Reuters:	1 Ay	3 Ay	12 Ay
Relatif Performans:	-1%	-17%	-24%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	214.5 / 366.75		
Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:	881.1		
YBB TL Getiri:	-14%		
Beta (2 yıllık, haftalık)	0.89		
BIST-100'deki ağırlığı	0.70%		
Ödenmiş Sermaye (mnTL):	363		

Kısaca Şirket

TAV Havalimanları, Türkiye'nin yanı sıra Kazakistan, Gürcistan, Tunus, Kuzey Makedonya, Suudi Arabistan ve Hırvatistan'da havalimanı işletmeciliği faaliyetleri yürütmektedir. Şirket; terminal işletmeciliği, duty-free, yiyecek-içecek, yer hizmetleri, bilişim, güvenlik ve ticari alan yönetimi gibi havalimanı hizmetlerini entegre bir yapı altında sunmaktadır. TAVHL, 2025'te portföyündeki 15 havalimanında yaklaşık 113 milyon yolcuya hizmet vermiştir. Şirketin iş modeli, havalimanı işletmeciliğinin yanında ticari alan yönetimi ve hizmet şirketleri üzerinden gelir çeşitliliği yaratılmasına dayanmaktadır. Gelirlerin önemli bölümü dış hat yolcu trafiği ve döviz bazlı faaliyetlerden oluşmaktadır.

Ortaklık Yapısı

Groupe ADP	46.12%
Tepe İnşaat Sanayi A.S	4.04%
Free Float and Others	49.84%

Özet Finansallar	2024	2025	2026T	2027T
Net Satışlar (€mn)	1,660	1,823	1,924	2,013
Yıllık Değişim	27%	10%	6%	5%
FVAÖK (€mn)	489	560	597	630
Yıllık Değişim	27%	14%	7%	6%
Net Kar (€mn)	183	51	110	131
Yıllık Değişim	-27%	-72%	116%	20%
FVAÖK marjı	29.5%	30.7%	31.0%	31.3%
Net Kar marjı	11.0%	2.8%	5.7%	6.5%
EBITDA Margin	29.5%	30.7%	31.0%	31.3%
F/K (x)	9.6	34.6	16.0	13.4
FD/FVAÖK (x)	7.3	6.4	6.0	5.7
FD/Net Satışlar (x)	2.2	2.0	1.9	1.8
Hisse Başına Kar	0.50	0.14	0.30	0.36
HB Temettü (€)	0.00	0.07	0.15	0.18
Temettü Verimi	0.0%	1.3%	3.1%	3.7%
Özkaynak Karlılığı	11.3%	3.1%	6.6%	7.6%

Analist: Halil Kahve
+90 (212) 384 1137
hkahve@garanti.com.tr

ÖZET FİNANSAL TABLOLAR (mn EUR)

Gelir Tablosu	2024	2025	2026T	2027T
Satış Gelirleri	1,660	1,823	1,924	2,013
Faaliyet Karı	343	303	387	411
Konsolide FVAÖK	489	560	597	630
Net Diğer Gelir/Gider	9	0	9	9
Profit (Loss) from Subsidiaries	59	-60	-57	-60
Net Finansal Gelir/Gider	-112	-175	-226	-218
Vergi Öncesi Kar/(Zarar)	240	128	166	195
Vergi	-43	-62	-42	-49
Net Kar	183	51	110	131
Rasyolar				
Faaliyet Kar Marjı	20.7%	16.6%	20.1%	20.4%
FVAÖK marjı	29.5%	30.7%	31.0%	31.3%
Net Kar Marjı	11%	3%	5.7%	6.5%
Gelir Büyümesi	26.7%	9.8%	5.5%	4.6%
FVAÖK Büyümesi	27.2%	14.5%	6.6%	5.6%
Net Kar Büyümesi	-26.6%	-72.3%	116.5%	19.8%
Net Borç/FVAÖK (x)	3.5	2.9	2.1	1.9
Bilanço	2024	2025	2026T	2027T
Dönen Varlıklar	851	935	914	964
Nakit ve Nakit Benzerleri	353	477	423	460
Finansal Yatırımlar	154	100	101	102
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	137	154	154	155
Stoklar	45	57	58	59
Diğer Dönen Varlıklar	163	146	179	187
Duran Varlıklar	4,012	4,079	4,213	4,295
Toplam Varlıklar	4,863	5,013	5,127	5,259
Kısa Vadeli Yükümlülükler	808	1,205	1,235	1,263
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	462	444	433	422
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	95	97	100	105
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	252	664	701	736
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,432	2,199	2,228	2,266
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	1,387	1,355	1,343	1,331
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,045	844	885	935
Özkaynaklar	1,623	1,609	1,664	1,730
Toplam Kaynaklar	4,863	5,013	5,127	5,259

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket

Yatırım Tezi

TAV Havalimanları'nı Endeks Üstü Getiri (EÜ) tavsiyesi ile araştırma kapsamımıza alıyoruz. Hisse için 12 aylık 448TL olan hedef fiyatımız %74 getiri potansiyeline işaret etmektedir.

