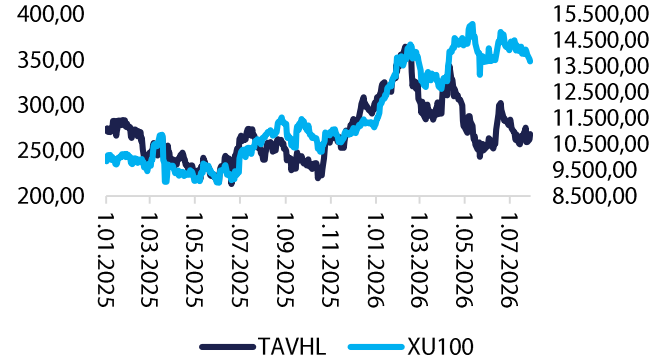


Son Fiyat	268,00
Piyasa Değeri (mln TL)	97.359
Piyasa Değeri (mln \$)	2.060
F/K	18,46
FD/FAVÖK	6,64
PD/DD	1,19
Hisse Sayısı (mln lot)	363
FDPO (%)	49,65
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (mln TL)	626



ORTAKLIK YAPISI	%
Aeroports De Paris SA	46,12
Diğer	53,88

TAVHL	GÜNLÜK	AYLIK	12AYLIK
Getiri (TL)	2,19	-5,17	6,22
Getiri (\$)	1,97	-6,85	-9,22
Getiri (XU100-Rölatif)	2,82	-1,07	-23,62

Çeyreklik Yıllık	2026/03 2025/06	2026/06 2026/06
Brüt Kar Marjı (Y%)	38,85	35,64
Brüt Kar Marjı (Ç%)	39,52	38,50
FAVÖK Marjı (Y%)	28,37	30,31
FAVÖK Marjı (Ç%)	21,37	33,00
Net Kar Marjı (Y%)	2,68	5,65
Net Kar Marjı (Ç%)	-16,25	13,15
Net Borç (mln TL)	63.533,28	90.371,34
İşletme Sermayesi (mln TL)	-11.685,70	-1.554,44
Cari Oran	0,78	0,88
Serbest Nakit Akımı (mln TL)	4.603,02	9.416,07
Net Finansman Gideri/Satışlar	14,31	11,78
Brüt Kar Büyüme (Y%)	18,11	25,61
Brüt Kar Büyüme (Ç%)	31,96	25,61
FAVÖK Büyüme (Y%)	35,41	46,47
FAVÖK Büyüme (Ç%)	15,45	39,00
Net Kar Büyüme (Y%)	-82,42	189,41

Kaynak: Finnet – Verilerin tümü solodur.

Tav Havalimanları – TAVHL – Sınırlı Olumlu

Beklenti üzeri sonuçların detayına bakmak gerekiyor!

Tav Havalimanları, 2026 2.çeyrekte 506,9 milyon avro hasılat, 167,29 milyon avro FAVÖK, 66,7 milyon avro net kar ile piyasa beklentilerinin üzerinde sonuç paylaştı. (Piyasa Beklentisi: 455 milyon avro hasılat, 148 milyon avro FAVÖK, 31,5 milyon avro/Pusula Yatırım:470 milyon avro hasılat, 153,45 milyon avro FAVÖK, 41 milyon avro net kar)

Özet çerçeve sunmak gerekirse:

- ▲ Gerek operasyonel karlılıkta dirençlilik gerekse serbest nakit akımında sürdürülebilir çerçeve finansalları pozitif olarak karşımıza çıkardı. Negatif tarafta gerek mecburi beklenti kötümserleşirmesi gerekse net kar tarafında ertelenmiş vergi geliri etkisiyle beklenti üzeri geliş olarak takip ediyoruz. Bu doğrultuda finansalı genel çerçevesiyle **sınırlı olumlu** değerlendiriyoruz. Son ayı %5,17 satıcılı (\$ rölatif %6,85 satıcılı, XU100 rölatif %1,07 satıcılı) geçiren şirket özelinde –şirket dışı ikincil piyasa şokları görülmedikçe- fiyatlama mekanizması tarafında daha fazla satış baskısının doğru olmadığını değerlendiriyoruz.

