

TAV Havalimanları Holding

4Ç25'te beklentilerin üzerinde net zarar...

A. Can TUĞLU
Analist
atuglu@sekeryatirim.com

TAV Havalimanları Holding, 4Ç25'te, piyasa ortalama beklentisi olan €11mn net zarar beklentisinin (Şeker: €-9,7mn) üzerinde, €24,6mn net zarar açıklamıştır (4Ç24: €-1,9mn). Beklentilerden düşük satış gelirleri & faaliyet karlılığı ve yüksek net finansman giderlerinin negatif etkisi nedeniyle Şirket, 4Ç25'te beklentilerin üzerinde net zarar açıklamıştır. 2025 yılı net karı ise €76mn ertelenmiş vergi gideri, €36mn yabancı para çevrim etkisi ve €7.5mn nakit olmayan tek seferlik faiz takası etkisi ile yıllık bazda %72 düşüş göstererek €50.7mn seviyesinde gerçekleşmiştir.

FAVÖK, 4Ç25'te yıllık %19 büyüme performansı sergiledi... TAV'ın hizmet verdiği toplam yolcu sayısındaki yükselişe paralel (4Ç25: 25.7mn, yıllık +%10,2) Grup'un toplam satış gelirleri 4Ç25'te yıllık %1 artarak €433,4mn'a ulaşmıştır (4Ç24: €428,5mn) (Piyasa Ort.: €451mn, Şeker Y.: €446mn). Ankara'daki yeni imtiyaz, Antalya'daki yeni BTA operasyonları, fiyat artışları ve yolcu başı gümrüksüz satış büyümesi sayesinde TAV bu çeyrekte yıllık %1 satış gelirleri büyümesi kaydedebilmiştir (Piyasa Ort.: €451mn, Şeker Y.: €446mn). TAV, 4Ç25'te yıllık %19'luk yükselişle €92,8mn FAVÖK (4Ç24: €78,1mn) elde edebilmiştir (Piyasa Ort.: €96mn, Şeker Y.: €94mn). FAVÖK rakamı ise Almatı'nın yıllık bazda zayıf performansına rağmen Ankara, İzmir ve Gürcistan'ın katkısıyla 4Ç25'te yıllık %19'luk artış göstermiş olup FAVÖK marjı ise 4Ç24'e göre yıllık 3,2 puan artışla %21,4'e yükselmiştir. TAV Havalimanları'nın 4Ç25 sonunda net borcu; yıllık bazda düşüş göstererek €1.619mn olarak gerçekleşmiştir (2024: €1.723mn).

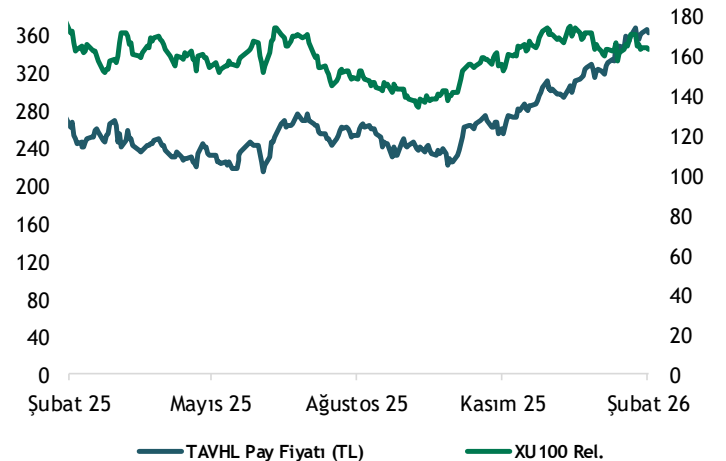
2026 Beklentileri: Şirket, 2026'da net satış gelirleri için €1.880mn-€1.980mn aralığında, toplam yolcu trafiği için 116mn-123mn aralığında, dış hat yolcu trafiği için ise 78mn-83mn beklentisi bulunmaktadır. TAV, 2026 için €590mn-€650mn aralığında FAVÖK beklentisine sahiptir. Şirket, 2026 yatırım harcamasının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

Kar Payı Dağıtımı: TAV Havalimanları Holding, toplam brüt 1.311.437.953 TL nakit kâr payının iki eşit taksitte ödenmesini ve 655.718.976,5 TL tutarındaki ilk taksit için ödeme tarihinin 21 Temmuz 2026 olarak belirlenmesini, 655.718.976,5 TL tutarındaki ikinci taksit için ise ödeme tarihinin 22 Eylül 2026 olarak belirlenmesinin Olağan Genel Kurul toplantısında sunulmaya karar verildiğini duyurmuştur. 1 TL nominal değerli pay için, 1. ve 2. taksitlerin brüt 1,8049898 TL (net 1,5342413 TL) tutarında ödenmesi Genel Kurul'a sunulacaktır. En son kapanış tarihi olan 17 Şubat 2026 tarihli kapanış fiyatına göre pay başına ödenecek nakit kâr payı tutarı brüt %1 temettü verimliliğine işaret etmektedir.

