

TAV Holding

2026 1.Ç Mali Tablo Analizi

Gerçekleşen ve Tahminler

Zayıf 1Ç26 Sonuçları TAV Havalimanları, beklentilerin altında kalarak (İş Yatırım: €-51mn; Piyasa: €-43mn) 1Ç26'da €59mn net zarar açıkladı (1Ç25: €46mn net zarar). Zayıf operasyonel kârlılık, artan net finansal giderler (Ankara yatırımının tamamlanmasını takiben net faiz giderlerinin daha düşük oranda aktifleştirilmesi) ve yükselen amortisman giderleri bu performansta belirleyici oldu. Gelirler beklentilere paralel gerçekleşerek €361mn seviyesine geriledi (yıllık %5 düşüş; İş Yatırım/Piyasa: €365mn). FAVÖK ise beklentilerin hafif altında €78mn olarak gerçekleşti (yıllık %14 düşüş) ve FAVÖK marjı 2.3 puan daralarak %21.5 oldu.

Son Çeyrekte Öne Çıkanlar

Zayıf gelir üretimi (1Ç26) 1Ç26'da yolcu trafiği %7 artmasına rağmen, TAVHL gelirleri %5 daraldı. Bu zayıf performans; jeopolitik gelişmeler, Almatı Havalimanı'nın yakıt satışlarındaki düşüşe bağlı olarak daha düşük katkı sağlaması, USD'nin EUR karşısındaki zayıflığı ve 1Ç25'te tamamlanan Katar TAV Teknoloji projesinin baz etkisinden kaynaklandı. Gelir kırımında zayıflık; havacılık gelirlerindeki %10 daralma ve yazılım & donanım gelirlerindeki sert düşüşten (-%57) kaynaklandı. Almatı, %11 gelir daralması ile en zayıf performansı gösterdi; bu durum, Kazakistan hükümetinin ülkeyi bölgesel bir transfer ve lojistik merkezi haline getirme hedefi doğrultusunda jet yakıtı arz politikasında yaptığı değişikliklerin yakıt iş kolunu olumsuz etkilemesinden kaynaklandı. Buna karşın, yiyecek-içecek (+%17), duty free (+%12) ve yer hizmetleri (+%2) gibi havacılık dışı segmentler görece güçlü seyrini korusa da, bu katkı çekirdek havacılık gelirlerindeki zayıflığı telafi etmeye yetmedi. Yolcu başı duty free harcaması €8.9 ile yatay seyretti.

Marjlarda erozyon FAVÖK yıllık %14 gerilerken, FAVÖK marjı %23.8'den %21.5'e düştü. Bu daralma; Almatı Havalimanı'nın hem gelir hem marj tarafındaki zayıf performansı, €/Ş paritesinin olumsuz etkisi ve jeopolitik gelişmelerden kaynaklandı. Hizmet maliyetleri ve yakıt maliyetlerindeki düşüş, nakit operasyonel giderleri destekleyerek yıllık bazda %2'lik bir gerileme sağladı; bu da gelirlerdeki düşüşe kıyasla daha sınırlı kaldı.

Nakit akışı zayıfladı, borçluluk arttı 1Ç26'da nakit yaratımı belirgin şekilde zayıfladı; operasyonel nakit akışı -€99mn, serbest nakit akışı ise -€125mn seviyesinde gerçekleşti. Bu gelişmede, daha düşük yatırım harcamalarına rağmen yapılan peşin ödemeler ve inşaat kaynaklı nakit çıkışları etkili oldu.

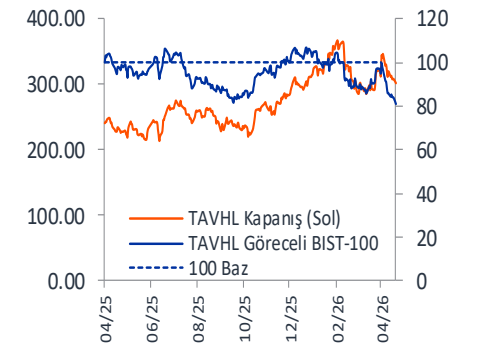
Yükselme Potansiyeli 35%

Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	302.00
12 Aylık Hedef Fiyat*	406.70
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	406.70
Piyasa Değeri (mn)	109,711
Halka Açık PD (mn)	54,471
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	719.5
Hisse sayısı (Adet mn)	363
Takas Saklama Oranı (%)	50
Yabancı Oranı (%)	72

