

TAV Havalimanları Holding

Sınırlı ciro büyümesine rağmen beklentilerin üzerinde güçlü finansal sonuçlar...

A. Can TUĞLU
Analist
atuglu@sekeryatirim.com

TAV Havalimanları Holding, 3Ç26'da piyasa ortalama beklentisi olan €133mn net kar beklentisinin (Şeker: €131mn) üzerinde, %24,4, €165,4mn net kar açıklamıştır (3Ç25: €125,3mn). Net finansman giderlerindeki düşüş, ertelenmiş vergi giderlerinin gerilemesi ve güçlü faaliyet karlılığının etkisiyle Şirket, 3Ç26'da beklentilerin üzerinde net kar açıklamıştır.

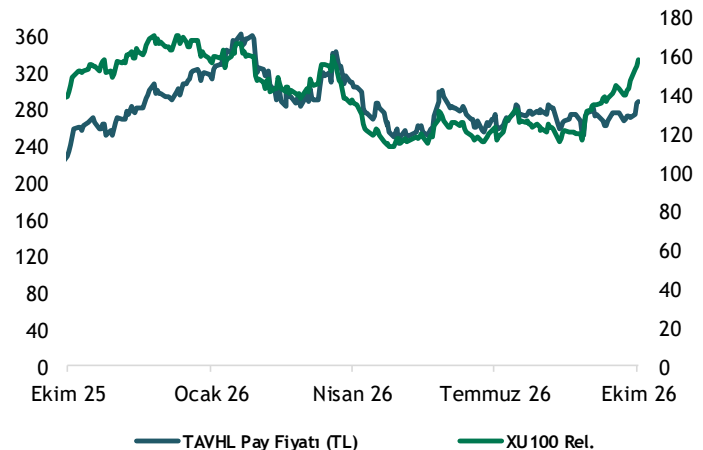
FAVÖK, 3Ç26'da yıllık %11 artış gösterdi... TAV'ın hizmet verdiği toplam yolcu sayısı; Ortadoğu'da yaşanan jeopolitik gelişmelere rağmen 3Ç26'da yıllık %3,7'lik büyüme göstererek 41,2mn yolcuya ulaşmıştır (3Ç25: 39,7mn yolcu). Grup'un Türkiye'de işlettiği havalimanlarındaki yolcu sayısı; Ankara havalimanındaki güçlü performans sayesinde (Ajet'in Ankara'dan Avrupa'ya açılan yeni hatların da etkisiyle) (Ankara toplam: yıllık 9,7%) ve İzmir & Bodrum havalimanlarının desteğiyle (İzmir toplam: yıllık +4,7%, Bodrum toplam: yıllık %7,5) yıllık hafif artış (yıllık +%1,5) göstermiştir. 3Ç26'da yurt dışı terminallerdeki yolcu sayısı ise Almatı'daki Uzak Doğu seyahat talebinin güçlü devam etmesi, bölgedeki normalleşme nedeniyle Gürcistan'daki toparlanma ve Kuzey Makedonya'daki uçak filosunun yükseltilmesiyle yıllık %8,6 oranında artış göstermiştir. Grup'un toplam satış gelirleri ise 3Ç26'da yıllık %5 artarak €593,8mn'a yükselmiştir (3Ç25: €566,3mn) (Piyasa Ort.: €623mn, Şeker Y.: €612mn). Satış gelirlerindeki büyümenin ana sürükleyicileri, Antalya Havalimanı'ndaki genişleyen ticari alanların katkısıyla güçlenen yiyecek-içecek operasyonları, yer hizmetlerindeki büyüme ve duty free gelirlerindeki artış olmuştur. Buna karşılık, havacılık gelirlerindeki gerileme ve Almatı Havalimanı'nda jet yakıtı satış faaliyetlerindeki zayıflama, konsolide ciro büyümesini sınırlamıştır. TAV, 3Ç26'da satış gelirlerindeki sınırlı büyümeye rağmen güçlü bir operasyonel kârlılık performansı sergileyerek yıllık %11'lik yükselişle €257mn FAVÖK (3Ç25: €230,8mn) elde edebilmiştir (Piyasa Ort.: €248mn, Şeker Y.: €240mn). Bu performansta, yüksek katkı sağlayan ticari faaliyetlerin gelirler içerisindeki artan ağırlığı, BTA ve Havaş operasyonlarının desteği ile Almatı'daki jet yakıtı faaliyetlerine ilişkin maliyetlerdeki düşüş etkili olmuştur. FAVÖK marjı ise 3Ç25'e göre yıllık 2.9 yp artış göstererek %43,3 olarak gerçekleşmiştir. TAV Havalimanları'nın 3Ç26 sonunda net borcu; yıllık bazda yatay seyrederek €1.649mn olarak gerçekleşmiştir (3Ç25: 1.638mn).