“AL”

Hedef Fiyat: 440,00 TL
Önceki Hedef Fiyat: 425,30 TL
Yükseliş potansiyeli: %21,8

	TRY	US\$	
Fiyat	361,25	8,28	
BIST 100	14.227	326	
US\$ (MB Alış):	43,65		
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:	131.235	3.006	
Halka Açık PD:	62.993	1.443	
	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	11,76	37,88	21,12
US\$ Getiri (%):	10,42	14,08	18,97
BIST 100 Relatif Getiri (%):	-0,49	-4,67	-4,13
Gün. Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	716		
Gün. Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	17,8		
Beta	0,94		
Yıllık Volatilite (Hisse)	0,34		
Yıllık Volatilite (BİST 100)	0,25		
Ortaklık Yapısı	%		
Aeroports de Paris SA (Groupe ADP)	46,12		
Tepe İnşaat Sanayi A.Ş.	4,06		
Halka Açıklık	49,82		
Toplam	100		



AL önerimizi sürdürmekteyiz - 4Ç25 sonrası açıklanan operasyonel ve finansal sonuçları, Grup payları üzerindeki değerlememiz ile birlikte nötr olarak 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. Almatı Yatırım Programı'nın özkaynak hissedar kredisi gerekmeden, Almatı'nın faaliyetlerinden yarattığı nakitle ve proje finansmanı yatırım kredisi limitinden finanse edilmesi, Almatı'nın önümüzdeki dönemlerde de güçlü operasyonel sonuçlarını sürdürebileceği beklentisine işaret etmektedir. Ayrıca, Tiflis imtiyazının uzatılması da Şirket finansalları açısından uzun vadede finansalları destekleyici olacaktır. Şirket için **425,30 TL** olan **hedef pay fiyatımızı hafif yukarı revize ederek "440,00 TL" olarak belirliyor ve hedef fiyatımızın sunduğu getiri potansiyeli nedeniyle "AL" tavsiyemizi koruyoruz.** Şirket, hedef pay fiyatımız cari pay fiyatına göre %21,8 iskontolu işlem görmektedir.

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

Havalimanları	Yolcu Sayısı (mn)			Satış Gelirleri (€ mn)			FAVÖK (€ mn)			FAVÖK Marjı (%)		
	4Ç 2023	4Ç 2024	4Ç 2025	4Ç 2023	4Ç 2024	4Ç 2025	4Ç 2023	4Ç 2024	4Ç 2025	4Ç 2023	4Ç 2024	4Ç 2025
Ankara Esenboğa	2,96	3,02	3,52	16,0	19,1	25,2	8,6	1,9	13,8	53,7%	9,7%	54,6%
İzmir	2,42	2,69	3,07	19,4	23,5	25,1	11,5	11,4	13,2	59,4%	48,3%	52,8%
Gazipaşa	0,18	0,21	0,20	1,0	1,3	1,5	-0,4	-1,1	-0,8	-37,0%	-84,3%	-54,6%
Milas-Bodrum	0,57	0,62	0,65	4,9	6,3	6,1	2,1	1,7	1,9	43,2%	26,3%	30,5%
Tunus (Monastir & Enfidha)	0,40	0,54	0,58	6,8	9,0	10,2	2,2	3,1	2,4	31,5%	34,7%	23,7%
Gürcistan (Tiflis & Batum)	1,01	1,32	1,57	24,7	32,2	35,1	16,8	23,0	25,1	67,8%	71,4%	71,4%
Makedonya (Üsküp & Ohrid)	0,79	0,74	0,89	11,0	11,5	13,8	3,8	3,0	4,0	34,5%	26,4%	29,1%
Almatı	2,50	2,89	2,83	108,9	126,5	112,0	17,3	28,6	18,7	15,9%	22,6%	16,7%
Hizmetler												
Havaş				51,7	65,5	70,0	3,1	-1,4	1,9	6,1%	-2,1%	2,7%
BTA				26,5	43,9	51,1	0,8	-0,4	-0,3	3,1%	-1,0%	-0,6%
Diğer				56,8	89,6	83,4	-2,4	8,4	12,9	-4,1%	9,3%	15,5%
Toplam				327,7	428,5	433,4	63,4	78,1	92,8	19,4%	18,2%	21,4%
Eliminasyon				0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0			
Konsolide				327,7	428,5	433,4	63,4	78,1	92,8	19,4%	18,2%	21,4%
ATU					78,0	103,5		4,7	5,2		6,0%	5,0%
TGS					97,7	87,4		10,8	10,5		11,1%	12,0%

