

TAV Holding

Yolcu büyümesinde temkinli iyimseriz, borçlulukta düşüş 2027'de başlayacak

Endeksin Üzerinde Getiri

Analist: Aytunç Uz

aytunc.uz@akyatirim.com.tr

Güncellenen tahminlerimizle 12 aylık hedef fiyatımızı 430,0 TL'den 507,0 TL'ye yükseltiyoruz. "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyemizi koruyoruz. Jeopolitik gerilimler ve uçak bulunabilirliğine ilişkin kısıtlar nedeniyle yolcu trafiğinin 2026'da genel olarak yatay kalmasını beklememize rağmen, Ankara'daki yeni imtiyaz koşullarının ilk tam yıl katkısı ve Antalya'daki ticari faaliyetlerin olgunlaşmasının desteğiyle net satışların %7, FAVÖK'ün ise %4 büyümesini öngörüyoruz. Yolcu büyümesinin 2028'den itibaren normalleşmesini ve faaliyet kaldırıcının güçlenmesini bekliyoruz.

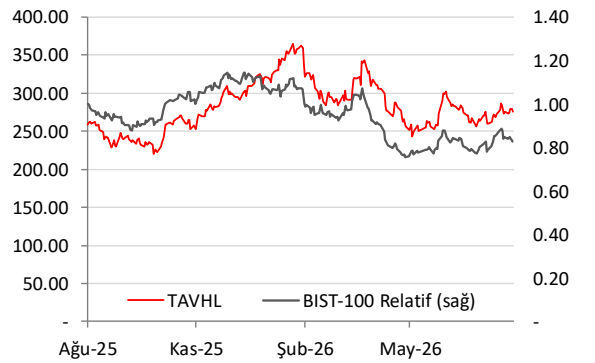
Parçaların toplamı değerlememiz 2,7 milyar euro NAD'a ve %84 getiri potansiyeline işaret ediyor. Antalya ve Almatı toplam NAD'ın yaklaşık %59'unu oluştururken, onları Havaş ve Ankara izliyor.

Tamamlanan Ankara, Antalya ve Almatı yatırımları TAV'ın büyüme hikayesinin temelini oluşturuyor. Ankara, daha yüksek yolcu ücretleri ve 2050'ye uzanan imtiyaz süresinden faydalanırken, Antalya'nın kapasitesi 65 milyon yolcuya çıktı ve ticari alanı iki kattan fazla arttı. Antalya'nın ATÜ portföyüne eklenmesinin yolcu başına geliri desteklemesini bekliyoruz. Almatı'da ise yeni terminal kapasiteyi 20 milyon yolcuya çıkarırken, devam eden 315 milyon euro yatırım programı gelir karmasını yolcu ve havacılık gelirleri lehine dönüştürmeyi hedefliyor.

Yüksek yatırım harcaması gerektiren dönemin büyük ölçüde geride kalmasıyla birlikte yatırım hikayesi büyüme ve borçluluğun azaltılmasına doğru kayıyor. Ankara'nın yeni imtiyaz koşullarının tam yıl katkısı, BTA'daki büyüme, Almatı'daki satış karması dönüşümü ve Tiflis imtiyaz süresinin uzatılması yıllara yayılacak bir büyüme döngüsünü desteklerken, 2027 sonrasında azalan yatırım harcamalarının borçluluğun azaltılmasını hızlandırmasını bekliyoruz. Net borcun 2026'da 1,85 milyar euro ile zirve yaptıktan sonra 2027'de 1,80 milyar euro'ya gerilemesini öngörüyoruz.

Başlıca riskler; jeopolitik gelişmeler, beklentilerin altında yolcu büyümesi, Türkiye'nin turizm rekabetçiliğinin zayıflaması ve yatırımların beklenenden yavaş gelir yaratmasıdır. Almatı'daki jet yakıtı kârlılığı üzerindeki baskı, zayıf ticari harcamalar, TL'nin reel değer kazanması ve yüksek finansman veya yatırım ihtiyacı da aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Havalimanı operasyonlarının yüksek sabit maliyet yapısı nedeniyle zayıf trafik, FAVÖK ve serbest nakit akışını orantısız şekilde olumsuz etkileyebilir.

Bloomberg Kodu	TAVHL TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	507.00 (önceki 430.00)			
Güncel Fiyat, TL	276.00			
Getiri Potansiyeli	84%			
Halka Açıklık Oranı	48%			
Piyasa Değeri, mn TL	100,266			
Firma Değeri, mn TL	160,878			
Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	82,151	106,315	140,250	181,223
FAVÖK, mn TL	25,289	31,638	41,395	55,512
Net Kâr, mn TL	2,816	5,554	15,659	26,141
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	61,417	113,208	135,065	147,301
Net Borç/FAVÖK	2.4	3.6	3.3	2.7
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	30.8%	29.8%	29.5%	30.6%
Net Marj	3.4%	5.2%	11.2%	14.4%
Temettü Verimi	-	1.3%	2.7%	7.7%
Büyüme				
Ciro, y/y	38.7%	29.4%	31.9%	29.2%
FAVÖK, y/y	44.9%	25.1%	30.8%	34.1%
Net Kâr, y/y	-57.1%	97.2%	181.9%	66.9%
Değerleme Verisi	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	32.9	18.1	6.4	3.8
FD/FAVÖK	4.9	5.8	5.0	3.9
FD/Ciro	1.5	1.7	1.5	1.2
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	7.5%	3.9%	11.0%	-6.8%
BİST-100 Relatif	6.8%	7.3%	-15.2%	-26.0%
AOİH, mn TL	995	1,022	826	965



Piyasa verileri 14 Ağustos 2026 tarihlidir.

İÇERİK

TAV Holding, Finansallar, EUR mn	3
YATIRIM TEMASI	4
RİSKLER	10
DEĞERLEME	13
PERFORMANS GÖSTERGELERİ	14
BENZER ŞİRKETLER	21
REVIZYONLAR.....	21
EKLER.....	22

TAV Holding, Finansallar, EUR mn

Gelir Tablosu (EUR mn)	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Satış Gelirleri	1,660	1,823	1,945	2,056	2,159
Operasyonel Giderler	-1,376	-1,461	-1,579	-1,668	-1,729
Faaliyet Karı	284	363	366	388	430
FAVÖK	489	560	580	607	661
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	59	-60	-41	74	142
Finansal Gelir / (Gider)	-112	-175	-185	-149	-138
Enflasyon Düzeltmesi	9	0	6	4	4
Vergi Öncesi Kar	240	128	147	317	438
Vergi Geliri / (Gideri)	-43	-62	-30	-73	-110
Azınlık Payları	14	16	15	16	17
Net Kar	183	51	101	228	311
Hisse Başı Net Kar	0.50	0.14	0.28	0.63	0.86
Hisse Başı Temettü	0.00	0.08	0.14	0.31	0.43
Temettü Dağıtım Oranı	0%	58%	50%	50%	50%

Bilanço EUR mn)	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Dönen Varlıklar	851	935	872	1,200	1,686
Nakit ve Nakit Benzerleri	353	477	249	547	1,006
Ticari Alacaklar	127	136	178	188	198
Stoklar	45	57	72	76	79
Diğer Dönen Varlıklar	327	265	372	388	404
Duran Varlıklar	4,012	4,079	4,210	4,385	4,443
Maddi Duran Varlıklar	2,796	3,079	3,220	3,302	3,200
Diğer Duran Varlıklar	1,216	999	991	1,083	1,243
Toplam Varlıklar	4,863	5,013	5,082	5,585	6,129
Kısa Vadeli Yükümlülükler	809	1,205	1,037	1,123	1,212
Finansal Borçlar	462	444	468	524	585
Ticari Borçlar	74	74	103	109	113
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	272	688	466	490	513
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,432	2,199	2,416	2,639	2,880
Finansal Borçlar	1,387	1,355	1,568	1,755	1,962
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,045	844	848	884	918
Özkaynaklar	1,623	1,609	1,629	1,823	2,038
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	1,608	1,582	1,608	1,785	1,983
Toplam Kaynaklar	4,863	5,013	5,082	5,585	6,129

Nakit Akım Tablosu (EUR mn)	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Net Kar	183	51	101	228	311
Amortisman ve İtfa Payları	206	198	213	219	231
İşletme Sermayesindeki Değişim	-5	-21	-28	-8	-8
Sabit Sermaye Yatırımları	-256	-214	-295	-301	-130
Temettü Ödemeleri	0	0	-29	-50	-114
Finansal Borç Değişimi	-86	-18	-22	242	269
Diğer Nakit Değişimi	-229	130	-168	-31	-101
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-186	125	-228	297	459

Karlılık	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Operasyonel Gider Marjı	82.9%	80.1%	81.2%	81.1%	80.1%
Faaliyet Kar Marjı	17.1%	19.9%	18.8%	18.9%	19.9%
FAVÖK Marjı	29.5%	30.7%	29.8%	29.5%	30.6%
Net Kar Marjı	11.0%	2.8%	5.2%	11.1%	14.4%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	12.1%	3.2%	6.3%	13.4%	16.5%
Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	9.9%	11.5%	12.2%	10.7%	11.0%

Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

Büyüme	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Satış Gelirleri	26.7%	9.8%	6.7%	5.7%	5.0%
Operasyonel Giderler	29.5%	6.1%	8.1%	5.7%	3.6%
Faaliyet Karı	14.9%	27.8%	1.0%	5.9%	10.8%
FAVÖK	27.2%	14.5%	3.5%	4.6%	9.0%
Net Kar	-26.6%	-72.3%	98.9%	125.9%	36.8%

Borçluluk	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Net Borç (Nakit)	1,716	1,628	1,854	1,799	1,608
Net Borç / FAVÖK	3.5	2.9	3.2	3.0	2.4
Faaliyet Karı / Net Faiz Gideri (Geliri)	2.7	2.8	2.2	2.7	3.1

Operasyonel Göstergeler	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Toplam Yolcu Sayısı (mn) IAH Hariç	106.4	113.1	113.3	116.4	122.6
Dış hat	71.2	75.3	74.8	76.8	81.2
İç hat	35.1	37.8	38.5	39.6	41.4
Uçuş Sayısı (Bin)	724,713	765,788	769,206	818,404	862,177
Yer Hizmeti Verilen Uçak Sayısı	564.4	595.8	595.8	595.8	616.2
HAVAS	168.6	171.3	171.2	171.2	174.6
TGS	395.8	424.5	424.6	424.6	441.6

Yolcu Kırılımı	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Türkiye'deki Havalimanları					
Ankara Esenboğa Havalimanı					
Dış hat	3.2	3.6	3.8	3.9	4.1
İç hat	9.7	10.3	11.1	12.0	12.7
İzmir Havalimanı					
Dış hat	4.8	5.1	5.1	5.2	5.4
İç hat	6.7	7.6	7.9	8.2	8.5
Gazipaşa Havalimanı					
Dış hat	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6
İç hat	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
Milas Bodrum Havalimanı					
Dış hat	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8
İç hat	2.4	2.6	2.8	3.0	3.1
Antalya Havalimanı					
Dış hat	31.8	32.2	29.5	29.5	31.1
İç hat	6.4	6.9	7.3	7.7	8.1
Yurtdışındaki Havalimanları					
Gürcistan					
Toplam Yolcu	5.7	6.6	6.5	6.7	7.1
Almati Havalimanı					
Dış hat	5.1	5.5	5.7	6.0	6.3
İç hat	6.3	6.5	6.2	6.2	6.4
Makedonya					
Toplam Yolcu	3.2	3.5	4.5	4.7	4.9
Tunus					
Toplam Yolcu	2.9	3.2	3.4	3.6	3.8
Medine					
Toplam Yolcu	10.9	11.9	11.8	11.8	12.9
Zagreb					
Toplam Yolcu	4.3	4.7	4.9	5.2	5.4
TAV Toplam	106.4	113.1	113.3	116.4	122.6

YATIRIM TEMASI

TAV'ın yatırım hikayesini aşağıda sekiz tema altında ele alıyoruz.