2026 Beklentileri: Şirket'in 2026'da €1.880mn-€1.980mn aralığında net satış gelirleri, 112mn-118mn aralığında toplam yolcu trafiği, 72mn-77mn aralığında dış hat yolcu trafiği beklentisi bulunmaktadır. TAV'ın 2026 FAVÖK beklentisi €580mn-€630mn aralığındadır. TAV, 2026 yatırım harcamasının €300mn'dan az olmasını bekliyor.

“AL”

Hedef Fiyat: 440,00 TL
Önceki Hedef Fiyat: 440,00 TL
Yükseliş potansiyeli: %53,3

	TRY	US\$	
Fiyat	287,00	5,80	
BIST 100	11.577	234	
US\$ (MB Alış):	49,51		
52 Hafta Yüksek:	364,1865	8,4	
52 Hafta Düşük:	239,8301	5,0	
Bloomberg/Reuters Kodu:	TAVHL.TI / TAVHL.IS		
Hisse Senedi Sayısı (Mn):	363,3		
	(TL Mn)	(US\$ Mn)	
Piyasa Değeri:	104.262	2.106	
Halka Açık PD:	50.046	1.011	
	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	3,44	23,22	-2,50
US\$ Getiri (%):	1,61	4,26	-15,56
BIST 100 Relatif Getiri (%):	19,17	11,40	-5,16
Gün. Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	879		
Gün. Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	19,4		
Beta	0,80		
Yıllık Volatilite (Hisse)	0,38		
Yıllık Volatilite (BİST 100)	0,24		
Ortaklık Yapısı	%		
Aeroports de Paris SA (Groupe ADP)	46,12		
Tepe İnşaat Sanayi A.Ş.	4,04		
Halka Açıklık	49,84		
Toplam	100		



AL önerimizi sürdürmekteyiz - 3Ç26 sonrası açıklanan operasyonel ve finansal sonuçları, Grup payları üzerindeki değerlememiz ile birlikte pozitif 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 ve Almatı Havalimanı'nın %15'lik payının satın alınmasıyla sahipliğin %100'e ulaşarak kontrolün tamamen sağlanması da Şirket finansalları açısından uzun vadede finansalları destekleyici olacaktır. Öte yandan Yönetim; Almatı'daki yeni havacılık tarifelerinin, dördüncü çeyrekte itibaren daha belirgin katkı sağlamasını ve yakıt satış hacimlerindeki zayıflığın gelirler üzerindeki etkisini kısmen dengeleyebilmesini beklemektedir. 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 %53,3 iskontolu işlem görmektedir.

Tablo 1: Özet Gelir Tablosu

€ mn	3Ç24	3Ç25	3Ç26	Yıllık % Değişim
Satış Gelirleri	499,4	566,3	593,8	4,9%
Havacılık Gelirleri	191,9	207,2	194,1	-6,3%
Yer Hizmetleri	120,0	129,9	142,7	9,9%
Gümrüksüz Mağazacılık	32,1	34,2	38,8	13,4%
Yiyecek & İçecek Gelirleri	56,8	77,0	90,3	17,2%
Özel Yolcu Salonu ve TAV Pasaport	0,9	2,1	-1,3	A.D.
Diğer Faaliyet Gelirleri	19,6	25,2	27,1	7,7%
FAVÖK	196,0	230,8	257,0	11,4%
FAVÖK Marj	39,2%	40,7%	43,3%	2.5 yp
Net Kar*	103,9	125,3	165,4	32,0%
Net Kar Marjı	20,8%	22,1%	27,9%	5.7 yp