Pusulanın 4 Yönü:

- ▲ Operasyonel karlılıkta **bir miktar** toparlanma var.
- ▲ Beklentilerde **mecburi kötümserleşirme** yapıldı.
- ▲ Serbest nakit akışı tarafında **pozitif** kalış sürüyor.
- ▲ Net karda ayrışma özellikle **ertelenmiş vergi geliri** kaynaklı geldi.

2026 2.çeyrek gerginliklerin odağında takip edildi. Havacılık sektörü özelinde trafiğini kaydırabilen, maliyetleri yönetmeye çalışan şirketler pozitif ayrışırken yer hizmetleri tarafında özellikle konum olarak doğru noktada duran şirketler ön planda kalmayı sürdürdü. Sektör özelinde maliyetler ortalama %50'ye varan artarken gelirler %15 bandında ortalama nominal artış kaydetti. 2025 3.çeyreğin **yüksek** 2025 4.çeyreğin **düşük** baz olarak gözetilme ihtimali olan bir döneme girdiğimizi hatırlatmakta fayda var. 2026 2.çeyreğe başlarken ve kar tahminlerimizi yaparken **Türk Hava Yolları ve TAV Havalimanları (THYAO ve TAVHL)** nezdinde diğer şirketlere nazaran **pozitif** ayrışabileceğini vurgulamıştık. **Güncel gerginlik devam etmekle birlikte 2026 3.çeyrekte Türkiye özelinde yoğun hareketli dönemin ne kadar başarılı geçirilip geçirilmeyeceği takip edilecek.** Bu durum 2026 yılı içerisinde ulaştırma sektöründe daha fazla seçici olmaya devam etmek gerektiğini teyit eder nitelikte olmaya devam ediyor.

Operasyonel tarafta yaz sezonunun katkısı hissedildi. Toplam yolcu trafiği ilk yarıda yıllık bazda %1 artış gösterirken, özellikle Ankara, İzmir, Almatı ve Kuzey Makedonya havalimanları operasyonel büyümeye olumlu katkı sağladı. Almatı Havalimanı'nda dış hat yolcu trafiği ve tarife artışları öne çıkarken, Antalya Havalimanı'nda yeni ticari alanların devreye alınması duty free ve yiyecek-içecek gelirlerini destekledi. Buna karşın Orta Doğu'da devam eden jeopolitik gelişmeler, hava sahası kısıtlamaları ve yükselen jet yakıtı fiyatları havacılık sektörü üzerindeki baskıyı sürdürdü. Çeşitlendirilmiş havalimanı portföyü sayesinde şirket bu olumsuzlukların finansallar üzerindeki etkisini sınırlamayı başardı.

FAVÖK büyümesi korunurken marjlarda sınırlı baskı görüldü. Şirket ikinci çeyrekte 167,3 milyon avro FAVÖK açıklayarak yıllık bazda %14 büyümeye kaydetti. Almatı Havalimanı'nın güçlü performansı ile BTA operasyonlarının katkısı FAVÖK büyümesini destekleyen başlıca unsurlar olurken, personel giderleri ve gıda maliyetlerindeki artış marjlar üzerinde sınırlı baskı oluşturdu. Buna rağmen şirket operasyonel karlılığını korumayı başardı.

Net karda operasyonel toparlanmanın yanında muhasebesel kalemlerin etkisi de hissedildi. Şirket ikinci çeyrekte 66,7 milyon avro ana ortaklık net karı açıkladı. Net kardaki toparlanmada geçen yıl karlılığı olumsuz etkileyen yabancı para çevrim farkı zararlarının azalması, ertelenmiş vergi giderindeki gerileme ve özkaynak yöntemiyle muhasebeleştirilen yatırımlardan kaynaklanan zararın azalması belirleyici oldu. Böylece operasyonel performanstaki iyileşmenin yanı sıra finansal ve muhasebe kalemlerindeki normalleşme de net karı destekledi.

