

TAV Havalimanları <TAVHL> — 3Ç26 BİLANÇO ANALİZİ
3Ç26'da operasyonel marjlar güçlendi

TAV Havalimanları 3Ç26'da net satışlarını yıllık %21,2 artırarak 32.631 mn TL'ye yükseltti. Brüt kâr %30,8 artışla 15.644 mn TL, FAVÖK (TL bazında) %28,0 artışla 14.065 mn TL oldu. Ana ortaklık net kârı ise %52,6 yükselerek 9.087 mn TL'ye ulaştı. Çeyreklik bazda ciro %22,0, FAVÖK %59,3 arttı. Avro bazında %5 ciro büyümesine karşın FAVÖK'ün %11 artarak 257 mn avroya ulaşması, yüksek sezondaki operasyonel toparlanmayı destekliyor.

Marj artışı güçlü, katkı hizmet şirketlerinden

Brüt kâr marjı yıllık 3,5 puan artışla %47,9'a, esas faaliyet kâr marjı 2,3 puan artışla %31,7'ye yükseldi. FAVÖK marjı TL bazında %40,8'den %43,1'e çıkarken, avro bazında %40,8'den %43,3'e ilerledi. Satışların maliyeti cironun altında artmasına rağmen faaliyet giderlerinde %39,4'lük yükseliş dikkat çekiyor. Dokuz ayda hizmet şirketlerinin FAVÖK'ü %24 artarak 162,5 mn avroya ulaştı; konsolide FAVÖK'teki 34,4 mn avroluk artışın yaklaşık %90'ı bu alandan geldi. Türkiye havalimanlarının FAVÖK'ü %9 yükselirken yurt dışı havalimanlarında %3 gerileme yaşandı. Dolayısıyla büyümenin tamamı havalimanlarına eşit yayılmıyor.

Trafik ve Almatı'da ayrışan görünüm

İlk dokuz ayda yolcu sayısı %3 artışla 89,4 mn'a yükseldi. Antalya'da dış hat yolcu sayısı %6 gerilerken Ankara %9, İzmir %7 ve Kuzey Makedonya %29 büyüdü. Ticari hizmetler yolcu trafiğindeki sınırlı artışı dengeledi: 3Ç26'da yer hizmetleri gelirleri avro bazında %10, yiyecek-içecek %17 ve duty free komisyonları %13 arttı. Buna karşılık Almatı'nın çeyreklik cirosu %11 gerileyerek 113,5 mn avro oldu. Şirket, jet yakıtı satış hacmindeki düşüşü yılın son çeyreğinden itibaren yeni havacılık tarifeleriyle büyük ölçüde telafi etmeyi hedefliyor.

Nakit yaratımı olumlu, borçluluk izlenmeli

İlk dokuz ayda işletme faaliyetlerinden nakit akışı %49 artarak 16,23 mlr TL'ye, avro bazlı serbest nakit akışı %17 artışla 213,6 mn avroya yükseldi. Net borç hazırandaki 1,83 mlr avrodan eylül sonunda 1,65 mlr avroya gerilerken nakden ödenen faiz 2,95 mlr TL'den 5,48 mlr TL'ye çıktı. Konsolide net borç/son 12 aylık FAVÖK oranı yıllık 3,0x'ten 2,8x'e iyileşti. İştirakler oransal dahil edildiğinde oran 3,8x'ten 3,5x'e geriliyor. Yeni Antalya projesinin 1,30 mlr avro net borcu, yatırım finansmanının yakından izlenmesini gerektiriyor.

Net kârda faaliyet dışı kalemlerin katkısı

Çeyreklik net finansman gideri yıllık 2,59 mlr TL'den 1,88 mlr TL'ye geriledi; ancak brüt finansman giderleri %48 artışla 4,00 mlr TL'ye yükseldi. Net iyileşmede finansman gelirlerine kaydedilen ve ağırlıklı TMS 28 uygulamasıyla ilişkili 2,06 mlr TL'lik tutarın etkisi bulunuyor. Dokuz ayda ertelenmiş verginin giderden gelire dönmesi ve özkaynak yöntemi yatırımlarındaki zararın azalması da net kârı destekledi. Bu nedenle %139'luk dokuz aylık net kâr artışını bütünüyle operasyonel kârlılığa bağlamıyoruz.

