

Şirket Raporu

TAV Havalimanları Holding <TAVHL>

Gelişen Bölgenin Güçlü Oyuncusu

TAVHL'yi 487,5 TL hedef fiyat ve %47,8 getiri potansiyeli ile araştırma kapsamımıza yeniden dahil ediyoruz.

Değerlememiz şirketin fonksiyonel para birimi olan euro bazında yapılmış olup, parçaların toplamı (SOTP) yöntemi ile gerçekleştirilmiştir. %8,2 ortalama özkaynak maliyeti değerlememizde kullanılırken, tüm bileşenler için bağımsız indirgenmiş nakit akışı yöntemi kullanılmıştır. Değerlememize ilişkin detaylar Sayfa 19'dan itibaren incelenebilir.

Havacılıkta Artan Rekabet Havalimanı İşletmecileri İçin Fırsat Yaratıyor

Bilindiği üzere pandemi sonrasında havacılık güçlü bir toparlanma sürecine girdi. Artan talep havayollarının güçlü kapasite artış yatırımları yapmasına neden oldu. Ancak, üretici tarafında modellerde yaşanan teknik problemler ve grev gibi sebeplerle talebe yetişemeyen bir yapı gözlemlendi. Özellikle Boeing tarafında sorunların büyük ölçüde çözülmesiyle birlikte teslimat rakamlarında pozitif ivmelenme göze çarpıyor. Artan kapasite ile birlikte havayollarının birim biletleme ve kargo gelirlerinde rekabet kaynaklı reel artışlar beklenmiyor. Bizim görüşümüz de ilerleyen süreç için havayollarının kapasite artışı ve petrol fiyatlarındaki düşüş kaynaklı zayıf bir performans göstermeyeceği yönünde olsa da, birim karlılık tarafında sektörü geçmişe nazaran zorlu bir süreç bekliyor. Öte yandan, havalimanı işletmecilerinin giderlerinin büyük ölçüde sabit olması ancak, gelir tarafının yolcu sayısına bağlı gerçekleşmesi, burada kapasite artışı kaynaklı erişilebilirliği de artan hava ulaşımı ile birlikte hacim bazlı güçlenme etkisini hissedeceğimizi düşünüyoruz. Kargo tarafında, yolcuya nazaran daha zayıf bir görünüm olsa da, şirketin portföyünün konumu ve ucuzlayan hava kargoculuğu fırsatlar yaratabilir.

Tiflis Kazanımı Önemli Ancak Batum Henüz Netleşmedi

Şirket yakın zamanda Tiflis sözleşmesi 2031 sonuna kadar uzattığını açıkladı. Tiflis'e kıyasla ölçek olarak daha düşük olmakla birlikte Batum için de şirketin çalışmaları sürüyor. Tiflis sözleşmesi, 2026-2027 yıllarında 150 milyon dolar yatırım taahhüdü ve 25 milyon dolar ön ödeme içeriyor. Şirketin yolcu başı gelirleri sabit kalmakla birlikte, geçmişteki %10 yer hizmet gelirlerinden alınan pay yerine yolcu gelirlerinin %30'u devlete ödeniyor olacak. Yeni anlaşmanın şartlar açısından yolcu başı gelirlerin artmaması ve ödenecek imtiyaz ücreti bakımından daha yüksek bir payın alınması nedeniyle pozitif etkiyi sınırladığını ancak yine de önemli bir varlık olan Tiflis'in kazanımının önemli olduğunu düşünüyoruz. Batum kazanımı da gerçekleşirse ki Tiflis'in buna yeşil ışık yaktığını düşünüyoruz, şirket havalimanı işletmeciliğinden kaynaklanan FAVÖK'ünün yaklaşık %25'ini sağlayan bir ülkeyi 2031 sonuna kadar portföyde tutuyor olacak.

Net Borç/FAVÖK Pandemi'deki Zirvesinden Sonra Azalmaya Devam Ediyor

Şirketin borçları pandemi'deki duraklama sonrası operasyonların başlamasıyla birlikte azalma trendine girdi. 2021'deki 10,6x çarpandan 2024 sonunda 3,5x net borç/FAVÖK oranına gelinirken, beklentimiz bunun giderek iyileşmesi (bkz: sf.22). Bu da şirkete karını dağıtma veya yeni yatırımlar yapma anlamında imkan sağlıyor. Şirketin, ADP'nin de deneyim ve itibarı ile sektör üstü trafik büyümesi gösteren operasyon sahasında önemli kazanımları bünyesine katması sürpriz olmayacaktır.

Endeks Üstü Getiri

Fiyat: 329,75 TL

Hedef Fiyat: 487,50 TL

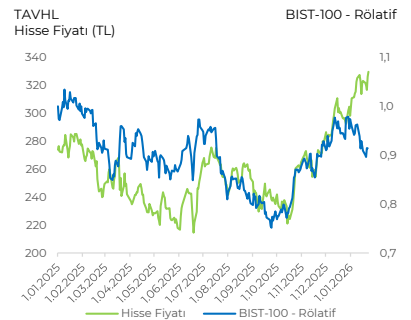
Şirket Bilgileri

Hisse Kodu	TAVHL
Hedef Fiyat (TL)	487,50
Hedef Getiri	47,8%
Hisse Fiyatı (TL)	329,75
52 hafta fiyat aralığı	17.63 - 43.50
Hisse Adedi (mn)	363
HAO	48%
Piyasa Değeri (TL mn)	119.792
Piyasa Değeri (USD mn)	2.773
Net Borç (TL mn)	59.625
3A OİH (USD mn)	16
3A OİH/HA Piyasa Değ. (%)	1,2%

Değerleme

	2024	25T	26T	27T
F/K (x)	12,8	31,8	15,1	11,7
FD/FAVÖK (x)	5,9	5,2	4,6	4,3
PD/DD (x)	1,5	1,4	1,3	1,2
Temettü verimi	0,0%	1,6%	3,3%	4,3%

Hisse Fiyat Performansı



INFO Araştırma

Egehan Turgut / Uzman

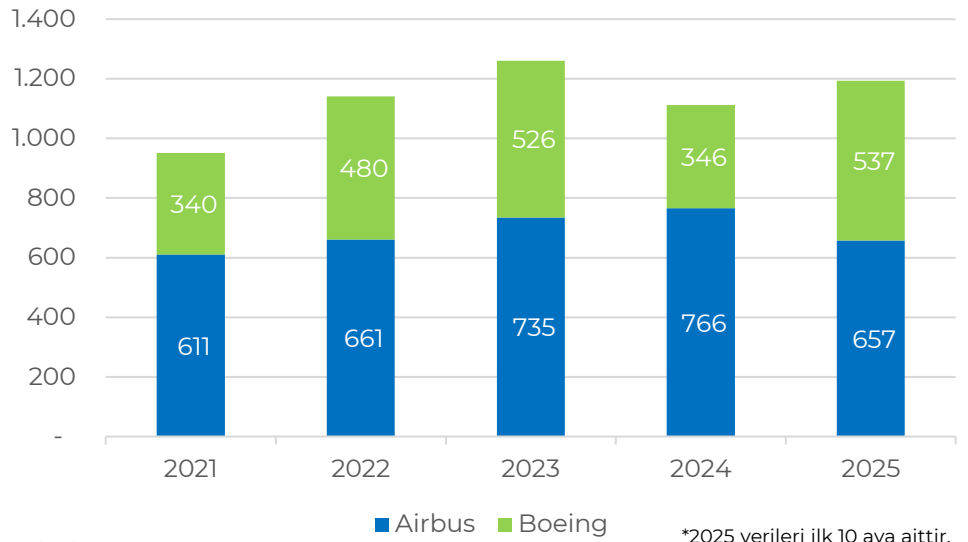
egehanturgut@infoyatirim.com.tr

TAVHL	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Net Kar (EUR mn)	249	183	74	156	202
Net Satışlar (EUR mn)	1.310	1.660	1.830	2.012	2.163
FAVÖK (EUR mn)	385	489	555	623	672
Net Borç/FAVÖK (x)	5,1	3,5	3,2	2,4	1,9

Yatırım Teması

Uçak Teslimatları Artıyor, Büyüme Planlarının Gerçekleşmesi Aksamalar Olsa da Sürüyor

Pandemi sonrasında artan hava trafik talebini karşılamak üzere, hava taşımacılarının hem kargo hem de yolcu tarafında ciddi büyüme planları ortaya koyduğunu takip etmiştik. Uçak teslimlerinin siparişlere yetişebilme hızı hala düşük olsa da IATA tahminlerine göre 2026 yılında yolcu tarafında (RPK) %4,9, kargo tarafında (CTK) %2,6'lık büyüme öngörülmekte. Dünyada %4,9 olarak beklenen ücretli yolcu gelir (RPK) verisi şirketin faaliyet bölgesi olan Avrupa'da %3,8, Ortadoğu'da %6,1, Asya Pasifik'te %7,3 büyümeye işaret etmekte. Özellikle ana FAVÖK katkısı sunan havalimanlarının Ortadoğu ve Asya Pasifik'te yer alması şirketin sektör üstü bir performans sunma olasılığını da artırıyor.



Artan Kapasiteler Taşıyıcılar İçin Rekabeti Artırırken Havalimanı İşletmecilerini Öne Çıkartıyor

Artan kapasite, hava taşımacılığında rekabeti artırarak birim gelirlerdeki artışlarını zorlaştırırken, ulaşılabilirliği artırarak alternatiflerine kıyasla hava taşımacılığını daha cazip hale getiriyor. Yine IATA tahminlerine göre 2026 yılında yolcu biletleme gelirinin nominal %0,1 azalması öngörülmüyor. Burada azalış beklentisi oldukça sınırlı görünse de dolar enflasyonu da göz önünde bulundurulduğunda reel anlamda 2024 yılında başlayan bozulma trendinin sürmesinin beklendiği söylenebilir. Kargo tarafında ise %0,5'lik bir daralma öngörülmekle birlikte, pandeminin etkisinin son bulduğu 2022 yılı sonrasında başlayan daralma trendinin süreceğini bekleniyor. Ancak hava taşımacıları için 2026 yılında %4,5 ciro büyümesi beklentisi, kapasite artışının birim karlılık erozyonuna rağmen sektörü diri tuttuğunu gösteriyor. Tezimiz, havalimanı işletmecilerinin bu trendden en fazla istifade eden taraflar arasında olacağı. Trafik üzerinden gelir elde eden bu yapılar, herhangi bir kar erozyonuna uğramaktan ziyade, ilerleyen süreçte sabit maliyetlerini (imtiyaz ücreti ve yatırımlar) rahatlıkla kompanse ederek ekstra karlılık sağlayabilirler.

TAV'ın İşlettiği Havalimanlarında Taşıyıcıların Güçlü Büyüme Planları Var

Pegasus 2025 yılını 127 uçakla kapatmayı planlarken, 2034'e kadar oluşan filosuna 143 yeni uçak katmayı öngörmekteydi. Bu temel büyüme planına ek olarak, 2026 yılında sürecinin tamamlanması beklenen Smartwings (47 uçaklık filosu bulunmakta) satın alımı da şirketin bünyesine doğrudan ciddi bir filo katkısı sağlayacak. Öte yandan, Türk Hava Yolları da 2033 stratejisi kapsamında filosunu 813 uçağa çıkarmayı planlıyor. THY için de Air Europa'ya iştirak söz konusu. Air Europa da Eylül 2025 itibarıyla 57 uçaklık filoya sahip. İlgili şirketlerle birlikte hızlı büyüyen Air Astana gibi Asyalı taşımacıların da etkisiyle TAV tarafından işletilen havalimanları sektör üstünde büyüme potansiyeline sahip.

