

TAV HAVALİMANLARI 4Ç2025 Sonuçları

Aylin KOŞAR akosar@ziraatyatirim.com.tr

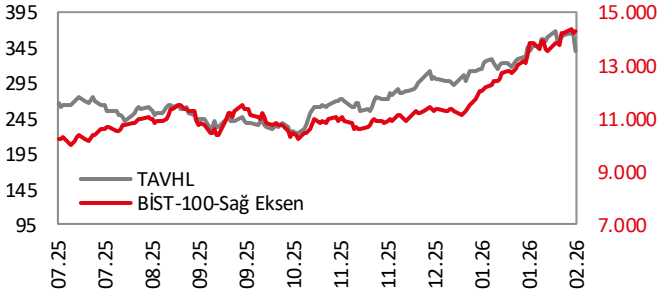
“TAV 2025’in Son Çeyreğinde 1,2 Milyar TL Ana Ortaklık Net Dönem Zararı Kaydetti...”

Öneri "AL"

Hedef Hisse Fiyatı : 510,00TL

Reuters/Bloomberg	TAVHL.IS/TAVHL.TI		
Sektör	Ulaştırma		
Dahil Olduğu Ulusal Endeksler	XU30, XU050, XU100		
İşlem Gördüğü Pazar	Yıldız Pazar		
Fiyat	338,75 TL	7,76 USD	
BİST 100	14.260 TL	327 USD	
TL/\$ (TCMB Alış)	43,6524		
Düşük / Yüksek Son 1 Yıl	214,50 TL	366,75 TL	
Hisse Adedi (mn)	363		
Piyasa Değeri (mn TL)	123.062		
Düzeltilmiş Net Borç (mn TL)*	83.780		
Fili Dolaşımdaki Pay Oranı	49,6%		
Halka Açıklık	48,0%		
Yabancı Yatırımcı Takas Oranı	56,9%		
Yerli Yatırımcı Takas Oranı	43,1%		
	1 Aylık	3 Aylık	1 Yıllık
TL Getiri	4,8%	33,1%	27,5%
BİST-100	12,6%	32,9%	43,8%
BİST-100 Göreceli	-6,9%	0,1%	-11,4%
Günlük İşlem Hacmi (mn TL)	721,3		
(mn TL)	4Ç2024	4Ç2025	% Değ.
Net Satış	15.771	21.277	34,9%
Brüt Kar	3.607	7.271	101,5%
Faaliyet Karı /Zararı	-67	2.324	a.d.
Ana Ort. Net Dön. Karı/Zararı	-69	-1.209	a.d.
	F/K FD/FAVÖK		
TAVHL	43,7		
BİST-100	15,5		
Uluslararası Benzer Şirketler (Cari)	48,5		
Ortaklık Yapısı (İlk 2)	Pay Oranı		
Diğer	53,9%		
Tank ÖWA Alpha GmbH	46,1%		

HİSSE PERFORMANSI



Kaynak: Bloomberg, Finnet, Matriks; 18.02.2025 verileri kullanılmıştır.

*1.619mn EUR

TAV Havalimanları, 2025 yılının dördüncü çeyreğinde 1.209mn TL (-24,6mn EUR) (Beklenti: 11mn EUR zarar) ana ortaklık net dönem zararı açıklamıştır. Bir önceki yılın aynı döneminde 69mn TL ana ortaklık net dönem zararı kaydedilmişti.

Şirket'in 4Ç2025'de toplam hizmet verilen yolcu sayısı, 4Ç2024'e göre %10,2 oranında artarak 25,7 milyona ulaşmıştır. Bu duruma da bağlı olarak TAV'ın satış gelirleri bir önceki yılın aynı dönemine göre %34,9 oranında artarak 4Ç2025'te 21.277mn TL'ye (433,5mn EUR) (Beklenti: 451mn EUR) yükselmiştir. Şirket'in 4Ç toplam gelirleri içinde havalimanı bazında Antalya, Ankara ve İzmir en yüksek paylara sahiptir. Diğer taraftan, yıldan yıla artışta Antalya Havalimanı en yüksek katkıyı sağlarken, Ankara/Esenboğa ve Medine de ciroya pozitif etki anlamında ilk 3'te yer almaktadır. Bu gelişmelerle birlikte, TAV Havalimanları'nın brüt karı %101,5 oranında artmış ve 7.271mn TL'ye yükselmiştir. Operasyonel giderler aynı dönemde %21 oranında artarken, net faaliyet karı 2.324mn TL olarak gerçekleşmiştir.