TAV Havalimanları, artan yolcu trafiğini yüksek marjlı ticari gelirlerle destekleyen iş modeli ve tamamlanan kapasite artırıcı yatırımlar sayesinde küresel havacılık talebindeki toparlanmadan güçlü şekilde faydalanmaktadır. Şirket, 2025 yılında hizmet verdiği 113 milyon yolcu ile trafik büyümesini sürdürürken, bu artış yalnızca havacılık gelirlerine değil, duty-free, yiyecek-içecek ve diğer ticari faaliyetlere de güçlü şekilde yansımaktadır. TAV'ın entegre iş modeli sayesinde yolcu trafiği, yolcu başına harcamanın yükselmesi ve ticari gelirlerin genişlemesi üzerinden FAVÖK tarafında kaldıraçlı bir etki yaratmaktadır. Dolayısıyla şirketin performansı, sadece yolcu hacmindeki artışla değil, bu trafiğin daha yüksek marjlı gelir kalemlerine dönüşme kapasitesiyle belirlenmektedir.

Şirketin orta ve uzun vadeli büyüme görünümü, Antalya ve Ankara başta olmak üzere tamamlanan kapasite artırıcı yatırımlar ile Almatı Havalimanı'nın büyüme potansiyelinden beslenmektedir. Antalya'daki yatırımlar artan turizm talebinin daha etkin karşılanmasına ve ticari gelirlerin büyümesine katkı sağlarken, Kazakistan'da kişi başı uçuş sayısının görece düşük seviyelerde olması, güçlü demografik dinamikleri, yolcu, kargo ve jet yakıtı faaliyetlerini içeren çeşitlendirilmiş gelir yapısıyla TAV'ın uluslararası büyüme hikayesinde öne çıkmaktadır. Buna ek olarak, mevcut imtiyaz sürelerinin uzun vadeli yapısı nakit akışı görünürlüğü artırırken, Tiflis Havalimanı'nın imtiyaz süresinin 2031 yılına kadar uzatılması Gürcistan operasyonlarının büyüme görünümünü güçlendirmiştir. Yeni projelere katılım ve uluslararası genişleme fırsatları ise değerlememiz açısından ilave potansiyel sunmaktadır.

TAV'ın gelirlerinin büyük bölümünün döviz bazlı olması operasyonel karlılığı desteklerken, ertelenmiş vergi ve yabancı çevrim farkı gibi etkiler net kar üzerinde oynaklığa neden olabilmektedir. Bu durum, operasyonel performans ile net kar arasında ayrışmaya yol açmaktadır. Son yıllarda TL'nin reel olarak değer kazanmasıyla birlikte TL bazlı maliyetlerin EUR cinsinden karşılığı yükselmektedir. Şirketin faaliyet giderlerinin yaklaşık %35'inin TL cinsinden olması, gelirlerin büyük ölçüde döviz bazlı yapısına rağmen operasyonel marjlar üzerinde dönemsel baskı yaratabilmektedir. Bu nedenle TL'nin reel değer kazandığı dönemlerde maliyet enflasyonu, yolcu trafiği ve ticari gelir büyümesinin marjlar üzerindeki olumlu etkisini kısmen sınırlayabilmektedir. Coğrafi çeşitlilik ise farklı büyüme dinamiklerinden faydalanma imkanı sunarken, jeopolitik ve makroekonomik risklerin daha geniş bir alana yayılmasına neden olmaktadır. Bu çerçevede TAV, yolcu trafiği büyümesi, ticari gelir yapısı ve uluslararası genişleme potansiyeli ile güçlü ve çok boyutlu bir yatırım hikayesi sunmaktadır.

Entegre iş modeli gelir çeşitliliğini ve marjları destekliyor

TAV'ın iş modeli, havalimanı işletmeciliğini duty-free, yiyecek-içecek, yer hizmetleri, lounge hizmetleri ve diğer ticari faaliyetlerle entegre şekilde yönetmesine dayanmaktadır. Bu yapı, gelirleri yalnızca havacılık faaliyetlerine bağımlı olmaktan çıkarırken, yolcu trafiğindeki büyümenin daha yüksek marjlı ticari gelir kalemlerine de yansımaları sağlamaktadır.

TAV Havalimanları'nın büyüme dinamikleri, küresel havacılık talebindeki toparlanma, Türkiye'nin güçlü turizm konumu ve portföyde devam eden kapasite artırıcı yatırımların birleşiminden beslenmektedir. 2025 yılında şirketin işlettiği havalimanlarında toplam yolcu sayısı yıllık %6 artışla 113 milyona ulaşırken, ticari gelirlerdeki büyüme %16 seviyesinde gerçekleşmiştir. Aynı dönemde toplam gelirler %10, FAVÖK ise %14 artarken, FAVÖK marjı %29,5'ten %30,7'ye yükselmiştir.