Dolar ve Euro Bazlı Sözleşmeler Kur Risklerini Minimize Ediyor

TAV Havalimanları'nın gelirlerinin önemli bir kısmı döviz cinsinden veya dövize endeksli olduğu için, kur hareketleri şirket üzerinde çift yönlü bir etki yaratmaktadır. Türkiye'nin turizm odaklı yapısı ve dış hat yolcu trafiğinin yüksek payı nedeniyle, TL'deki değer kaybı kısa vadede yabancı turist girişini destekleyerek yolcu sayısını ve şirketin döviz bazlı gelirlerini artırıcı yönde çalışabilir; bu durum gelirlerin TL karşılığını yükselterek operasyonel sonuçları olumlu etkileyebilir. Öte yandan, bilançoda yer alan döviz cinsi finansal borçlar ve kira yükümlülükleri nedeniyle, keskin kur artışları kur farkı giderleri üzerinden net karı baskılayabilmekte ve finansal giderleri artırabilmektedir. Dolayısıyla TAV için kur tarafı, operasyonel anlamda gelirleri destekleyen, finansal tarafta ise borçluluk seviyesi ve vade yapısına bağlı olarak risk unsuru oluşturan kritik bir değişkendir. Yine de, gelirlerin büyük bölümünün döviz cinsi veya dövize endeksli olması, şirketin kullandığı döviz finansmanının önemli ölçüde "doğal hedge" altına almaktadır.

Turizm TL'nin Reel Değerlenmesi ve Yüksek Jeopolitik Gerilime Rağmen Güçlü Kaldı

Türk Lirası 2025 yılını sıkı para politikasının da etkisiyle güçlü kalarak tamamladı. 2025 yılında Türkiye'de enflasyon yıllık %30,89 olurken, dolar kuru zayıflayan doların da etkisiyle %21,44, euro kuru %36,88 artış gösterdi. Bilindiği üzere, 2024 yılında %44,38 olarak açıklanan yıllık enflasyona rağmen dolar kuru %19,85, euro kuru ise %12,78 gibi sınırlı artış göstermişti. Buna rağmen 2025'in ilk 11 ayında transit dahil toplam yolcu sayısı %6,67 artış gösterdi. Yabancı girişlerinde ise ilk 11 ayda zayıflama görülse de %0,26 gibi oldukça sınırlı bir seviyede gerçekleşti. Kur tarafında yaşanabilecek herhangi bir gevşemenin, turizm tarafında Türkiye'yi daha cazip hale getireceğini, TAV'ın da döviz bazlı yolcu başı gelir elde etmesiyle pozitif ayrışabileceğini değerlendiriyoruz.

Jeopolitik anlamda ise Türkiye, pek çok gerilim noktasına yakın konumlanması nedeniyle bundan etkileniyor. İsrail'in Filistin'e karşı aldığı aksiyonlar sonrasında Türkiye-İsrail ilişkilerindeki bozulmalar ve Ukrayna'daki yıkım sonrasında buradan gelen trafikteki azalmalar pandemi sonrası toparlanmayı bir miktar yavaşlatan gelişmeler oldu. Bölgesel tansiyonların azalması ve ülkeler arası buzların eritilmesi yolcu verisine olumlu tesir edecektir.

Şirket Hakkında

TAV Havalimanları, 1990'ların sonunda Türkiye'de havalimanı işletmeciliğinin özel sektöre açılmasıyla birlikte ortaya çıktı. Devlet Hava Meydanları İşletmesi'nin İstanbul Atatürk Havalimanı dış hatlar terminali için açtığı ihaleyi Tepe ve Akfen ortaklığı kazandı ve bu projeyi yürütmek üzere TAV kuruldu. İlk aşamada Atatürk Havalimanı dış hatlar terminalinin yatırımını üstlenen ve işletmesini yapan TAV, burada edindiği deneyim ve sözleşme modelini daha sonra Ankara Esenboğa, İzmir Adnan Menderes gibi diğer havalimanlarına taşıdı. Şirket, kamu ile yaptığı yap-işlet-devret ve imtiyaz/kira sözleşmeleri çerçevesinde terminal yatırımını üstlenen, karşılığında yolcu ve uçak bazlı havacılık gelirleri ile duty-free, yiyecek-içecek, otopark, reklam ve lounge gibi ticari gelirlerden pay alan bir havalimanı işletmeciliği iş modeli kurdu. 2007'de Borsa İstanbul'da halka açılarak kurumsal bir sermaye piyasası şirketine dönüştü.

Zaman içinde TAV, yalnızca Türkiye'de değil bölge genelinde de aktif bir şirket haline geldi. Türkiye'de Antalya, Ankara Esenboğa, İzmir Adnan Menderes, Milas-Bodrum ve Alanya-Gazipaşa gibi önemli havalimanlarının terminal işletmeciliğini üstlendi; yurtdışında Kazakistan Almatı, Gürcistan Tiflis ve Batum, Tunus Monastir ve Enfidha, Kuzey Makedonya Üsküp ve Ohri, Hırvatistan Zagreb, Suudi Arabistan Medine ve Letonya Riga'da çeşitli düzeylerde terminal ve ticari alan işletmeciliğine yayıldı. Ana iş kolu, bu havalimanlarının yolcu ve uçak trafiğine dayalı havacılık gelirlerini ve terminal içi ticari alanlardan elde edilen gelirleri yönetmek olsa da, süreç içinde duty-free, yiyecek-içecek, yer hizmetleri, bilgi işlem, güvenlik ve lounge/karşılama hizmetleri gibi dikeylerde iştirakleri ve bağlı ortaklıkları üzerinden entegre bir havalimanı hizmetleri grubu haline geldi. 2025 itibarıyla TAV, 15 havalimanında tam veya kısmi işletmeci olarak, 100 milyonu aşkın yolcuya hizmet veren, büyük ölçüde döviz bazlı gelir üreten ve hem Türkiye'nin turizm/havacılık büyümesinden hem de çevre coğrafyalardaki hava trafiği artışından beslenen bölgesel bir havalimanı platformuna dönüşmüş durumda.

Şekil 2. Şirketin Faaliyet Sahaları



Kaynak: Şirket Sunumu

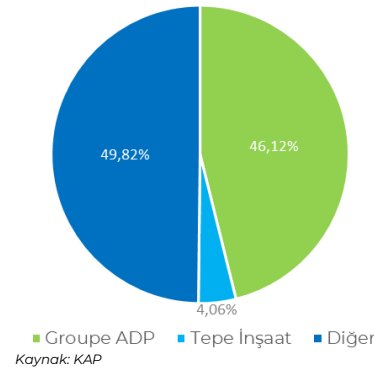
Ortaklık Yapısı

TAV, Atatürk Havalimanı dış hatlar terminali projesi için Tepe ve Akfen ortaklığında, yanlarında o dönemki yabancı ortak Vienna Airport'un da bulunduğu bir yapı altında kuruldu; adındaki "TAV" da bu üçlünün (Tepe-Akfen-Vienna) kısaltmasıydı. Kuruluş ve ilk yıllar boyunca şirketin kontrolü ağırlıklı olarak bu iki yerli grup (Tepe ve Akfen) tarafından tutuldu, halka açıklık oranı ise görece sınırlı kaldı.

Daha sonraki dönemde ortaklık yapısı kademeli olarak değişti ve Groupe ADP'nin TAV'a girişiyle birlikte yeni bir denge oluştu. Akfen elindeki payları aşamalı biçimde Groupe ADP'ye devrederek ortaklıktan tamamen çıktı; Tepe ise sahip olduğu payların önemli kısmını yine Groupe ADP'ye satarak azınlık hissedara dönüştü.

Bu hisse devirlerinin ardından TAV, bir yandan halka açıklık oranını artırırken diğer yandan kontrol eden ortak olarak Groupe ADP'nin öne çıktığı bir yapıya evrildi. 2025 itibarıyla TAV'da Groupe ADP dolaylı olarak yaklaşık %46'lık payla hakim ortak, Tepe İnşaat yaklaşık %4 seviyesinde azınlık ortak ve kalan yaklaşık %50'lik kısım Borsa İstanbul'da serbest dolaşımda bulunuyor. Böylece şirket, kurulduğu dönemde yerli iki grubun ağırlıkta olduğu kapalı bir ortaklıktan, bugün ADP kontrolünde, Tepe'nin azınlıkta kaldığı ve geniş bir halka açık paya sahip uluslararası bir ortaklık yapısına dönüşmüş durumda.

Şekil 3. Ortaklık Yapısı



Ana Ortak Groupe ADP Neden Önemli?

Groupe ADP, Paris merkezli, dünyadaki en büyük havalimanı işletmecilerinden biri ve TAV'da yaklaşık %46 payla hakim ortak konumunda. Şirket, geçmişte 2 kez TAV'ın projelerinde kullanması adına hissedar kredisi vererek finansman sağladı. Aynı zamanda, bankalar ve fon sahipleri, arkasında ADP gibi global ve güçlü bir hissedar bulunduğu için şirkete daha kolay bir şekilde ve makul maliyetlerle finansman sağlayabilmekte; bu da TAV da finansmana erişimini kolaylaştıran bir diğer unsur olarak öne çıkmakta.

Groupe ADP'nin TAV'daki varlığının önemi daha çok iki grup arasında oluşan potansiyel sinerji üzerinden okunabilir. ADP, dünyanın en büyük havalimanı işletmecilerinden biri olarak Paris ve diğer havalimanlarındaki işletme, ticari alan yönetimi ve yolcu deneyimi konularında önemli bir bilgi birikimine sahip; TAV ise Türkiye ve çevre coğrafyalarda büyüyen, çok sayıda imtiyaza ve hizmet şirketine sahip bir bölgesel oyuncu.

Bu iki yapının aynı çatı altında bulunması, özellikle ticari gelir optimizasyonu, terminal işletmeciliği, teknoloji kullanımı ve süreç standartları gibi alanlarda TAV'ın sadece kendi geçmiş tecrübesine değil, ADP'nin küresel ölçekte geliştirdiği uygulamalara da erişebildiği, dolayısıyla potansiyel bir know-how ve yönetim sinerjisinin olduğu bir yapı yaratmakta.