Tema I – 3A yatırımları tamamlandı

TAV'ın Ankara, Antalya ve Almatı'daki yatırım programlarının tamamlanması önemli bir dönüm noktası. Şirket, yüksek yatırım harcaması döneminden, imtiyaz koşullarının yapısal olarak iyileştiği ve yatırımların gelir yaratmaya başladığı bir döneme geçiyor.

Ankara Esenboğa: Yeni 25 yıllık imtiyaz dönemi (Mayıs 2025–Mayıs 2050, toplam 475 milyon euro + KDV kira bedeli), ikinci pist, kargo apronu, otopark ve 5 MW güneş enerjisi santraline yapılan yaklaşık 210 milyon euro tutarındaki yatırımın ardından başladı. Yeni imtiyazla dış hat yolcu servis ücreti 15 eurodan 17 euroya yükselirken, güvenlik ücreti 1,5 eurodan 3 euroya çıktı. Gelir garantisi yapısının kaldırılması ve IFRIC 12 muhasebesinin sona ermesiyle birlikte raporlanan net satışlar ve FAVÖK artık gerçekleşen trafikle daha uyumlu şekillenecek. AJet'in filosunu 2033'e kadar 117 uçaktan 200 uçağa çıkarma planının ve Pegasus'un 100 kesin + 100 opsiyonlu B737-10 siparişinin, yolcu başına geliri daha yüksek olan dış hat trafiğini desteklemesini bekliyoruz.

Antalya: TAV-Fraport ortaklığının yaklaşık 850 milyon euro tutarındaki kapasite yatırımı, yıllık yolcu kapasitesini 40 milyondan 65 milyona çıkarırken ticari alanı da iki kattan fazla artırdı. Havalimanı 2025'te 39,2 milyon yolcuya hizmet verdi. Yeni 2027–2051 imtiyaz döneminde de 17 euro yolcu servis ücreti ve 3 euro güvenlik ücreti uygulanacak; toplam kira bedeli 7,25 milyar euro + KDV. Ticari faaliyetlerin olgunlaşma süreci henüz tamamlanmadı. BTA'nın 2025'te net satışları ve FAVÖK'ü sırasıyla yıllık %37 ve %50 büyürken, yönetim ticari faaliyetlerin 2027'ye kadar tamamen olgunlaşmasını ve ilk tam yıl ticari katkının 2026'da görülmesini bekliyor.

Almatı (Faz 1): Haziran 2024'te tamamlanan yaklaşık 200 milyon dolar tutarındaki yeni dış hat terminali, yıllık yolcu kapasitesini neredeyse üç katına çıkararak 20 milyona yükseltti. Havalimanı 2025'te 11,9 milyon yolcuya hizmet verirken trafik yıllık %4 arttı. Air Astana'nın Pratt & Whitney motor sorunları iç hat kapasite kullanımını geçici olarak sınırılıyor; şirketin 1Ç26'da dış hat ÜYK'sı yıllık %12,8 artarken iç hat ÜYK'sı %8,7 geriledi. Bununla birlikte altı ilave motorun temin edilmesi ve uçakların 2028'e kadar kademeli olarak yeniden hizmete dönmesi, önümüzdeki dönem için ilave trafik potansiyeli yaratıyor. Air Astana filosunu 2025'teki 62 uçaktan 2030'da 86 uçağa çıkarmayı planlarken, Kazakistan da ülke genelindeki uçak filosunu Şubat 2026'daki 109 uçaktan 2030'da 221 uçağa yükseltmeyi hedefliyor. Kazakistan'da hava yolu kullanımının artması, Almatı'nın Çin ile Avrupa arasındaki konumu ve yolcu ile kargo trafiğindeki gelişimle birlikte, tamamlanan terminal yatırımının sürdürülebilir dış hat yolcu büyümesini ve yolcu bağlantılı net satışlarda kademeli artışı desteklemesini bekliyoruz.

Tema II – Almatı’da satış karmasındaki yapısal değişim

2027 sonuna kadar tamamlanması hedeflenen ve ağırlıklı olarak faaliyetlerden yaratılan nakit akışı ile banka kredileriyle finanse edilecek 315 milyon euro tutarındaki yeni yatırım programı, 2025–2030 dönemi için öngördüğümüz %9,1 FAVÖK YBBO’sunu destekliyor. Stratejik motivasyon büyüme kadar savunma amaçlı da: Kazakistan jet yakıtı piyasasının serbestleşmesiyle birlikte kamuya ait KMG-Aero, Ocak 2026’dan bu yana TAV’ın yakıt fiyatlaması ve satış hacmi üzerinde baskı oluşturuyor. Bu durum, geçmişte Almatı net satışlarının yaklaşık %50’sini oluşturan yakıt operasyonlarını olumsuz etkiliyor. TAV ise tarife artışları ve dış hat yolcu büyümesiyle satış karmasını yolcu ve havacılık gelirleri lehine dönüştürmeyi hedefliyor.

2026’yı bir geçiş yılı olarak değerlendiriyoruz. Yakıt operasyonlarındaki baskı nedeniyle 1Ç26’da net satışlar ve FAVÖK yıllık sırasıyla %11 ve %37 geriledi. Ancak tarife artışları ve dış hat yolcu büyümesinin desteğiyle 2Ç26’da güçlü bir toparlanma görüldü. 1Y26’da net satışlar 257,9 milyon euroya ulaşırken FAVÖK marjı yaklaşık %25 olarak gerçekleşti. 2Ç26’da dış hat tarifesi yıllık %43 artışla 14,7 dolara yükselirken, 1Y26 dış hat yolcu trafiği yıllık %9 büyüdü. TAV ayrıca, satım opsiyonunun kullanılması kapsamında Almatı’nın kalan %15 hissesini 133 milyon dolar karşılığında satın alarak payını %100’e çıkarıyor. İşlemin hedef fiyatımıza etkisini nötr görürken, TAV’a atfedilebilir kâr ve temettüleri artırmasını bekliyoruz.

Tema III – Medine’de hac ve umre kaynaklı trafik büyümesi için ilave kapasite

TAV ve konsorsiyum ortağı, yeni dış hat terminali ile bağlantı yolları, altyapı ve otopark tesislerinin inşaatına 3Ç25’te başladı. Şirketin son beklentilerine göre toplam yatırımın yaklaşık 300 milyon dolar olması ve projenin 2028’de tamamlanması hedefleniyor. Finansman, TAV Havalimanları Holding’den özkaynak katkısı olmadan proje şirketi seviyesinde sağlanacak. Projenin yıllık yolcu kapasitesini 15 milyondan 25 milyona çıkarması bekleniyor. Havalimanı 2025’te 11,9 milyon yolcuya hizmet verirken, ilave kapasite hac ve umre kaynaklı sürdürülebilir trafik büyümesi için önemli bir alan yaratacak. TAV’ın ortak girişimde %26 payı bulunuyor. İmtiyaz süresi Mayıs 2041’de sona erecek.

Tema IV – Tiflis’te beş yıl ilave imtiyaz süresi

TAV, 2026–2027 döneminde gerçekleştirilecek 150 milyon dolar tutarındaki yatırım programı ve 25 milyon dolar peşin ödeme karşılığında Tiflis Havalimanı’nın imtiyaz süresini Ocak 2027’den Aralık 2031’e uzattı. 2027’den itibaren TAV, daha önce iniş ve yer hizmetleri gelirlerinin %10’u üzerinden hesaplanan kira yerine, yolcu ücretlerinin %30’unu imtiyaz kirası olarak ödeyecek. Bu nedenle FAVÖK marjının 2025’teki %77,6 seviyesinden 2027’de %66,4’e gerilemesini bekliyoruz. 2028–2031 döneminde yıllık %5,0 yolcu büyümesi öngörüyoruz.

Yatırım kapsamında mevcut 37,5 bin m² terminal alanına 19,5 bin m² ilave edilerek toplam terminal alanı %52 artırılabilecek. Yatırımlarla yıllık yolcu kapasitesinin yaklaşık 7,5 milyondan 10 milyonun üzerine çıkması bekleniyor; havalimanı 2025’te 5,4 milyon

yolcuya hizmet verdi. Yönetim, yatırım dönemi boyunca Tiflis'ten TAV'a temettü aktarımında kesinti beklemiyor.

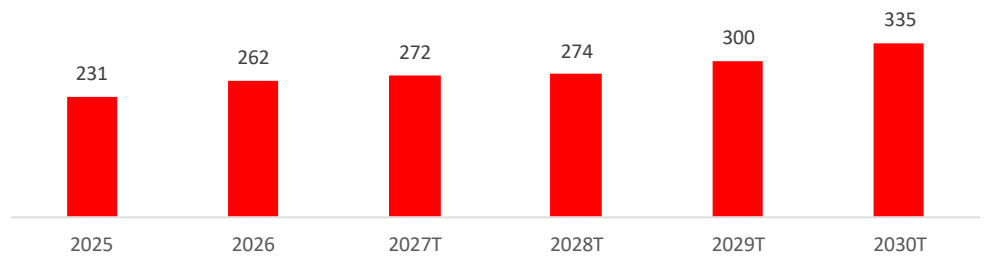
Tema V – Makedonya’da Wizz Air öncülüğünde büyüme

TAV, Üsküp ve Ohri havalimanlarını Haziran 2032’de sona erecek imtiyaz sözleşmeleri kapsamında işletiyor. Havalimanları 2025’te yıllık %9 artışla 3,5 milyon yolcuya hizmet verirken, TAV Makedonya’nın net satışları yıllık %15 artışla 54,9 milyon euroya, FAVÖK’ü ise %27 artışla 24,7 milyon euroya yükseldi; FAVÖK marjı %45,0 olarak gerçekleşti. Büyüme ivmesi 1Y26’da hızlanırken, yolcu trafiği yıllık %28 artışla 2,0 milyona, net satışlar ise %16 artışla 28,4 milyon euroya ulaştı.

2025’te Kuzey Makedonya’da yaklaşık 1,7 milyon yolcu taşıyan ve TAV Makedonya’nın toplam trafiğinin yaklaşık yarısını oluşturan Wizz Air, A320’leri daha büyük A321’lerle değiştirerek, Üsküp üssüne ilave uçak tahsis ederek ve uçuş ağı ile frekanslarını genişleterek kapasitesini önemli ölçüde artırdı. Wizz Air’in Pratt & Whitney kaynaklı motor sorunlarının kademeli olarak çözülmesi de ilave büyüme potansiyeli sunuyor. Uçuş dışı kalan uçak sayısı Mart 2025’te 42’den Haziran 2026’da 24’e gerilerken, Aralık 2027 itibarıyla sıfıra düşmesi bekleniyor.

Wizz Air’in Orta ve Doğu Avrupa’ya yeniden odaklanması ve Üsküp’e tahsis edilen ilave kapasiteyle birlikte, yolcu trafiği ve ticari gelirlerdeki büyümenin faaliyet kaldırıcı yoluyla FAVÖK marjındaki artışı desteklemeye devam etmesini bekliyoruz. Ancak imtiyaz sürelerinin Haziran 2032’de sona erecek olması nedeniyle bu büyümenin değerlemeye etkisi görece sınırlı kalıyor. Olası bir imtiyaz süresi uzatımı ise mevcut değerlememize dahil etmediğimiz yukarı yönlü bir potansiyel oluşturuyor.

Şekil 1: Wizz Air Filo Planı



Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

Tema VI – Büyüme Opsiyonları

Aşağıdaki fırsatların hiçbiri tahminlerimize dahil değil ve baz senaryomuza ilave yukarı yönlü potansiyel sunuyor.