FAVÖK aynı dönemde %84 oranında artarak 4.548mn TL'ye (92,8mn EUR) (Beklenti: 96mn EUR) yükselirken, FAVÖK marjı da %21,4 olarak gerçekleşmiştir. Yatırım faaliyetlerinden net gelirler 591mn TL'yi göstermiştir. İştiraklerden 4Ç2025'te 1.125mn TL net gider (4Ç2024'de 624mn TL net gelir) kaydedilmiştir. Net finansman gideri aynı dönemde 2.988mn TL'ye yükselirken, bu çeyrekte enflasyon muhasebesinin iptal edilmesi, geçmiş yıl zararları ve yeniden değerlendirme hakkının kullanılmasının etkisiyle 143mn TL'lik vergi geliri sonrasında ana ortaklık net dönem zararı 1.209mn TL olarak gerçekleşmiştir.

4. çeyrek zararına karşın Şirket'in 2025 yılı ana ortaklık net dönem karı 2.816mn TL seviyesine ulaşmıştır. Geçen yıl ise Şirket 6.558mn TL'lik ana ortaklık net dönem karı kaydetmişti.

TAV'ın hedef hisse fiyatını, tahminlerimizdeki güncellemeler ve piyasa çarpanlarındaki değişikliklere bağlı olarak 380,00TL'den **510,00TL**'ye yükseltiyoruz. Hisseyle ilgili daha önceki "AL" önerimizi de koruyoruz.

ÖZET GELİR TABLOSU (Mn TL)	4Ç2024	4Ç2025	%Değ.	2024	2025	%Değ.
Satışlar	15.771	21.277	34,9%	59.211	82.151	38,7%
Düzeltilmiş FAVÖK	2.875	4.555	58,5%	17.468	25.392	45,4%
Net Finansman Gelirleri/Giderleri	-1.017	-2.988	a.d.	-6.342	-10.440	a.d.
Durd.Faal. Net Dön. Karı/Zararı	-2	-1	a.d.	-4	-11	a.d.
Net Dönem Karı/Zararı	52	-1.082	a.d.	7.059	3.540	-49,9%
Ana Ort. Net Dönem Karı/Zararı	-69	-1.209	a.d.	6.558	2.816	-57,1%
FİNANSAL ORANLAR						
FAVÖK Marjı	18,2%	21,4%	1,5%	29,5%	30,9%	1,4%
Net Kar Marjı	a.d.	a.d.	1,3%	11,1%	3,4%	a.d.

Kaynak: TAV Havalimanları, Ziraat Yatırım, a.d.anlamli değil

Dış hat trafiği güçlü seyretti...

TAV Havalimanları'nın toplam yolcu sayısı 2025'in dördüncü çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre %9,8 artarak 25.677 milyona ulaşmıştır. 2025 yılında ise küresel koşulların zorlayıcı etkilerine rağmen büyüme sürmüştü ve dış hat yolcu sayısı %5,8 artış göstermiştir. Bu artışta Ankara/Esenboğa güçlü performansı belirleyici olmuştur.