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL	3.2	1.3	28.5
ABD \$	1.7	-3.5	9.3
BIST-100 Relatif	-10.2	-21.9	-17.0

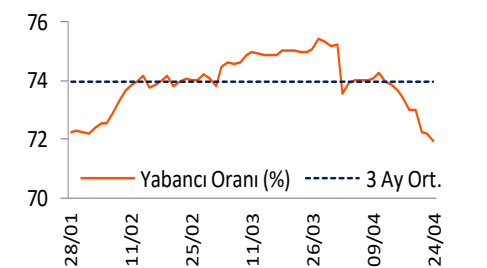
Çarpanlar	2026	2027
F/K	50.0	17.9
PD/DD	1.1	0.9
FD/FAVÖK	5.8	4.6

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



3 Aylık Fiyat Aralığı (₺)	286.00	366.75
---------------------------	--------	--------

Yabancı Oranı (%)	Cari (%) :	71.94
-------------------	------------	-------



Esra Şirinler

esirinler@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 72

Sonuç olarak, nakit pozisyonundaki belirgin düşüğe bağlı olarak net borç 2025 yıl sonundaki €1.62bn seviyesinden 1Ç26'da €1.82bn seviyesine yükseldi.

2026 beklentilerinde değişiklik yok. TAV Havalimanları 2026 yılı için toplam yolcu sayısını 116–123mn aralığında (İş Yatırım: 119mn) öngörmekte olup, bu rakam 2025'e göre %3–9 büyümeye işaret etmektedir. Jeopolitik gelişmeler ve Almatı'nın zayıf 1Ç26 performansına rağmen, şirket 2026 yılı için €1.88–1.98 milyar gelir (İş Yatırım: €1.945bn) ve €590–650mn FAVÖK (İş Yatırım: €620mn) beklentilerini korumuştur (sırasıyla %3–9 ve %5–16 büyüme). 2026 yılı için €330mn seviyesindeki yatırım harcaması beklentisi de değiştirilmemiştir. Yönetim, 2026 yılını Almatı için bir geçiş yılı olarak değerlendirmekte; havacılık gelirlerini güçlendirme, operasyonları optimize etme ve uzun vadeli değer yaratımını koruma hedeflerini vurgulamaktadır.

Yorum: 1Ç26 sonuçlarının beklentilerin altında kalan net kar performansı nedeniyle hisse üzerinde sınırlı negatif bir etki yaratmasını bekliyoruz. TAVHL hisseleri için AL önerimizi, şirketin orta-uzun vadeli büyüme potansiyelini dikkate alarak koruyoruz.

TAVHL, 2026 yılında iki taksit halinde temettü dağıtacaktır: ilk taksit 21 Temmuz'da hisse başına 1.805 TL, ikinci taksit ise 22 Eylül'de yine hisse başına 1.805 TL olarak ödenecektir (toplam temettü verimi %1.2). Hisse, dün BIST-100'e göre %3, son bir haftada ise %4 daha zayıf performans göstermiştir.