Vaziani (Tiflis’in yerine geçmesi planlanan yeni havalimanı): Gürcistan hükümeti, mevcut Tiflis Havalimanı’nın eski Vaziani askeri havaalanında inşa edilecek yeni bir uluslararası havalimanıyla değiştirilmesine yönelik plan üzerine çalışıyor. Son hükümet planı, yıllık yaklaşık 20 milyon yolcu kapasitesi hedefliyor. Buna karşılık mevcut havalimanı 2025’te 5,4 milyon yolcuya hizmet verirken, TAV’ın devam eden 150 milyon dolarlık yatırımı sonrasında kapasitenin 10 milyon yolcunun üzerine çıkması bekleniyor. Hükümetin önceki değerlendirmesinde, iki fazda toplam yatırımın 1,2 milyar dolara kadar çıkabileceği ve yeni havalimanının bölgesel bir yolcu ve kargo merkezi olması öngörülüyordu.

İnşaata 2027 sonunda başlaması ve 2031 sonunda tamamlanması bekleniyor. Bu tarih, TAV’ın uzatılan imtiyaz süresinin sona ermesiyle örtüşürken, mevcut Tiflis Havalimanı’nın sonrasında ticari faaliyetlerini durdurması öngörülüyor. Hükümet yeni havalimanının mülkiyetini elinde tutmayı ve işletme için deneyimli bir uluslararası ortak seçmeyi planlıyor. Ortak seçimine yönelik ihale henüz resmi olarak başlatılmadı; ancak Gürcistan Ekonomi Bakanı ihale düzenleneceğini teyit ederken, Singapore Changi Airport ve TAV sürece katılmakla ilgilendiklerini açıkladı. TAV’ın Gürcistan’daki yaklaşık 20 yıllık işletme tecrübesi, mevcut havalimanındaki yatırımları ve Groupe ADP’nin uzmanlığına erişimi, şirketi güçlü bir aday konumuna getiriyor.

Kuveyt T2/T4: Kuveyt’te toplam yaklaşık 29,5 milyon yolcu kapasitesini kapsayan ve düşük sermaye ihtiyacı gerektiren işletme ve bakım ihaleleri bulunuyor. T2 ihalesine TAV, Limak ile kurduğu ve %60 pay sahibi olduğu konsorsiyum üzerinden katılıyor. Yönetim kısa vadede finansal etkinin sınırlı olmasını beklerken, T2 ihalesinin kazanılması Körfez bölgesindeki havalimanı işletmeciliğine stratejik bir giriş anlamına gelecek.

Mısır Kamu-Özel İşbirliği programı: Hurghada Havalimanı’nın yaklaşık 11 milyon yolcu kapasitesiyle 11 havalimanını kapsayan özelleştirme programının ilk projesi olması ve ihalenin en erken 4Ç26’da düzenlenmesi bekleniyor. Yaklaşık 8 milyon yolcu kapasiteli Sharm El Sheikh’in ise ardından gelmesi planlanıyor. İki havalimanının toplam yaklaşık 19 milyon yolcu trafiği, TAV’ın 2025’teki 113 milyon yolculuk grup trafiğinin yaklaşık %17’sine denk geliyor.

Tema VII – Filo büyüme planları: portföy genelinde talebi destekleyen unsur

Havalimanı bazlı katalizörlerin yanı sıra, THY ve Pegasus’un uçak teslimat programları yolcu trafiğine uzun vadeli ve yapısal destek sağlıyor. Pegasus’un mevcut 127 uçaklık filosuna karşılık 100 kesin B737-10 siparişi ve 100 opsiyonu bulunuyor. THY’nin sipariş portföyünde ise 150 A321neo, 70 A350 ailesi uçak ve 50 kesin 787-9/10 siparişinin yanı sıra, henüz kesin siparişe dönüşmemiş 100 kesin + 50 opsiyonlu 737 MAX planı bulunuyor. THY, mevcut 552 uçaklık filosunu 2033’e kadar 800’ün üzerine çıkarmayı

hedefliyor. AJet'in de filosunu 2033'e kadar 200 uçağa çıkarma planının bu hedekten faydalanmasını bekliyoruz.

Dar gövdeli uçak siparişleri TAV açısından daha önemli; A321neo, 737 MAX ve 737-10, TAV havalimanlarının hizmet verdiği iç hat, Avrupa, Orta Doğu ve Orta Asya rotalarına uygun uçak tipleri. Antalya, Ankara ve İzmir'in bu büyümeden en fazla faydalanacak havalimanları olmasını bekliyoruz. Antalya'da ilave Pegasus ve THY-AJet frekansları, yeni kapasite ve ticari alanların gelir yaratmasını desteklerken; Ankara'da AJet'in dış hat ağını genişletmesi, İzmir'de ise Pegasus öncülüğündeki dış hat büyümesine güçlü iç hat trafiğinin eşlik etmesi büyümeyi destekliyor.

Geniş gövdeli uçak teslimatlarının büyük ölçüde İstanbul Havalimanı'nda konuşlandırılması nedeniyle TAV üzerindeki doğrudan etkisinin daha sınırlı olmasını bekliyoruz. Bununla birlikte, uzun menzilli uçuş ağındaki genişleme TAV'ın hizmet verdiği destinasyonlara ilave bağlantılı yolcu trafiği sağlayabilir. Teslimatların 2030'lu yıllara kadar devam etmesi ve uçakların hangi üslere tahsis edileceğinin henüz açıklanmamış olması nedeniyle, filo yatırım döngüsünü kısa vadeli tek seferlik bir katalizörden ziyade yapısal bir talep desteği olarak değerlendiriyoruz.

Tema VIII – Antalya şerefiye amortisman etkisinin sona ermesi 2027'de net kâr büyümesini destekleyecek

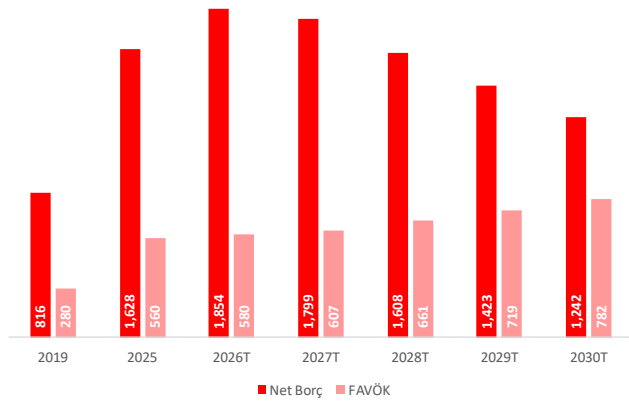
Antalya Havalimanı'na ilişkin satın alma fiyatı dağıtımı (PPA) amortismanının eski imtiyaz döneminin sona ermesiyle ortadan kalkması, TAV'ın 2027'de raporlanan kâr kalitesinde belirgin bir iyileşme sağlayacak. Tamamen nakit dışı olan bu gider, özkaynak yöntemiyle muhasebeleştirilen katkıyı önemli ölçüde baskıladı. 2025'te bu gider 70 milyon euro ile 51 milyon euro olan raporlanan net kârın üzerinde gerçekleşti. Eski Antalya imtiyazının Aralık 2026'da sona ermesi ve yeni imtiyazın Ocak 2027'de başlamasıyla bu muhasebe etkisi ortadan kalkacak. Böylece FAVÖK veya nakit yaratımında herhangi bir değişiklik olmadan özkaynak yöntemiyle muhasebeleştirilen kâra pozitif katkı sağlanacak.

Sonuç: Yatırımların gelir yaratma süreci hızlanıyor

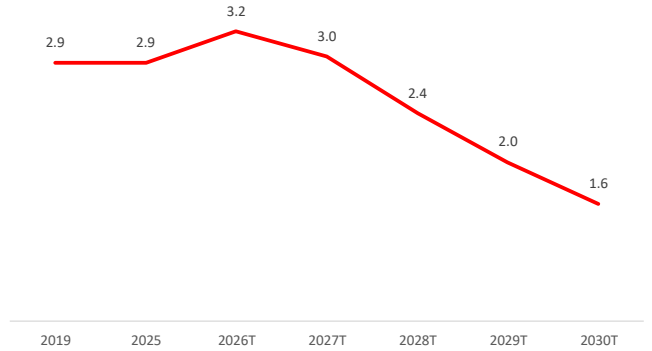
2025 sonuçları, yatırım harcaması döneminden gelir yaratma dönemine geçişin başladığını gösteriyor. Konsolide net satışlar yıllık %10 artışla 1,82 milyar euroya yükselerek %6'lık yolcu büyümesinin üzerinde gerçekleşirken, FAVÖK yıllık %14 artışla 560 milyon euroya ulaştı ve FAVÖK marjı 1,2 puan artışla %30,7 oldu. Devam eden yatırımlara rağmen serbest nakit akışı yıllık %80 artışla 269 milyon euroya yükselirken, net borç %5 azalarak 1,62 milyar euroya geriledi. Yönetimin 2026 beklentileri; 112–118 milyon yolcu, 1,88–1,98 milyar euro net satış, 580–630 milyon euro FAVÖK ve 300 milyon euronun altında yatırım harcamasına işaret ediyor. FAVÖK beklentisinin üst bandı yıllık %13'e kadar büyüme anlamına geliyor.

Kapasite yatırımlarının önemli bölümü tamamlanırken, Almatı ve Tiflis yatırımlarının 2027 sonunda sona ermesiyle yatırım harcamalarının 2028'den itibaren belirgin şekilde gerilemesini bekliyoruz. Ankara'nın yeni imtiyaz koşullarının tam yıl katkısı ve tarife güncellemesi, BTA'da faaliyetlerin olgunlaşması, Almatı'daki satış karması dönüşümü ve Tiflis imtiyaz uzatımı, yıllara yayılan kâr ve serbest nakit akışı büyümesini destekliyor. Almatı ve Tiflis yatırımlarının 2027 sonunda tamamlanmasıyla yatırım harcamalarının gerilemesi de bu görünümü güçlendirecek. Gürcistan, Kuveyt ve Mısır'daki geniş fırsat havuzu ile havayollarının yıllara yayılan filo büyüme döngüsü ise tahminlerimize dahil etmediğimiz ilave yukarı yönlü potansiyel sunuyor.

Şekil 2: TAV Holding Net borç ve FAVÖK (EUR mn)



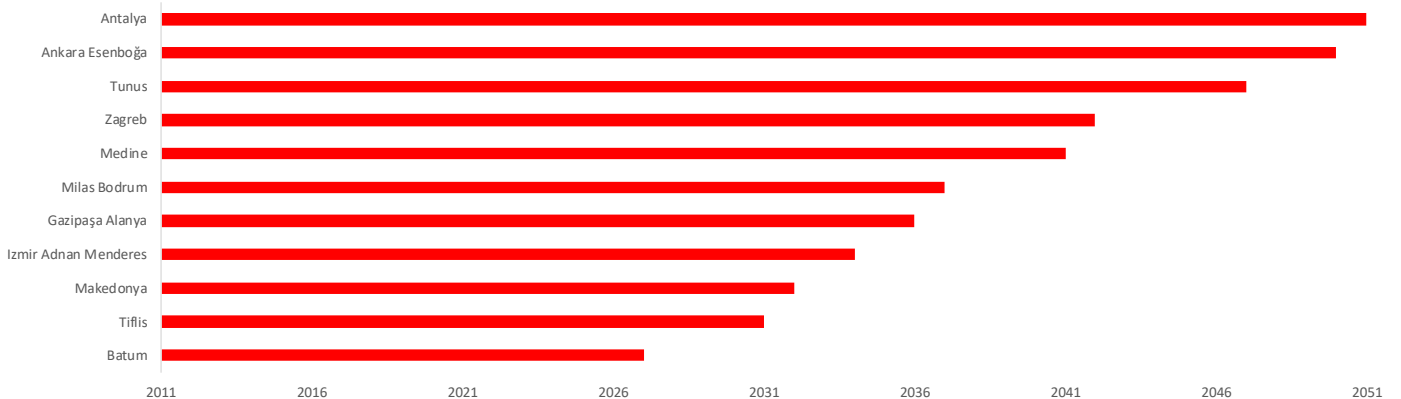
Şekil 3: TAV Holding Net Borç/FAVÖK



Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 4: Havalimanı İmtiyaz Süreleri



Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

RİSKLER

Yatırım tezimiz, TAV'ın yolcu büyümesi ve yakın zamanda tamamlanan kapasite yatırımlarını kalıcı FAVÖK büyümesi ve borçlulukta düşüşe dönüştürebilmesine dayanıyor. Başlıca riskler üç başlıkta toplanıyor: (i) yolcu trafiği ve turizm talebinin beklentilerin altında kalması, (ii) tamamlanan yatırımların gelir yaratmasının beklenenden yavaş olması ve Almatı'daki yapısal baskılar, (iii) borçluluğun azalmasını geciktirebilecek yüksek yatırım harcaması ihtiyacı. Bunlara ek olarak, jeopolitik riskler tüm başlıkların üzerinde sürekli bir aşağı yönlü risk oluşturuyor.