Yolcu Sayısı (bin)	4Ç2024	4Ç2025	%Değ.	2024	2025	%Değ.
Antalya	7.338	7.826	6,6%	38.197	39.160	2,5%
Dış Hatlar	5.797	6.104	5,3%	31.668	32.213	1,7%
İç Hatlar	1.541	1.722	11,8%	6.529	6.947	6,4%
İzmir/Adnan Menderes	2.690	3.074	14,3%	11.511	12.660	10,0%
Dış Hatlar	1.032	1.081	4,7%	4.795	5.073	5,8%
İç Hatlar	1.657	1.993	20,2%	6.716	7.587	13,0%
Ankara/Esenboğa	3.046	3.523	15,6%	12.832	13.987	9,0%
Dış Hatlar	741	956	29,0%	3.220	3.643	13,1%
İç Hatlar	2.305	2.567	11,4%	9.612	10.345	7,6%
Milas-Bodrum	631	651	3,1%	4.375	4.413	0,9%
Dış Hatlar	231	217	-6,0%	1.948	1.828	-6,2%
İç Hatlar	401	434	8,3%	2.428	2.585	6,5%
Gazipaşa Alanya	213	202	-5,4%	1.044	1.004	-3,8%
Dış Hatlar	105	101	-4,2%	571	568	-0,5%
İç Hatlar	108	101	-6,5%	474	436	-8,0%
Almatı	2.889	2.833	-2,0%	11.428	11.971	4,8%
Dış Hatlar	1.235	1.307	5,8%	5.099	5.472	7,3%
İç Hatlar	1.654	1.525	-7,8%	6.329	6.499	2,7%
Gürcistan	1.324	1.576	19,0%	5.698	6.627	16,3%
Medine	2.931	3.384	15,5%	10.913	11.892	9,0%
Dış Hatlar	2.156	2.582	19,8%	8.208	8.952	9,1%
İç Hatlar	774	802	3,5%	2.705	2.939	8,7%
Tunus	536	582	8,6%	2.925	3.199	9,4%
Kuzey Makedonya	740	890	20,3%	3.175	3.475	9,5%
Zagreb	1.051	1.137	8,1%	4.317	4.722	9,4%
TAV Toplam	23.390	25.677	9,8%	106.413	113.110	6,3%
Dış Hat	14.840	16.412	10,6%	71.173	75.276	5,8%
İç Hat	8.550	9.265	8,4%	35.240	37.834	7,4%

Kaynak: TAV Havalimanları, Ziraat Yatırım, a.d.anlamli değil

**2026 Yılına Yönelik
Beklentiler
Paylaşıldı...**

Şirket, 2026 yılına ilişkin beklentilerini paylaşmıştır. Buna göre, 2026 yılında toplam yolcu sayısının 116 - 123 milyon aralığında gerçekleşmesi beklenmektedir. (2025: 113 milyon). Dış hat yolcu sayısının ise 78-83 milyon seviyesinde olması öngörülmektedir (2025: 75 milyon). Finansal tarafta, 2026 yılı için yıllık cironun 1.880-1.980mn EUR aralığında gerçekleşmesi beklenirken (2025: 1.823mn EUR), FAVÖK'ün 590-650mn EUR bandında oluşacağı tahmin edilmektedir (2025: 560mn EUR). Yatırım harcamaları tarafında ise, 330 mn EUR'un altında kalması beklenmektedir.

Şirket Yönetim Kurulu Genel Kurul onayına sunulmak üzere iki taksit halinde kar payı dağıtılmasına karar vermiştir. Hisse başına brüt 3,61 TL, net 3,07 TL temettü ödemesi öngörülmürken, son kapanış fiyatına göre temettü verimi %1,1 olarak hesaplanmaktadır.

Net borç/FAVÖK 2,9x...

Yoğun yatırım harcamalarına ve kiralama yükümlülüğündeki artışa rağmen, Holding'in net borcu 2024 yıl sonundaki 1.723mn EUR'dan 2025 yıl sonunda 1.619mn EUR'ya gerilemiştir. Net borç / FAVÖK oranı ise 2,9x olarak gerçekleşmiştir. 2025 yılsonu Net Borç / FAVÖK beklentisi ise 2,5x - 3x olarak açıklanmıştır.

**Yatırımlar meyvelerini
vermeye başladı...**

Şirketin ortalama işletme süresi 32 yıla yükselmiştir. Bu çerçevede, Tiflis Havalimanı imtiyazı 2031 yılı sonuna kadar uzatılmış, Ankara Esenboğa Havalimanı'nda ise 2050 yılına kadar sürecek yeni imtiyaz dönemi başlamıştır. Antalya Havalimanı'nda yeni dış hat terminalinin devreye alınmasıyla birlikte, söz konusu havalimanının işletme süresi 2052 yılına kadar uzanmaktadır. Öte yandan yatırımlar tarafında, Almatı Havalimanı için yaklaşık 315 mn EUR tutarında ikinci faz yatırım programı başlatılmıştır. Medine Havalimanı'nda ise yeni dış hat terminali yatırımına başlanmış olup, projenin 2028 yılında tamamlanması hedeflenmektedir. Enerji yatırımları kapsamında Bodrum ve İzmir havalimanlarında güneş paneli projeleri tamamlanmış olup, söz konusu iki havalimanında elektrik ihtiyacının yaklaşık %30'u güneş panelleri aracılığıyla karşılanmaktadır. Son olarak 2025 yılında net kar üzerinde toplam 119mn EUR tutarında nakit dışı tek seferlik etki oluşmuştur. Bu tutarın 76mn EUR kısmı ertelenmiş vergi giderlerinden (özellikle Yeni Antalya yatırımı ve kur etkisinden), 43mn EUR kısmı ise nakit dışı finansman giderlerinden kaynaklanmıştır.