	2024	2025	Değişim
Yolcu Sayısı (mn)	106,4	113,0	6%
Havacılık Gelirleri (m€)	635,7	652,1	3%
Yer Hizmetleri Gelirleri (m€)	361,4	398,6	10%
Ticari Gelirler* (m€)	663,0	772,5	16%
Toplam Gelir (m€)	1.660	1.823	10%
FAVÖK (m€)	489	560	14%
FAVÖK Marjı	%29,5	%30,7	+1,2bp

*: Ticari gelirler; yiyecek & içecek, özel yolcu salonu & TAV Passport, alan tahsis & reklam, gümrüksüz satış, yazılım & donanım, otopark, otobüs ve diğer gelirleri içermektedir.

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket

2025 yılı itibarıyla havacılık gelirleri toplam cironun %36'sını oluştururken, yer hizmetleri gelirlerinin payı %22, yiyecek-içecek gelirlerinin payı %12 ve duty-free faaliyetlerinin payı yaklaşık %10 seviyesindedir. Özellikle dış hat yolcu trafiğindeki artış, duty-free ve yiyecek-içecek segmentlerinde yolcu başına gelirleri desteklemektedir.

Gelir Dağılımı ((€m))	2025	Pay
Havacılık	652.1	36%
Yer Hizmetleri	398.6	22%
Yiyecek & İçecek	224.1	12%
Özel Yolcu Salonu & TAV Passport	175.3	10%
Diğer Ticari Gelirler*	373.1	20%
Toplam	1823.2	100%

* Alan tahsis, alt kira, reklam, duty-free, yazılım & donanım, otopark, otobüs ve diğer gelirleri içermektedir.

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket

Havalimanı işletmeciliğinde maliyetlerin önemli bir kısmının sabit veya yarı sabit yapıda olması, artan yolcu trafiğinin operasyonel karlılığa kaldıraçlı şekilde yansımaları imkan tanımaktadır. Bu çerçevede TAV'ın mevcut kapasitesi, ticari alan altyapısı ve entegre hizmet modeli dikkate alındığında, trafik büyümesi şirket için yalnızca hacim artışı değil, aynı zamanda marj genişlemesi ve operasyonel karlılık artışı anlamına gelmektedir.

Döviz bazlı gelir yapısı faaliyet karlılığını destekliyor

TAV'ın gelirlerinin önemli bir bölümü dış hat yolcu ücretleri, duty-free ve ticari alan gelirleri üzerinden döviz bazlı veya döviz endeksli olarak elde edilmektedir. 2025 yılı itibarıyla gelirlerin %39'u EUR, %30'u USD cinsinden oluşurken, toplam gelirlerin %73'ü döviz bazlı veya ABD doları endeksli. Buna karşılık faaliyet giderlerinin %35'inin TL cinsinden olması, kur hareketlerinin operasyonel karlılık üzerinde destekleyici bir etki yaratmasına imkan tanımaktadır. Şirketin faaliyet giderlerinde EUR ve USD'nin toplam payı ise %40 seviyesindedir.

Para Birimi	Gelirler	Faaliyet Gideleri	Borçlanmalar
EUR	39%	19%	56%
USD	30%	21%	44%
TL	15%	35%	
KZT	8%	12%	
Diğer	4%	9%	
USD Endeksli	4%	4%	

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket

Bununla birlikte, şirketin bilançosunda yer alan borçların %56'sı EUR ve %44'ü USD cinsinden olup, kur hareketleri net kar üzerinde dönemsel oynaklık yaratabilmektedir. Bu durum operasyonel performans ile net kar arasında ayrışmaya yol açarken, TAV'ın performansı değerlendirilirken FAVÖK, operasyonel nakit akışı ve serbest nakit akışı gibi göstergeleri daha anlamlı hale getirmektedir.

Son yıllarda TL'nin reel olarak değer kazanmasıyla birlikte TL bazlı maliyetlerin EUR cinsinden karşılığı yükselmektedir. Şirketin faaliyet giderlerinin yaklaşık %35'inin TL cinsinden olması, gelirlerin büyük ölçüde döviz bazlı yapısına rağmen operasyonel marjlar üzerinde dönemsel baskı yaratabilmektedir. Bu nedenle TL'nin reel değer kazandığı dönemlerde maliyet enflasyonu, yolcu trafiği ve ticari gelir büyümesinin marjlar üzerindeki olumlu etkisini kısmen sınırlayabilmektedir.

Havalimanı işletmeciliğinin uzun vadeli imtiyaz sözleşmelerine dayalı yapısı nakit akışlarının öngörülebilirliğini artırırken, yatırım döngüsü dönemlerinde serbest nakit akışı kısa vadede baskı altında kalabilmektedir.