TAV'ın Dikey Entegre İş Modeli

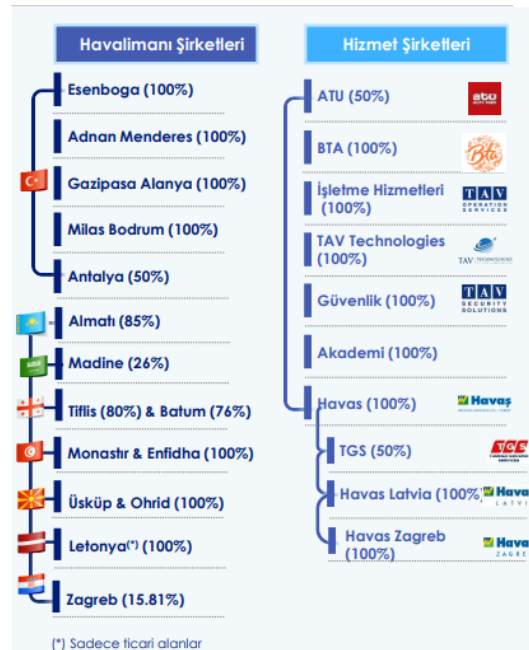
TAV Havalimanları Holding, terminal/havalimanı işletmeciliğini; yer hizmetleri, duty-free, yiyecek-içecek, IT, güvenlik ve lounge gibi yan hizmetlerle destekleyen dikey entegre bir iş modeline sahiptir. Grup, hem Türkiye'de hem de yurtdışında sahip olduğu imtiyaz ve kira sözleşmeleri üzerinden altyapı operasyonunu yürütürken, bu altyapının etrafındaki ana gelir kalemlerini büyük ölçüde kendi iştirakleri üzerinden kontrol ederek ölçek ve sinerji yaratmaktadır.

Şirketin faaliyetleri iki ana eksende toplanmaktadır:

Altyapı / İmtiyaz Katmanı: TAV'ın portföyündeki havalimanlarının tamamı, Kazakistan-Almatı hariç olmak üzere, kamu otoriteleriyle imzalanmış süreli imtiyaz veya kira sözleşmeleri çerçevesinde işletilmekte. Türkiye'de Ankara Esenboğa, İzmir Adnan Menderes, Milas-Bodrum, Gazipaşa-Alanya ve Antalya gibi meydanlarda TAV, DHMİ ile yapılan YİD/imtiyaz ya da kira modelleri kapsamında terminal ve ticari alan işletmecisi olarak konumlanıyor; pist, hava trafik ve yakıt altyapısı gibi klasik meydan fonksiyonları ise kamu tarafında kalıyor. Yurtdışında Gürcistan (Tiflis ve Batum), Tunus (Monastir ve Enfidha), Kuzey Makedonya (Üsküp ve Ohri), Medine (TIBAH ortaklığı) ve Zagreb (MZLZ ortaklığı) de benzer şekilde YİP veya imtiyaz benzeri sözleşme yapılarıyla işletiliyor. Kazakistan-Almatı Havalimanı içinse klasik imtiyaz modelinden farklı olarak, mülkiyet ve işletme haklarının birlikte bulunduğu bir yapı söz konusu.

Hizmet / Dikey Entegrasyon Katmanı: Terminal ve havalimanı varlıklarının etrafında, grup şirketleri aracılığıyla yürütülen yer hizmetleri, yiyecek-içecek, duty-free, IT, güvenlik, lounge ve ticari alan yönetimi faaliyetleri yer almaktadır. Bu yapı, hem operasyonel kontrolü güçlendirmekte hem de havalimanı içi yan gelirlerin önemli kısmının grup içinde tutulmasına imkan vermektedir.

Şekil 4. Holding Yapısı



Kaynak: Şirket Sunumu

Ana Grup Şirketleri ve Faaliyet Alanları

Altyapı/İmtiyaz Katmanı

Ankara Esenboğa Havalimanı

Ankara Esenboğa Havalimanı'nda TAV, havalimanının terminal işletmecisi konumundadır ve 2050 Mayıs'a kadar sürecek olan imtiyaz kapsamında faaliyet göstermektedir. Havalimanında hizmet verilen yolcu sayısı 2025 yılında 14,0 milyon olmuştur. Trafik ağırlıklı olarak iç hatlardan oluşmakla birlikte, terminal işletmesi kapsamında sunulan ticari alanlar ve hizmetler, dış hat yolcu trafiğindeki %14'lük artıştan olumlu etkilenmiştir. AJet'in Ankara'ya yeni uçak konuşlandırması, terminal gelirlerinin çeşitlenmesini desteklemiştir. Terminal bazlı gelir yapısı ve uzun imtiyaz süresi sayesinde Ankara, TAV portföyünde defansif ve öngörülebilir nakit akışı sağlayan çekirdek bir varlık niteliğindedir.

İzmir Adnan Menderes Havalimanı

İzmir Adnan Menderes Havalimanı'nda TAV, iç ve dış hat terminallerinin işletmesini 2034 sonuna kadar sürecek imtiyaz kapsamında yürütmektedir. Havalimanında 2025 yılında 12,7 milyon yolcuya hizmet verilmiştir. Terminal trafiği, iç hatlar ile Avrupa ağırlıklı dış hat yolcuları arasında dengelidir. 2025'te dış hat terminali yolcu sayısı %5 artış göstermiştir. Terminal ölçeğinde ticari alanların verimli kullanımı ve yiyecek-içecek gelirleri sayesinde İzmir, TAV'ın marj üretme kapasitesi yüksek terminalleri arasında yer almaktadır.

Antalya Havalimanı

Antalya Havalimanı'nda TAV, Fraport ile birlikte dış hat ve iç hat terminal işletmeciliğini 2051 sonuna kadar sürecek olan uzun vadeli imtiyaz kapsamında yürütmektedir. Havalimanında 2025 yılında toplam yolcu sayısı 39,2 milyon olarak gerçekleşmiştir. Terminal trafiğinin büyük bölümü uluslararası turizm kaynaklıdır. Yeni terminal yatırımlarıyla kapasite önemli ölçüde artırılmıştır. Ancak TAV'ın %50 paya sahip olması ve terminal işletmesinin tam konsolidasyona girmemesi nedeniyle finansal katkı daha sınırlı olmaktadır. Antalya terminalleri, yüksek hacimli yolcu trafiğine rağmen jeopolitik ve turizm talebine yüksek duyarlılık göstermektedir.

Milas-Bodrum Havalimanı

Milas-Bodrum Havalimanı'nda TAV, terminal işletmecisi olarak 2037 sonuna kadar devam eden imtiyaz kapsamında faaliyet göstermektedir. Havalimanında 2025 yılında 4,4 milyon yolcuya hizmet verilmiştir. Terminal trafiği büyük ölçüde yaz sezonunda yoğunlaşmakta, yolcu profili ise görece yüksek gelir grubundan oluşmaktadır. Terminal bazlı ticari gelirler yolcu başı gelir seviyesini yukarı çekmekte, buna karşın belirgin bir sezonsallık söz konusu olmaktadır. Bodrum terminali, TAV portföyünde butik ancak marj katkısı yüksek bir varlık konumundadır.

Gazipaşa-Alanya Havalimanı

Gazipaşa-Alanya Havalimanı'nda TAV, terminal işletmesini 2036 Mayıs'a kadar sürecek imtiyaz kapsamında yürütmektedir. 2025 yılında terminalden geçen yolcu sayısı 1,0 milyon olmuştur. Terminal trafiği ağırlıklı olarak turizm ve düşük maliyetli havayollarına dayanmaktadır. 2025'te iç hat terminal trafiğinde sınırlı bir gerileme görülmüş olsa da, havalimanının Antalya'ya alternatif bir giriş noktası olması terminalin uzun vadeli potansiyelini korumaktadır.

Almatı Havalimanı

Almatı Havalimanı'nda TAV, klasik imtiyaz yapısından farklı olarak havalimanının terminal ve ticari alanlarını kapsayan mülkiyete yakın bir işletme hakkına sahiptir. Havalimanında 2025 yılında 11,9 milyon yolcu hizmet almıştır. Yeni dış hat terminali 2024'te devreye alınmış olup, terminal trafiğinde 2025'te dış hat yolcu sayısı %7 artış göstermiştir. İç hat terminali trafiği ise Pratt & Whitney motor sorunları nedeniyle geçici olarak baskılanmıştır. Almatı terminal yatırımları, TAV portföyünde uzun vadeli büyüme odaklı en stratejik varlık konumundadır.

Medine Havalimanı

Medine Havalimanı'nda TAV, ortak girişim yapısı içinde %26 payıyla terminal işletmecisi olarak yer almaktadır ve 2041 Mayıs'a kadar imtiyaz sahibidir. Havalimanında 2025 yılında 11,9 milyon yolcuya hizmet verilmiştir. Terminal trafiği ağırlıklı olarak hac ve umre ziyaretlerinden oluştuğu için ekonomik döngülerden görece bağımsızdır. Hem iç hem dış hat terminallerindeki yolcu artışı, Medine terminalinin portföy içindeki defansif ve dengeleyici rolünü güçlendirmektedir.

Tiflis ve Batum Havalimanları

Tiflis ve Batum Havalimanları'nda TAV, terminal işletmecisi olarak faaliyet göstermekte olup mevcut imtiyaz süresi Tiflis için uzatım sonrası 2031 sonuna, Batum için ise 2027 Ağustos'a kadar devam etmektedir. Batum için de uzatma çalışmaları devam etmektedir. 2025 yılında her iki terminalden geçen toplam yolcu sayısı 6,6 milyon olmuştur. Terminal trafiği Türkiye, Rusya ve İsrail kaynaklı yolcular tarafından desteklenmiştir. Güçlü büyüme performansına karşın terminaller jeopolitik gelişmelere duyarlıdır. Güçlü FAVÖK katkısı ile şirket için önemli bir varlıktır.

Monastir ve Enfidha Havalimanları

Tunus'ta yer alan Monastir ve Enfidha Havalimanları'nda TAV, terminal işletmelerini 2047 Mayıs'a kadar sürecek imtiyaz kapsamında yürütmektedir. 2025 yılında toplam terminal yolcu sayısı 3,2 milyon olarak gerçekleşmiştir. Terminal trafiği büyük ölçüde Avrupa charter turizmine dayanmaktadır. Politik ve ekonomik belirsizlikler nedeniyle oynaklık sürmekle birlikte, talep toparlandığında terminaller portföye ek katkı sağlayabilmektedir.

Üsküp ve Ohrid Havalimanları

Üsküp ve Ohrid Havalimanları'nda TAV, terminal işletmecisi olarak 2032 Haziran'a kadar devam eden imtiyaz kapsamında faaliyet göstermektedir. 2025 yılında her iki terminalden geçen toplam yolcu sayısı 3,5 milyon olmuştur. Uçak kapasitesinin A320'den A321'e yükseltilmesi, terminal bazlı koltuk arzını artırarak büyümeyi desteklemiştir. Terminaller, düşük riskli ve istikrarlı nakit akışı sağlayan varlıklar olarak portföyde denge unsuru rolü üstlenmektedir.

Zagreb Havalimanı

Zagreb Havalimanı'nda TAV, terminal işletmesine azınlık payla (%15,81) ortak durumdadır ve imtiyaz süresi 2041 Mayıs'a kadar uzanmaktadır. 2025 yılında terminal yolcu sayısı 4,7 milyon olarak gerçekleşmiştir. Terminal işletmesi üzerinde kontrol gücü sınırlı olduğu için operasyonel katkı düşük, finansal etki ise sınırlı düzeydedir. Zagreb terminali, TAV portföyünde stratejik olmaktan ziyade finansal yatırım niteliği taşımaktadır.