Kaynak: TAV Havalimanları Holding

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

Gelir Tablosu (€ m)	4Ç23	4Ç24	4Ç25	25/24 Yıllık %
Toplam Faaliyet Gelirleri	327,7	428,5	433,4	1,1%
Havacılık Gelirleri	138,1	154,8	148,4	-4,1%
Yer Hizmetleri Gelirleri	65,6	83,9	90,7	8,1%
Gümrüksüz Mağaza İmtiyaz Gelirleri	13,7	19,8	22,5	13,8%
Yiyecek & İçecek Gelirleri	31,9	50,5	53,9	6,7%
Özel Yolcu Salonu ve TAV Pasaport Gelirleri	5,3	7,1	6,3	-11,8%
Alan Tahsisi ve Reklam Gelirleri	14,5	13,6	18,7	36,7%
Alan Tahsisi Gelirleri	9,0	10,0	11,5	14,4%
Kira Gelirleri	1,8	1,6	5,4	235,7%
Reklam Gelirleri	3,8	2,0	1,7	-12,5%
Otobüs Hizmetleri Gelirleri	2,9	3,1	3,3	6,5%
Lounge Hizmetleri	23,9	43,0	45,6	6,0%
Sadakat Kartı Gelirleri	0,5	1,2	1,9	63,4%
Prime Class Gelirleri	23,4	41,8	43,7	4,4%
Lounge Hizmetleri Gelirleri	0,0	0,0	0,0	
Yazılım Satışları	13,4	25,2	26,1	3,9%
Diğer Faaliyet Gelirleri	18,3	27,6	18,0	-34,9%
Güvenlik Hizmetleri Gelirleri	4,3	8,9	8,3	-6,8%
Perakende Gelirleri	0,0	0,0	0,0	
Diğer Operasyonel Gelirler	12,0	16,4	7,7	-53,0%
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	1,0	9,1%
Hotel Rezervasyon Gelirleri	1,1	1,3	0,9	-29,4%
Faaliyet Giderleri	-265,1	-361,5	-340,2	-5,9%
Yiyecek & İçecek Hizmetleri Giderleri	-10,6	-15,7	-15,9	1,3%
Verilen Hizmet Giderleri	-30,9	-49,9	-37,6	-24,7%
İnşaat Giderleri	0,0	0,0	0,0	A.D.
Gümrüksüz Mağaza Giderleri	0,0	0,0	0,0	A.D.
Yakıt Giderleri	-57,6	-60,3	-52,3	-13,2%
Personel Giderleri	-100,7	-150,3	-162,5	8,1%
İmtiyaz Kira Giderleri	-0,5	-0,5	-1,4	184,3%
Diğer Faaliyet Giderleri	-65,0	-84,8	-70,6	-16,8%
Diğer Faaliyet Gelirleri	0,8	11,1	-0,4	-103,6%
FAVÖK	63,4	78,1	92,8	18,8%
Amortisman Giderleri	-38,3	-87,4	-51,9	-40,7%
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından Paylar	73,4	16,9	-22,9	A.D.
Faiz ve Vergi Öncesi Kar	98,5	7,6	18,0	135,7%
Net Faiz Giderleri	-17,5	-13,7	-19,9	45,3%
Reeskont Faiz Gideri	-5,7	-0,5	-10,9	2071,3%
FX	-10,3	5,8	-3,5	A.D.
Diğer	-0,8	4,2	-8,1	A.D.
Net Finansal Gelirler	-34,3	-4,2	-42,4	912,9%
Monetary Position Gain	-1,6	1,9	-0,5	A.D.
Ödenecek Vergi	-11,1	-6,7	-14,3	112,8%
Ertelenmiş Vergi	23,6	2,8	17,2	A.D.
Vergi	12,5	-3,9	2,9	A.D.
Devam Eden Faaliyetler Net Kar	75,0	1,5	-22,0	A.D.
Durdurulan Faaliyetler Karı	-0,1	-0,1	0,0	A.D.
Ana Ortaklık Net Karı	73,0	-1,9	-24,6	1221,8%
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-2,0	-3,3	-2,6	-21,4%