Kaynak: TAV Havalimanları Holding, Şeker Yatırım

* Ana Ortaklık Payı

Tablo 2: TAV Havalimanları Holding, Finansal Tablolar, Gelir Tablosu (€ m)

Gelir Tablosu (€ m)	3Ç24	3Ç25	3Ç26	26/25 Yıllık %
Toplam Faaliyet Gelirleri	499,4	566,3	593,8	4,9%
Havacılık Gelirleri	191,9	207,2	194,1	-6,3%
Yer Hizmetleri Gelirleri	120,0	129,9	142,7	9,9%
Gümrüksüz Mağaza İmtiyaz Gelirleri	32,1	34,2	38,8	13,4%
Yiyecek & İçecek Gelirleri	56,8	77,0	90,3	17,2%
Özel Yolcu Salonu ve TAV Pasaport Gelirleri	7,6	6,9	8,5	23,9%
Alan Tahsisi ve Reklam Gelirleri	15,6	24,4	30,2	23,6%
Alan Tahsisi Gelirleri	10,4	10,6	11,5	8,1%
Kira Gelirleri	3,6	11,3	11,6	2,8%
Reklam Gelirleri	1,5	2,5	7,1	181,9%
Otobüs Hizmetleri Gelirleri	4,4	4,3	5,4	24,0%
Lounge Hizmetleri	43,7	50,2	47,5	-5,4%
Sadakat Kartı Gelirleri	0,9	2,1	-1,3	A.D.
Prime Class Gelirleri	42,8	48,1	48,8	1,5%
Lounge Hizmetleri Gelirleri	0,0	0,0	0,0	
Yazılım Satışları	7,8	6,9	9,1	31,4%
Diğer Faaliyet Gelirleri	19,6	25,2	27,1	7,7%
Güvenlik Hizmetleri Gelirleri	6,4	9,3	14,2	53,0%
Perakende Gelirleri	0,0	0,0	0,1	
Diğer Operasyonel Gelirler	10,8	13,5	10,5	-21,9%
Bilet Satış Gelirleri	0,0	0,0	0,0	
Operasyonel Finansman Gelirleri	-0,1	0,0	0,0	
Gider Katılım Payı Gelirleri	0,9	0,9	1,3	52,7%
Hotel Rezervasyon Gelirleri	1,5	1,5	0,9	-38,6%
Faaliyet Giderleri	-306,8	-335,2	-337,8	0,8%
Yiyecek & İçecek Hizmetleri Giderleri	-16,0	-18,3	-23,2	27,1%
Verilen Hizmet Giderleri	-45,6	-48,4	-67,6	39,6%
İnşaat Giderleri	0,0	0,0	0,0	A.D.
Gümrüksüz Mağaza Giderleri	0,0	0,0	0,0	A.D.
Yakıt Giderleri	-63,9	-61,1	-41,8	-31,6%
Personel Giderleri	-119,4	-132,7	-152,3	14,8%
İmtiyaz Kira Giderleri	-1,1	-0,4	-0,4	13,9%
Diğer Faaliyet Giderleri	-60,8	-74,3	-52,5	-29,4%
Diğer Faaliyet Gelirleri	3,4	-0,3	1,1	-414,7%
FAVÖK	196,0	230,8	257,0	11,4%
Amortisman Giderleri	-49,0	-60,9	-69,5	14,0%
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından Paylar	36,2	27,1	29,7	9,6%
Faiz ve Vergi Öncesi Kar	183,1	197,0	217,3	10,3%
Net Faiz Giderleri	-26,0	-25,8	-46,5	80,1%
Reeskont Faiz Gideri	-8,4	-9,5	-9,8	2,5%
FX	-13,0	-7,9	-0,3	A.D.
Diğer	-3,9	-2,5	30,0	A.D.
Net Finansal Gelirler	-51,3	-45,7	-26,6	-41,9%
Monetary Position Gain	0,7	-0,2	-1,2	A.D.
Ödenecek Vergi	-20,5	-11,5	-16,8	45,8%
Ertelenmiş Vergi	-3,0	-6,6	1,5	A.D.
Vergi	-23,5	-18,1	-15,3	A.D.
Devam Eden Faaliyetler Net Kar	108,9	132,9	174,2	31,1%
Durdurulan Faaliyetler Karı	0,0	-0,2	0,0	A.D.
Ana Ortaklık Net Karı	103,9	125,3	165,4	32,1%
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-5,0	-7,5	-8,7	A.D.

