

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu	TAVHL
Mevcut Fiyat (TL)	281.00
Hedef Fiyat (TL)	436.6
Getiri Potansiyeli (%)	55%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	212.80 293.25
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	628
Sermaye (mln TL)	363
Pazar	Yıldız Pazar

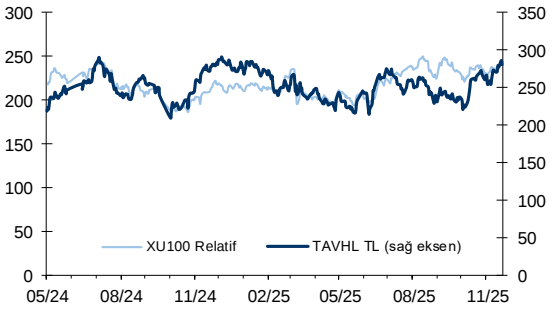
Hisse Verileri (mln EUR)

Piyasa Değeri	2,076
Hedeflenen Piyasa Değeri	3,257

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	6%	15%	20%	3%
BIST100 Rölatif Getiri	5%	11%	2%	-9%

Özet Veriler (mln EUR)	2023	2024	2025T	2026T
Satış Gelirleri	1,310	1,660	1,857	2,061
FAVÖK	384.7	489.4	565.5	644.4
Net Kar	249.1	183.0	68.4	164.9
Tahminler ve Rasyolar	2023	2024	2025T	2026T
FD/Ciro	1.9x	2.2x	1.8x	1.6x
FD/FAVÖK	6.4x	7.4x	5.8x	5.1x
F/K	5.6x	12.3x	30.3x	12.6x
PD/DD	1.0x	1.4x	1.2x	1.0x
Net Borç/FAVÖK	2.6x	2.7x	2.8x	2.6x

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 02 Aralık 2025 tarihi itibarıyla.

Ortaklık Yapısı

Groupe ADP	46.1%
Tape İnşaat Sanayi A.Ş.	4.1%
Halka Açık	49.8%

Strateji ve Araştırma

DenizbankYatirimHizmetleriGrubuStratejiVeArastirma@denizbank.com

TAV Havalimanları (TAVHL TI)

Nakit dışı giderlerle baskılanan 2025; peki 2026?

AL – Hedef Fiyat: 436,60 TL (12-ay)

TAV Havalimanları, nakit dışı giderler nedeniyle net karın baskılandığı bir yılı geride bırakmaya hazırlanırken, gelin, bu süreçte yaşanan operasyonel gelişmeleri tekrar hatırlayalım ve önümüzdeki dönem dinamiklerini değerlendirelim. Başlamadan önce; TAV Havalimanları'nı, (i) coğrafi çeşitlilik sayesinde korunan büyüme dinamikleri (ii) stratejik ortaklık yapısı (iii) güçlü bilanço kompozisyonu (iv) yeniden temettü ödeme potansiyeli ile beğendiğimizi tekrar hatırlatmak isteriz.

Bu raporumuz ile birlikte TAV Havalimanları (TAVHL TI) için 12A hedef fiyatımızı 448,00 TL'den 436,60 TL olarak aşağı yönlü revize ediyor, önerimizi ise AL yönünde korumaya devam ediyoruz. Hisse, 2026 tahminlerimize göre hisse 12,6x F/K, 5,1x FD/FAVÖK ve 1,0x PD/DD çarpanlarıyla işlem görmektedir. TAVHL, yıl başlangıcından bu yana BIST 100 endeksinin %9 altında performans göstererek ana endeksten ayrışma gösterirken, hedef fiyatımıza olan uzaklığını yıl boyunca ortalamada %82 seviyelerinde sürdürmüştür.

■ **Şu ana dek 2025.** TAV Havalimanları, 2025 yılının ilk 10 ayında, geçen yılın aynı dönemine kıyasla yolcu sayısını %6 artırarak yaklaşık 99 milyon seviyesine ulaştırmıştır. Bu performansla Şirket, 110-120 milyon aralığındaki yıl sonu yolcu hedefinin alt bandını %90, üst bandını ise %82 oranında yakalamış durumdadır. Finansal sonuçlara bakıldığında; 2025'in ilk 9 ayında satış gelirleri yıllık bazda %13 artış kaydederken, yıl sonu gelir beklentisinin alt bandı %79, üst bandı ise %75 oranında realize edilmiştir. Aynı dönemde FAVÖK, %14'lük büyüme ile 467 milyon EUR olarak gerçekleşmiş ve %33,6 FAVÖK marjına ulaşılmıştır. Böylece Şirket, FAVÖK tarafında da yıl sonu hedeflerinin alt bandının %90'ını şimdiden garanti altına almıştır. Özetle TAV Havalimanları, güçlü operasyonel verileriyle 2025 yılını beklentiler doğrultusunda tamamlamaya hazır görünmektedir.

■ **Ancak, 2025 yılı hikayesi, operasyonel veriler ve yatırımlardan ziyade net kâr gelişimi ekseninde şekillendi.** Şirket yönetimi, daha önce yaptığı açıklamalarda FAVÖK altında oluşan çeşitli gider kalemleri nedeniyle 2025 yılı net kârının, 2024 seviyelerinin üzerinde gerçekleşmesinin beklenmediğini belirtmişti. Nitekim, yılın ilk yarısında 50 milyon EUR zarar açıklayan Şirket, 2025'in ilk 9 ayında geçen yılın aynı dönemine göre %59 düşüşle 75,3 milyon EUR net kâr elde etmiştir. Bu tablo, değerlendirme tarafına yansıdığına; FD/FAVÖK çarpanı tarihsel ortalamalara göre cazip seviyeler sunarken, net kârdaki baskı nedeniyle F/K çarpanının görece yüksek ve pahalı seyretmesine neden oldu.

■ 2025 yıl sonu için ciro ve FAVÖK beklentilerimizi korumakla birlikte, 9A25 döneminde tahminimizin altında gerçekleşen net kâr rakamı doğrultusunda TAV Havalimanları için yıllık net kâr beklentimizi 68,4 milyon EUR seviyesine revize ediyoruz. Yolcu verilerinin henüz netleşmemiş olması ve kur verilerine karşı duyarlılık, tahminlerde güncelleme ihtimali barındırmakla birlikte, mevcut öncü tahminimiz 4Ç25 döneminde 467 milyon EUR ciro, 98,1 milyon EUR FAVÖK ve 6,9 milyon EUR net zarar yönündedir.

- **2026 yılına ilişkin beklentilerimize baktığımızda, 2025'te gözlediğimiz yolcu sayısı artışının 2026'da da benzer seviyelerde devam etmesini bekliyoruz. Bu paralelde, 2026 yılı ciro beklentimiz 2.056 milyon EUR olarak şekillenmekte. FAVÖK marjı tarafında 2025 yılına benzer bir eğilim öngörmeye paralel, beklentimizi %30 seviyelerinde konumlandırıyoruz. Net kâr projeksiyonumuzda ise, 2025 yılında FAVÖK altında kârlılığı baskılayan etkenlerin 2026'da zayıflamasını bekliyor ve Şirket'in 2026 yılında 164,9 milyon EUR net kâr elde edeceğini öngörüyoruz.**
- **Tav Havalimanları, takvime uygun şekilde gerçekleştirdiği yatırımlarıyla ön plana çıkan şirketler arasında yer almakta. Şirket'in, mevcutta 3A olarak tanımladığı büyük yatırımlarını 2025 yılı itibarıyla tamamladığını gördük. Devam eden yatırımlar tarafında ise karşımıza Almatı çıkmakta. Toplam 315 milyon EUR olarak öngörülen ve büyük kısmının 2027 yılında tamamlanması planlanan bu yatırım için 2026'da yaklaşık 120 milyon EUR yatırım harcaması yapmasını öngörüyoruz. Bu paralelde, borçluluk seviyesinin 2025 paralelinde gerçekleşmesini bekliyoruz.**
- **Mevcut yatırım harcaması beklentimize ek olarak Gürcistan ve yeni hikayelerin bu beklentiler içinde yer almadığını belirtmek isteriz. Gürcistan ve yeni yatırım hikayelerine gelecek olursak:**
 - **Gürcistan.** Hem yolcu büyümesi hem de FAVÖK katkısı ile ön plana çıkan Gürcistan tarafında imtiyaz 2027 yılında sona ermekte. Şirket yaptığı KAP açıklamasında, Tiflis Havalimanı'nda kapasiteyi 10 milyon yolcuya çıkarmak için yaklaşık 150 milyon USD yatırım karşılığında imtiyaz süresini en az 2031'e kadar uzatma önerdiğini açıklamıştı.
 - **Yeni yatırım hikayeleri.** 2025 yılı Strateji Raporumuzda, takip edilen yeni projeler arasında Karadağ'ın Podgorica ve Tivat Havalimanlarının karşımıza çıktığına yer vermiştik. Bugün baktığımızda, Şirket lehine gelişme olmadığını takip ediyoruz. 9A25 finansalları ardından gerçekleştirilen toplantıda Şirket, takip edilen pazarlar arasında Orta Asya (Kazakistan, Özbekistan) ve Mısır (Şarm el-Şeyh, Hurgada) gibi havalimanlarının yer aldığını açıkladı.
- **2026 yılında, bahse konu sektörel gelişmelere ek olarak Rusya-Ukrayna savaşının sona erme olasılığı da havacılık ve turizm talebini destekleyebilecek önemli bir katalizör olarak öne çıkmaktadır. Mevcut durumda, Rusya'ya uygulanan yaptırımların etkisiyle Kazakistan özelinde jet yakıtı satışlarından pozitif katkı görmüş olsak da bu bölgeden gelen turist trafiğinin savaş öncesi döneme kıyasla yaklaşık %30 daha düşük seviyede seyretmesi, orta-uzun vadede anlamlı bir talep potansiyeline işaret etmektedir.**
- **Yeniden temettü ödeme potansiyeli.** TAV Havalimanları, 2020'ye dek istikrarlı temettü politikası ile karşımıza çıkarken; pandemi, Almatı Havalimanı'nın satın alımı ve yeni terminal inşaatı, Antalya Havalimanı'nın işletme imtiyazının 2022 yılına uzatılması ve Ankara imtiyazı ve yatırımları paralelinde temettü ödemelerine ara verdiği döneme girmişti. Şirket, 2012-2019 yılları arasında ortalama %4,9 temettü verimliliğine sahip konumdaydı. Öyle ki 2018 yılında temettü verimliliği %8,1, 2019 yılında %6,9 ile ortalamasının üzerinde seyretmişti. Şirket, mevcut durumda %50 oranında kar dağıtım politikasını korumaya devam etmektedir. Bu paralelde, Şirket'in 2025 yılı net karından %50 oranında temettü ödemesi gerçekleştirmesi halinde temettü verimliliğini %1,6 hesaplamaktayız. Öyle ki yatırım harcamalarının görece azalması göz önüne alındığında mevcut temettü politikasının üzerinde temettü ödemesinin de masadaki ihtimaller dahilinde olduğunu değerlendiriyoruz.

Benzer şirket karşılaştırması

- Tav Havalimanları, Bloomberg Terminal’de yer alan havalimanı işletmeciliği alanında faaliyet gösteren uluslararası şirketlerin 2025 ve 2026 FD/FAVÖK çarpanlarına göre sırasıyla %49 ve %52; Şirket ana ortağı Aéroports de Paris (ADP)’ye göre ise sırasıyla %40 ve %44 oranında iskontolu işlem görmektedir.

Şirket İsmi	Ülke	Piyasa Değeri (USD mn)	1 Hafta	Hisse Performansı 1 Ay	3 Ay	YBB
AENA SME SA	İSPANYA	40,741	0.4%	-1.2%	-4.2%	18.5%
AIRPORTS OF THAI	TAYLAND	20,164	6.9%	14.0%	27.2%	-21.4%
ADP	FRANSA	14,427	1.8%	4.1%	13.4%	12.4%
FRAPORT AG	ALMANYA	7,599	-1.7%	-6.1%	-0.2%	21.0%
Tav Havalimanları	Türkiye	2,406	3.7%	4.5%	14.8%	2.6%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Şirket İsmi	Ülke	FD/FAVÖK		F/K	
		2025T	2026T	2025T	2026T
AENA SME SA	İSPANYA	10.7	9.9	17.0	15.4
AIRPORTS OF THAI	TAYLAND	18.6	18.3	36.3	35.6
ADP	FRANSA	9.6	9.1	25.2	18.0
FRAPORT AG	ALMANYA	12.1	11.6	15.4	17.1
Medyan		11.4	10.8	21.1	17.6
Tav Havalimanları	Türkiye	5.8	5.1	30.7	10.8
Prim/(iskonto)		-49.2%	-52.3%	45.8%	-38.3%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Değerlememiz

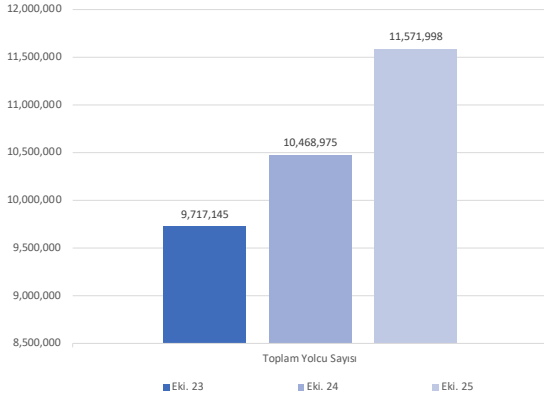
Hedef Net Aktif Değer Tablosu					
Segment	Değerleme Yöntemi	Tür/İşletim Süresi	Holding Payı	Hedef Toplam Değer (mn EUR)	% of NAD
Havalimanları					
Ankara	İNA	İmtiyaz Kira (Mayıs 2050)	100%	340	9%
İzmir	İNA	YİD+İmtiyaz Kira (Aralık 2034)	100%	100	3%
Alanya-Gazipasa	İNA	İmtiyaz Kira (Mayıs 2036)	100%	9	0%
Milas Bodrum	İNA	İmtiyaz Kira (Aralık 2037)	100%	4	0%
Antalya	İNA	İmtiyaz Kira (Aralık 2051)	50%	979	25%
Almaty	İNA	İmtiyaz bulunmuyor	85%	1,096	28%
Gürcistan	İNA	Tiflis -YİD (Ocak 2027)	80%	149	4%
Monastir&Enfidha	İNA	Batum-YİD (Ağustos 2027)			
Üsküp & Ohrid	İNA	YİD+İmtiyaz Kira (Mayıs 2047)	100%	85	2%
Medine	İNA	YİD+İmtiyaz Kira (Haziran 2032)	100%	104	3%
Zagreb	İNA	YİD+İmtiyaz Kira (Mayıs 2041)	26%	168	4%
	İNA	YİD+İmtiyaz Kira (Nisan 2042)	15%	3	0%
TOPLAM				3,039	77.8%
Servis şirketleri					
ATU (Duty Free)	İNA		50%	104	3%
BTA (Food & Beverage)	İNA		100%	181	5%
TGS (Ground Handling)	İNA		50%	141	4%
HAVAS (Ground Handling)	İNA		100%	172	4%
TAV Technologies	İNA		100%	141	4%
TAV Operations	İNA		100%	131	3%
TOPLAM				870	22.2%
TOPLAM				3,908	
Holding net borç				651	
Net Aktif Değer (mn EUR)				3,257	
TAV Havalimanları Piyasa Değeri (mn EUR)				2,076	
Hisse Adedi				363.3	
Hedef fiyat				436.6	
Hisse Fiyatı				281.0	
Yükseliş Potansiyeli				55%	

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Şirket verileri

Yolcu trafiği – Ekim 2025

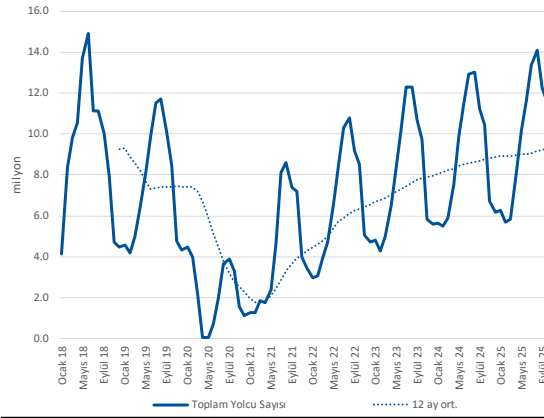
SEÇİLMİŞ TRAFİK VERİLERİNE AİT KARŞILAŞTIRMALAR

TAVHL aylık trafik verileri, seçilmiş kalemler



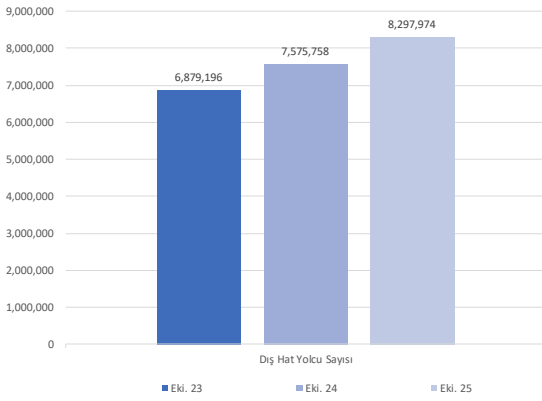
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, TAVHL

TAVHL aylık trafik verileri, seçilmiş kalemler



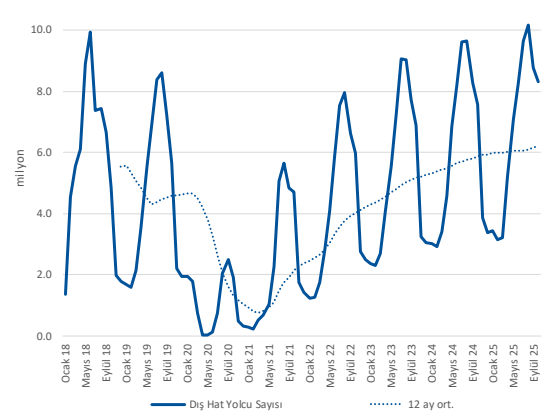
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, TAVHL

TAVHL aylık trafik verileri, seçilmiş kalemler



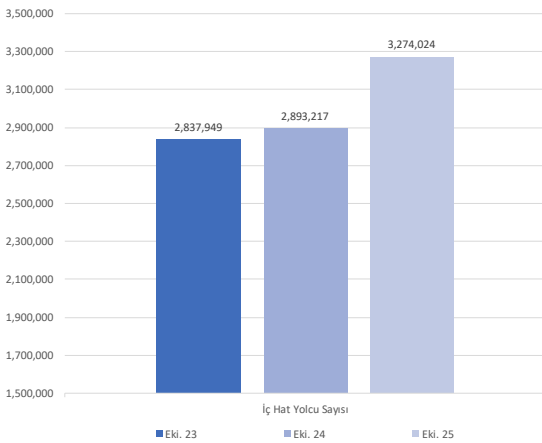
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, TAVHL

TAVHL aylık trafik verileri, seçilmiş kalemler



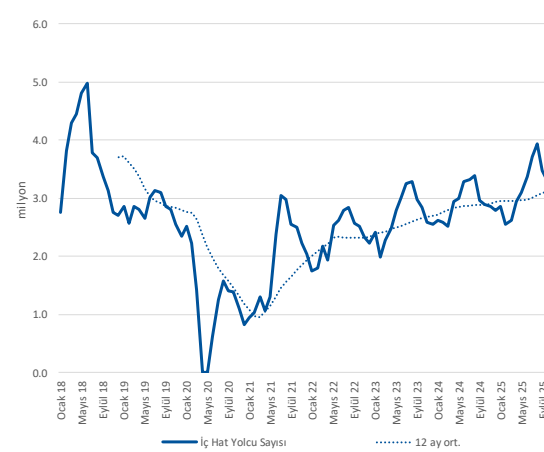
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, TAVHL

TAVHL aylık trafik verileri, seçilmiş kalemler



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, TAVHL

TAVHL aylık trafik verileri, seçilmiş kalemler



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, TAVHL

Yasal Uyarı

Bu rapor/e-posta içerisinde yer alan değerlendirmeler Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve hiçbir şekilde alış veya satış yapılması yönünde yönlendirme olarak değerlendirilmemelidir. Deniz Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit etmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk okuyucuların kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Deniz Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Deniz Yatırım ve DenizBank Finansal Hizmetler Grubu çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bu rapor/e-posta içerisinde yer alan bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler sermaye piyasası aracına yönelik bir yatırım tavsiyesi, alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve yatırım danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Buradaki içeriğin hiçbir bölümü Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, hiçbir şekil ve ortamda yayımlanamaz, alıntı yapılamaz ve kullanılamaz.

Derecelendirme

Deniz Yatırım Analistleri, her hisse senedi için bir veya birden fazla değerlendirme yöntemi kullanarak 12 aylık hedef değerler (fiyatlar) ve buna bağlı olarak potansiyel getirileri hesaplamaktadır. 12 ay derecelendirme sistemimiz; **AL**, **TUT** ve **SAT** olmak üzere 3 farklı genel yatırım tavsiyesi içerir.

AL: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **en az %20 ve üzerinde** oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

TUT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0-20 aralığında** oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

SAT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0'dan daha düşük** seviyelerde oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

Derecelendirme	Potansiyel Getiri (PG), 12-ay
AL	≥%20
TUT	%0-20
SAT	≤%0

Kaynak: Deniz Yatırım

Deniz Yatırım Analistleri, hisse senetlerini; potansiyel katalizörler, tetikleyici gelişmeler, riskler ile piyasa, sektör ve rakip firma gelişmeleri ışığında değerlendirmektedir. Analistlerimiz, genel yatırım tavsiyesinin kamuoyuyla paylaşılmasını takip eden süreçte hisse senetlerini titizlikle yakından takibe devam etmekte; ancak, hisse senedi fiyatındaki dalgalanmalardan ötürü değerler, derecelendirme sistemimizdeki sınırları aştığı takdirde, hisse senedi hakkında sundukları tavsiyeyi değiştirmemeyi ve/veya Gözden Geçirme (GG) sürecine almayı tercih edebilirler. Olası Gözden Geçirme (GG) durumunda, analistlerimiz açısından derecelendirme ve/öneri güncelleme noktasında herhangi bir zaman kısıtlaması kesinlikle söz konusu değildir. Kimi durumlarda, değerlendirme açısından, matematiksel olarak yükseliş potansiyeli veya düşüş riskinin doğması durumunda, analistlerimiz, AL-TUT-SAT önerilerinin dışında, sektör ve şirket ile ilgili genel gidişatı ve son gelişmeleri gözетerek derecelendirmeye temel oluşturan potansiyel getiri seviyelerinin dışında önerilerde bulunma haklarını saklı tutarlar. Bu gibi durumlarda, bahse konu şirket(ler)in, içerisinde bulundukları sektörün genel koşulları, muhtemel risk ve getiri başlıkları, açıklanan son finansallarındaki parametreler, politik ve jeopolitik gibi farklı birçok girdi gözetilerek değerlendirmede bulunulabilir. Analistlerimiz, AL-TUT-SAT önerilerini belirlerken, sadece matematiksel değerlerin gözetildiği, mekanik bir süreç yürütmemektedirler.