Hizmet / Dikey Entegrasyon Katmanı

HAVAŞ (Yer Hizmetleri)

HAVAŞ, TAV'ın "Hizmet" segmentindeki en büyük oyuncularından biri olup, uçakların yerdeki operasyonlarına yönelik kapsamlı yer hizmetleri sunmaktadır. Bu kapsamda bagaj yükleme/boşaltma, ramp ve push-back hizmetleri, uçak içi temizlik, kargo ve posta operasyonları ile sözleşme bazında check-in ve boarding desteği verilmektedir. HAVAŞ, yalnızca TAV'ın terminal işlettiği havalimanlarında değil, Türkiye'deki diğer meydanlarda da faaliyet göstererek ölçek avantajı sağlamaktadır. 9A25 itibarıyla HAVAŞ, 244,6 milyon avro gelir ve 65,7 milyon avro FAVÖK ile hizmetler segmentinin karlı ve nakit üreten ana bileşenlerinden biri konumundadır.

BTA (Yiyecek&İçecek)

BTA, havalimanı içi yiyecek&içecek operasyonlarının tamamını üstlenen grup şirkettir. Terminal içindeki restoran, kafe, hızlı servis noktaları, grab&go konseptleri ve belirli VIP/CIP catering hizmetleri BTA çatısı altında yürütülmektedir. BTA hem Türkiye'deki TAV havalimanlarında hem de seçili yurtdışı lokasyonlarda faaliyet göstermekte, ayrıca havalimanı dışı noktalarda da varlık göstermektedir. 9A25'te BTA gelirleri 163,4 milyon euroya, FAVÖK'ü 18,1 milyon euroya ulaşmış; özellikle Antalya'da yeni devreye giren operasyonlar ve Türkiye'de euro bazlı fiyatlandırma sayesinde yolcu başı harcamalardaki artış, gelir büyümesini desteklemiştir.

ATÜ (Duty-Free)

ATÜ, TAV'ın duty-free segmentindeki ana aracıdır. TAV birçok havalimanında duty-free mağazalarının işletmesini ATÜ üzerinden yürütmekte, burada hem mağaza karına ortak olmakta hem de TAV terminal şirketleri nezdinde kira/ciro payı geliri elde etmektedir. 9A25'te duty-free komisyon gelirleri 70,5 milyon avro seviyesindedir ve dış hat yolcu hacmi ile kişi başı harcama gelişimine duyarlıdır. 9A25'te ciro su 617,0 milyon euro, EBITDA'sı 54,6 milyon eurodur.

TAV Operation Services (Lounge ve Premium Hizmetler)

TAV OS, havalimanlarında lounge, hızlı geçiş, karşılama&uğurlama ve benzeri premium yolcu hizmetlerini üstlenen grup şirkettir. 19 ülkede 29 havalimanında 65 lounge ve 110'dan fazla hizmet noktasında faaliyet göstererek TAV'ın varlık tabanının ötesine geçen bir gelir alanı yaratmaktadır. TAV OS hem TAV portföyündeki havalimanlarında yolcu deneyimini yukarı taşımakta hem de TAV dışı meydanlardan gelir elde ederek grubun bölgesel hizmet platformu rolünü güçlendirmektedir.

TAV Technologies (Bilgi İşlem/IT)

TAV Technologies, havalimanı IT altyapısı ve yazılım çözümlerinden sorumlu iştirak olup, check-in ve boarding sistemleri, bagaj takip, havalimanı işletim yazılımları, gelir ve operasyon yönetimi çözümleri gibi alanlarda ürün ve hizmet sunmaktadır. Grup içi kullanıma ek olarak, TAV dışındaki havalimanlarına da yazılım ve donanım tedarik ederek dışarıya hizmet ihraç etmektedir. 9A25'te "Software & hardware (IT)" gelirleri 28,1 milyon avro düzeyindedir; bu kalem hem operasyonel verimlilik açısından stratejik, hem de orta vadede ölçeklenebilir bir gelir potansiyeli taşımaktadır.

TAV Security (Güvenlik)

TAV Security, İstanbul, Ankara, İzmir ve Gazipaşa başta olmak üzere TAV portföyündeki havalimanlarında terminal güvenlik hizmetleri sunmaktadır. Yolcu ve personel giriş-çıkış kontrolü, x-ray ve kapı güvenliği gibi alanlarda faaliyet gösteren

şirket, havalimanı güvenlik standartlarının sağlanmasında kritik rol oynamakta; operasyonel risk yönetimi ve yolcu deneyimi açısından TAV'a bütüncül bir kontrol imkanı vermektedir.

TAV Latvia (Riga-Ticari Alan Yönetimi)

TAV Latvia, Letonya Riga Havalimanı'nda yalnızca ticari alan yönetimi faaliyetini üstlenmektedir. Terminal imtiyazı olmaksızın, kiralama ve ticari miks optimizasyonuna odaklanan bu yapı, TAV'ın hizmet modelini sahip olmadığı varlıklara da taşıyabildiği, yani ticari alan yönetimini bağımsız bir iş kolu olarak ölçeklendirebildiği bir örnek teşkil etmektedir.

Sektörel Görünüm

Global'de Pandemi Sonrası Toparlanma Hikayesi

Pandemi kısıtlamalarının zirve yaptığı 2020 yılı havacılık tarihinde yolcu talebi açısından en kötü yıl olmuştur. Uluslararası hava yolculuğu neredeyse durma noktasına gelirken, global yolcu trafiği (RPK, ücretli yolcu-km cinsinden) 2019 seviyesine göre %65,9 oranında düşüş gösterdi. Özellikle uluslararası yolcu talebi bir önceki yıla göre %75,6 azalırken, iç hat talebi ise %48,8 geriledi. Modern havacılık tarihinde benzeri görülmemiş bir düşüş olarak kayda geçen veriler, sektörün gelirlerinin dramatik biçimde azalmasına neden oldu.

2020 yılında küresel hava kargo talebi, azalan ticaret hacimleri ve yolcu uçaklarının uçmaması nedeniyle önemli ölçüde geriledi. IATA verilerine göre 2020'de dünya genelinde hava kargo talebi (CTK, toplam kargo ton-km) 2019'a kıyasla %10,6 daha düşük gerçekleşti.

Bu, IATA kayıtlarına göre 1990'dan beri görülen en büyük yıllık düşüş olmakla birlikte aynı dönemde dünya mal ticaretindeki %6'luk düşüşü bile gölgede bıraktı. Pandemi nedeniyle kargo uçağı kapasitesi de keskin biçimde daralma gösterdi (2020'de mevcut kargo ton-km kapasitesi 2019'a göre %23,3 azaldı). Talepteki düşüş kapasite kaybına göre daha sınırlı kaldığı için 2020'de uçakların kargo doluluk oranları yaklaşık 7,7 puan artarak rekor seviyelere çıktı. Bu durum, yolcu gelirleri oldukça ciddi bir daralma gösterirken hava kargo ücretlerinin ve gelirlerinin artmasını sağladı. Böylelikle pek çok havayolu için 2020 yılında kargo operasyonları hayati bir gelir kaynağı oldu. Bölgesel olarak bakıldığında, 2020'de Kuzey Amerika ve Afrika kökenli havayolları kargo talebinde hafif bir yıllık artış bile yakalarken (2019'a göre +%1 civarında), diğer tüm bölgeler düşüş yaşadı; en sert düşüş %21,3 ile Latin Amerika'da gerçekleşti.

2021 yılında, bazı bölgelerde aşılardan yaygınlaşması ve kısıtlamaların hafifletilmesiyle yolcu trafiğinde kısmi bir canlanma görüldü. Bununla birlikte, küresel yolcu talebi kriz öncesinin çok altında kaldı. IATA verilerine göre 2021 toplam yolcu trafiği, 2019 seviyesinin yalnızca %41,7'sine ulaşabildi. Özellikle uluslararası seyahat kısıtlamalarının devam ettiği Asya-Pasifik gibi bölgelerde toparlanma oldukça sınırlı kaldı. Yılın ikinci yarısında bazı bölgelerde talep artsa da (özellikle kuzey yarımküre yaz sezonunda), yıl sonuna doğru yeni varyantlar nedeniyle toparlanma hızı yeniden yavaşladı.

2021 yılı hava kargoda talebin hızla toparlandığı ve hatta pandemi öncesini aştığı bir yıl oldu. Küresel ticaretteki canlanma ve karantina döneminde biriken e-ticaret talebinin etkisiyle hava kargo hacimleri yükseldi. IATA verilerine göre 2021 yılındaki hava kargo talebi, 2019 seviyesinin üzerinde olağanüstü değerlere ulaştı. 2021'de dünya genelinde toplam kargo taşımacılığı, pandemi öncesi seviyeyi %6,9 oranın-

da geçti. Bu, hava kargonun havacılık sektöründeki toparlanmaya öncülük ettiğini göstermektedir. 2021'de kargo için mevcut kapasite de artmaya başladı ancak talep artışı daha güçlü olduğu için doluluk oranları ve özellikle gelirler çok yüksek seviyelerde kaldı. 2021 yılı, bir bütün olarak hava kargo sektörü için tarihindeki en yüksek hacimli ve karlı yıllardan biri oldu.

2022 yılı, havacılıkta toparlanmanın güç kazandığı bir dönem oldu. Birçok ülkenin seyahat kısıtlamalarını kaldırmasıyla birlikte yolcu sayıları belirgin şekilde artış gösterdi. IATA verilerine göre 2022 boyunca dünya genelinde toplam yolcu trafiği, 2021'e kıyasla %64,4 artarak, 2019 seviyesinin %68,5'ine ulaştı. Bu, bir önceki yıl kaydedilen %41,7'lik toparlanma oranına göre önemli bir iyileşmeye işaret ederken, özellikle Orta Doğu ve Avrupa havayolları 2022'de trafiklerini bir önceki yıla göre ikiye katlayarak en büyük kazanımları elde ettiler. Yılsonu itibarıyla global kapasite (ASK) de artış gösterse de, 2019'un yaklaşık %71,9'u düzeyinde kaldı. Bu dönemde iç hat pazarları nispeten daha güçlü seyretti, 2022 sonunda dünya genelinde iç hat yolcu trafiği 2019'un %79,6'sına ulaştı. Uluslararası yolcu trafiği ise yıl genelinde 2019'un yaklaşık %62,2'sine ulaşarak, özellikle Asya-Pasifik'teki sıkı kısıtlamaların kalkmasıyla yıl sonuna doğru ivmelenmiştir.

2022'de hava kargo talebi, önceki yılın rekor seviyesine kıyasla bir miktar gerileme gösterdi. Küresel ekonomik belirsizlikler, artan enflasyon ve özellikle Rusya-Ukrayna savaşı nedeniyle bozulan lojistik zincirler, kargo talebini etkiledi. 2022 yılı toplam hava kargo tonajı, 2021'e göre %8,0 daha düşük gerçekleşti. Bununla birlikte, 2021'in istisnai yüksek seviyeleri göz önüne alındığında 2022 performansının hala pandemi öncesine yakın seyrettiği söylenebilir. IATA verilerine göre 2022 yıl sonu itibarıyla küresel hava kargo talebi, 2019'un sadece %1,6 altında kalmış, yani hava kargo hacimleri neredeyse eski normaline dönmüştür. Bölgesel farklar burada önemli rol oynadı: Örneğin 2022'de Asya-Pasifik ve Avrupa havayolları zayıf performans gösterirken (2019'a göre %7,8 ve %8,7 talep düşüşü), Orta Doğu havayollarının kargo hacmi 2019 seviyesine çok yakın seyretti (-%1,6). Kuzey Amerika ve Afrika havayolları ise 2022'de, 2019'a kıyasla halen sırasıyla %13,7 ve %8,3 daha fazla kargo taşımış durumdaydı (2021'deki güçlü talebin devamı olarak). 2022 genelinde kargo talebindeki bu küçük düşüşe rağmen, kargo gelirleri hala pandemi öncesinin oldukça üzerinde seyretti.