Kaynak: TAV Havalimanları Holding, Şeker Yatırım

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

Bilanço (€ m)	9A24	9A25	9A26
TOPLAM VARLIKLAR	5.005,6	5.091,9	5.007,5
Dönen Varlıklar	1.138,5	1.025,9	1.307,3
Nakit ve Nakit Benzerleri	603,5	438,9	652,1
Kullanımı Kısıtlı Banka Bakiyeleri	97,1	123,1	102,8
Ticari Alacaklar	153,6	187,0	198,0
İlişkili Taraflardan Alacaklar	18,1	22,1	26,4
Stoklar	43,6	39,3	74,2
Finansal Varlıklar	59,1	58,8	0,3
Diğer Alacaklar ve Dönen Varlıklar	163,5	156,7	252,7
Duran Varlıklar	3.866,2	4.065,2	4.086,1
Ticari Alacaklar	0,0	0,0	0,0
İlişkili Taraflardan Alacaklar	105,5	159,4	160,8
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	717,6	663,4	589,6
Şerefiye	217,4	213,5	216,1
Maddi Duran Varlıklar	851,0	703,3	825,0
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	22,2	31,9	32,5
İmtiyaz Sözleşmelerinden Doğan Haklar	1.509,1	1.922,2	1.840,4
Kullanım Hakları	120,8	179,9	201,0
Derivative Financial Instruments			
Ertelenmiş Vergi Varlığı	51,3	51,5	82,4
Diğer Duran Varlıklar	233,5	107,2	122,7
TOPLAM KAYNAKLAR	5.005,6	5.091,9	5.007,5
Toplam Yükümlülükler	3.397,2	3.425,5	3.639,9
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.061,6	1.098,0	1.039,9
Bankalar (Limit Üzeri Borçlar)	0,0	0,0	0,0
Kısa Vadeli Borçlanmalar	510,9	441,8	515,9
Ticari Borçlar	75,3	70,6	93,6
İlişkili Taraflara Borçlar	162,5	313,8	0,3
Türev Ürünler	0,0	0,0	0,0
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	11,8	13,7	19,6
Kısa Vadeli Karşılıklar	13,8	17,2	21,7
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	276,4	234,8	379,4
Ertelenmiş Gelirler	10,9	6,1	9,4
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	2.335,5	2.327,5	2.599,3
Uzun Vadeli Borçlanmalar	1.317,1	1.402,1	1.784,4
Ticari Borçlar	0,0	0,0	0,0
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	22,7	29,1	47,2
İlişkili Taraflar	300,0	0,0	0,0
Türev Ürünler	8,6	27,0	11,6
Diğer Yükümlülükler	584,5	744,7	643,5
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	80,8	100,6	90,0
Ertelenmiş Gelirler	16,2	18,4	17,4
Diğer Uzun Vadeli Karşılıklar	5,6	5,7	5,1
ÖZKAYNAKLAR	1.608,1	1.665,9	1.753,5
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	1.591,1	1.641,7	1.731,8
Ödenmiş Sermaye	162,4	162,4	162,4
Paylara İlişkin Primler	220,3	220,3	220,3
Çevrim Farkları	-104,0	-141,6	-89,9
Kanuni Yedekler	122,0	122,0	122,0
Diğer Yedekler	-74,3	-75,7	-137,0
Hazine Yedekler	0,0	0,0	0,0
Nakit Akımı Riskten Korunma Yedekleri	40,7	50,4	66,5
Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs ve İşletmeler Payları Satın Alımı	40,1	40,1	40,1
Geçmiş Yıllar Karları	1.184,0	1.263,8	1.347,5
Net Dönem Karı / (Zararı)	0,0	0,0	0,0
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	16,9	24,2	21,7

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 dayanarak 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