I – Trafik ve turizm talebi riski

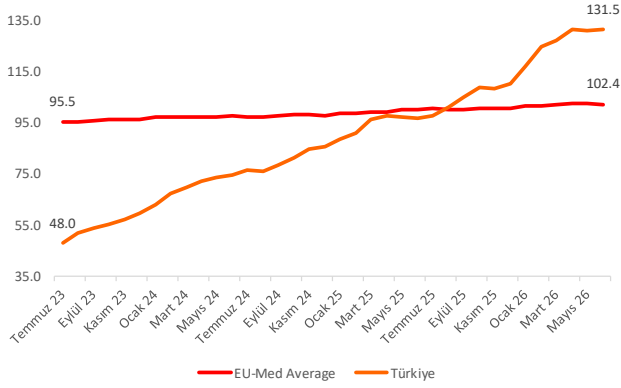
TAV'ın kârlılığı yolcu trafiğine oldukça duyarlı; ilave trafik yalnızca havacılık ücretlerini değil, duty-free, yiyecek-içecek, lounge ve yer hizmetleri gelirlerini de destekliyor. 1Y26'da toplam yolcu trafiği yıllık yalnızca %1 artışla 48,2 milyona ulaşırken, dış hat trafiği %1 geriledi. Orta Doğu'daki gerilimler, hava sahası kısıtlamaları ve yüksek jet yakıtı fiyatları talebi baskılarken, en olumsuz etkilenen havalimanları Antalya, Gürcistan ve Medine oldu. Yönetim, 2026 toplam yolcu beklentisini 116–123 milyondan 112–118 milyona, dış hat yolcu beklentisini ise 78–83 milyondan 72–77 milyona düşürdü. İlave hava sahası kapanmaları, yakıt fiyatlarının yüksek seyretmesi veya havayollarının kapasite artışlarının zayıflaması trafiği daha da baskılayabilir. Havalimanı operasyonlarının yüksek sabit maliyet yapısı nedeniyle trafiğin beklentilerin altında kalması FAVÖK ve serbest nakit akışını orantısız şekilde olumsuz etkileyebilir.

Türkiye'nin turizmdeki fiyat avantajının kademeli olarak aşınması da riski artırıyor. TÜFE bazlı reel efektif döviz kuru Temmuz 2023–Haziran 2026 döneminde %44 yükselirken, TL'nin reel değer kazanması Türkiye'de turizm enflasyonunu Akdeniz ülkelerinin belirgin şekilde üzerine taşıdı. Eurostat'ın HICP verilerine göre paket tur ve konaklama fiyatları bu dönemde Türkiye'de %131 artarken, Portekiz, Fransa, İtalya, İspanya ve Yunanistan'da artış %1–15 aralığında kaldı. Fark Haziran 2026'da da açılmaya devam etti; Türkiye'de yıllık artış %26,5 iken karşılaştırılan ülkelerde %0,5–7,0 aralığında gerçekleşti. Destinasyondaki harcamalarda fark daha da belirgin: Türkiye'de gıda fiyatları aynı dönemde kümülatif %173,8 artarken, Haziran 2026'daki yıllık artış %35,5 oldu; diğer ülkelerde ise artışlar tek haneli seviyelerde kaldı.

Bağımsız araştırmalar da bu eğilimi destekliyor. Ağustos 2025 tarihli bir paket tatil karşılaştırmasına göre Türkiye'de kişi başı ortalama maliyet Yunanistan'ın yaklaşık %5, İspanya anakarasının ise %17 üzerindeydi. 2025'te Türkiye'nin turizm gelirleri %6,8 artarken ziyaretçi sayısı yalnızca %2,7 büyüdü; bu da büyümenin hacimden ziyade fiyat kaynaklı olduğuna işaret ediyor. Türkiye'nin göreceli fiyat avantajındaki daralma devam ederse tur operatörleri ve fiyat duyarlılığı yüksek turistler talebi ve havayolu kapasitesini alternatif destinasyonlara yönlendirebilir. TAV portföyünde Antalya, Bodrum ve Gazipaşa bu riske en fazla maruz kalan varlıklar.

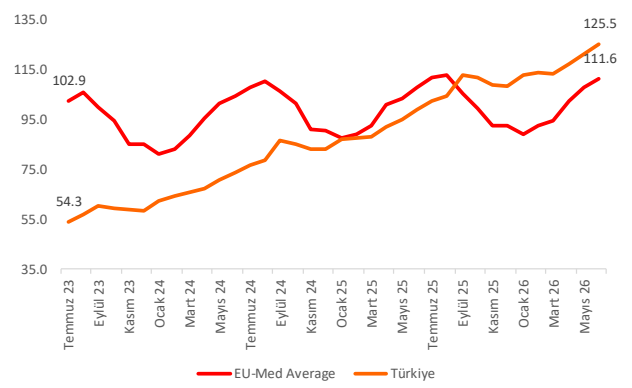
HICP endekslerinin mutlak fiyat seviyelerini değil, tüketici fiyatlarındaki değişimi ölçtüğünü not ediyoruz. Dolayısıyla veriler Türkiye'nin göreceli turizm fiyat avantajının belirgin şekilde daraldığını gösterse de, tek başına Türkiye'nin rakip destinasyonlardan daha pahalı olduğunu ortaya koymuyor.

Şekil 5: HICP - Alkol ve tütün dahil gıda



Kaynak: Eurostat, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 6: HICP - Paket tur ve konaklama



Kaynak: Eurostat, Ak Yatırım Araştırma

II – Büyüme yatırımlarında uygulama riski

TAV'a ilişkin olumlu görüşümüzün temel unsurlarından biri, yakın zamanda tamamlanan Antalya, Ankara ve Almatı projelerinin ("3A yatırımları") kâra katkı sağlaması. Antalya'da ticari faaliyetler henüz olgunlaşma sürecinde, Ankara'daki büyüme kısmen AJet ve Pegasus'un ilave kapasitesine bağlı, Almatı'daki yeni terminal ise yolcu bağlantılı gelirlerin payının artmasını destekliyor. Kapasite artışlarının yavaşlaması, ticari faaliyetlerin olgunlaşmasının gecikmesi, yolcu başına harcamaların zayıf kalması veya Almatı'daki gelir karması dönüşümünün beklenenden yavaş gerçekleşmesi sermaye getirisini düşürebilir ve FAVÖK'ün tahminlerimizin altında kalmasına neden olabilir.

Almatı ayrıca daha yapısal bir risk taşıyor. Düzenleyici değişikliklerle Kazakistan jet yakıtı piyasasında rekabetin artması, havalimanının yakıt satış hacmi ve marjlarını baskıladı. 1Ç26'da net satışlar yıllık %11 düşüşle 102,7 milyon euroya, FAVÖK ise %37 düşüşle 18,9 milyon euroya geriledi. Daha yüksek tarifeler, dış hat yolcu trafiğindeki %9 büyüme ve stok kazançlarının desteğiyle 2Ç26'da toparlanma görülürken, 1Y26 net satışları yıllık %10 artışla 257,9 milyon euroya ulaştı ve FAVÖK marjı yaklaşık %25 oldu. Buna karşın Pratt & Whitney kaynaklı filo kısıtları nedeniyle iç hat trafiği %5 geriledi. Yakıt operasyonlarının Almatı net satışlarının halen yaklaşık %50'sini oluşturması nedeniyle, hacim veya marjlardaki ilave düşüş, zayıf dış hat trafiği ya da yetersiz tarife artışları toparlanmayı sektöre uğratabilir. Yolcu ve havacılık gelirlerine yönelik dönüşümün yakıt faaliyetlerindeki kâr kaybını telafi etmesi de beklenenden uzun sürebilir.

III – Beklentilerin üzerinde yatırım ihtiyacı ve borçlulukta daha yavaş düşüş

TAV, 315 milyon euro tutarındaki Almatı Faz II programı ve 150 milyon dolarlık Tiflis kapasite artışı nedeniyle yatırım döneminde kalmaya devam ediyor. Yönetim, 2025'te 214 milyon euro olan konsolide yatırım harcamasının 2026'da 300 milyon euronun altında kalmasını bekliyor. İnşaat gecikmeleri, maliyet aşırımları, ilave kapasite ihtiyacı veya zayıf nakit yaratımı yatırım harcamalarının varsayımlarımızın üzerinde kalmasına neden olabilir.

TAV'ın 2025 sonunda, yıl içinde yaratılan 269 milyon euro serbest nakit akışına rağmen, 1,62 milyar euro net borcu bulunuyor. Daha yüksek yatırım harcaması, faiz ve refinansman maliyetleri veya beklentilerin altında FAVÖK borçluluğun azalmasını yavaşlatabilir ve temettü kapasitesini sınırlayabilir. TAV'ın yatırım yapılabilir seviyenin altındaki kredi notları (S&P: BB; Fitch: BB+) bu riski daha önemli hale getiriyor.

IV – Jeopolitik riskler

Geçmiş deneyimler, tek bir kaynak pazardaki trafiğin ne kadar hızlı düşebildiğini ve etkinin ne kadar uzun sürebildiğini gösteriyor. Ukrayna kaynaklı yolcu trafiği 2019'daki 2,7 milyondan Rusya'nın işgali sonrasında sıfıra inerken, Rusya kaynaklı trafik 2025'te 2019'daki 13,6 milyon seviyesinin %27 altında kaldı. Böylece iki pazardaki toplam kayıp yaklaşık 6,4 milyon yolcuya ulaştı. İsrail'den Türkiye'ye gelen ziyaretçi sayısı da 7 Ekim sonrasında 2022–2025 döneminde %86 düşerek 843 binden 121 bine geriledi.

Son olarak, 2026'daki ABD-İsrail-İran çatışması 1Y26'da İran'dan gelen ziyaretçi sayısını yıllık %11 azaltarak 1,21 milyona düşürdü. Bu gelişme Antalya'nın dış hat trafiğindeki %9'luk düşüşe, yani 1,1 milyon daha az yolcuya, katkıda bulunurken yönetim 2026 dış hat yolcu beklentisini 6,0 milyon yolcu, yani %7,5 aşağı çekti. Türkiye'nin çeşitlendirilmiş kaynak pazar yapısı geçmişte bu tür şokların etkisini sınırladı. Ancak daha geniş kapsamlı veya uzun süreli bir çatışma; hava sahası kapanmaları, uçuş iptalleri, kapasite kesintileri veya rezervasyon ertelemeleri yoluyla trafiği yeniden baskılayabilir. Havalimanı modelinin yüksek sabit maliyet yapısı nedeniyle bu durum FAVÖK ve serbest nakit akışını orantısız şekilde olumsuz etkileyebilir ve yatırım tezinin merkezindeki borçlulukta düşüş sürecini daha da yavaşlatabilir.

DEĞERLEME

TAV Holding'i değerlemek için parçaların toplamı yöntemini kullanıyor, her bir iş kolunu indirgenmiş nakit akımı yöntemiyle ayrı ayrı değerleyerek toplam şirket değerine ulaşıyoruz.