2023 yılı, küresel havacılığın pandemi öncesi seviyelere neredeyse tamamen döndüğü yıl oldu. Uluslararası seyahatin önündeki son engellerin (örneğin Asya ülkelerindeki kısıtlamalar) kalkmasıyla birlikte talep hızla yükseliş gösterdi. IATA'nın 2023 yılı sonu verilerine göre, toplam yolcu trafiği 2022'ye göre %36,9 artarak pandemi öncesi 2019 talebinin %94,1'ine ulaştı. Özellikle yılın son çeyreğinde güçlü bir performans görülmüş olup; 2023'ün Aralık ayı yolcu trafiği, Aralık 2019'un sadece %2,5 altında kalarak neredeyse eşitlendi. Yılın dördüncü çeyreğinde ise trafik, 2019'un aynı döneminin %98,2'sine kadar çıktı. Bölgesel bazda bakıldığında, 2023'te iç hat yolcu trafiği dünya genelinde pandemi öncesini aşmıştır. 2023 toplam iç hat yolcu kilometreleri, 2019'un %103,9'u düzeyinde gerçekleşmiştir.

Buna karşılık uluslararası yolcu trafiği, geriden gelerek 2019 seviyesinin yaklaşık %88,6'sına ulaştı. Bu farkta, Asya-Pasifik bölgesinin 2022 sonuna dek kapalı kalmasının etkisi büyüktür. Nitekim 2023'te Asya-Pasifik havayollarının uluslararası trafiği önceki yıla göre %126,1 artarak bölgesel toparlanmaya öncülük etmiştir.

2023 yılı hava kargo sektörü için iki farklı döneme sahne oldu. Yılın ilk yarısında küresel enflasyon, zayıflayan talep ve Çin ekonomisindeki yavaşlama gibi etkenler-

le kargo hacimleri 2022'nin biraz altında seyrediyordu. Ancak yılın son çeyreğinde kargo talebi belirgin şekilde toparlandı. Aralık 2023'te dünya genelinde kargo talebi, bir önceki yılın aynı ayına göre %10,8 arttı ki bu son iki yılda görülen en yüksek aylık artış oranıydı. Özellikle Asya-Pasifik havayolları Aralık ayında %18,5 talep artışıyla bölgesel bazda en iyi performansı gösterdi. 2023 yılının tamamına baktığımızda, küresel kargo talebi 2022'nin sadece %1,9 altında kalmış ve 2019 seviyesinin de %3,6 gerisinde gerçekleşmiştir. 2023 sonunda kapasite tarafında da gelişme kaydedilmiş, yerden kalkan yolcu uçaklarıyla kargo kapasitesi genişlemiş ve toplam kargo kapasitesi 2019'u aşmıştır (2023'te mevcut kargo ton-km kapasitesi 2019'un %2,5 üzerinde).

2024 yılında küresel yolcu havacılığı talebi tarihi zirvesine ulaşmıştır. Toplam yolcu talebi (RPK), 2023 yılına kıyasla %10,4 artmış ve pandemi öncesi 2019 seviyesinin %3,8 üzerine çıkmıştır. Aynı dönemde toplam kapasite (ASK) %8,7 artarken, küresel ortalama doluluk oranı %83,5 ile tüm zamanların en yüksek yıllık seviyesine ulaşmıştır. Uluslararası yolcu talebi 2024'te %13,6 büyürken, iç hat yolcu talebi %5,7 artış göstermiştir. Bölgesel olarak bakıldığında, Asya-Pasifik (%16,9) ve Afrika (%13,2) en güçlü talep artışlarını kaydederken, Avrupa (%8,7) ve Orta Doğu (%9,5) da güçlü toparlanmayı sürdürmüştür; Kuzey Amerika (%4,6) ise pandemi sonrası erken toparlanma nedeniyle daha sınırlı bir büyüme sergilemiştir.

2024 yılı, hava kargo sektöründe tarihi rekorların kırıldığı bir yıl olmuştur. IATA tarafından açıklanan verilere göre 2024 boyunca dünya genelinde taşınan kargo miktarı, 2023'e kıyasla %11,3 artarak 2021'deki zirve seviyelerini dahi geride bırakmıştır. 2024, hava kargo sektörü tarihindeki en yüksek yıllık hacmin görüldüğü yıl olarak kayda geçmiştir. Uluslararası kargo operasyonlarındaki artış %12,2 ile biraz daha yüksek gerçekleşmiştir. Kapasite ise 2024'te bir önceki yıla göre %7,4 genişlemiştir. Talepteki bu güçlü yükselişe rağmen kargo navlun gelirleri kademeli olarak normalleşmektedir; 2024 yılında ortalama kargo getirisi 2023'e göre %1,6 daha düşük olmasına rağmen 2019 seviyesinin %39 üzerinde gerçekleşmiştir. Bu durum, pandemide görülen astronomik kargo ücretlerinin bir miktar gevşemesine rağmen hala tarihsel ortalamaların çok üzerinde olduğunu göstermekte. Aralık 2024'te dahi kargo talebi bir önceki yılın aynı ayına göre %6,1 artış göstermiş, bu da yılın güçlü kapandığını teyit etmiştir. IATA, 2024'teki bu performansı "hava kargonun bugüne kadar taşınan en yüksek yük hacmini başardığı ve üstelik karlı bir büyüme sağladığı" şeklinde nitelendirmiştir.

Özellikle e-ticaret talebinin çok güçlü olması ve denizyolu taşımacılığında yıl içinde görülen bazı kısıtların (liman sıkışıklıkları, vs.) kargoyu havaya yönlendirmesi 2024'teki büyümeye katkı yaptı. Ayrıca Rusya hava sahasının kapalı olması gibi etkenler, bazı Asya rotalarında kapasiteyi sınırlayıp navlun ücretlerini yüksek tutarak hava kargoyu destekleyen unsurlar oldu.

IATA'nın verilerine göre, Kasım 2025'te küresel hava yolcu talebi (RPK) yıllık bazda %5,7 artış gösterdi ve kapasite (ASK) %5,4 yükseldi, ortalama doluluk oranı %83,7 ile Kasım ayı için rekor seviyeye ulaştı. Uluslararası talep %7,7 artarken kapasite %7,1 yükseldi ve uluslararası doluluk %84,0 oldu; iç hat talebi ise %2,7 büyüdü ve doluluk %83,2 olarak sabit kaldı. Bölgesel kırılımlarda Asya-Pasifik %7,8 RPK artışıyla öne çıkarak %85,4 doluluk oranı yakaladı; Avrupa %6,1 ile güçlü büyüdü ve %86,0 doluluğa ulaştı; Orta Doğu %9,5'lik artışla dikkat çekerken Kuzey Amerika'da talep neredeyse yatay seyir gösterdi (%0,1). Afrika ve Latin Amerika da çift haneli yıllık talep artışıyla genişlemeye devam etti.

2025'in Kasım ayında küresel hava kargo talebi (CTK) 2024'ün aynı dönemine kıyasla %5,5 artış gösterdi ve uluslararası operasyonlarda artış %6,9 olarak ölçüldü; aynı dönemde kullanılabilir kargo kapasitesi (ACTK) %4,7 yükseldi ve uluslararası kapasite artışı %6,5 oldu, bu güçlü büyümenin arkasında yıl sonu teslimatları ve zamanında sevkiyat ihtiyacının yer aldı. Bölgeler bazında Afrika'daki talep %15,6 ile en yüksek artışı kaydederken, Asya-Pasifik %10,3, Avrupa %5,8 ve Orta Doğu %7,4 artışlar gördü; buna karşılık Kuzey Amerika'da talep %1,6 düşüş yaşadı ve Latin Amerika bölgesi %4,8 azalma ile zayıf performans gösterdi. Ayrıca hava kargo ticaret koridorlarında Asya-Kuzey Amerika, Avrupa-Asya ve Orta Doğu-Asya gibi ana güzergahlarda büyüme devam etti ve tedarik zinciri yönlendirmelerinin kırılğan küresel ticaret ortamında sektöre direnç sağladı.

Türkiye'de Pandemi Sonrası Havacılığın Toparlanma Hikayesi

Pandemi sonrası toparlanma sürecinde Türk havacılık sektörü de dünya genelindeki trendlere paralel bir yol izledi, ancak güçlü iç hat pazarı ve hızlı aşılama sayesinde bazı dönemlerde dünya ortalamasının üzerinde performans sergiledi. Devlet Hava Meydanları İşletmesi (DHMİ) tarafından yayınlanan istatistikler, Türkiye genelindeki havalimanlarının yolcu ve yük trafiğindeki toparlanmayı açıkça ortaya koymaktadır.

Pandemi öncesi son yıl olan 2019'da Türkiye genelinde toplam 208,9 milyon yolcu havayolu ile seyahat etmişti. Bu değer, Türkiye'nin 2018'deki 210,9 milyonluk zirve yolcu sayısının biraz altında olsa da tarihi açıdan çok yüksek bir seviyeyi temsil ediyordu. 2019 boyunca Türk havacılığı İstanbul'da yeni havalimanının açılması gibi büyük değişimler yaşamış ve yolcu sayısı bir miktar konsolide olmuştu. Bu süreçte yıllık kargo trafiği de %9,63 gibi güçlü bir artış göstererek 1,5 milyon tona ulaşmıştı.

2020'de Türkiye de küresel trendle uyumlu şekilde keskin bir yolcu trafiği düşüşü yaşadı. Yıl boyunca Türkiye havalimanlarını kullanan toplam yolcu sayısı yalnızca 81,7 milyon olarak gerçekleşti. Bu, 2019'a göre yaklaşık %60'lık bir düşüş anlamına gelmekte. Özellikle Nisan-Mayıs 2020 döneminde uygulanan sıkı sokağa çıkma yasakları ve uçuş kısıtlamaları nedeniyle birçok havalimanı neredeyse boş kaldı. İç hat trafiği nispeten daha erken canlanmaya başlasa da (yaz aylarında), dış hat yolcu trafiği seyahat yasakları yüzünden adeta durma noktasına gelmişti. 2020 sonbahar-kış döneminde vaka artışlarıyla gelen yeni kısıtlamalar toparlanma umutlarını kırdı ve yıl genelinde havalimanları 2019 yolcu sayısının sadece yaklaşık üçte birine hizmet verebildi. Kargo trafiği de %10,1'lik bir yıllık daralma gösterdi.