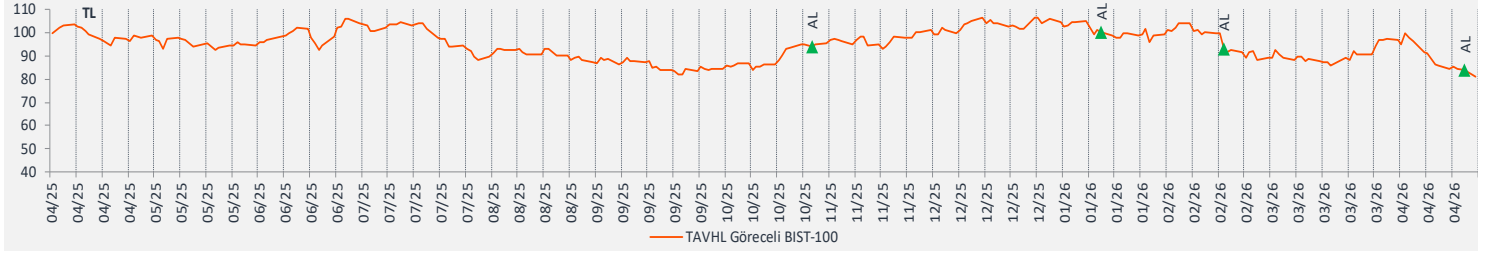
Özet Finansal Tablolar

€ mn	İS Yat.		Piyasa		Değ.	4Ç24	Değ.
	1Ç26	1Ç26T	1Ç26T	1Ç25			
Yolcu Sayısı	19.0	0.0	0.0	17.8	7%	25.7	-26%
Satış Gelirleri	360.6	365	365	378.5	-5%	433	-17%
FAVÖK	77.6	80	81	90.1	-14%	93	-16%
<i>Favök Marjı</i>	21.5%	21.9%	22.2%	23.8%	-2.3ppt	21.4%	0.0ppt
İştirak Karı/Zararı	-39.0			-36.5	7%	-23	70%
Net Finansal Gelir/Gider	-44.1			-41.8	6%	-42.4	4%
Net parasal Kazanç/zarar	1.2			0.9	33%	-1	-340%
Vergi Öncesi Kar	-46.3			-22.8	103%	-25	86%
Vergi Gideri	-10.1			-21.1	-52%	3	-448%
Ana ortaklık payları	-58.6	-51	-43	-45.6	29%	-25	138%
<i>Net Kar Marjı</i>	-16.3%	-14.0%	-11.8%	-12.0%	-4.2ppt	-5.7%	1.9ppt
Net Borç Pozisyonu	1,824			1,795	2%	1,619	13%

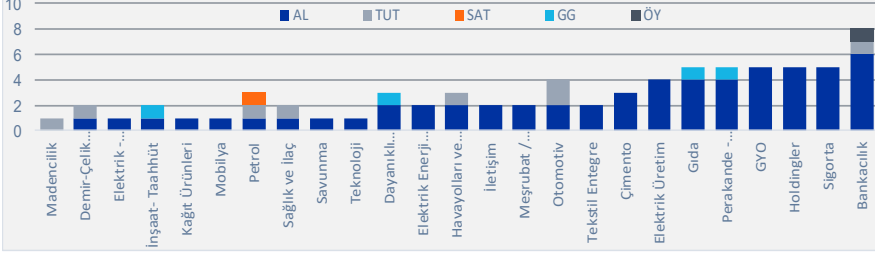
Kaynak: Şirket Sunumu, İş Yatırım

TAV Holding

Göreceli Getiri / Öneriler



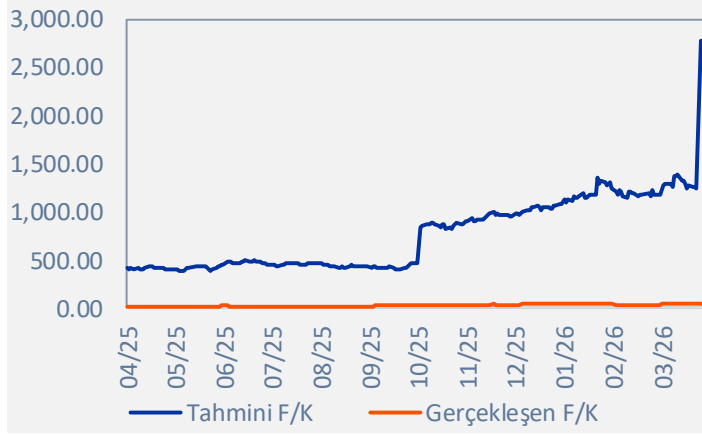
Şirket Sayısı



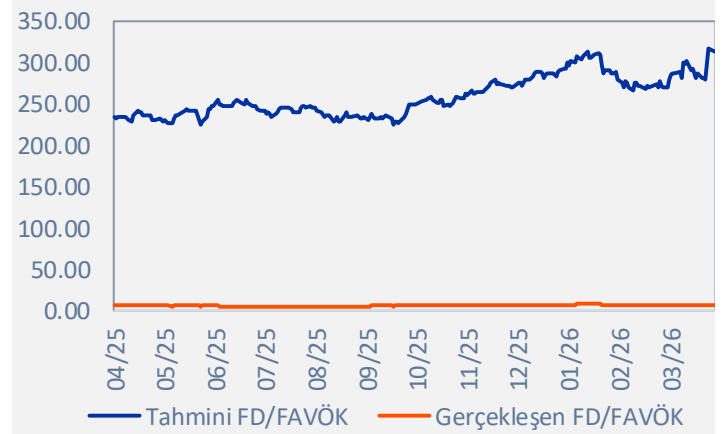
Takip Listesi Dağılımı



Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



Tahmini FD/FAVÖK & Gerçekleşen FD/FAVÖK



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. 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. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.