Şekil 7: Değerleme (EUR mn)	Metod	Hedef Değer	Sahiplik	TAV'ın Payı	FD/FAVÖK	Katkı	Önceki
Havalimanları							
Ankara	İNA	323	100%	323	10.3	12%	318
Izmir	İNA	88	100%	88	3.3	3%	89
Milas Bodrum	İNA	3	100%	3	3.2	0%	4
Gazipasa	İNA	3	100%	3	1.8	0%	5
Antalya	İNA	1,668	50%	834	16.2	31%	822
Gürcistan	İNA	281	80%	225	2.7	8%	221
Tunus	İNA	63	100%	63	8.7	2%	60
Makedonya	İNA	133	100%	133	4.5	5%	139
Medine	İNA	323	26%	84	10.4	3%	85
Almatı	İNA	762	100%	762	9.3	28%	660
Hizmet							
ATU (Duty Free)	İNA	430	50%	215	15.6	8%	218
BTA (Yiyecek & İçecek)	İNA	34	100%	34	5.9	1%	30
HAVAS (Yer Hizmetleri)	İNA	367	100%	367	6.1	14%	372
TGS (Yer Hizmetleri)	İNA	402	50%	201	6.1	7%	193
Holding Net Nakit (Borç)				-616.9		-23%	-602.8
TAV NAD (EUR mn)				2,719			2,612
Piyasa Değeri (EUR mn)				1,818			
Getiri Potansiyeli				83.7%			
Hisse adedi				363.3			
Güncel Fiyat, TL				276.0			
Temettü/Hisse, TL				3.6			
1 yıl ileri EUR/TRY				67.7			
Hedef Fiyat, TRY				507.0			430.0

Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

PERFORMANS GÖSTERGELERİ

Kamu kurumlarının orta-uzun vadeli planları güçlü bir büyüme görünümüne işaret ediyor

DHİMİ ve Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı'nın (SBB) resmi projeksiyonları, Türkiye havacılık sektöründe iç hat trafiğinin dış hatlardan daha hızlı büyüdüğü uzun vadeli bir büyüme görünümüne işaret ediyor. DHİMİ, iç hat yolcu sayısının 2025'teki 101,6 milyondan 2027'de 114,4 milyona yükselmesini (%6,1 YBBO) beklerken, SBB iç hat trafiğinin 2022'deki 78,7 milyondan 2053'te 280 milyona ulaşmasını (%4,2 YBBO) öngörüyor. Dış hatlarda ise DHİMİ 2025–2027 döneminde 145,2 milyondan 156,9 milyona (%3,9 YBBO), SBB ise 2022'deki 103,3 milyondan 2053'te 300 milyona (%3,5 YBBO) büyüme öngörüyor. Transit yolcular dahil toplam trafikte DHİMİ, 2025'teki 247,2 milyon yolcu sayısının 2027'de 271,7 milyona ulaşmasını (%4,9 YBBO), SBB ise 2022'deki 182,3 milyondan 2053'te yaklaşık 581 milyona yükselmesini (%3,8 YBBO) bekliyor. Bu tahminler, yıllık büyümenin kısa vadede yaklaşık %5 seviyesinden uzun vadede %4'e doğru normalleştiği bir görünüm sunuyor. Kısa vadeli koşullar daha zorlu olsa da bu yapısal büyüme görünümü orta-uzun vadeli sektör görüşümüzü destekliyor.

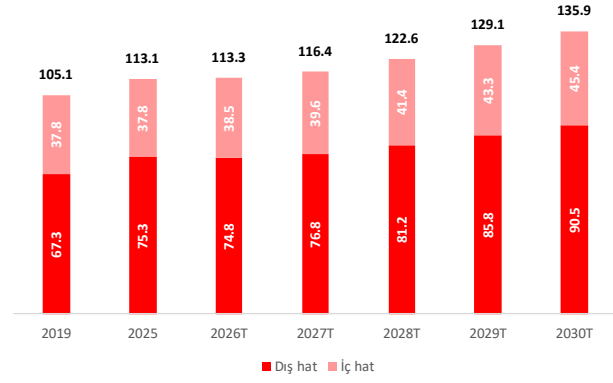
2027'ye kadar daha zorlu seyir, 2028'den itibaren normalleşme

Olumlu uzun vadeli görünüme rağmen TAV Holding'in kısa vadede daha zorlu bir faaliyet ortamıyla karşı karşıya olduğunu düşünüyoruz. Jeopolitik gerilimler ve GTF motor kaynaklı uçak bulunabilirliği kısıtlarının talep ve havayolu kapasitesini sınırlamaya devam etmesi nedeniyle toplam yolcu trafiğinin 2026'da 113,3 milyon ile yatay kalmasını bekliyoruz. Dış hat yolcu sayısının 75,3 milyondan 74,8 milyona gerilemesini, iç hat yolcu sayısının ise 37,8 milyondan 38,5 milyona yükselmesini öngörüyoruz. Bu baskıların 2027'de de sürmesini ve toplam yolcu büyümesini yıllık %2,7 ile sınırlayarak trafiği 116,4 milyona taşımasını bekliyoruz. 2028'den itibaren ise daha belirgin bir toparlanma öngörüyor ve toplam yolcu trafiğinde 2027–2030 döneminde %5,3 YBBO modelliyoruz. 2027'de başlayıp 2028'de belirginleşmesini beklediğimiz normalleşmenin faaliyet kaldırıcını yeniden güçlendirmesi ve marjları desteklemesi yatırım tezimizin temelini oluşturuyor.

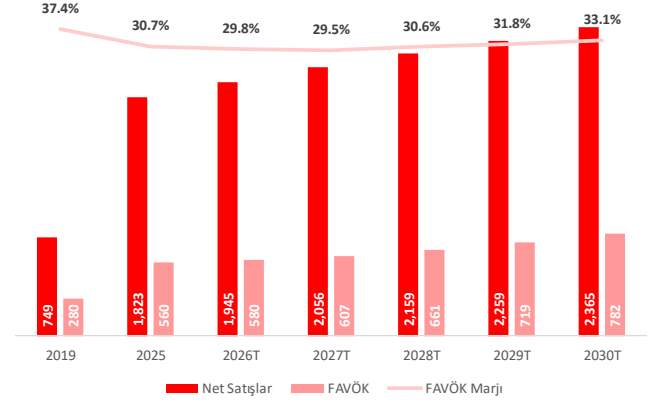
Net satışlar dirençli, marj toparlanması katalizör olacak

Net satışların 2025'teki 1,82 milyar eurodan 2026'da 1,95 milyar euroya, 2030'da ise 2,36 milyar euroya yükselmesini öngörüyoruz (%5,3 YBBO, 2025–2030). Zayıf 2026 trafik görünümüne rağmen, Ankara'daki yeni imtiyazın ilk tam yıl katkısı ve BTA'da faaliyetlerin olgunlaşması net satış büyümesini destekliyor. FAVÖK büyümesinin ise daha sınırlı kalmasını bekliyoruz. FAVÖK'ün 2025'teki 560 milyon eurodan 2026'da 580 milyon euroya yükselmesini, marjın ise TL'nin reel değer kazanması, olumsuz trafik karması ve düşük marjlı BTA'nın artan katkısı nedeniyle %30,7'den %29,8'e gerilemesini öngörüyoruz. Gürcistan'daki imtiyaz koşullarının değişmesiyle marjın 2027'de %29,5'e gerilemesini bekliyoruz. 2028'den itibaren yolcu büyümesinin normalleşmesi ve faaliyet kaldırıcının yeniden güçlenmesiyle marjların toparlanmasını bekliyoruz. Bu toparlanmayı TAV'ın orta vadeli kâr görünümüne ilişkin olumlu görüşümüzün temel katalizörü olarak görüyoruz.

Şekil 8: TAV Holding Yolcu Tahminleri (mn)



Şekil 9 : TAV Holding Net Satışlar ve FAVÖK (EUR mn)



Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 10: Tahminler Havalimanları	Yolcu (mn)		Kapasite		Net Satışlar (EUR mn)		FAVÖK Marjı		Bitiş
	Güncel	Son	Güncel	Son	Güncel	Son	Güncel	Son	
Ankara	14.0	39.9	30.0	40.0	87.8	327.3	51.3%	60.0%	2050 May
İzmir	12.7	18.3	30.0	30.0	107.4	174.0	59.5%	65.0%	2034 Ara
Gazipasa	1.0	1.6	3.0	3.0	6.9	12.1	-6.3%	50.0%	2036 May
Bodrum	4.4	7.7	15.0	15.0	40.4	77.6	58.9%	70.0%	2037 Ara
Antalya	39.2	79.8	65.0	80.0	547.2	1,750.6	49.3%	66.5%	2051 Ara
Tunus	3.2	9.5	12.0	12.0	52.7	209.3	56.2%	65.0%	2047 May
Medine	11.9	24.9	15.0	25.0	361.5	1,082.0	30.1%	25.5%	2041 May
Gürcistan	6.6	8.2	7.5	10.0	146.3	196.7	77.6%	68.0%	2031 Ara
Makedonya	3.5	5.0	5.0	5.0	54.9	75.7	44.9%	50.9%	2032 Haz
Almatı	11.9	20.0	20.0	20.0	475.4	1,462.7	24.0%	26.0%	-

Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

Aşağıda belirli iş kollarına ilişkin varsayımlarımızı özetliyoruz. Performans göstergelerine ilişkin detaylı analiz için lütfen ekteki bölüme bakınız.

Ankara Esenboğa Tahminleri

Ankara Esenboğa, TAV portföyünde öne çıkan varlıklardan biri haline geliyor. 1Y26'da yolcu trafiği yıllık %7 artışla 6,9 milyona yükselirken, AJet'in Avrupa'daki büyümesinin desteğiyle dış hat yolcu sayısı %10 artarak 1,7 milyona ulaştı. Bu trafik karmasındaki iyileşmenin devam etmesini bekliyoruz. Toplam yolcu trafiğinin 2030'a kadar %5,9 YBBO ile 18,6 milyona ulaşmasını öngörüyoruz. Uzun vadede dış hatlarda %5,0, iç hatlarda %5,5 büyüme varsayıyoruz. Tam kapasiteye ancak 2045'te ulaşılmasını bekliyoruz; bu tarih Mayıs 2050'de sona erecek imtiyaz süresinden beş yıl önceye denk geliyor ve kısa vadede sınırlı yatırım harcaması riskiyle uzun bir büyüme alanına işaret ediyor.

Büyüme varsayımlarımız resmi DHMİ ve SBB tahminlerinin üzerinde. Bunun temel nedenleri, AJet ve Pegasus'un kapasite artışlarıyla beklediğimiz pazar payı kazanımları ve Esenboğa'nın gelişen transfer merkezi rolü. Yeni imtiyaz ekonomisi ise ana katalizör konumunda. Dış hat yolcu servis ücreti 15 eurodan 17 euroya, güvenlik ücreti ise 1,5 eurodan 3 euroya yükseldi. IFRIC 12 kapsamındaki gelir garantisi muhasebesinin sona ermesiyle 2026 bu yeni yapının ilk tam yılı olacak. Buna bağlı olarak net satışların 2026'da yıllık %13 artışla 99,0 milyon euroya, 2030'da ise 125,8 milyon euroya ulaşmasını öngörüyoruz (%7,5 YBBO). FAVÖK marjının da 2025'teki %51,3 seviyesinden 2026'da %55,3'e ve 2030'da %60,0'a yükselmesini bekliyoruz.

Toplam 475 milyon euro tutarındaki imtiyaz kirasının %25'i peşin ödenirken kalan kısmı 2049'a kadar ödenecek. Ayrıca 2036–2038 döneminde kapasiteyi 30 milyondan 40 milyon yolcuya çıkaracak 90 milyon euro yatırım harcaması öngörüyoruz. Ankara'yı, yaklaşık 24 yıllık kalan imtiyaz süresine karşılık 2026 FAVÖK'ünün 10,3 katı FD/FAVÖK çarpanıyla değerlendiriyoruz.