Kaynak: TAV Havalimanları Holding, Şeker Yatırım

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

Bilanço (€ m)	2023	2024	2025
TOPLAM VARLIKLAR	4.753,1	4.863,1	5.013,4
Dönen Varlıklar	1.030,7	850,4	934,1
Nakit ve Nakit Benzerleri	538,9	352,6	477,3
Kullanımı Kısıtlı Banka Bakiyeleri	99,8	88,6	100,0
Ticari Alacaklar	114,3	127,1	135,7
İlişkili Taraflardan Alacaklar	16,3	18,7	27,8
Stoklar	33,8	44,7	56,9
Finansal Varlıklar	80,9	65,3	0,3
Diğer Alacaklar ve Dönen Varlıklar	146,8	153,4	136,0
Duran Varlıklar	3.721,4	4.012,0	4.078,6
Ticari Alacaklar	0,0	0,0	0,0
İlişkili Taraflardan Alacaklar	86,0	134,5	161,2
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	754,4	725,5	629,0
Şerefiye	216,4	223,4	213,5
Maddi Duran Varlıklar	677,7	961,4	733,1
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	21,6	35,6	32,4
İmtiyaz Sözleşmelerinden Doğan Haklar	1.573,4	1.453,1	1.927,0
Kullanım Hakları	68,4	122,8	173,1
Derivative Financial Instruments			
Ertelenmiş Vergi Varlığı	44,2	54,9	71,7
Diğer Duran Varlıklar	237,2	243,5	105,9
TOPLAM KAYNAKLAR	4.753,1	4.863,1	5.013,4
Toplam Yükümlülükler	3.326,3	3.240,0	3.403,5
Kısa Vadeli Yükümlülükler	887,9	808,4	1.204,8
Bankalar (Limit Üzeri Borçlar)	0,3	0,0	0,0
Kısa Vadeli Borçlanmalar	532,0	461,9	444,2
Ticari Borçlar	55,1	74,3	73,6
İlişkili Taraflara Borçlar	0,3	13,1	315,7
Türev Ürünler	0,0	0,0	0,0
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	12,1	4,8	9,2
Kısa Vadeli Karşılıklar	9,6	13,0	20,8
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	263,8	230,5	333,1
Ertelenmiş Gelirler	14,5	10,8	8,3
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	2.438,4	2.431,7	2.198,7
Uzun Vadeli Borçlanmalar	1.254,5	1.386,5	1.354,9
Ticari Borçlar	0,0	0,0	0,0
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	23,3	38,8	37,4
İlişkili Taraflar	465,4	300,0	0,0
Türev Ürünler	10,5	0,0	26,8
Diğer Yükümlülükler	589,0	594,9	652,9
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	77,1	88,3	102,1
Ertelenmiş Gelirler	14,6	16,6	18,7
Diğer Uzun Vadeli Karşılıklar	4,1	6,5	5,8
ÖZKAYNAKLAR	1.426,4	1.622,9	1.609,4
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	1.411,2	1.607,7	1.582,4
Ödenmiş Sermaye	162,4	162,4	162,4
Paylara İlişkin Primler	220,3	220,3	220,3
Çevrim Farkları	-85,9	-69,2	-120,0
Kanuni Yedekler	122,0	122,0	122,0
Diğer Yedekler	-74,3	-75,7	-113,5
Hazine Yedekler	0,0	0,0	0,0
Nakit Akımı Riskten Korunma Yedekleri	40,4	32,0	56,7
Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs ve İşletmeler Payları Satın Alımı	40,1	40,1	40,1
Geçmiş Yıllar Karları	986,3	1.175,9	1.214,0
Net Dönem Karı / (Zararı)	0,0	0,0	0,0
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	15,2	15,2	26,9

Kaynak: TAV Havalimanları Holding

Tablo 4: Özet Gelir Tablosu

€ mn	4Ç23	4Ç24	4Ç25	Yıllık % Değişim
Satış Gelirleri	327,7	428,5	433,4	1,1%
Havacılık Gelirleri	138,1	154,8	148,4	-4,1%
Yer Hizmetleri	65,6	83,9	90,7	8,1%
Gümrüksüz Mağazacılık	13,7	19,8	22,5	13,8%
Yiyecek & İçecek Gelirleri	31,9	50,5	53,9	6,7%
Özel Yolcu Salonu ve TAV Pasaport	0,5	1,2	1,9	63,4%
Diğer Faaliyet Gelirleri	18,3	27,6	18,0	-34,9%
FAVÖK	63,4	78,1	92,8	18,8%
FAVÖK Marj	19,4%	18,2%	21,4%	3.2 yp
Net Kar*	73,0	-1,9	-24,6	1221,8%
Net Kar Marjı	22,3%	-0,4%	-5,7%	-5.2 yp

Kaynak: TAV Havalimanları Holding, Şeker Yatırım

* Ana Ortaklık Payı

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

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