Yatırım programı nakit akışı üzerinde baskı oluşturmaya devam etti. Devam eden yatırım programı kapsamında Tiflis Havalimanı imtiyaz süresinin uzatılmasına ilişkin yapılan peşin ödemeler ve inşaat hazırlık harcamaları nedeniyle serbest nakit akışı zayıfladı. Aynı dönemde devam eden yatırım programının etkisiyle net borçta hafif artış görüldü. **Önümüzdeki dönemde yatırım harcamalarının nakit akışı ve borçluluk göstergeleri üzerindeki etkisini yakından takip etmeyi sürdüreceğiz.**

Tiflis yatırımları büyüme stratejisinin önemli bir parçası olmaya devam ediyor. Şirket, Tiflis Havalimanı'nın işletme imtiyaz süresinin uzatılmasının ardından terminal ve apron yatırımlarına başladı. **Devam eden yatırım programı kısa vadede serbest nakit akışı üzerinde baskı oluştursa da, kapasite artışı ve uzun vadeli büyüme açısından stratejik önem taşıyor.**

Hasılat büyümesini Almatı, Ankara ve Antalya destekledi. Almatı'da dış hat yolcu trafiği ve tarife artışları, Ankara'da yolcu büyümesi ve yeni imtiyaz koşulları, Antalya'da ise BTA operasyonları ile yeni ticari alanların katkısı gelir büyümesini destekleyen başlıca unsurlar oldu. Yolcu sayısındaki sınırlı artışa rağmen yolcu başına ticari gelirlerdeki yükseliş, operasyonel gelirlerin büyümesini desteklemeye devam etti. Şirketin çeşitlendirilmiş gelir yapısı sayesinde ticari gelirler ve hizmet şirketlerinin katkısı, yolcu trafiğinin üzerinde bir ciro büyümesi sağladı.

Almatı yatırımı şirketin büyüme hikayesini desteklemeyi sürdürüyor. Almatı Havalimanı, ikinci çeyrekte hem yolcu trafiği hem de operasyonel karlılık tarafında büyümeye en güçlü katkısı sağlayan havalimanı olmayı sürdürdü. Dış hat yolcu trafiğindeki artış ve uygulanan tarife düzenlemeleri hasılatı desteklerken, operasyonel karlılığa sağladığı katkı da devam etti. **Şirketin Almatı Havalimanı'nın kalan %15 hissesini satın almak üzere anlaşmaya varması, bu operasyonun orta ve uzun vadede finansallara sağlayacağı katkıya olan güveni de destekliyor.**

Antalya'da ticari gelirler operasyonel performansı destekledi. Antalya Havalimanı'nda yeni ticari alanların devreye alınmasıyla birlikte duty free ve yiyecek-içecek gelirleri güçlü seyrini korudu. Yolcu büyümesinin sınırlı kaldığı dönemde ticari gelirlerdeki artış, yolcu başına gelir performansını destekleyerek hasılat üzerindeki olumlu katkının sürmesini sağladı. BTA operasyonları da ikinci çeyrek finansallarına pozitif katkı sunan başlıca unsurlar arasında yer aldı.

Operasyonel çerçeveyi hatırlatmak gerekirse:

- Toplam yolcu trafiği ilk yarıda yıllık bazda **%1 artarak 48,2 milyon** yolcuya ulaştı.
- Antalya Havalimanı'nda toplam yolcu trafiği **%6**, dış hat yolcu trafiği ise **%9** geriledi.
- Ankara Havalimanı'nda toplam yolcu trafiği **%7**, dış hat yolcu trafiği ise **%10** arttı. AJET'in Avrupa'ya açtığı yeni hatlar büyümeyi destekledi.
- Almatı Havalimanı'nda toplam yolcu trafiği **%2**, dış hat yolcu trafiği ise **%9** arttı. İç hat trafiği Pratt & Whitney motor sorunlarından etkilenirken, Çin, Tayland ve Vietnam'a yönelik güçlü talep devam etti.
- Gürcistan operasyonları Mart ayından itibaren Orta Doğu trafiğindeki düşüşten etkilenirken, Haziran ayında yolcu trafiği **%6** artarak yeniden ivme kazandı.
- Kuzey Makedonya operasyonlarında A321 filosuna geçişin katkısıyla toplam yolcu trafiği **%28** arttı.
- Medine operasyonlarında ilk yarıda yolcu trafiği **%1** gerilerken, takvim etkisi ve Orta Doğu'daki normalleşmeyle birlikte Haziran ayında güçlü toparlanma görüldü.