Coğrafi olarak çeşitlendirilmiş yapı büyüme fırsatlarını ve dayanıklılığı artırıyor

TAV'ın güçlü yönlerinden biri coğrafi çeşitliliğe dayalı operasyonel yapısıdır. Şirket, Türkiye'nin yanı sıra Kazakistan, Gürcistan, Tunus, Kuzey Makedonya, Suudi Arabistan ve Hırvatistan gibi farklı pazarlarda havalimanı işletmeciliği faaliyetleri yürütmektedir. Bu yapı, tek bir ülkeye veya turizm pazarına bağımlılığı azaltırken farklı büyüme dinamiklerinden faydalanma imkanı sunmaktadır. 2025 yılı itibarıyla Türkiye toplam cironun %42'sini oluştururken, Kazakistan %27 ve Gürcistan %9 paya sahiptir. FAVÖK tarafında ise Gürcistan operasyonlarının %20 pay ile ciro katkısının üzerinde bir karlılık yaratması dikkat çekmektedir.

Coğrafi Kırılım (2025)	Ciro (m€)	Pay	FAVÖK (m€)	Pay
Türkiye	770	42%	224,2	41%
Kazakistan	493	27%	121,3	22%
Gürcistan	170	9%	114,2	20%
Kuzey Makedonya	63	3%	27,6	5%
Tunus	60	3%	26,7	5%
Hırvatistan	47	3%	11,7	2%
ABD	46	3%	6,6	1%
Umman	-	-	2,0	0%
Diğer	174	10%	27,8	5%
Toplam	1.823	100%	562,1	100%

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket

Bununla birlikte TAV'ın coğrafi çeşitliliği yalnızca havalimanı işletmeciliğinden kaynaklanmamaktadır. Şirket, özel yolcu salonu, hızlı geçiş, karşılama ve operasyonel hizmetler alanında 19 ülkede 110'un üzerinde hizmet noktasına sahiptir.

2025 itibarıyla TAV İşletme Hizmetleri bünyesinde 69 özel yolcu salonu faaliyet göstermekte olup toplam misafir sayısı 6,7 milyona ulaşmıştır. ABD, Umman, Japonya ve İspanya gibi TAV'ın havalimanı işletmediği pazarlarda da lounge ve operasyonel hizmet faaliyetleri üzerinden gelir katkısı elde edilmektedir. Bu yapı, şirketin döviz bazlı hizmet gelirlerini çeşitlendirirken operasyonel dayanıklılığı da desteklemektedir.

Öte yandan faaliyet gösterilen coğrafyanın genişliği, jeopolitik, düzenleyici ve makroekonomik risklerin daha geniş bir alana yayılmasına neden olmaktadır. Bu nedenle coğrafi çeşitlilik TAV açısından hem önemli bir büyüme fırsatı hem de dikkatle yönetilmesi gereken bir unsur olarak öne çıkmaktadır.

Kapasite artırıcı yatırımlar uzun vadeli büyümeyi destekliyor

Şirketin orta ve uzun vadeli büyüme görünümünü destekleyen en önemli unsurlardan biri Antalya, Ankara ve Almatı başta olmak üzere gerçekleştirilen kapasite artırıcı yatırımlardır. TAV'ın en stratejik varlıklarından biri olan Antalya Havalimanı'nda yeni terminal ve hava tarafı yatırımları Nisan 2025 itibarıyla tamamlanmıştır. Tamamlanan yatırımlarla havalimanının yıllık yolcu kapasitesi 65 milyona yükselirken, toplam ticari alan %165 artışla 33,3 bin m²'ye ulaşmıştır. Artan kapasitenin yanı sıra genişleyen ticari alanlar ve yeni terminal altyapısının yolcu başına ticari harcamayı desteklemesi beklenmektedir. Buna ek olarak, 2038 yılında başlaması planlanan ilave yatırımlarla Antalya Havalimanı kapasitesinin 80 milyon yolcunun üzerine çıkarılması hedeflenmektedir.

Ankara Esenboğa Havalimanı'nda ise yeni imtiyaz sözleşmesi kapsamında gerçekleştirilen yatırımlar 2025 yılında tamamlanmıştır. İkinci pist, yeni taksi yolları, kargo apronu ve hava trafik kontrol kulesi yatırımlarıyla birlikte havalimanının terminal kapasitesi 30 milyon yolcu seviyesine ulaşmıştır. Yeni imtiyaz döneminde uygulanan tarife yapısı ve garanti yolcu mekanizmasının sona ermesiyle birlikte havalimanı gelir üretim kapasitesi güçlenirken, 2025 yılında FAVÖK yıllık bazda %67 artışla 45mn EUR seviyesine yükselmiştir.

Almatı Havalimanı ise TAV'ın uluslararası büyüme hikayesinde öne çıkan varlıklardan biridir. Almatı Havalimanı, yolcu ve kargo operasyonlarının yanı sıra jet yakıtı depolama ve ikmal faaliyetlerinden gelir elde etmesi nedeniyle TAV portföyündeki en çeşitlendirilmiş gelir yapılarından birine sahiptir. Kazakistan'da kişi başı uçuş sayısının görece düşük seviyelerde olması, Air Astana'nın filo büyüme planları ve bölgenin demografik yapısı uzun vadeli yolcu trafiği büyümesini destekleyen unsurlar arasında yer almaktadır. Buna ek olarak Almatı'nın Çin ve Avrupa arasındaki kargo ve transit akışındaki konumu, havalimanını yalnızca yolcu trafiği açısından değil, ticari ve lojistik faaliyetler açısından da stratejik hale getirmektedir. Ayrıca TAV'ın portföyündeki birçok havalimanının aksine Almatı'nın imtiyaz modeli yerine doğrudan mülkiyet yapısına sahip olması, uzun vadeli değer yaratımı açısından önemli bir avantaj sağlamaktadır. Bu çerçevede Almatı, TAV için hem büyüme hem de operasyonel verimlilik artışı açısından önemli katkı potansiyeli taşımaktadır.