**Beklentilerimizi
güncelliyoruz...**

TAV Havalimanları ile ilgili beklentilerimizi 2025 yılı gerçekleştirmeleri ardından güncelliyoruz. Buna göre, 2026 yılsonu satış geliri tahminimiz 104.937mn TL, FAVÖK tahminimiz ise 36.080mn TL'dir.

Finansal Tahminler (mn TL)	2025	2026 Tahmin
Satış Gelirleri	82.151	104.937
FAVÖK	25.392	36.080
Ana Ortaklık Net Dönem Karı	2.816	6.314
FAVÖK Marjı	30,9%	34,4%
Net Kar Marjı	3,4%	6,0%

Kaynak: TAV Havalimanları, Ziraat Yatırım

**TAV için hedef hisse
fiyatımızı 510,00TL'ye
yükseltiyor ve daha önceki
"AL" önerimizi koruyoruz...**

TAV Havalimanları Holding'in hedef piyasa değerini, tahminlerimizdeki güncellemeler ve çarpanlardaki değişikliklere bağlı olarak, 138.049mn TL'den 185.273mn TL'ye, hedef hisse fiyatını da 380,00TL'den **510,00TL'ye** yükseltiyoruz. Güncellenmiş hedef hisse fiyatımıza göre TAV hisseleri %33,6 oranında iskontolu işlem görmektedir. Bu nedenle hisse için daha önceki **"AL"** önerimizi koruyoruz.

Özet Değerleme Tablosu		
Kullanılan Yöntem	Açıklama	(mn TL)
İndirgenmiş Nakit Akımları	(Parçaların Toplamı)	173.962 TL
Benzer Şirket Karşılaştırması	(2026T FD/FAVÖK: 13,7x)	287.076 TL
Hedef Piyasa Değeri	- %30 Çarpan İskontosu-	185.273 TL
Hedef Hisse Fiyatı	(%90 İNA+%10 Benzer Şirket)	510,00 TL
Tav Havalimanları Holding Hisse Fiyatı (18.02.2026)		338,75 TL
İskonto Oranı		33,6%

Kaynak: TAV Havalimanları, Ziraat Yatırım

Özet Bilançolar (Mn TL)	2023	2024	2025	%Değ.
DÖNEN VARLIKLAR	33.606	31.266	47.008	50,3%
Nakit ve nakit benzerleri	17.554	12.952	24.002	85,3%
Finansal yatırımlar	5.885	5.656	5.048	-10,7%
Ticari alacaklar	3.936	5.022	7.742	54,2%
Diğer alacaklar	451	761	1.040	36,7%
Stoklar	1.101	1.643	2.861	74,2%
Peşin ödenmiş giderler	2.372	1.958	1.714	-12,5%
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar	597	1.012	1.596	57,7%
Diğer dönen varlıklar	1.678	2.237	2.970	32,8%
DURAN VARLIKLAR	121.221	147.386	205.094	39,2%
Diğer alacaklar	5.292	8.144	10.891	33,7%
Türev araçlar	1.374	2.103	1.591	-24,4%
Özkaynak yönt. değerlendirilen yatırımlar	24.574	26.652	31.628	18,7%
Maddi duran varlıklar	22.075	35.319	36.865	4,4%
Kullanım Hakkı Varlıkları	2.227	4.510	8.707	93,1%
Maddi olmayan duran varlıklar	59.004	62.895	109.264	73,7%
Peşin ödenmiş giderler	755	687	1.517	121,0%
Ertelenen vergi varlıkları	1.439	2.019	3.607	78,7%
Diğer duran varlıklar	4.482	5.057	1.024	-79,7%
TOPLAM AKTİFLER	154.827	178.652	252.102	41,1%
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	28.933	29.704	60.607	104,0%
K. V. borçlanmalar	12.164	11.060	14.185	28,3%
U.V. borçlanmaların kısa vadeli kısımları	5.178	5.907	8.149	38,0%
Ticari borçlar	2.351	3.489	4.855	39,2%
Çalışanlara sağ. fayda. kapsam. borçlar	506	620	961	55,0%
Diğer Borçlar	7.475	7.497	30.406	a.d.
Ertelenmiş Gelirler	473	396	419	5,8%
Dönem karı vergi yükümlülüğü	394	177	464	162,8%
Kısa vadeli karşılıklar	314	478	1.044	118,1%
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	77	81	125	54,6%
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	79.429	89.330	110.566	23,8%
Uzun vadeli borçlanmalar	40.863	50.936	68.132	33,8%
Diğer borçlar	34.346	32.877	32.834	-0,1%
Ertelenmiş Gelirler	474	610	942	54,4%
Uzun vadeli karşılıklar	758	1.426	1.883	32,0%
Özkaynak Yön.Değ. Yat.Yükümlülükler	133	239	293	22,7%
Ertelenen vergi yükümlülüğü	2.513	3.242	5.135	58,4%
ÖZKAYNAKLAR	45.969	59.060	79.575	34,7%
Ödenmiş sermaye	363	363	363	0,0%
Ortak Kontrole Tabi İşlet. İçeren Birleş. Etkisi	77	77	77	0,0%
Paylara ilişkin primler/ iskontolar	330	330	330	0,0%
Kontrol Gücü Olm. Pay. Satış Ops.Değ. Fonu	-652	-702	-2.562	a.d.
Kar/zararda sınıflandırılmayacak diğ. gel./gid.	40.784	47.222	71.356	51,1%
Kar/zararda sınıflandırılacak diğ. gel./gid.	-8.664	-9.159	-13.595	a.d.
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	408	408	408	0,0%
Geçmiş yıllar karları/zararları	5.793	13.963	20.382	46,0%
Net Dönem Karı veya Zararı	7.530	6.558	2.816	-57,1%
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	496	558	1.354	142,8%
TOPLAM PASİFLER	154.827	178.652	252.102	41,1%
ÖZET GELİR TABLOSU (Mn TL)	2023	2024	2025	%Değ.
SATIŞLAR	34.433	59.211	82.151	38,7%
Satışların maliyeti (-)	21.143	37.725	49.024	30,0%
BRÜT KAR/ZARAR	13.290	21.486	33.127	54,2%
Genel yönetim giderleri (-)	6.681	11.937	16.554	38,7%
Pazarlama giderleri (-)	96	150	242	61,9%
Diğer faaliyet gelir/giderleri	-10	974	389	-60,1%
FAALİYET KARI/ZARARI	6.502	10.374	16.719	61,2%
Yatırım faaliyet gelirleri/giderleri	924	2.084	2.339	12,2%
Özkaynak yönetimiyle değ. yat. kar/zar. pay	4.488	2.178	-2.438	a.d.
Faaliyet dışı finansal gelirler/giderler	-3.579	-6.342	-10.440	a.d.
Net parasal pozisyon kazançları/kayıpları	124	300	6	-98,2%
Vergi gideri/geliri (-)	676	1.531	2.635	72,1%
Durdurulan Faaliyetler Net Dönem Karı	-6	-4	-11	a.d.
NET DÖNEM KARI/ZARARI	7.777	7.059	3.540	-49,9%
Ana Ortaklık Kar Payı	7.530	6.558	2.816	-57,1%

Kaynak: TAV Havalimanları, Ziraat Yatırım, a.d.anlamli değil

Ziraat Yatırım Araştırma - Öneri Listesi Tanımları

(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için hesaplanan iskonto oranı)

AL : %20,01 ve üzeri iskonto **EKLE** : %10,01 ile %20,00 aralığında iskonto **TUT** : %-10,00 ile %10,00 aralığında iskonto
AZALT : %-10,01 ile %-20,00 aralığında iskonto **SAT** : %-20,01 ve üzeri iskonto **İZLE** : Nötr

Uyarı Notu: Burada yer alan 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. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

ZİRAAT YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Araştırma

e-mail: arastirma@ziraatyatirim.com.tr

Genel Müdürlük

Finanskent Mah. Finans Cad. B Blok No: 44b İç Kapı No: 15 Ümraniye / İSTANBUL
+90 216 590 1700 / info@ziraatyatirim.com.tr

Aracılık Hizmetleri Servisi

0850 22 22 979

Yurt çapındaki tüm T.C. Ziraat Bankası A.Ş. Şubeleri