2021 yılında Türkiye'de havacılık sektörü, kısıtlamaların hafifletilmesi ve iç turizmin hareketlenmesiyle bir toparlanma sürecine girdi. DHMİ verilerine göre 2021'de Türkiye genelinde hizmet verilen yolcu sayısı 128,3 milyon olmuştur. Bu rakam 2020'ye kıyasla yaklaşık %57 artış anlamına gelmekte olup 2019 düzeyinin yaklaşık %61'ine tekabül eder. Özellikle iç hat uçuşlarında talep güçlü bir geri dönüş sergiledi; yaz döneminde tatil bölgelerine iç hat seferlerinde yoğunluk yaşandı. Türk Hava Yolları gibi taşıyıcılar, 2021 yazında iç hatlarda pandemi öncesine yaklaşan dolulukları gördüklerini bildirmişlerdir. Dış hatlarda ise Avrupa ülkeleriyle karşılıklı uçuşların kademeli açılması sayesinde 2021'in ikinci yarısında toparlanma ivmesi yakalandı. Yine de Asya ve Uzakdoğu pazarlarının kapalı kalması, toplam dış hat sayılarının tam düzelmesine engel oldu. Kargo tarafında da, rahatlayan kısıtlamalarla 2019 seviyesinin %12,4 üstünde güçlü bir kargo verisi gerçekleşti.

2022, Türkiye’de havacılığın adeta yeniden doğduğu bir yıl oldu. Özellikle yaz aylarında dış hat yolcu trafiğinde patlama yaşandı. Avrupalı turistlerin geri dönmesi ve uluslararası seyahatlerin önündeki hemen hemen tüm engellerin kalkmasıyla havalimanları rekor yoğunluklara ulaştı. Yıl sonunda Türkiye genelinde toplam yolcu sayısı 182,23 milyona yükseldi. Bu, 2021’e göre %42’lik bir artış anlamına gelir ve 2019 seviyesinin yaklaşık %87’sine denk düşer. DHMİ verilerine göre 2022’de iç hat yolcu trafiği 2019’un yaklaşık %78’ine ulaşırken, dış hat trafiği yaklaşık %95’e ulaştı. Özellikle Antalya, İstanbul gibi turizm merkezleri 2022 yazında çok yüksek yolcu sayılarına ev sahipliği yaptılar. Avrupa havalimanlarında yaşanan kapasite sorunları (personel eksikliği vb.) nedeniyle, Türkiye’ye gelen turist akışı hız kesmeden devam etti ve bu durum yolcu sayılarına olumlu yansıdı. Kargoda ise 2019’ün üstünde veriler gelse bile yıllık sınırlı bir tonaj daralması görüldü.

2023 yılı, Türkiye havacılık sektörü için pandemi yaralarının sarıldığı ve toplam yolcu sayısının pandemi öncesini aştığı yıl olmuştur. DHMİ’nin açıkladığı resmi verilere göre 2023 yılı sonunda Türkiye genelindeki havalimanlarında hizmet verilen yolcu sayısı (direkt transit dahil) 214.136.575 olarak gerçekleşmiştir. Bu rakam, 2022’ye göre %17,6’lık bir artışa karşılık gelmekte ve 2019’daki toplam yolcu sayısının yaklaşık %103’üne tekabül etmektedir. Başka bir deyişle, Türkiye’nin yolcu trafiği 2023’te pandemi öncesi seviyeyi yaklaşık %3 oranında geçmiş durumdadır. Özellikle dış hat yolcu trafiği 2023 yılında çok güçlü seyrederek 123 milyon yolcuyu aştı ve 2019 dış hat rakamlarının üzerine çıktı. İstanbul, Antalya, İzmir gibi ana havalimanları 2023’te rekor yolcu sayılarına ulaştılar. Örneğin İstanbul Havalimanı tek başına 2023 yılında 76,2 milyon yolcuya hizmet vererek dünyanın en işlek havalimanları arasındaki yerini sağlamlaştırdı. Bu yolcu sayısı, İstanbul Havalimanı’nın 2019’da (Atatürk ve yeni havalimanı toplamı) taşıdığı yolcuyu dahi geride bırakmaktadır. Kargo tarafında ise geçen yıla paralel bir seyir gözlemlendi.

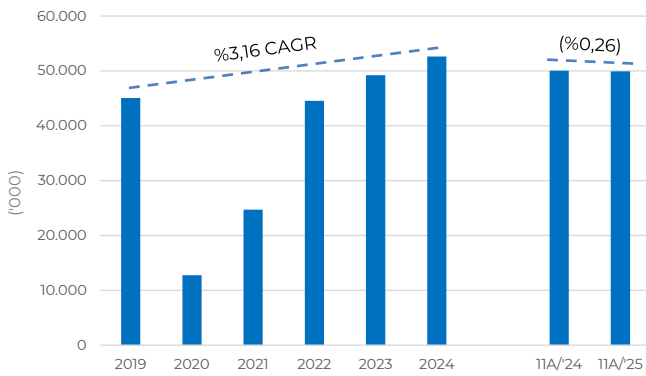
2023’te pandemi öncesini geçen Türkiye havacılığı, 2024 yılında büyümesini sürdürmüştür. Ulaştırma ve Altyapı Bakanlığı’nın açıkladığı verilere göre 2024 yılında Türkiye genelinde 230.833.911 yolcu havalimanlarını kullanmıştır. Bu, 2023’e göre %7,8’lik bir büyümeye karşılık gelmekte ve arka arkaya ikinci yıl için rekor yolcu sayısı anlamına gelmektedir. 2024 yılında gerek iç hatlarda gerek dış hatlarda önceki yılın üzerinde yolcu talebi görülmüş; özellikle yaz sezonunda turistik havalimanlarının kapasite sınırlarını zorlamıştır. Bu veriler, Türkiye’nin havacılık sektöründe pandeminin etkilerini geride bırakarak büyüme patikasına geri döndüğünü ve küresel trendlerle uyumlu bir şekilde yol aldığını göstermektedir. 2024 yılı kargo tarafında oldukça pozitif bir yıl oldu. Son 2 yılda yatay bir görünüm sunan kargo tonaj verisi, 2024 yılında %29,7 gibi oldukça yüksek bir artış göstererek 2,17 milyon ton oldu.

Türk havacılık sektörü 2025 yılında da global verilere kıyasla daha güçlü bir performans gösterdi. Yolcu sayısında geçen yıla kıyasla %7,4’lük artış yaşanırken transit dahil toplam yolcu sayısı 247,2 milyon kişiyle yeni bir rekor kırdı. Yolcu trafiğindeki artışta özellikle dış hat yolcu sayılarındaki güçlü yükseliş belirleyici olurken, Türkiye’nin hem turizm talebi hem de aktarma (hub) ülkesi rolü öne çıkmıştır. Aynı yıl içinde Türkiye’de havalimanlarında taşınan toplam yük ve kargo miktarı 5,15 milyon ton olarak kaydedilmiştir.

Türkiye’de hava yolu pazarı, pandemi sonrası güçlü toparlanmasını sürdürmekle birlikte ve 2025 yılında tarihi bir zirveye ulaştı. Ulaştırma ve Altyapı Bakanlığı verilerine göre, 2025 yılında Türkiye genelinde (direkt transit dahil) toplam 247.163.531 yolcu hava yolunu kullandı ve bu değer Cumhuriyet tarihinin rekoru oldu.

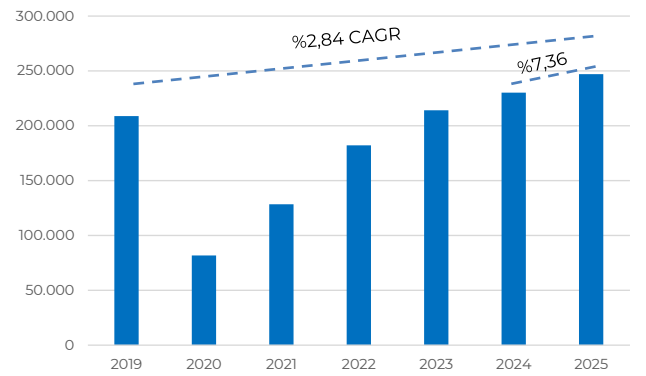
Bu sayı, 2024 yolcu trafiğine kıyasla %7,1’lik bir artışa tekabül etmektedir. 2026 yılı için ise Türkiye’de toplam yolcu sayısının ~255 milyon seviyesine ulaşması beklenmektedir, yani ~%3 civarında bir artış öngörülmektedir. Bu artış oranı, pandemi sonrası yüksek büyüme oranlarının ardından talebin doygunluğa yaklaşmasıyla önceki yıllara göre daha mütevazıdır. Nitekim resmi projeksiyonlara göre dış hat yolcu sayısı artış oranı 2026’da %1,9’a, iç hat yolcu sayısı ise 2026’da %2,9’a yavaşlayacaktır. Bu rakamlar, Türkiye yolcu pazarında hızlı toparlanma döneminin ardından büyüme hızının normalleşeceğine işaret etmektedir.

Şekil 5. Türkiye’ye Yabancı Gelişleri



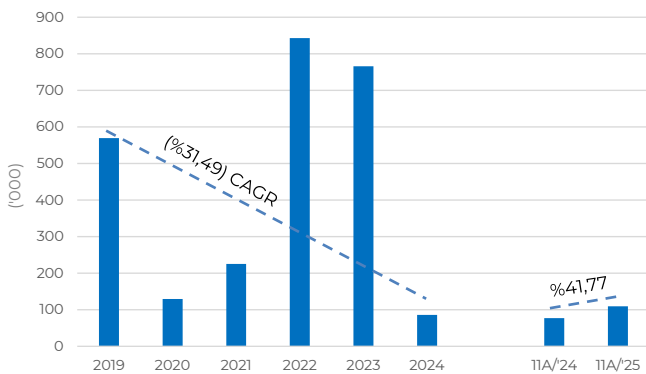
Kaynak: EquityRT, Turizm Bakanlığı

Şekil 6. Türkiye Transit Dahil Yolcu Trafiği



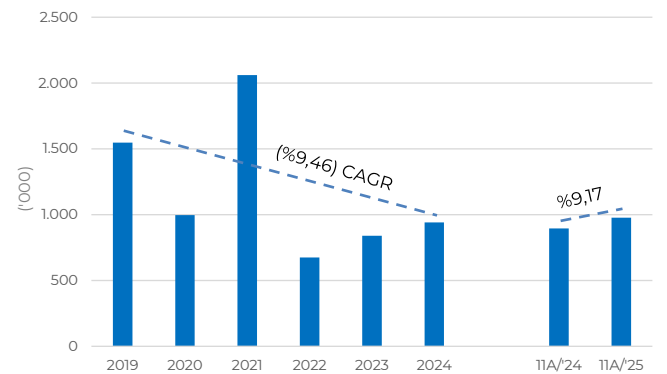
Kaynak: EquityRT, Ulaştırma Bakanlığı

Şekil 7. Türkiye’ye İsrail’den Gelişler



Kaynak: EquityRT, Turizm Bakanlığı

Şekil 8. Türkiye’ye Ukrayna’dan Gelişler



Kaynak: EquityRT, Turizm Bakanlığı

Geleceğe Dönük Görünüm

Küresel yolcu talebinde 2026 yılında sağlıklı bir büyüme öngörülmektedir. Uluslararası Hava Taşımacılığı Birliği (IATA) Aralık 2025 raporuna göre, 2026'da dünya genelinde yolcu trafiğinin (RPK) %4,9 oranında artması beklenmektedir. Bu artışın en büyük sürükleyicisi Asya-Pasifik bölgesi olup, bölgede RPK büyüme beklentisi %7,3 ile dünya ortalamasının üzerindedir. Avrupa pazarındaki talep artışı öngörüsü daha mütevazı olsa da, bölge tahminlere göre 2026'da havayolları net karında lider olacak ki bunda Türkiye'nin üstün performansı önemli rol oynamaktadır. Kuzey Amerika tarafında ise iç hat talebindeki duraklama ve operasyonel kısıtlar nedeniyle görece zayıf bir büyüme beklentisi vardır. Yine de, toplam küresel yolcu sayısının 2026 yılında 5,20 milyar seviyesine ulaşarak pandemi öncesi rekorunu aşacağı öngörülmektedir (2019'da 4,56 milyar).