İmtiyaz uzatmaları, yeni projeler ve orta vadeli katalistler ilave değerlendirme potansiyeli sunuyor

TAV'ın büyüme stratejisi yalnızca mevcut havalimanlarındaki trafik artışına dayanmamakta, aynı zamanda imtiyaz sürelerinin uzatılması ve yeni projelerin portföye eklenmesi üzerine kuruludur. Şirketin farklı coğrafyalarda edindiği havalimanı işletme tecrübesi, yeni ihalelerde ve mevcut imtiyazların uzatılması süreçlerinde önemli bir avantaj sağlamaktadır. Mevcut imtiyaz sürelerinin uzun vadeli yapısı, ilgili varlıkların nakit akış görünürlüğünü artırırken değerlendirme üzerinde destekleyici bir unsur olarak öne çıkmaktadır.

Bu kapsamda Tiflis Havalimanı'nın işletme imtiyaz süresinin 2031 yılına kadar uzatılması, Gürcistan operasyonlarının nakit akışı görünürlüğünü artırırken, planlanan yatırımlar aracılığıyla kapasite ve ticari gelir büyümesine katkı sağlayabilecek bir gelişme olarak değerlendirilmektedir. Buna ek olarak, yeni havalimanı projelerine katılım ve uluslararası genişleme fırsatları TAV'ın orta ve uzun vadeli büyüme görünümünü destekleyen unsurlar arasında yer almaktadır.

Orta vadede TAV için öne çıkan katalistler arasında yolcu trafiğinde büyümenin devam etmesi, Antalya ve Ankara yatırımlarının kapasite ve ticari gelir katkısının belirginleşmesi, Almatı'da yatırım programının tamamlanmasıyla operasyonel verimliliğin artması ve ticari gelirlerin yolcu başına katkısının yükselmesi yer almaktadır. Finansman maliyetlerindeki normalleşme ve yatırım harcamalarının zirve seviyelerden gerilemesi ise serbest nakit akışı görünümünü destekleyebilecek diğer faktörlerdir. Bu çerçevede TAV, yolcu trafiği büyümesi, ticari gelir yapısı ve uluslararası genişleme potansiyeli ile farklılaşan bir yatırım hikayesi sunmaktadır.

Değerleme

TAV Havalimanları için değerlememizi Net Aktif Değer (NAD) yaklaşımına dayalı parçaların toplamı (SOTP) analizi ile gerçekleştirdik. Şirketin havalimanı operasyonlarını ayrı ayrı değerlerken Ankara, İzmir, Gazipaşa, Bodrum, Antalya, Almatı, Gürcistan, Makedonya, Tunus ve Medine operasyonlarını projeksiyonlarımıza dahil ettik. Değerlememizde İndirgenmiş Nakit Akımı (DCF) metodolojisi kullanılmış olup, her havalimanı ilgili imtiyaz sözleşmesi süresi boyunca ayrı modellenmiştir. Hizmet şirketleri tarafında ise operasyonların imtiyaz süreleri sonrasında da devam edeceği varsayımıyla terminal değer dikkate alınmıştır. Modelimizde Türkiye'nin EUR cinsi 5 yıl vadeli Eurobond getirisi olan %4,75'e, muhafazakar yaklaşım amacıyla %3 ek risk primi ilave edilerek %7,75 EUR bazlı risksiz faiz oranı kullanılmıştır. Ayrıca %6 özsermaye risk primi, 1,0 beta ve %10 WACC varsayılmıştır. Modelde yolcu büyüme beklentileri, ticari gelir projeksiyonları ve operasyonel marj varsayımları dikkate alınmıştır. Değerlememizde mevcut operasyonlar dikkate alınmış, olası yeni havalimanı ihaleleri veya imtiyaz uzatımları modele dahil edilmemiştir.