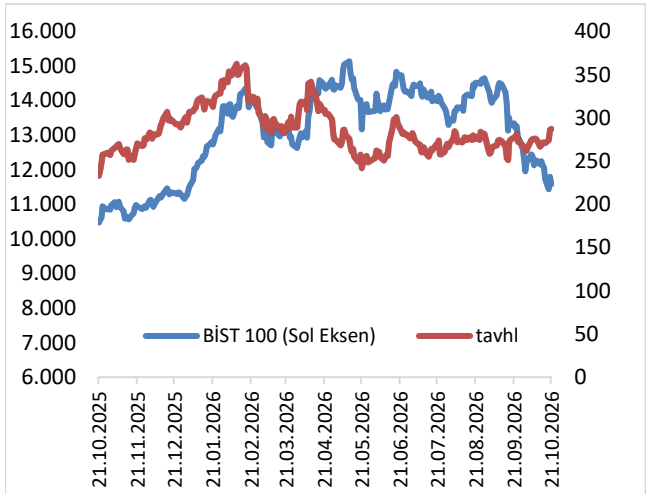
POZİTİF

Kapanış, TL (21.10.2026)	287,00 TL
Bugünkü Sermaye (bin TL)	363.281
Halka Açık Sermaye (bin TL)	178.407
Halka Açıklık Oranı	49,11

Piyasa Çarpanları

F/K	12,40
PD/DD	1,08
FD/FAVÖK	6,06

Özet Gelir Tablosu (bin TL)	3Ç26	3Ç25	Değ.(%)
Net Satışlar	32.630.716	26.916.762	21,2
Brüt satış karı	15.643.714	11.960.948	30,8
Faaliyet Giderleri	5.395.564	3.871.183	39,4
Finansal Gelir/Gider	-1.883.812	-2.594.851	a.d.
Esas Faaliyet Karı	10.332.429	7.906.717	30,7
FAVÖK	14.065.015	10.984.789	28,0
Ana Ortaklık Net Kar	9.087.111	5.954.365	52,6
Oranlar	3Ç26	3Ç25	Fark
Brüt Kar Marjı (%)	47,94	44,44	3,5
Esas Faa.Kar Marjı (%)	31,66	29,37	2,3
FAVÖK Marjı (%)	43,10	40,81	2,3
Net Kar Marjı (%)	27,85	22,12	5,7



Şirketin 3Ç26 sonuçlarını operasyonel açıdan olumlu değerlendiriyoruz. Sınırlı yolcu büyümesine rağmen ticari gelirlerin katkısı ve çift haneli avro bazlı FAVÖK artışı pozitif. Buna karşılık Antalya dış hat trafiğindeki zayıflık, Almatı'da gelir kaybı, yükselen faiz ödemeleri ve yıl sonu yolcu/FAVÖK hedeflerindeki aşağı yönlü revizyonlar risk oluşturuyor. Önümüzdeki dönemde Almatı tarifelerinin etkisi, hizmet şirketlerinde marjların korunması ve borçlulukta iyileşmenin sürmesi temel takip noktaları olacak.

Beklentiler

	9A25	9A26	Değ.	2025 Gerç.	2026 Önceki	2026 Güncel	4Ç26 Gerekli
Toplam yolcu (mn)	87,2	89,4	+%3	113	116–123	112–118	22,6–28,6
Dış hat yolcu (mn)	58,8	59,2	+%1	75	78–83	72–77	12,8–17,8
Ciro (mn €)	1.389,8	1.461,1	+%5	1.823	1.880–1.980	1.880–1.980	419–519
FAVÖK (mn €)	467,4	501,8	+%7	560	590–650	580–630	78–128
Yatırım (mn €)	126,7	140,7	+%11	201	<330	<300	<159,3