Antalya Tahminleri

TAV'ın amiral gemisi varlığı Antalya, geçiş döneminin ardından marjların güçleneceği bir sürece giriyor. Jeopolitik baskılar nedeniyle yolcu trafiğinin 2025'teki 39,2 milyondan 2026'da 36,8 milyona gerilemesini, 2028'den itibaren ise büyümenin normalleşerek 2030'da 43,5 milyona ulaşmasını bekliyoruz. Uzun vadede dış hatlarda %5,5, iç hatlarda %5,0 büyüme varsayıyoruz. Ana katalizör, Ocak 2027'den itibaren yeni imtiyaz döneminde uygulanacak tarife artışları. Dış hat yolcu ücreti 15 eurodan 17 euroya yükselecek; transfer ve güvenlik ücretleri ise iki katına çıkacak. Trafiğin halen zayıf seyretmesine rağmen bu artışların net satışları 2027'de yıllık %11 büyümeye 616,2 milyon euroya, 2030'da ise 745,2 milyon euroya taşınmasını öngörüyoruz (%6,4 YBBO).

Kısa vadede tarife artışının gecikmeli etkisi, imtiyaz kirasının 100 milyon eurodan 145 milyon euroya yükselmesi ve TL'nin reel değer kazanması FAVÖK'ü baskılıyor. FAVÖK marjının 2027'de %39,5'e gerilemesini, ardından ticari faaliyetlerin olgunlaşması ve trafiğin normalleşmesiyle 2030'da %60,5'e yükselmesini bekliyoruz (%10,8 FAVÖK YBBO). 2038–2040 döneminde 165 milyon euro yatırımla kapasitenin 65 milyondan 80 milyon yolcuya çıkarılması planlanıyor. Antalya'yı 25,5 yıllık kalan imtiyaz süresine karşılık 16,2 katı ileri dönem FD/FAVÖK çarpanıyla değerlendiriyoruz.

Almatı Tahminleri

Almatı'nın mülkiyetinin TAV'a ait olması ve imtiyaz kirası bulunmaması nedeniyle farklı bir büyüme profili sunuyor. GTF motor sorunlarına bağlı uçak bulunabilirliği kısıtlarının kısa vadede trafiği sınırlamasını bekliyoruz; toplam yolcu sayısının 2025'teki 11,9 milyondan 2027'de 12,3 milyona yükselmesini, iç hat trafiğinin ise gerilemesini öngörüyoruz. 2028'den itibaren büyümenin dış hatlarda %5,0, iç hatlarda %2,5 seviyesinde normalleşmesiyle toplam trafiğin 2030'da 13,7 milyona ulaşmasını bekliyoruz (%2,8 YBBO). Varsayımlarımız, Kazakistan'ın 2030 için 26–55 milyon yolcu öngören ve yaklaşık %10–11 pazar büyümesine işaret eden resmi havacılık hedeflerine kıyasla muhafazakâr olup ilave büyüme potansiyeli sunuyor.

Net satışların 2030'a kadar %7,4 YBBO ile 679,9 milyon euroya ulaşmasını öngörüyoruz. Tahminimiz, dış hat tarifesinin 3Ç26'da 17,0 dolara yükseltileceği varsayımımıza dayanıyor. Yakıt sektöründe artan rekabet nedeniyle FAVÖK marjının 2026'da %21,6'ya gerilemesini, ardından 2030'da %26,0'ya toparlanmasını bekliyoruz. İmtiyaz kirasının bulunmaması ve 2026–2027 döneminde 245 milyon euro büyüme yatırımı öngörmemiz, Almatı'ya yapısal olarak farklı bir nakit yaratma profili sağlıyor. Almatı'yı 9,3 katı ileri dönem FD/FAVÖK çarpanıyla değerlendiriyoruz.

Medine Tahminleri

Medine, Suudi Arabistan'daki inanç turizmi büyümesinden destek alan TAV'ın yapısal büyüme hikayelerinden biri. Yolcu trafiğinin 2026'da hafif gerileyerek 11,8 milyon olmasını, ardından Vision 2030 Umre hedefleriyle uyumlu olarak 2028'den itibaren yaklaşık %9,0 büyüme ile normalleşmesini bekliyoruz. Buna göre trafiğin 2030'da 15,3

milyona, genişletilmiş 25 milyon yolcu kapasitesine ise 2036'da ulaşmasını öngörüyoruz; bu tarih Mayıs 2041'de sona erecek imtiyaz süresinden beş yıl önceye denk geliyor.

TÜFE'ye endeksli tarife artışları ve ticari faaliyetlerin olgunlaşmasının desteğiyle net satışların 2030'a kadar %9,5 YBBO ile 569,5 milyon euroya ulaşmasını bekliyoruz. FAVÖK marjının 2026'da %22,5'e geriledikten sonra 2030'da %25,5'e toparlanmasını öngörüyoruz. Devam eden 300 milyon dolarlık terminal yatırımı kapasiteyi 15 milyondan 25 milyon yolcuya çıkaracak ve 2028'de tamamlanacak. Finansman proje şirketi seviyesinde sağlanırken TAV'dan özkaynak katkısı gerekmiyor. Medine'yi yaklaşık 15 yıllık kalan imtiyaz süresine karşılık 2026 FAVÖK'ünün 10,4 katı FD/FAVÖK çarpanıyla değerlendiriyoruz.

Gürcistan Tahminleri

Batum imtiyazının 2027'de sona ermesiyle Gürcistan operasyonları yapısal bir geçiş sürecine giriyor. Ancak portföyün daha yüksek tarifeli Tiflis'e yoğunlaşmasını yolcu başına gelir açısından olumlu görüyoruz. Toplam trafiğin kısa vadede 2025'teki 6,6 milyondan 2026'da 6,5 milyona gerilemesini, Batum'un portföyden çıkmasıyla 2027'de yaklaşık 0,55 milyon yolcu kaybı yaşanmasını bekliyoruz. Sonrasında Tiflis trafiğinde yıllık %5,0 büyümeye öngörüyoruz; bu varsayım Gürcistan hükümeti ve Asya Kalkınma Bankası projeksiyonlarıyla da uyumlu.

Net satışların 2026'da 143,1 milyon euroya gerilemesini, ancak Batum'un portföyden çıkmasıyla oluşacak olumlu trafik karmasının yolcu başına geliri artırmasını bekliyoruz. Tiflis'te dış hat yolcu ücreti 25 dolar iken Batum'da tarife 12 dolar seviyesinde. Net satışların 2030'da 185,1 milyon euroya ulaşmasını öngörüyoruz (%4,8 YBBO). Yeni Tiflis imtiyaz koşullarında kiranın iniş ve yer hizmetleri gelirlerinin %10'undan yolcu ücretlerinin %30'una çıkması nedeniyle FAVÖK marjının 2027'de %66,4'e gerilemesini, 2030'da ise %67,9'a toparlanmasını bekliyoruz. 2026–2027 dönemindeki 150 milyon dolarlık yatırım kapasiteyi 7,5 milyondan 10 milyon yolcuya çıkaracak. Gürcistan operasyonlarını 5,5 yıllık kalan imtiyaz süresine karşılık 2,7 katı ileri dönem FD/FAVÖK çarpanıyla değerlendiriyoruz.

Makedonya Tahminleri

Makedonya, TAV portföyünde kısa vadede en hızlı büyüyen havalimanı operasyonu. Wizz Air'in A321 kullanımı ve Üsküp üssüne eklediği uçakların desteğiyle 1Y26'da yolcu trafiği yıllık %28 arttı. Toplam trafiğin 2025'teki 3,5 milyondan 2026'da 4,5 milyona yükselmesini öngörüyoruz; bu büyümeye hükümetin yaklaşık %7'lik beklentisinin oldukça üzerinde. Kapasite kısıtlarının ise yolcu sayısını 2029'dan itibaren yaklaşık 5,0 milyon seviyesinde sınırlamasını bekliyoruz. Bu seviyeye 2029'da ulaşılmasını bekliyoruz; bu tarih imtiyazın sona ermesinden üç yıl önceye denk geliyor.

Net satışların 2030'a kadar %6,3 YBBO ile 74,5 milyon euroya ulaşmasını bekliyoruz. Güçlü faaliyet kaldırıcıyla FAVÖK marjının 2025'teki %44,9'dan 2026'da %49,1'e yükselmesini, 2029'dan itibaren kapasite sınırlarının büyümeyi kısıtlamasıyla 2030'da %50,9 seviyesine ulaşmasını öngörüyoruz. Net satışların %4,1'i oranındaki değişken kira yapısı ve ilave yatırım harcaması ihtiyacının bulunmaması nakit yaratımını destekliyor. Makedonya operasyonlarını yaklaşık altı yıllık kalan imtiyaz süresine karşılık 2026 FAVÖK'ünün 4,5 katı FD/FAVÖK çarpanıyla değerlendiriyoruz.

İzmir Adnan Menderes Tahminleri

İzmir Adnan Menderes'te 1Y26'da yolcu trafiği yıllık %9 artışla 6,0 milyona ulaştı. Ancak büyümenin tamamı iç hatlardan geldi; iç hat yolcu sayısı %14 artışla 4,0 milyona yükselirken dış hat trafiği yatay kaldı. Dış hat yolcu ücretinin 15-euro ile 3-euro olan iç hat ücretinin belirgin üzerinde olması nedeniyle bu trafik karması kısa vadede gelir yaratımını sınırlıyor. Toplam yolcu trafiğinin 2025'teki 12,7 milyondan 2026'da 13,0 milyona ve 2027'de 13,4 milyona yükselmesini, 2028'den itibaren ise SunExpress'in 2033'e kadar 150 uçağa ulaşmayı hedefleyen filo büyümesinin desteğiyle dış hatlarda %5,5, iç hatlarda %4,0 büyüme ile normalleşmesini bekliyoruz.

İç hat ağırlıklı trafik karması nedeniyle net satışlarda daha ılımlı bir büyüme öngörüyor ve 2030'a kadar %5,1 YBBO ile 137,7 milyon euroya ulaşmasını bekliyoruz. FAVÖK marjı 2025'te %58,7'den %59,5'e yükselirken, yüksek sabit maliyet yapısının sağladığı faaliyet kaldırıcıyla marjın kademeli olarak artmasını öngörüyoruz. Yıllık 29 milyon euro imtiyaz kirasına rağmen ilave büyüme yatırımı ihtiyacının bulunmaması ve trafiğin Aralık 2034'te sona erecek imtiyaz süresine kadar kapasitenin belirgin altında kalması, İzmir'i düşük yatırım harcaması gerektiren istikrarlı nakit akışı yaratan bir varlık haline getiriyor. İzmir'i yaklaşık 8,5 yıllık kalan imtiyaz süresine karşılık 3,3 katı ileri dönem FD/FAVÖK çarpanıyla değerlendiriyoruz.

Gazipaşa-Alanya Tahminleri

Gazipaşa-Alanya'yı bir toparlanma hikayesi olarak görüyoruz. Zayıf turizm talebi nedeniyle 1Y26'da hem iç hem dış hat trafiği gerilerken toplam yolcu sayısı yıllık %11 düştü. Zayıflığın 2027'ye kadar sürmesini ve trafiğin 1,0 milyondan 0,9 milyona gerilemesini bekliyoruz. Düşük bazın etkisiyle 2028'den itibaren dış hatlarda %5,5, iç hatlarda %6,5 büyüme öngörüyoruz; bu varsayımlar resmi tahminlerin üzerinde.