TAV Havalimanları NAD Değerlemesi Özsermaye Değeri (€mn)	TAV Payı (%)	Katkı (€mn)	
Havalimanı Operasyonları			
TAV Ankara	313	100%	313
TAV İzmir	120	100%	120
TAV Gazipaşa	1	100%	1
TAV Bodrum	2	100%	2
TAV Antalya	879	51%	448
TAV Almatı	1,225	85%	1,041
TAV Gürcistan	169	80%	135
TAV Makedonya	97	100%	97
TAV Tunus	117	100%	117
TAV Medine	175	26%	46
Hizmet			
ATU	256	50%	128
HAVAS	593	100%	593
BTA	190	100%	190
TGS	209	50%	105
Diğer	188	100%	188
Toplam			3,524
Net Nakit			-490
Toplam NAD			3,034
Güncel Piyasa Değeri (€mn)			1,751
Hedef Hisse Fiyatı (€)			8.35
EUR/TL			53.69
Hedef Hisse Fiyatı (TL)			448
Güncel Hisse Fiyatı (TL)			257
Getiri Potansiyeli (%)			74%

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

Şirket Hakkında

TAV Havalimanları Holding A.Ş., havalimanı işletmeciliği ve havalimanı hizmetleri alanında faaliyet gösteren küresel ölçekte entegre bir altyapı ve hizmet platformudur. Şirketin ana faaliyet konusu, imtiyaz sözleşmeleri kapsamında havalimanlarının işletilmesi, terminal operasyonlarının yürütülmesi, yolcu hizmetlerinin sağlanması, ticari alanların yönetilmesi ve havalimanı ekosisteminde yer alan tamamlayıcı hizmetlerin sunulmasıdır. TAV, bu yapıyla yalnızca bir havalimanı işletmecisi değil, yolcu trafiğini farklı gelir kanallarına dönüştüren entegre bir havalimanı platformudur.

Şirket Türkiye’de Antalya, Ankara Esenboğa, İzmir Adnan Menderes, Milas-Bodrum ve Gazipaşa-Alanya havalimanlarında faaliyet göstermektedir. Yurt dışında ise Kazakistan’da Almatı, Gürcistan’da Tiflis ve Batum, Tunus’ta Monastır ve Enfidha-Hammamet, Kuzey Makedonya’da Üsküp ve Ohrid, Suudi Arabistan’da Medine ve Hırvatistan’da Zagreb havalimanları portföyde yer almaktadır. Bu geniş coğrafi yapı, şirketin farklı turizm, transit yolcu ve bölgesel büyüme dinamiklerinden faydalanmasını sağlamaktadır.

TAV Havalimanları – Operasyonel Yapı

Havalimanı Operasyonları	Varlık	Pay
Türkiye	Ankara Esenboğa	100%
Türkiye	İzmir Adnan Menderes	100%
Türkiye	Gazipaşa Alanya	100%
Türkiye	Milas Bodrum	100%
Türkiye	Antalya	50%
Kazakistan	Almatı	85%
Gürcistan	Tiflis & Batum	%80 / %76
Tunus	Monastır & Enfidha	100%
Kuzey Makedonya	Üsküp & Ohrid	100%
Suudi Arabistan	Medine	26%
Hırvatistan	Zagreb	%15,8
Letonya*	Riga	100%

*: Sadece ticari alanlar

Hizmet Şirketleri	Şirket	Pay
Duty Free	ATÜ	50%
Yiyecek & İçecek	BTA	100%
Yer Hizmetleri	Havaş	100%
Yer Hizmetleri	TGS	50%
Bilişim Teknolojileri	TAV Technologies	100%
İşletme Hizmetleri	TAV Operation Services	100%
Güvenlik Hizmetleri	TAV Security	100%
Eğitim Hizmetleri	TAV Academy	100%

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket

TAV'ın iş modeli iki ana yapı üzerine kuruludur: havalimanı işletmeciliği ve hizmet şirketleri. Havalimanı işletmeciliği tarafında şirket, yolcu hizmet ücretleri, uçuş ve terminal operasyonları, ticari alan gelirleri ve imtiyaz sözleşmeleri kapsamındaki diğer gelir kalemlerinden gelir elde etmektedir. Hizmet şirketleri tarafında ise duty-free mağazacılığı, yiyecek-içecek hizmetleri, yer hizmetleri, bilişim teknolojileri, güvenlik, özel yolcu salonları ve operasyonel destek hizmetleri yer almaktadır. Bu yapı, şirketin hem gelir çeşitliliğini artırmakta hem de faaliyet gösterdiği havalimanlarında operasyonel sinerji yaratmaktadır.

Duty-free faaliyetleri, uluslararası yolcu trafiğine doğrudan bağlı yüksek marjlı ticari gelir kalemlerinden biridir. Uluslararası yolcuların harcama potansiyeli, dış hat yolcu trafiğindeki büyümenin TAV'ın ticari gelirlerine daha güçlü yansımaları sağlamaktadır. Yiyecek-içecek operasyonları da yolcu deneyiminin önemli bir parçasıdır ve terminal içi ticari alanların etkin yönetimi yolcu başına gelir artışına katkı sağlamaktadır. Yer hizmetleri ise uçaklara ve yolculara yönelik operasyonel süreçlerin yönetilmesini kapsamakta olup, TAV'ın havalimanı ekosistemi içindeki konumunu güçlendirmektedir.