Kapasite tarafında, küresel koltuk arzı (ASK) büyümesinin 2026'da %4,7 düzeyinde gerçekleşmesi bekleniyor. Havayolu filolarında yaşanan uçak teslimat gecikmeleri ve bakım ile işgücü sıkıntıları nedeniyle kapasite artışı talep artışına ancak yakın oranda olacak ve arz kısıtları devam edecektir. Bu durum, uçak doluluk oranlarını rekor seviyelere taşımaktadır. 2026'da dünya genelinde yolcu doluluk oranının %83,8 gibi tarihin en yüksek seviyesine ulaşacağı projekte edilmektedir. Karşılaştırma için, 2019'da küresel doluluk oranı ~%82 seviyelerindeydi ve 2026'daki oran bunun da üzerindedir. Arz-talep dengesinin sıkı olması sayesinde bilet yolcu getirilerinin görece istikrarlı kalması ve sektör gelirlerinin desteklenmesi beklenmektedir.

Bu güçlü talep ortamında, küresel havayolu gelirleri 2025'te ilk kez 1 trilyon USD eşliğini aşmış olup 2026'da ~1,05 trilyon USD seviyesine çıkacaktır (2025'e göre +%4,5). Yolcu gelirleri bu toplamın en büyük payını oluşturmakta ve 2026'da 751 milyar USD yolcu geliri beklenmektedir. Doluluk oranlarının yüksek seyretmesi ve trafik artışı, havayolu karlılığını da olumlu etkilemekte; 2026'da küresel net karın yaklaşık 41 milyar USD ile net kar marjının %3,9'a ulaşacağı tahmin edilmektedir. Bölgesel olarak Orta Doğu havayollarının en yüksek marjları elde etmesi, Avrupa havayollarının (Türk taşıyıcıların başarısıyla) en yüksek toplam kara ulaşması beklenirken, Asya-Pasifik hızlı trafik büyümesiyle öne çıkacağı öngörülmektedir. Latin Amerika pazarında ise yapısal iyileşme belirtileriyle makul büyüme, Kuzey Amerika'da ise yukarıda bahsedilen durgun iç pazar nedeniyle daha sınırlı büyüme beklenmektedir.

Şekil 9. IATA Havacılık Verileri&Tahminleri

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026F
Yolcu Gelirleri (mlr USD)	607	189	242	437	648	687	716	751
Yolcu Gelirleri YoY (%)	0,3%	-68,9%	27,9%	80,9%	48,4%	6,0%	4,2%	4,8%
Kargo Gelirleri (mlr USD)	101	140	210	206	139	151	155	158
Kargo Gelirleri vs 2014 (%)	-11,1%	39,3%	49,6%	-1,7%	-32,9%	9,2%	2,6%	2,1%
Yan ve Diğer Gelirler (mlr USD)	130	55	61	95	122	130	137	145
Yan Gelirler YoY (%)	38,9%	-57,6%	10,9%	55,7%	28,9%	6,3%	5,3%	5,5%
FVÖK (mlr USD)	43,1	-110,9	-43,5	11,3	63,3	63,6	67,0	72,8
FVÖK marjı (%)	5,1%	-28,8%	-8,5%	1,5%	7,0%	6,6%	6,6%	6,9%
Net kar (mlr USD)	26,4	-137,7	-40,4	-3,5	37,6	28,3	39,5	41,0
Net kar marjı (%)	3,1%	-35,8%	-7,9%	-0,5%	4,1%	2,9%	3,9%	3,9%

Kaynak: IATA

Türkiye’de hava yolu pazarı, pandemi sonrası güçlü toparlanmasını sürdürmekle birlikte ve 2025 yılında tarihi bir zirveye ulaştı. Ulaştırma ve Altyapı Bakanlığı verilerine göre, 2025 yılında Türkiye genelinde (direkt transit dahil) toplam 247.163.531 yolcu hava yolunu kullandı ve bu değer Cumhuriyet tarihinin rekoru oldu.

Bu sayı, 2024 yolcu trafiğine kıyasla %7,1’lik bir artışa tekabül etmektedir. 2026 yılı için ise Türkiye’de toplam yolcu sayısının ~255 milyon seviyesine ulaşması beklenmektedir, yani ~%3 civarında bir artış öngörülmektedir. Bu artış oranı, pandemi sonrası yüksek büyüme oranlarının ardından talebin doygunluğa yaklaşmasıyla önceki yıllara göre daha mütevazıdır. Nitekim resmi projeksiyonlara göre dış hat yolcu sayısı artış oranı 2026’da %1,9’a, iç hat yolcu artışı ise 2026’da %2,9’a yavaşlayacaktır. Bu rakamlar, Türkiye yolcu pazarında globalden hızlı toparlanma döneminin ardından büyüme hızının normalleşeceğine işaret etmektedir.

Riskler

TAV Havalimanları Holding'in faaliyetleri, doğası gereği küresel hava trafiğine ve uluslararası ekonomik-politik koşullara yüksek derecede duyarlıdır. Bu çerçevede şirketin karşı karşıya olduğu riskler birkaç ana başlık altında toplanabilir.

En kritik risklerin başında salgın ve küresel talep şokları gelmektedir. COVID19'da da deneyimlendiği üzere, pandemi benzeri sağlık krizleri, yolcu trafiğini ani ve sert biçimde düşürerek havalimanı işletmecilerinin gelirlerini doğrudan baskılayabilmektedir. Sabit maliyetlerin yüksek olması nedeniyle, bu tür dönemlerde karlılık hızla eriyebilir ki otoriteler bu süreçlerde işletmecilere destekte bulunmuş ve kayıpları minimize etmeye gayret göstermişlerdir.

İkinci önemli başlık jeopolitik risklerdir. TAV'ın operasyonlarının Türkiye dışında Orta Doğu, Balkanlar ve çevre coğrafyalara yayılmış olması, şirketi savaşlar, diplomatik gerilimler ve hava sahası kısıtlamalarına açık hale getirmektedir. Bu tür gelişmeler özellikle transit yolcu trafiğinde belirgin kayıplara yol açabilmektedir.

Regülasyon ve imtiyaz sözleşmelerine ilişkin riskler de uzun vadeli değer açısından önem taşır. Havalimanı işletmeciliği, devletlerle yapılan uzun süreli sözleşmelere dayandığından; sözleşme yenileme koşulları, ücret tavanları veya kamu otoritelerinin tek taraflı düzenlemeleri şirketin nakit akışlarını kalıcı şekilde etkileyebilir.

Son olarak, operasyonel, güvenlik ve ESG kaynaklı riskler giderek daha fazla önem kazanmaktadır. Güvenlik olayları, siber riskler ve çevresel düzenlemeler kısa vadede operasyonel kesintilere, orta-uzun vadede ise ilave yatırım ve maliyet artışlarına neden olabilir.

Özetle TAV için en büyük riskler, düşük olasılıklı ancak yüksek etkili küresel şoklar ile uzun vadede değer yaratımını sınırlayabilecek yapısal regülasyon ve talep riskleridir.

Değerleme

Değerlememizde Parçaların Toplamı (SOTP) metodunu kullandık. Çalışmamız sonucunda 487,5 TL hedef fiyat ve %47,8 getiri potansiyeline ulaşmaktayız. Hesaplamamızda ortalama özsermaye maliyetini %8,2 olarak dikkate aldık.

Havalimanları	Değerleme Yöntemi	TAV Sahiplik Oranı	Konsolidasyon	NAD Katkısı
Almati	İNA	85%	Tam	950
Ankara	İNA	100%	Tam	188
Antalya	İNA	50%	Özkaynak Yöntemi	858
Bodrum	İNA	100%	Tam	1
Gazipaşa	İNA	100%	Tam	6
Gürcistan	İNA	80%	Tam	296
İzmir	İNA	100%	Tam	103
Makedonya	İNA	100%	Tam	60
Medine	İNA	26%	Özkaynak Yöntemi	104
Tunus	İNA	100%	Tam	102

Havalimanları Toplam 2.668

Yer Hizmetleri

HAVAS	İNA	100%	Tam	663
BTA	İNA	100%	Tam	106
ATU	İNA	50%	Özkaynak Yöntemi	345
TGS	İNA	50%	Özkaynak Yöntemi	327

Yer Hizmetleri Toplam 1.441

Toplam SOTP 4.110

Holding Net Borç 651

Toplam Net Varlık Değeri 3.459

Pay Sayısı (mn) 363,3

Hedef Fiyat (EUR) 9,52

EUR/TRY 51,2

Hedef Fiyat (TL) 487,5

Getiri Potansiyeli 47,8%

Modelimizi kurarken tahminlerimizi şirketin imtiyaz sözleşmelerinde belirtilen süre, yatırım harcaması ve yolcu başı ücret esaslarına göre yaptık. Yolcu başına belirlenen ücretler, Medine hariç olmak üzere (Medine’de hem giren hem çıkan yolcudan alınmakta) yalnızca çıkan yolcu sayısına göre tahmin edilmektedir. Ayrıca, imtiyaz anlaşması kapsamında güvenlik ücreti belirlenen havalimanları için uluslararası çıkan yolcu başına ilgili ücretler hesaplanmıştır. Ciro içerisinde yer alan yolcu geliri hariç gelirler ise tarihi verileri göz önünde bulundurularak ağırlıklandırılmış, geçmiş FAVÖK marjı dikkate alınarak ortalama marj beklentileri belirlenmiş, böylelikle havalimanı ve/veya işletme bazında indirgenmiş nakit akımı hesaplanmıştır. Batum için henüz süre uzatımı gerçekleşmediği için Batum sözleşmesi Ağustos 2027’de bitecek şekilde dikkate alınmıştır.