2026 beklentilerinde yolcu ve FAVÖK aşağı yönlü revize edildi

Şirket, 2026 yılı toplam yolcu beklentisini 116–123 mn'dan 112–118 mn'a, dış hat yolcu tahminini 78–83 mn'dan 72–77 mn'a indirdi. Ciro beklentisi 1.880–1.980 mn avro aralığında korunurken FAVÖK beklentisi 590–650 mn avrodan 580–630 mn avroya düşürüldü. Yatırım harcaması üst sınırı ise 330 mn avrodan 300 mn avronun altına çekildi. Böylece ciro hedefi değişmemesine karşın hem trafik hem kârlılık hedeflerinin aşağı revize edilmesi, yolcu başına gelir artışının büyümeyi desteklediğini; operasyonel risklerin ise devam ettiğini gösteriyor. İlk dokuz ayda 89,4 mn yolcu, 1.461 mn avro ciro ve 502 mn avro FAVÖK gerçekleşti. Güncel beklentilerin karşılanması için son çeyrekte 22,6–28,6 mn yolcu, 419–519 mn avro ciro ve 78–128 mn avro FAVÖK elde edilmesi gerekiyor. İlgili ciro bandı, üçüncü çeyreğe göre mevsimselliğe uygun şekilde daha düşük gelire işaret ediyor. FAVÖK aralığının üst bandına ulaşılması ise yılın son çeyreğinde daha güçlü kârlılık gerektiriyor. Almatı'da uygulanan yeni havacılık tarifelerinin jet yakıtı satış hacmindeki gerilemeyi telafi etme gücü ve Antalya'daki dış hat trafiğinin seyri bu açıdan öne çıkıyor. Şirketin konsolide nakit akışı güçlü olmakla birlikte yatırım harcamaları ve finansman maliyetlerinin etkisi sürüyor. Yıl sonu hedeflerini değerlendirirken mevsimselliğin yanı sıra kur hareketleri, hizmet şirketlerinin kârlılığı ve tarife artışlarının kalıcılığı dikkate alınmalıdır.

Değerlendirme

TAVHL, 3Ç26 döneminde kâr marjlarını genişletirken özellikle Havaş ve BTA'nın güçlü katkısıyla avro bazında çift haneli FAVÖK büyümesi kaydetti. Operasyonel kârlılıktaki iyileşme dikkat çekerken net kârdaki artışta finansman, vergi ve iştirak kalemlerinin de önemli rol oynadığı görülüyor. Genel olarak şirketin üçüncü çeyrek finansallarını olumlu değerlendiriyoruz. Önümüzdeki dönemde Almatı Havalimanı'ndaki toparlanma süreci, güçlü nakit üretiminin sürdürülebilirliği ve iştirakler dahil borçluluk seviyesinin seyri, finansal performans açısından takip edeceğimiz temel unsurlar olacak.

Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:V, No:55 Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ’i Uyarınca Yayımlanan Uyarı 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.

Çekince: Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır.

Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez. Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

İntegral Yatırım Araştırma

Sevgül YIRTAR

Araştırma Müdürü

✉ sevgulyirtar@integralyatirim.com.tr

☎ +90 212 329 3289

SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER

Bankacılık, Holding, Savunma

Harun Raşit DEMİRCAN

Araştırma Uzmanı

✉ harundemircan@integralyatirim.com.tr

☎ +90 212 329 3288

SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER

*Enerji-Üretim, Perakende, GYO,
İnşaat, Sigorta*

Sena ÇOBAN

Araştırma Uzman Yardımcısı

✉ senacoban@integralyatirim.com.tr

☎ 0212 329 3286

SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER

*Enerji - Dağıtım, İlaç - Sağlık,
Teknoloji, Gıda*

Ertuğrul AKSOY

Araştırma Uzman Yardımcısı

✉ ertugrulaksoy@integralyatirim.com.tr

☎ +90 212 329 3285

DESTEK VERDİĞİ SEKTÖRLER

Demir-Çelik, Çimento

Ahmet Server DEDE

Araştırma Uzman Yardımcısı

✉ ahmetserverdede@integralyatirim.com.tr

☎ +90 212 329 3287

DESTEK VERDİĞİ SEKTÖRLER

Otomotiv, Petrokimya, Telekom, Havacılık

www.integralyatirim.com.tr