TAV'ın entegre hizmet modeli, şirketi birçok global havalimanı işletmecisinden ayıran önemli bir rekabet avantajıdır. Havalimanı işletmeciliği ile hizmet şirketleri arasındaki bilgi akışı, operasyonel koordinasyon ve ticari alan yönetimi, şirketin verimliliğini artırmaktadır. Bu model sayesinde TAV, faaliyet gösterdiği havalimanlarında yolcu trafiğini yalnızca havacılık gelirine değil, farklı ticari gelir kalemlerine de dönüştürebilmektedir. Bu nedenle şirketin karlılığı açısından yolcu sayısı kadar yolcu başına elde edilen gelir ve ticari gelirlerin toplam içindeki payı da kritik önemdedir.

Şirketin stratejisinin temelinde mevcut havalimanlarında kapasite artırımı, operasyonel verimlilik, ticari gelirlerin büyütülmesi ve yeni yatırım fırsatlarının değerlendirilmesi yer almaktadır. Antalya ve Ankara'daki kapasite artırıcı yatırımlar, TAV'ın Türkiye portföyünde uzun vadeli büyüme görünümünü desteklemektedir. Almatı'da tamamlanan ve devam eden yatırımlar ise şirketin Orta Asya'daki büyüme potansiyelini artırmaktadır. Şirket aynı zamanda yeni havalimanı ihaleleri ve imtiyaz uzatma fırsatlarını izlemeye devam etmektedir.

Şirketin gelir yapısında döviz bazlı veya dövize endeksli kalemlerin önemli paya sahip olması, TAV'ın finansal profilini diğer birçok yerel şirketten ayırmaktadır.

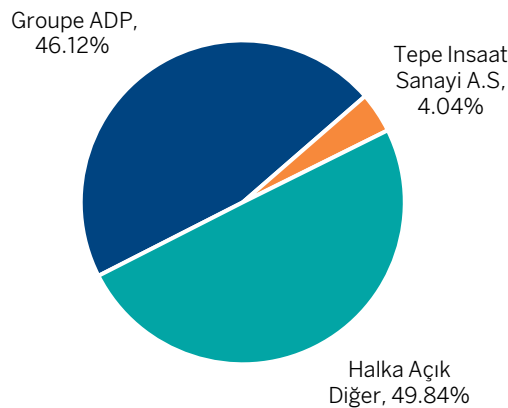
Bu nedenle TAV'ın finansal performansı değerlendirilirken gelir, FAVÖK, serbest nakit akışı, yatırım harcamaları, net borç ve kur etkileri birlikte analiz edilmelidir.

TAV Havalimanları, uzun vadeli imtiyaz sözleşmelerine dayalı varlık portföyü, entegre hizmet modeli, döviz bazlı gelir yapısı, coğrafi çeşitliliği ve kapasite artırıcı yatırımlarıyla Türkiye sermaye piyasasında farklılaşan bir altyapı şirkettir. Şirketin yatırım hikayesi, yolcu trafiğindeki büyümenin ticari gelirlerle birlikte karlılığa yansımaları, yeni yatırımların kapasite katkısı ve uzun vadeli imtiyazların sağladığı nakit akışı görünürlüğü üzerine kuruludur.

TAV, sürdürülebilirlik ve dijitalleşmeyi de uzun vadeli stratejisinin önemli unsurları arasında konumlandırmaktadır. Enerji verimliliği, karbon emisyonlarının azaltılması, kaynak kullanımının iyileştirilmesi ve yenilenebilir enerji projeleri şirketin çevresel sürdürülebilirlik yaklaşımının temel başlıklarıdır. Dijital yolcu deneyimi, veri analitiği, operasyonel verimlilik ve teknolojik altyapı yatırımları ise hem hizmet kalitesinin artırılmasına hem de maliyet kontrolüne katkı sağlamaktadır.

Ortaklık Yapısı

TAV Havalimanları'nın ana ortağı %46,12 pay ile Groupe ADP olup, şirket paylarının %49,84'ü Borsa İstanbul'da halka açık olarak işlem görmektedir. Tepe İnşaat Sanayi A.Ş.'nin şirketteki payı %4,04 seviyesindedir.



Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket

TAV'ın ortaklık yapısında Groupe ADP'nin varlığı stratejik açıdan önemlidir. Groupe ADP'nin küresel havalimanı işletmeciliği tecrübesi, TAV'ın uluslararası büyüme stratejisini ve operasyonel kabiliyetlerini destekleyen unsurlardan biridir. Bunun yanında şirketin halka açık yapısı, kurumsal yönetim, şeffaflık ve yatırımcı ilişkileri açısından önemli bir çerçeve sunmaktadır.