Finansallar

Gelir Tablosu

(EUR mn)	2024	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar	1.660	1.830	2.012	2.163
Operasyonel Giderler	-1.171	-1.276	-1.389	-1.491
Amortisman	-206	-243	-280	-295
Özsermaye Yöntemine Göre Gelirler	59	-46	17	21
Faaliyet Kar/Zararı	343	266	360	398
Finansman Giderleri	-103	-146	-135	-119
Vergi Öncesi Kar/Zarar	240	120	225	279
Dönem Vergi Gideri	-43	-30	-52	-59
Net Kar/Zarar	183	74	156	202

FAVÖK

489 555 623 672

Bilanço

(EUR mn)	2024	2025T	2026T	2027T
Dönen Varlıklar	851	1.136	1.178	1.497
Nakit ve Finansal Yatırımlar	507	751	756	1.043
Ticari Alacaklar	157	176	193	207
Stoklar	45	52	57	61
Diğer Dönen Varlıklar	142	157	173	186
Duran Varlıklar	4.012	4.030	4.076	4.082
Toplam Varlıklar	4.863	5.166	5.254	5.579

Kısa Vadeli Yükümlülükler	809	980	798	835
Finansal Yükümlülükler	462	566	574	596
Ticari Borçlar	304	367	171	184
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	43	47	52	56
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2.432	2.473	2.607	2.752
Finansal Yükümlülükler	1.387	1.320	1.340	1.390
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	895	1.030	1.030	1.030
Özkaynaklar	1.608	1.682	1.801	1.925
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar	4.863	5.166	5.254	5.579

Finansal Analiz

(EUR bazlı)	2024	2025T	2026T	2027T
Büyüme (%)				
Net Satışlar	26,7	10,3	9,9	7,5
FAVÖK	27,2	13,3	12,3	8,0
Net Kar/Zarar	-36,9	-59,7	109,9	29,3
Marjlar (%)				
FAVÖK	29,5	30,3	30,9	31,1
Esas Faaliyet Kar Marjı	20,7	14,5	17,9	18,4
Net Kar Marjı	11,1	4,1	7,8	9,3
Verimlilik				
Alacak Devir Hızı (gün)	157	176	193	207
Stok Devir Hızı (gün)	45	52	57	61
Ticari Borç Devir Hızı (gün)	304	367	171	184
İşletme Sermayesi/Net Satışlar (%)	-6,1	-7,6	3,9	3,9
Karlılık				
Aktif Karlılığı (%)	3,8	1,4	3,0	3,6
Özkaynak Karlılığı (%)	11,5	4,4	8,7	10,5
Yatırılan Sermaye Getirisi (%)	8,5	5,7	8,4	9,8
Kaldıraç				
Varlıklar/Özsermaye (x)	3,02	3,07	2,92	2,90
Net Borç/FAVÖK (x)	3,49	3,23	2,43	1,93

Benzer Şirket Çarpanları

RT Kodu	Şirket Adı	Piyasa Değeri (USD mn)	2025(T)		2026(T)		2027(T)	
			F/K	FD/FAVÖK	F/K	FD/FAVÖK	F/K	FD/FAVÖK
FRA:DEX	Fraport Ag	8.245	14,7	11,9	19,6	11,9	18,5	11,0
ADP:FR	Aeroports De Paris Sa	12.712	23,5	9,0	17,2	8,4	14,3	8,0
FHZN:CH	Flughafen Zuerich Ag	9.571	11,6	5,3	11,8	5,3	22,8	10,9
ENAV:IT	Enav Spa	3.044						
5014:MY	Malaysia Airports Holdings Bhd	4.079	22,3	7,0	21,3	6,8		
AENA:ES	Aena Sme Sa	44.719	17,3	10,8	16,6	10,6	16,3	10,4
ASURB:MX	Grupo Aeroportuario Del Sureste Sab De Cv (B)	10.100	16,2	8,4	14,5	7,6	12,4	6,8
CAAP:USY	Corporacion America Airports Sa	4.596	19,6	6,8	14,8	6,6	13,3	6,3
694:HK	Beijing Capital International Airport Co Ltd (H)	1.556	-46,1	12,2	94,1	9,4	23,8	8,3
	Medyan		16,7	8,7	16,9	8,0	16,3	8,3
TAVHL	Tav Havalimanlari	2.773	30,3	5,2	15,2	4,6	11,7	4,3
			-45%	68%	11%	74%	39%	94%

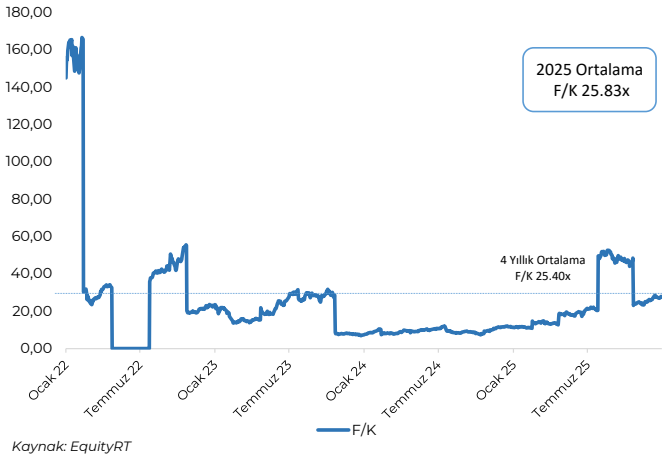
Kaynak: EquityRT & Info Yatırım Tahminleri

Benzer Şirket Performansı

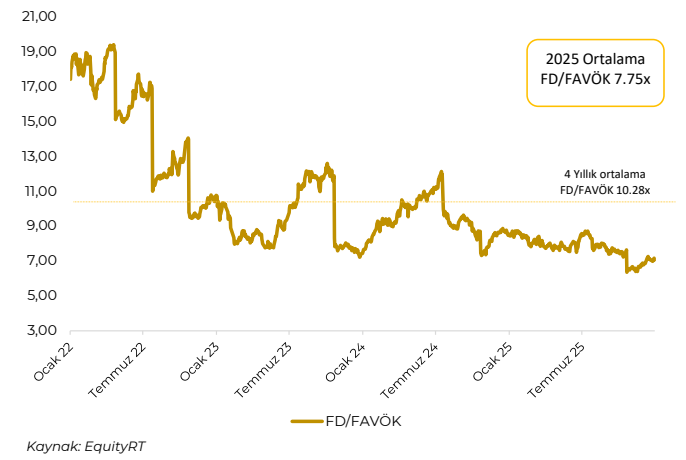
	Yerel Para Birimine Göre Getiri (%)				Yerel Para Birimine Göre Relatif Getiri (%)			
	YBİ	1A	3A	12A	YBİ	1A	3A	12A
Fraport Ag	8,6	10,1	2,1	36,0	6,9	7,7	-0,6	16,8
Aeroports De Paris Sa	-1,8	-2,1	-9,9	2,4	-1,7	-3,7	-11,3	-3,5
Flughafen Zuerich Ag	-2,3	-1,8	3,0	12,8	-1,4	-1,0	-1,5	5,4
Enav Spa	1,5	1,1	4,8	30,5	0,7	-0,4	-3,7	-12,8
Malaysia Airports Holdings Bhd	0,0	0,0	0,0	-0,4	-8,1	-8,1	-8,1	-8,8
Aena Sme Sa	6,6	6,4	6,4	31,2	5,2	4,2	-3,8	-10,4
Grupo Aeroportuario Del Sureste Sab De Cv (B)	1,2	-0,7	7,2	16,1	-7,1	-6,8	-7,5	-23,5
Corporacion America Airports Sa	8,3	8,2	52,7	42,9	4,7	5,7	45,6	25,5
Beijing Capital International Airport Co Ltd (H)	-4,0	-6,4	-5,7	-6,7	-11,5	-14,1	-14,5	-34,2
Tav Havalimanlari	10,6	12,0	26,6	15,6	-4,2	-2,3	6,6	-10,1

Kaynak: EquityRT

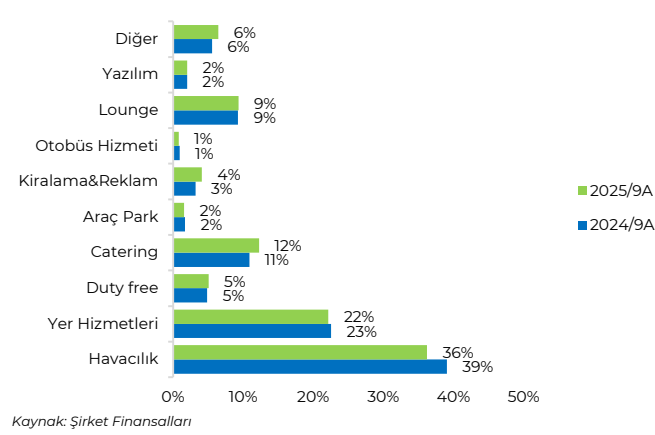
Şekil 10. Geçmiş F/K Çarpanı



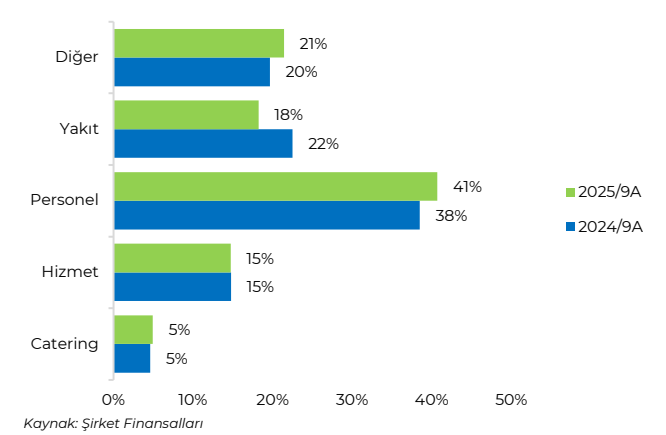
Şekil 11. Geçmiş FD/FAVÖK Çarpanı



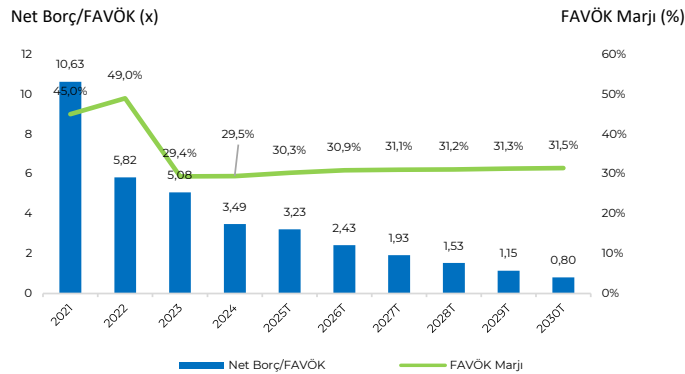
Şekil 12. Gelirler Dağılımı (%)



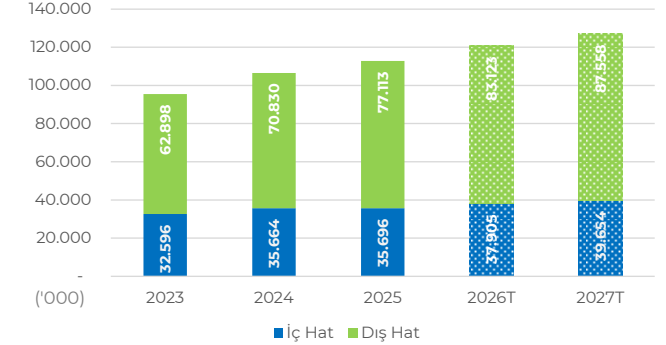
Şekil 13. Giderler Dağılımı (%)



Şekil 14. Net Borç/ FAVÖK Gelişimi



Şekil 15. TAV Yolcu Trafiği Gelişimi



Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistikî şekil ve bilgiler hazırlandığı tarih itibarı ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte olup alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir.