

TAV Havalimanları Holding

1Ç26'da beklentilerin üzerinde net zarar...

A. Can TUĞLU
Analist
atuglu@sekeryatirim.com

TAV Havalimanları Holding, 1Ç26'da piyasa ortalama beklentisi olan €45mn net zarar beklentisinin (Şeker: €-51mn) üzerinde, €58,6mn net zarar açıklamıştır (1Ç25: €-45,6mn). Zayıflayan ciro, artan amortisman & itfa giderleri ve daha önce aktifleştirilen faiz giderlerinin etkisiyle net finansman giderlerinin negatif etkisi sonucu Şirket, 1Ç26'da beklentilerin üzerinde net zarar açıklamıştır.

FAVÖK, 1Ç26'da yıllık %14 daralma gösterdi... TAV'ın hizmet verdiği toplam yolcu sayısı; artan jeopolitik gerilimlerden kaynaklı gerileme gösteren Gürcistan operasyonları ve iç hat trafiğinde Pratt Whitney motor sorunlarından kaynaklı yatay büyüme sergileyen Almatı operasyonlarına rağmen iç hatlardaki kuvvetli seyirle 1Ç26'da yıllık %7'lik büyüme göstermiştir (1Ç26: 18.98mn). Grup'un toplam satış gelirleri ise 1Ç26'da €360,6mn'a gerilemiştir (1Ç25: €378,5mn) (Piyasa Ort.: €367mn, Şeker Y.: €369mn). Jeopolitik gelişmeler başta olmak üzere, Almatı'da daha düşük yakıt satışları & marjı ve USD'nin EUR karşısındaki zayıflığı, Şirket'in net satış gelirlerinin yıllık %5 düşüş göstermesine neden olmuştur. TAV, 1Ç26'da yıllık %14'lük düşüşle €77,6mn FAVÖK (1Ç25: €90,1mn) elde edebilmiştir (Piyasa Ort.: €81mn, Şeker Y.: €79mn). Almatı'nın zayıf yakıt satış performansı & marjı ile jeopolitik gelişmelerin negatif etkisiyle FAVÖK, 1Ç26'da yıllık %14'lük düşüş göstermiş olup FAVÖK marjı ise 1Ç25'e göre yıllık 2,3 puan düşüşle %21,5'e gerilemiştir. TAV Havalimanları'nın 1Ç26 sonunda net borcu; yıllık bazda yatay seyrederek %2'lik artışla €1.824mn olarak gerçekleşmiştir (1Ç25: €1.795mn).

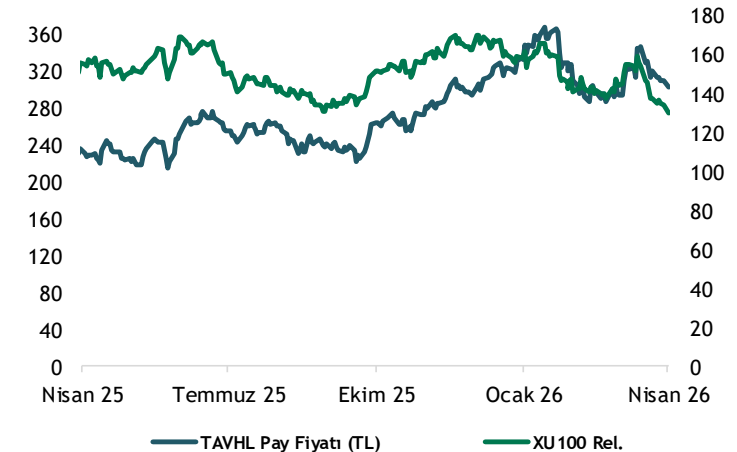
2026 Beklentileri: Şirket'in 2026'da €1.880mn-€1.980mn aralığında net satış gelirleri, 116mn-123mn aralığında toplam yolcu trafiği, 78mn-83mn aralığında dış hat yolcu trafiği beklentisi bulunmaktadır. TAV'ın 2026 FAVÖK beklentisi €590mn-€650mn aralığındadır. TAV, 2026 yatırım harcamasının €330mn'dan düşük olmasını bekliyor.

AL önerimizi sürdürmekteyiz - 1Ç26 sonrası açıklanan operasyonel ve finansal sonuçları, Grup payları üzerindeki değerlememiz ile birlikte hafif negatif değerlendiriyoruz. Yapılan yatırımlar sonucunda yolcu terminal kapasitelerinde gözlemlenen büyümenin ve daha fazla yolcuya hizmet verilebileceğini de hesaba katarak yatırımların devam ediyor olmasını TAV için güçlü bir katalizör olarak kabul ediyoruz. Ayrıca, Tiflis imtiyazının uzatılması da Şirket finansalları açısından uzun vadede finansalları destekleyici olacaktır. Ancak; jeopolitik risklerin artması halinde hisse performansının baskılanmaya devam edebileceğini de belirtiyoruz. Şirket için hedef pay fiyatımız "440,00 TL'yi" ve hedef fiyatımızın sunduğu getiri potansiyeli nedeniyle "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Şirket, hedef pay fiyatımız cari pay fiyatına göre %45,7 iskontolu işlem görmektedir.

"AL"

Hedef Fiyat: 440,00 TL
Önceki Hedef Fiyat: 440,00 TL
Yükseliş potansiyeli: %45,7

	TRY	US\$	
Fiyat	302,00	6,72	
BIST 100	14.594	325	
US\$ (MB Alış):	44,94		
52 Hafta Yüksek:	369	8,5	
52 Hafta Düşük:	214,5	5,2	
Bloomberg/Reuters Kodu:	TAVHL.TI / TAVHL.IS		
Hisse Senedi Sayısı (Mn):	363,3		
	(TL Mn)	(US\$ Mn)	
Piyasa Değeri:	109.711	2.441	
Halka Açık PD:	52.661	1.172	
	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	3,16	28,46	1,26
US\$ Getiri (%):	1,85	9,48	-3,24
BIST 100 Relatif Getiri (%):	-10,24	-16,98	-21,86
Gün. Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	715		
Gün. Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	17,1		
Beta	0,90		
Yıllık Volatilité (Hisse)	0,37		
Yıllık Volatilité (BİST 100)	0,22		
Ortaklık Yapısı	%		
Aeroports de Paris SA (Groupe ADP)	46,12		
Tepe İnşaat Sanayi A.Ş.	4,04		
Halka Açıklık	49,84		
Toplam	100		



Tablo 1: TAV Havalimanları Holding, Çeyreksel Yolcu Sayısı, Satış Gelirleri ve FAVÖK (€ mn)

Havalimanları	Yolcu Sayısı (mn)			Satış Gelirleri (€ mn)			FAVÖK (€ mn)			FAVÖK Marjı (%)		
	1Ç 2024	1Ç 2025	1Ç 2026	1Ç 2024	1Ç 2025	1Ç 2026	1Ç 2024	1Ç 2025	1Ç 2026	1Ç 2024	1Ç 2025	1Ç 2026
Ankara Esenboğa	2,87	3,01	3,39	15,9	18,8	22,9	7,4	7,2	11,0	46,9%	38,3%	47,8%
İzmir	2,23	2,36	2,64	15,9	19,0	19,8	6,1	7,6	7,6	38,3%	40,2%	38,5%
Gazipaşa	0,13	0,11	0,10	0,5	0,6	0,6	-1,1	-1,6	-1,7			
Milas-Bodrum	0,30	0,30	0,33	1,6	1,8	1,8	-1,6	-2,2	-2,4			
Tunus (Monastir & Enfidha)	0,25	0,32	0,35	4,4	6,0	6,6	-0,6	1,0	0,9		16,6%	13,4%
Gürcistan (Tiflis & Batum)	1,01	1,17	1,21	23,8	29,8	29,2	17,4	22,3	21,7	73,0%	74,8%	74,2%
Makedonya (Üsküp & Ohrid)	0,64	0,63	0,84	9,6	10,5	12,8	3,7	3,6	5,2	38,8%	34,8%	40,8%
Almati	2,50	2,65	2,66	113,4	115,9	102,7	32,0	30,1	18,9	28,2%	26,0%	18,4%
Hizmetler												
Havaş				51,1	60,3	60,6	10,6	8,5	6,3	20,7%	14,0%	10,4%
BTA				26,5	30,7	38,5	0,2	-2,6	-2,0	0,9%	-8,3%	-5,3%
Diğer				58,0	85,2	65,1	11,9	16,1	12,3	20,5%	18,9%	18,9%
Toplam				320,8	378,5	360,6	86,0	90,1	77,6	26,8%	23,8%	21,5%
Eliminasyon				0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0			
Konsolide				320,8	378,5	360,6	86,0	90,1	77,6	26,8%	23,8%	21,5%
ATU					55,8	69,7		2,0	0,4		3,6%	0,6%
TGS					81,8	92,9		4,5	1,3		5,5%	1,4%

Kaynak: TAV Havalimanları Holding

Tablo 2: Özet Gelir Tablosu

€ mn	1Ç24	1Ç25	1Ç26	Yıllık % Değişim
Satış Gelirleri	320,8	378,5	360,6	-4,7%
Havacılık Gelirleri	129,3	132,8	120,1	-9,5%
Yer Hizmetleri	64,4	75,0	76,7	2,3%
Gümrüksüz Mağazacılık	9,1	12,9	14,4	11,9%
Yiyecek & İçecek Gelirleri	32,6	38,8	45,5	17,4%
Özel Yolcu Salonu ve TAV Pasaport	0,6	0,9	2,1	133,4%
Diğer Faaliyet Gelirleri	27,2	43,4	33,5	-22,7%
FAVÖK	86,0	90,1	77,6	-13,8%
<i>FAVÖK Marj</i>	<i>26,8%</i>	<i>23,8%</i>	<i>21,5%</i>	<i>-2.3 yp</i>
Net Kar*	8,9	-45,6	-58,6	28,5%
<i>Net Kar Marjı</i>	<i>2,8%</i>	<i>-12,1%</i>	<i>-16,3%</i>	<i>-4.2 yp</i>

Kaynak: TAV Havalimanları Holding, Şeker Yatırım

* Ana Ortaklık Payı

Tablo 3: TAV Havalimanları Holding, Finansal Tablolar, Gelir Tablosu (€ m)

Gelir Tablosu (€ m)	1Ç24	1Ç25	1Ç26	26/25 Yıllık %
Toplam Faaliyet Gelirleri	320,8	378,5	360,6	-4,7%
Havacılık Gelirleri	129,3	132,8	120,1	-9,5%
Yer Hizmetleri Gelirleri	64,4	75,0	76,7	2,3%
Gümrüksüz Mağaza İmtiyaz Gelirleri	9,1	12,9	14,4	11,9%
Yiyecek & İçecek Gelirleri	32,6	38,8	45,5	17,4%
Özel Yolcu Salonu ve TAV Pasaport Gelirleri	6,3	8,5	6,9	-19,3%
Alan Tahsisi ve Reklam Gelirleri	10,9	13,2	14,6	10,6%
Alan Tahsisi Gelirleri	8,7	10,2	10,2	-0,1%
Kira Gelirleri	1,3	1,9	3,1	63,7%
Reklam Gelirleri	0,8	1,2	1,4	19,5%
Otobüs Hizmetleri Gelirleri	3,1	3,2	3,4	6,0%
Lounge Hizmetleri	29,8	38,4	40,2	4,6%
Sadakat Kartı Gelirleri	0,6	0,9	2,1	133,4%
Prime Class Gelirleri	29,3	37,5	38,0	1,4%
Lounge Hizmetleri Gelirleri	0,0	0,0	0,0	
Yazılım Satışları	8,0	12,4	5,4	-56,6%
Diğer Faaliyet Gelirleri	27,2	43,4	33,5	-22,7%
Güvenlik Hizmetleri Gelirleri	5,6	7,8	9,6	23,2%
Perakende Gelirleri	0,0	0,0	0,0	
Diğer Operasyonel Gelirler	19,7	33,7	22,3	-33,9%
Bilet Satış Gelirleri	0,0	0,0	0,0	
Operasyonel Finansman Gelirleri	0,0	0,0	0,0	
Gider Katılım Payı Gelirleri	0,9	0,9	0,8	-3,3%
Hotel Rezervasyon Gelirleri	1,0	1,1	0,9	-20,1%
Faaliyet Giderleri	-239,3	-289,2	-283,4	-2,0%
Yiyecek & İçecek Hizmetleri Giderleri	-9,9	-12,4	-14,9	19,5%
Verilen Hizmet Giderleri	-31,3	-50,3	-34,0	-32,4%
İnşaat Giderleri	0,0	0,0	0,0	A.D.
Gümrüksüz Mağaza Giderleri	0,0	0,0	0,0	A.D.
Yakıt Giderleri	-58,5	-50,7	-40,7	-19,6%
Personel Giderleri	-93,1	-118,4	-136,1	15,0%
İmtiyaz Kira Giderleri	-0,2	-0,2	-0,3	22,8%
Diğer Faaliyet Giderleri	-46,3	-57,2	-57,3	0,3%
Diğer Faaliyet Gelirleri	4,5	0,8	0,4	-46,3%
FAVÖK	86,0	90,1	77,6	-13,8%
Amortisman Giderleri	-30,3	-35,5	-42,0	18,3%
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından Paylar	-5,4	-36,5	-39,0	A.D.
Faiz ve Vergi Öncesi Kar	50,3	18,1	-3,4	A.D.
Net Faiz Giderleri	-23,0	-18,7	-29,4	57,9%
Reeskont Faiz Gideri	-8,3	-7,6	-9,5	23,9%
FX	0,6	-14,1	-1,3	A.D.
Diğer	-4,0	-1,4	-3,9	A.D.
Net Finansal Gelirler	-34,7	-41,8	-44,1	5,6%
Monetary Position Gain	3,6	0,9	1,2	28,5%
Ödenecek Vergi	-8,3	-11,7	-22,4	91,7%
Ertelenmiş Vergi	-0,1	-9,4	12,4	A.D.
Vergi	-8,4	-21,1	-10,1	A.D.
Devam Eden Faaliyetler Net Kar	10,9	-43,8	-56,4	A.D.
Durdurulan Faaliyetler Karı	0,0	-0,1	-0,3	A.D.
Ana Ortaklık Net Karı	8,9	-45,6	-58,6	28,5%
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-2,0	-1,7	-2,0	16,2%

Kaynak: TAV Havalimanları Holding, Şeker Yatırım

Tablo 4: TAV Havalimanları Holding, Finansal Tablolar, Bilanço (€ m)

Bilanço (€ m)	2024	2025	3A26
TOPLAM VARLIKLAR	4.863,1	5.013,4	4.834,7
Dönen Varlıklar	850,4	934,1	749,5
Nakit ve Nakit Benzerleri	352,6	477,3	210,6
Kullanımı Kısıtlı Banka Bakiyeleri	88,6	100,0	79,4
Ticari Alacaklar	127,1	135,7	157,5
İlişkili Taraflardan Alacaklar	18,7	27,8	10,0
Stoklar	44,7	56,9	55,0
Finansal Varlıklar	65,3	0,3	0,0
Diğer Alacaklar ve Dönen Varlıklar	153,4	136,0	237,1
Duran Varlıklar	4.012,0	4.078,6	4.084,5
Ticari Alacaklar	0,0	0,0	0,0
İlişkili Taraflardan Alacaklar	134,5	161,2	39,3
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	725,5	629,0	589,0
Şerefiye	223,4	213,5	215,2
Maddi Duran Varlıklar	961,4	733,1	754,2
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	35,6	32,4	31,9
İmtiyaz Sözleşmelerinden Doğan Haklar	1.453,1	1.927,0	1.915,4
Kullanım Hakları	122,8	173,1	196,9
Derivative Financial Instruments			
Ertelenmiş Vergi Varlığı	54,9	71,7	67,6
Diğer Duran Varlıklar	243,5	105,9	237,7
TOPLAM KAYNAKLAR	4.863,1	5.013,4	4.834,7
Toplam Yükümlülükler	3.240,0	3.403,5	3.306,8
Kısa Vadeli Yükümlülükler	808,4	1.204,8	957,2
Bankalar (Limit Üzeri Borçlar)	0,0	0,0	0,0
Kısa Vadeli Borçlanmalar	461,9	444,2	471,3
Ticari Borçlar	74,3	73,6	86,8
İlişkili Taraflara Borçlar	13,1	315,7	0,3
Türev Ürünler	0,0	0,0	0,0
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	4,8	9,2	9,7
Kısa Vadeli Karşılıklar	13,0	20,8	22,6
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	230,5	333,1	358,0
Ertelenmiş Gelirler	10,8	8,3	8,6
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	0,0	0,0	0,0
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	0,0	0,0	0,0
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2.431,7	2.198,7	2.348,8
Uzun Vadeli Borçlanmalar	1.386,5	1.354,9	1.544,6
Ticari Borçlar	0,0	0,0	0,0
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	38,8	37,4	40,2
İlişkili Taraflar	300,0	0,0	0,0
Türev Ürünler	0,0	26,8	16,2
Diğer Yükümlülükler	594,9	652,9	632,3
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	88,3	102,1	90,7
Ertelenmiş Gelirler	16,6	18,7	18,6
Diğer Uzun Vadeli Karşılıklar	6,5	5,8	6,4
ÖZKAYNAKLAR	1.622,9	1.609,4	1.527,9
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	1.607,7	1.582,4	1.514,3
Ödenmiş Sermaye	162,4	162,4	162,4
Paylara İlişkin Primler	220,3	220,3	220,3
Çevrim Farkları	-69,2	-120,0	-153,4
Kanuni Yedekler	122,0	122,0	35,5
Diğer Yedekler	-75,7	-113,5	-3,7
Hazine Yedekler	0,0	0,0	0,0
Nakit Akımı Riskten Korunma Yedekleri	32,0	56,7	60,8
Ortak Kontrolde Tabi Teşebbüs ve İşletmeler Payları Satın Alımı	40,1	40,1	40,1
Geçmiş Yıllar Karları	1.175,9	1.214,0	1.210,9
Net Dönem Karı / (Zararı)	0,0	0,0	-58,6
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	15,2	26,9	13,6

Kaynak: TAV Havalimanları Holding

Şeker Yatırım

UYARI NOTU:

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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiçbir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5

Şişli /İSTANBUL Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, arastirma@sekeryatirim.com