Geleceğe yönelik beklentilerinde aşağı yönlü revizyonlar dikkat çekiyor. Bu doğrultuda:

- **Toplam yolcu beklentisi:** 116-123 milyon bandından **112-118 milyon** bandına revize edildi.
- **Dış hat yolcu beklentisi:** 78-83 milyon bandından **72-77 milyon** bandına düşürüldü.
- **FAVÖK beklentisi:** 590-650 milyon avro aralığından **580-630 milyon avro** aralığına revize edildi.
- **Hasılat beklentisi:** **1,88-1,98 milyar avro** seviyesinde korundu.
- **Yatırım harcaması beklentisi:** 330 milyon avronun altından **300 milyon avronun altına** çekildi.

Şirket, ikinci çeyrekte beklentilerin üzerinde operasyonel sonuçlar açıklarken, turizm sezonunun katkısı ve güçlü ticari gelir performansı finansalları destekledi. Almatı'nın güçlü katkısı ile Antalya'da devreye alınan yeni ticari alanlar hasılat ve FAVÖK büyümesinde öne çıkarken, net kardaki toparlanmada operasyonel performansın yanı sıra yabancı para çevrim farkı zararlarının azalması, ertelenmiş vergi giderindeki gerileme ve özkaynak yöntemiyle muhasebeleştirilen yatırımlardaki iyileşme etkili oldu. Devam eden yatırım programına bağlı serbest nakit akışındaki zayıflama ve net borçtaki sınırlı artış önümüzdeki dönemde yakından takip edeceğimiz başlıca finansal göstergeler arasında yer alıyor. Yolcu beklentilerindeki aşağı yönlü revizyona rağmen hasılat beklentisinin korunması ise şirketin yolcu başına gelir ve ticari gelir üretimindeki güçlü görünümünü koruduğuna işaret ediyor.

Gerek operasyonel karlılıkta dirençlilik gerekse serbest nakit akımında sürdürülebilir çerçeve finansalları pozitif olarak karşımıza çıkardı. Negatif tarafta gerek mecburi beklenti kötümserleştirilmesi gerekse net kar tarafında ertelenmiş vergi geliri etkisiyle beklenti üzeri geliş olarak takip ediyoruz. Bu doğrultuda finansalı genel çerçevesiyle **sınırlı olumlu** değerlendiriyoruz. Son ayı **%5,17 satıcılı** (\$ rölatif **%6,85 satıcılı**, XU100 rölatif **%1,07 satıcılı**) geçiren şirket özelinde –şirket dışı ikincil piyasa şokları görülmedikçe- fiyatlama mekanizması tarafında daha fazla satış baskısının doğru olmadığını değerlendiriyoruz.

YASAL UYARI—Burada yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, karşılığında herhangi bir maddi menfaat temin edilmeksizin, genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan bilgiler yatırımcılar tarafından danışmanlık faaliyeti olarak kabul edilmemeli ve yatırım kararlarına esas olarak alınmamalıdır. Bu bilgiler, belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte ve bu yönde herhangi bir şekilde taahhüt veya garantimiz bulunmamaktadır. Bu itibarla bu sayfalarda yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan hususlar hakkında herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan manevi zararlardan her ne şekil ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. 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.

ÇEKİNCE—Bu rapor tarafımızca doğruluğu kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık ve zararlardan kurum çalışanları ile PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Bu rapordaki her türlü iç ce dış piyasa tablo grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.

T +90 (212) 370 0370

F +90 (212) 370 0371

arastirma@pusulayatirim.com.tr

Kısıklı Mah. Seher Yeli Sokak Dış Kapı No: 4 İç Kapı No: 2 Üsküdar / İstanbul