Ek-1: TAVHL 1Ç26 Özet Finansallar

- 1Ç26'da 2.990mn TL (-58,6mn EUR) net zarar açıkladı. Şirket 1Ç25'te 1.738mn TL ve 4Ç25'te 1.209mn TL net zarar açıklamıştı.
- Gelirler 1Ç26'da 18.395mn TL (360,6mn EUR) ile yıllık %5 daralmıştır. Yıllık daralma; jeopolitik gelişmeler, Almatı'da düşük yakıt satışları ve marjı, USD/EUR paritesi ve geçen yıl tamamlanan Katar TAV Teknoloji projesinin baz etkisi nedeniyle gerçekleşmiştir.
- 1Ç26'da FAVÖK yıllık %16 artışla 3,954mn TL (77,6mn EUR) olmasına karşın EUR bazında ise %14 daralmıştır. FAVÖK marjı 21.5% ile yıllık 2.2 puan daralmıştır. Jeopolitik gelişmeler, düşük marjlı yakıt satışları, zayıf trafik kompozisyonu ve kur etkisi nedeniyle baskılandı.
- Net borç, devam eden yatırım programı nedeniyle 1Ç26'da 87,9mlr TL (4Ç25'te 61.4mlr TL) yükselmiştir.

Tav Havalimanlari Özet Finansal Sonuçlar						Değişim	
(mn TL)	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	1Ç26/1Ç25	1Ç26/4Ç25
Satış Gelirleri	14,419	19,539	26,917	21,277	18,395	28%	-14%
Brüt Kar (Zarar)	5,051	8,105	12,699	7,271	5,966	18%	-18%
Faaliyet Karı	2,054	4,185	8,090	2,001	1,791	-13%	-10%
FVAÖK	3,423	6,301	11,022	4,544	3,954	16%	-13%
Net Diğer Gelir/Gider	106	144	-183	322	72	-32%	-78%
Yatırım Faal. Gelir/Gider	612	549	588	591	461	-25%	-22%
Net Finansal Gelir / Gider	-2,249	-2,567	-2,605	-3,014	-2,696	a.d.	a.d.
<i>Parasal Kazanç / (Kayıp)</i>	<i>35</i>	<i>7</i>	<i>-10</i>	<i>-26</i>	<i>59</i>	<i>72%</i>	<i>a.d.</i>
VÖK	-867	1,100	7,178	-1,224	-2,363	a.d.	a.d.
Vergi Geliri (Gideri)	-802	-1,114	-861	143	-513	a.d.	a.d.
Net Kar	-1,738	-192	5,954	-1,209	-2,990	a.d.	a.d.
Net Nakit	-57,820	-63,533	-59,625	-61,417	-87,881		
Çalışma Sermayesi	-4,498	-6,442	-6,963	-5,748	-5,290		
Esas Faaliyet İle İlgili Oluşan Nakit	-206	3,383	8,756	5,541	-3,933		
Özsermaye	63,484	71,226	81,215	80,929	77,814		
Rasyolar							
Brüt Kar Marjı	35.0%	41.5%	47.2%	34.2%	32.4%	-2.6 puan	-1.7 puan
Faaliyet Kar Marjı	14.2%	21.4%	30.1%	9.4%	9.7%	-4.5 puan	0.3 puan
FVAÖK Marjı	23.7%	32.2%	40.9%	21.4%	21.5%	-2.2 puan	0.1 puan
Net Kar Marjı	a.d.	a.d.	22.1%	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

UYARI NOTU

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü'nün Endeks Üzeri (EÜ) ve Endekse Paralel (EP) tavsiyesi verdiği hisseler arasından; şirketlerin uzun dönemli mali verilerine dayalı olarak yapılan temel analiz ve kısa vadeli beklentiler bir arada değerlendirilerek oluşturulmuştur. Tercih etmediğimiz hisseler ise benzer analizler ile, Araştırma Bölümü'nün Endekse Paralel (EP) ve Endeks Altı (EA) tavsiyesi verdiği hisseler arasından seçilir. Model Portföy değişiklik raporunda, hissenin portföye giriş ya da çıkış gerekçesi belirtilir. Bir hissenin Model Portföy'e girmesi ya da çıkması uzun vadeli temel tavsiyesinin değiştiği anlamına gelmemektedir. Model Portföy, sanal bir portföy olup; piyasa beklentimiz ve de içerisinde yer alan hisselerin beklentileri doğrultusunda ağırlıklandırılarak kümülatif performansı ile değerlendirilmektedir. Dolayısıyla Model Portföy ve Model Portföy kapsamında yapılan değişimler, yatırımcının risk ve getiri tercihleri ile birebir örtüşmeyebilir.

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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Veri ve grafikler güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, yapılan yorumlar sadece GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşünü yansıtmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. İleti, gönderilen kişiye özel ve münhasırdır. İlave olarak, bu raporun gönderildiği ve yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.

Garanti BBVA Yatırım ile ilgili detay bilgilere <https://www.garantibbvayatirim.com.tr/hakkimizda> aracılığıyla erişebilirsiniz.

GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Nispetiye Mahallesi Barbaros Bul. Çiftçi Tovvers Kule 1,
34340 Beşiktaş / İstanbul
Telefon: 212 384 11 21
Faks: 212 352 42 40

Hisse Senedi Tavsiye Tanımları

EÜ	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin üzerinde olması beklenmektedir.
EP	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisine yakın olması beklenmektedir.
EA	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin altında olması beklenmektedir.