FAVÖK'ün 2027'ye kadar negatif kalmasını bekliyoruz; 2026 için -0,6 milyon euro FAVÖK ve -9,0 marj öngörüyoruz. FAVÖK'ün 2028'de 0,8 milyon euro ile pozitif dönmelerini, 2030'da ise marjın %50,0'ye yükselmesiyle 4,1 milyon euroya ulaşmasını bekliyoruz. Bu görünüm, trafik toparlandığında küçük ve yüksek sabit maliyetli bir varlıktaki faaliyet kaldırıcını ortaya koyuyor. Sınırlı yatırım harcaması ve düşük kira yükü (50 bin dolar + net kârın %65'i) toparlanma hikayesini destekliyor. Gazipaşa-Alanya'yı 10 yıllık kalan imtiyaz süresine karşılık 2028 FAVÖK'ünün 1,8 katı FD/FAVÖK çarpanıyla değerlendiriyoruz.

Milas-Bodrum Tahminleri

Milas-Bodrum'da 1Y26 yolcu trafiği 1,5 milyon ile yatay kaldı; iç hatlardaki %4 büyüme dış hatlardaki %7 düşüşü telafi etti. Toplam trafiğin 2025'teki 4,4 milyondan 2026'da 4,5 milyona ve 2027'de 4,7 milyona yükselerek kısa vadede sınırlı büyümesini bekliyoruz. 2028'den itibaren dış hatlarda %3,0, iç hatlarda %6,0 büyüme öngörüyoruz. İç hatların ana büyüme kaynağı olmaya devam ederek 2,6 milyondan 2030'da 3,5 milyona ulaşmasını, dış hatların ise daha kademeli toparlanmasını bekliyoruz.

Net satışların 2026'da hafif gerileyerek 40,1 milyon euroya düşmesini, ardından %4,4 YBBO ile 2030'da 50,1 milyon euroya ulaşmasını öngörüyoruz. FAVÖK marjının da 2025'teki %58,9'dan 2026'da %56,3'e gerilemesini, trafik ve TL kaynaklı maliyet baskılarının normalleşmesiyle 2030'da %70,0'e yükselmesini bekliyoruz. Aralık 2037'de sona erecek imtiyaz süresi boyunca ilave büyüme yatırımı öngörmüyoruz. Milas-

Bodrum'u 11 yıllık kalan imtiyaz süresine karşılık 3,2 katı ileri dönem FD/FAVÖK çarpanıyla değerlendiriyoruz.

Tunus Tahminleri

Tunus operasyonlarında (Monastir/Enfidha) turizm kaynaklı kademeli toparlanma devam ediyor. 1Y26'da yolcu trafiği %3 artışla 1,2 milyona ulaştı. Sonraki dönemde yıllık %5,0 normalleşmiş büyüme varsayarak yolcu sayısının 2025'teki 3,2 milyondan 2030'da 4,2 milyona yükselmesini bekliyoruz. Bu görünüm Tunus Turizm Bakanlığı'nın beklentileriyle de uyumlu olmakla birlikte, trafik Mayıs 2047'de sona erecek imtiyaz süresi boyunca kapasitenin belirgin altında kalmasını bekliyoruz.

Net satışların 2030'a kadar %6,5 YBBO ile 72,3 milyon euroya ulaşmasını, FAVÖK marjının ise turizmdeki toparlanmanın sağladığı güçlü faaliyet kaldırıcısıyla 2025'teki %56,2'den 2030'da %65,0'e yükselmesini bekliyoruz. Net satışların %11–26'sına bağlı değişken kira yapısı ve ilave büyüme yatırımı ihtiyacının bulunmaması, Tunus'u uzun vadeli ve düşük sermaye ihtiyacıyla nakit yaratan bir varlık haline getiriyor. Tunus'u yaklaşık 21 yıllık kalan imtiyaz süresine karşılık 8,7 katı ileri dönem FD/FAVÖK çarpanıyla değerlendiriyoruz.

BTA Tahminleri

BTA, özellikle Antalya'daki genişletilmiş ticari alanların ilk tam yıl katkısından faydalaniyor. Yolcu başına net satışların 2,00 eurodan 2,12 euroya yükselmesini ve bunun 2026'da net satışlarda %19,5 büyümeyi desteklemesini bekliyoruz. Net satışların 2030'a kadar %9,9 YBBO ile 343,8 milyon euroya ulaşmasını öngörüyoruz. Maliyetlerin net satışlardan daha hızlı devreye girmesi nedeniyle FAVÖK marjının 2026'da %6,2'ye gerilemesini, faaliyetler olgunlaştıkça FAVÖK büyümesinin hızlanmasını bekliyoruz; 2025–2030 döneminde FAVÖK için %14,1 YBBO öngörüyoruz. BTA'yı 2026 FAVÖK'ünün 5,9 katı FD/FAVÖK çarpanıyla değerlendiriyoruz.

ATÜ Tahminleri

ATÜ'de (duty-free) yolcu başına net satışların, Antalya'daki genişletilmiş duty-free operasyonlarının olgunlaşması ve yüksek dış hat yolcu payının desteğiyle 2025'teki 8,50 eurodan 2026'da 9,04 euroya yükselmesini bekliyoruz. Portföy genelinde zayıf trafik görünümüne rağmen bunun net satışlarda %8,5 büyümeyi desteklemesini öngörüyoruz. Faaliyetlerin olgunlaşma sürecine ilişkin maliyetler nedeniyle FAVÖK marjının 2026'da %3,5'e gerilemesini, ardından FAVÖK'ün 2025–2030 döneminde FAVÖK için %9,4 YBBO öngörüyoruz. ATÜ'yü 2026 FAVÖK'ünün 15,6 katı FD/FAVÖK çarpanıyla değerlendiriyoruz. Yüksek çarpanın önemli nedenlerinden biri 2026'daki düşük FAVÖK bazı. Antalya'daki faaliyetler tamamen olgunlaştıkça çarpanın belirgin şekilde gerilemesini bekliyoruz.

Yer Hizmetleri Tahminleri

Havaş ve TGS’de jeopolitik kısıtlar nedeniyle kısa vadede hizmet verilen uçuş sayısının yatay kalmasını bekliyoruz; 2027’ye kadar sırasıyla yaklaşık 171 bin ve 425 bin uçuş öngörüyoruz. Bu nedenle büyümenin ağırlıklı olarak sözleşme bazlı fiyat güncellemelerinden gelmesini bekliyoruz.

Havaş FAVÖK’ünün 2026’da 67,7 milyon euro ile yatay kalmasını; 2025–2030 döneminde ise %5,6 FAVÖK YBBO öngörüyoruz. Ancak daha yüksek marjlı Rus müşteri tabanının kaybedilmesi nedeniyle FAVÖK marjının 2019’daki savaş öncesi %28,6 seviyesinin altında kalmasını bekliyoruz. TGS’de ise 2026’da uçuş başına net satışların %30,8 artmasını öngörüyoruz; bu artış büyük ölçüde maliyet geçişkenliğinden kaynaklanırken marj iyileşmesinin sınırlı kalmasını bekliyoruz. FAVÖK marjının 2026’da %6,6 ile dip yaptıktan sonra, 2028’den itibaren hacim büyümesinin desteğiyle 2030’da %9,0’a yükselmesini bekliyoruz. Bu seviye, pandemi dönemindeki düzenlemelerin desteklediği 2019’daki %18,6 marjın halen belirgin altında. Havaş ve TGS’yi 2026 FAVÖK’ünün 6,1 katı FD/FAVÖK çarpanıyla değerlendiriyoruz.

BENZER ŞİRKETLER

Şekil 11: Çarpanlar					
Company	Ticker	FD/FAVÖK		F/K	
		1Y	2Y	1Y	2Y
Fraport AG	FRA GY	11.1	10.4	18.9	16.5
Flughafen Wien AG	FLU AV	10.0	9.3	21.9	20.7
Flughafen Zurich AG	FHZN SW	11.1	10.6	23.8	22.6
Aeroports de Paris SA	ADP FP	8.7	8.2	17.9	15.3
Grupo Aeroportuario del Pacifico	GAPB MV	8.7	7.6	15.2	12.8
Grupo Aeroportuario del Sureste	ASURB MI	7.3	6.6	11.5	10.5
Grupo Aeroportuario del Centro Norte	OMAB MI	8.6	7.6	13.3	11.5
Airports of Thailand PCL	AOT TB	18.8	16.9	32.5	28.3
Beijing Capital International Airport	694 HK	7.9	7.3	37.4	19.4
Medyan		8.7	8.2	18.9	16.5
TAV Holding	TAVHL TI	5.4	5.1	18.0	8.0
Prim/(İskonto)		-38.7%	-37.4%	-4.7%	-51.6%

Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım Araştırma

*TAV Holding çarpanları bizim tahminlerimize göre EUR cinsinden hesaplanmıştır.

REVIZYONLAR

Net satışlar tahminlerimizi ağırlıklı olarak BTA, duty-free ve Almatı'nın beklentilerin belirgin üzerinde gerçekleşen 2Ç26 sonuçları nedeniyle yukarı revize ediyoruz. 2026 FAVÖK tahminimizi 30 milyon euro artırırken, bunun 24 milyon eurosu Almatı'dan kaynaklanıyor. Antalya satın alma fiyatı dağıtımının (PPA) nakit dışı etkisinin 2026 net kârını yaklaşık 60 milyon euro baskılamasını bekliyoruz. PPA etkisi 2027'de sona erecek.

Revizyonlar (EUR mn)						
	Yeni			Eski		
	2026T	2027T	2028T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	1,945	2,056	2,159	1,875	1,982	2,085
yıllık değişim	7%	6%	5%	3%	6%	5%
FAVÖK	580	607	661	550	611	691
FAVÖK Marjı	29.8%	29.5%	30.6%	29.3%	30.8%	33.2%
Net Kar	101	228	311	62	231	344
yıllık değişim	99%	126%	37%	21%	276%	49%
Eski Tahminlerle Fark						
Net Satışlar	3.8%	3.8%	3.6%			
FAVÖK	5.4%	-0.7%	-4.3%			
Net Kar	63.8%	-1.6%	-9.5%			
Hedef Fiyat		507.0			430.0	
HF Değişim		17.9%				

EKLER

Şekil 13: Uçak Trafik (Bin)	2019	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	YBBO
Ankara Esenboğa	90.1	89.4	87.4	92.4	97.4	102.6	108.1	3.9%
Diş hat	18.1	24.8						
İç hat	72.0	64.5						
İzmir	76.6	77.9	80.6	84.7	88.6	92.6	96.9	4.5%
Diş hat	22.5	33.8						
İç hat	54.1	44.1						
Gazipaşa	7.1	6.5	5.8	6.2	6.6	6.9	7.4	2.5%
Diş hat	3.7	3.5						
İç hat	3.5	3.0						
Milas Bodrum	27.5	27.4	27.9	30.2	31.7	33.3	34.9	5.0%
Diş hat	11.0	12.3						
İç hat	16.5	15.1						
Antalya	197.4	228.9	220.0	231.5	244.0	257.1	271.0	3.4%
Diş hat	154.6	187.1						
İç hat	42.8	41.8						
Almaty	0.0	95.2	103.9	111.1	115.3	119.6	124.1	5.4%
Diş hat	0.0	50.1						
İç hat	0.0	45.0						
Gürcistan	42.1	63.7	63.6	68.1	71.5	75.0	78.8	4.3%
Makedonya	21.8	26.5	29.2	31.0	32.5	32.8	32.8	4.4%
Tunus	19.0	21.4	22.1	23.5	24.7	26.0	27.2	5.0%
Medine	60.6	77.3	76.5	83.4	90.9	99.1	108.0	6.9%
Zagreb	45.1	51.7	52.1	56.3	59.1	62.1	65.2	4.8%
TAV Toplam	707.5	765.8	769.2	818.4	862.2	907.2	954.4	4.5%
Diş hat	452.4	520.9						
İç hat	255.1	244.9						

Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 15: FAVÖK (EUR mn)	2019	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	YBBO
FAVÖK	280.4	560.2	579.8	606.7	661.4	718.7	781.9	6.9%
Havaiyanlar	209.0	414.3	430.0	447.9	493.9	540.5	591.5	7.4%
Ankara	15.6	45.0	54.8	59.0	63.8	69.4	75.5	10.9%
İzmir	49.7	63.9	63.6	67.6	74.1	81.2	89.5	7.0%
Gazipaşa	3.6	-0.4	-0.6	-0.5	0.8	2.3	4.1	1.3%
Bodrum	23.7	23.8	22.6	24.1	27.3	30.9	35.1	8.1%
Tunus	27.9	29.6	32.2	35.5	39.0	42.8	47.0	9.7%
Gürcistan	72.7	113.5	111.4	98.5	108.7	116.8	125.6	2.0%
Makedonya	15.8	24.7	31.8	34.1	36.4	37.6	37.9	9.0%
Almaty	0.0	114.2	114.2	129.6	143.6	159.5	176.8	9.1%
Hizmetler	71.4	145.9	149.9	158.9	167.5	178.2	190.4	5.5%
HAVAS	48.6	67.6	67.7	70.6	75.8	81.7	88.7	5.6%
BTA	0.0	17.8	15.8	20.9	24.4	29.2	34.4	14.1%
Diğer	22.8	60.6	66.3	67.3	67.3	67.3	67.3	2.1%
Brüt Satışlar	280.4	560.2	579.8	606.7	661.4	718.7	781.9	6.9%
Diğer	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-
Konsolide Olmayan								
Havaiyanlar								
Antalya	219.7	270.0	246.8	243.4	304.7	372.5	451.1	10.8%
Medine	52.8	108.8	93.7	95.0	109.7	126.3	145.2	5.9%
Hizmetler								
TGS	59.2	58.0	59.9	65.9	74.3	86.1	99.1	11.3%
ATU	36.8	65.0	31.3	43.1	60.3	80.0	101.8	9.4%

Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 12: Yolcu Tahminleri (mn)	2019	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	YBBO
Ankara Esenboğa	13.7	14.0	14.9	15.9	16.8	17.7	18.6	5.9%
Diş hat	2.3	3.6	3.8	3.9	4.1	4.3	4.5	4.3%
İç hat	11.5	10.3	11.1	12.0	12.7	13.4	14.1	6.4%
İzmir	12.4	12.7	13.0	13.4	14.0	14.6	15.3	3.9%
Diş hat	3.3	5.1	5.1	5.2	5.4	5.7	6.1	3.6%
İç hat	9.0	7.6	7.9	8.2	8.5	8.9	9.2	4.0%
Gazipaşa	1.1	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1	2.0%
Diş hat	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	1.5%
İç hat	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	2.5%
Milas Bodrum	4.3	4.4	4.5	4.7	5.0	5.2	5.5	4.4%
Diş hat	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8	1.9	2.0	1.4%
İç hat	2.5	2.6	2.8	3.0	3.1	3.3	3.5	6.3%
Antalya	35.7	39.2	36.8	37.1	39.1	41.3	43.5	2.1%
Diş hat	28.7	32.2	29.5	29.5	31.1	32.8	34.6	1.4%
İç hat	7.0	6.9	7.3	7.7	8.1	8.5	8.9	5.0%
Almaty	0.0	11.9	12.0	12.3	12.7	13.2	13.7	2.8%
Diş hat	0.0	5.5	5.7	6.0	6.3	6.6	7.0	5.0%
İç hat	0.0	6.5	6.2	6.2	6.4	6.5	6.7	0.7%
Gürcistan	4.3	6.6	6.5	6.7	7.1	7.4	7.8	3.3%
Makedonya	2.7	3.5	4.5	4.7	4.9	5.0	5.0	7.5%
Tunus	3.0	3.2	3.4	3.6	3.8	4.0	4.2	5.4%
Medine	8.4	11.9	11.8	11.8	12.9	14.0	15.3	5.1%
Zagreb	3.4	4.7	4.9	5.2	5.4	5.7	6.0	4.9%
TAV Toplam	105.1	113.1	113.3	116.4	122.6	129.1	135.9	3.7%
Diş hat	67.3	75.3	74.8	76.8	81.2	85.8	90.5	3.8%
İç hat	37.8	37.8	38.5	39.6	41.4	43.3	45.4	3.7%

Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 14: Net Satışlar (EUR mn)	2019	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	YBBO
Net Satışlar	749.2	1,823.2	1,945.3	2,056.3	2,159.2	2,259.3	2,364.5	5.3%
Havaiyanlar	329.9	971.9	1,050.5	1,122.6	1,194.7	1,262.5	1,333.6	6.5%
Ankara	41.8	87.8	99.0	104.9	111.4	118.4	125.8	7.5%
İzmir	76.4	107.4	111.2	115.6	122.5	129.9	137.7	5.1%
Gazipaşa	7.5	6.9	6.9	6.9	7.3	7.8	8.3	3.6%
Bodrum	34.3	40.4	40.1	41.9	44.5	47.2	50.1	4.4%
Tunus	42.1	52.7	56.5	60.1	63.9	68.0	72.3	6.5%
Gürcistan	92.5	146.3	143.1	148.4	164.0	174.3	185.1	4.8%
Makedonya	35.3	54.9	64.9	68.6	72.6	73.9	74.5	6.3%
Almaty	0.0	475.4	528.9	576.2	608.4	643.1	679.9	7.4%
Hizmetler	494.3	851.3	894.8	933.7	964.5	996.9	1,030.9	3.9%
HAVAS	170.2	314.6	321.8	328.2	341.5	355.3	369.6	3.3%
BTA	137.8	214.5	256.4	288.0	305.5	324.1	343.8	9.9%
Diğer	186.3	322.3	316.6	317.5	317.5	317.5	317.5	-0.3%
Brüt Satışlar	824.2	1,823.2	1,945.3	2,056.3	2,159.2	2,259.3	2,364.5	5.3%
Diğer	-75.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-
Konsolide Olmayan								
Havaiyanlar								
Antalya	389.6	547.2	554.9	616.2	656.5	699.4	745.2	6.4%
Medine	228.6	361.5	416.7	422.5	466.7	515.5	569.5	9.5%
Hizmetler								
TGS	318.3	691.2	904.0	922.0	978.1	1,037.6	1,100.6	9.8%
ATU	393.8	823.8	893.6	947.9	1,005.5	1,066.7	1,131.5	6.6%

Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 17: Yatırım Harcamaları/Net Satışlar	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Konsolide Varlıklar												
FAVÖK Marjı												
Havallimanları												
Ankara	37.4%	42.6%	30.7%	29.8%	29.5%	30.6%	31.8%	31.8%	14.6%	6.0%	6.0%	6.0%
Izmir	63.3%	51.3%	55.3%	58.5%	56.2%	57.3%	58.6%	58.6%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Gazipasa	37.2%	59.5%	57.2%	58.5%	58.5%	60.5%	62.5%	65.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Bodrum	48.0%	-6.3%	-9.0%	-7.0%	-7.0%	11.0%	30.0%	50.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Tunus	69.1%	58.9%	56.3%	57.5%	57.5%	61.5%	65.5%	70.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Gürcistan	66.3%	56.2%	57.0%	59.0%	59.0%	61.0%	63.0%	65.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Makedonya	78.6%	77.6%	77.9%	66.4%	66.4%	66.3%	67.0%	67.9%	31.3%	59.4%	1.0%	1.0%
Almatı	44.8%	44.9%	49.1%	49.6%	49.6%	50.2%	50.9%	50.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Hizmetler												
HAVAS	14.5%	17.1%	16.8%	17.0%	17.0%	17.4%	17.9%	18.5%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
BTA	28.6%	21.5%	21.0%	21.5%	21.5%	22.2%	23.0%	24.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Diğer	0.0%	8.3%	6.2%	7.3%	7.3%	8.0%	9.0%	10.0%	21.8%	24.4%	1.0%	1.0%
Konsolide Olmayan												
Havallimanları												
Antalya	56.4%	49.3%	44.5%	39.5%	39.5%	46.4%	53.3%	60.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Medine	23.1%	30.1%	22.5%	22.5%	22.5%	23.5%	24.5%	25.5%	32.2%	31.8%	1.0%	1.0%
Hizmetler												
TGS	18.6%	8.4%	6.6%	7.1%	7.1%	7.6%	8.3%	9.0%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
ATU	9.3%	7.9%	3.5%	4.5%	4.5%	6.0%	7.5%	9.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%

Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 16: FAVÖK Marjı	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Konsolide Varlıklar												
FAVÖK Marjı												
Havallimanları												
Ankara	37.4%	42.6%	30.7%	29.8%	29.5%	30.6%	31.8%	31.8%	14.6%	6.0%	6.0%	6.0%
Izmir	63.3%	51.3%	55.3%	58.5%	56.2%	57.3%	58.6%	58.6%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Gazipasa	37.2%	59.5%	57.2%	58.5%	58.5%	60.5%	62.5%	65.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Bodrum	48.0%	-6.3%	-9.0%	-7.0%	-7.0%	11.0%	30.0%	50.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Tunus	69.1%	58.9%	56.3%	57.5%	57.5%	61.5%	65.5%	70.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Gürcistan	66.3%	56.2%	57.0%	59.0%	59.0%	61.0%	63.0%	65.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Makedonya	78.6%	77.6%	77.9%	66.4%	66.4%	66.3%	67.0%	67.9%	31.3%	59.4%	1.0%	1.0%
Almatı	44.8%	44.9%	49.1%	49.6%	49.6%	50.2%	50.9%	50.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Hizmetler												
HAVAS	14.5%	17.1%	16.8%	17.0%	17.0%	17.4%	17.9%	18.5%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
BTA	28.6%	21.5%	21.0%	21.5%	21.5%	22.2%	23.0%	24.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Diğer	0.0%	8.3%	6.2%	7.3%	7.3%	8.0%	9.0%	10.0%	21.8%	24.4%	1.0%	1.0%
Konsolide Olmayan												
Havallimanları												
Antalya	56.4%	49.3%	44.5%	39.5%	39.5%	46.4%	53.3%	60.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Medine	23.1%	30.1%	22.5%	22.5%	22.5%	23.5%	24.5%	25.5%	32.2%	31.8%	1.0%	1.0%
Hizmetler												
TGS	18.6%	8.4%	6.6%	7.1%	7.1%	7.6%	8.3%	9.0%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
ATU	9.3%	7.9%	3.5%	4.5%	4.5%	6.0%	7.5%	9.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%

Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

Şekil 18: SNA (EUR mn)	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	FD	Net Borç	Değer	Hedef Değer
Konsolide Varlıklar									
Havallimanları									
Ankara	32.3	34.3	38.0	42.3	39.9	562	279	283	323
Izmir	14.0	18.1	22.9	28.3	34.6	210	133	77	88
Gazipasa	-1.6	-0.9	0.2	0.3	0.5	1	-2	3	3
Bodrum	-16.6	-15.2	-12.8	-10.1	-6.9	72	69	3	3
Tunus	23.5	26.5	29.1	32.1	29.7	282	226	55	63
Gürcistan	47.5	15.1	92.2	99.5	107.1	297	51	247	281
Makedonya	27.4	30.4	32.5	33.8	34.1	142	26	116	133
Almatı	-21.3	-28.4	119.3	132.2	146.4	1,066	398	669	762
Hizmetler									
HAVAS	40.9	26.7	28.9	32.2	36.2	410	88	322	367
BTA	-5.4	0.0	2.8	5.4	8.3	94	64	29	34
Konsolide Olmayan									
Havallimanları									
Antalya	170.5	162.0	210.3	261.7	321.3	3,995	2,531	1,464	1,668
Medine	-55.5	-46.8	92.7	106.5	122.2	978	694	283	323
Hizmetler									
TGS	-9.9	15.8	17.1	23.5	30.7	367	14	353	402
ATU	-12.6	4.5	15.5	28.5	42.9	490	112	378	430

Kaynak: Şirket verisi, Ak Yatırım Araştırma

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak 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 ettirmeleri önerilir ve bu bilgiler dayanılarak alınan kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların İnternet üzerinden e-posta yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© AK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2026