

TAV Havalimanları Holding

1Ç25'te Beklentilerin altında net kar...

A. Can TUĞLU
Analist
atuglu@sekeryatirim.com

TAV Havalimanları Holding, 1Ç25'te, RT piyasa ortalama beklentisi olan €15mn net zarar beklentisinin üzerinde (Şeker: -€8mn) €45,6mn net zarar açıklamıştır (1Ç24: €8,9mn net kar). Güçlü ciro büyümesi rağmen;

- Özellikle personel giderleri & satılan hizmet maliyetindeki artışlardan kaynaklı yıllık %23 yükseliş gösteren faaliyet giderlerinin negatif etkisi,
- TAV Teknoloji projesinin geçen seneye göre daha düşük marjlı olması ve TL enflasyonu kaynaklı zayıf FAVÖK büyümesi,
- Antalya 1 ve Yeni Antalya'dan kaynaklanan 17,4mn €'luk ertelenmiş vergi giderleri ve 14,1mn €'luk çevrim farkı giderleri nedeniyle geçen senenin aynı döneminde elde edilen net kar rakamı 1Ç25'te net zarara dönüşmüştür.

FAVÖK büyümesi, 1Ç25'te ciro büyümesinin altında kaldı... TAV'ın hizmet verdiği toplam yolcu sayısında sınırlı yükselişe rağmen (1Ç24: 17.1mn, 1Ç25: 17.8mn, yıllık +%4) Grup'un toplam satış gelirleri 1Ç25'te yıllık %18 artarak €378,5mn'a ulaşmıştır (1Ç24: €320,8mn). Almatı'daki yeni ticari alanlar, Katar'daki yeni TAV Teknoloji projesi, fiyat artışları ve yolcu başı gümrüksüz satış büyümesi sayesinde TAV bu çeyrekte güçlü satış gelirleri büyümesi kaydedebilmiştir (RT Piyasa Ort.: €356mn, Şeker Y.: €339mn). TAV Havalimanları 1Ç25'te yıllık %5'lik yükselişle €90,1mn FAVÖK (1Ç24: €86,0mn) elde edebilmiştir (RT Piyasa Ort.: €88mn, Şeker Y.: €86mn). TAV Teknoloji projesinin geçen seneye göre daha düşük marjlı olması ve TL enflasyonu kaynaklı nedenler 1Ç25'te TAV'ın zayıf FAVÖK büyümesi elde etmesine neden olmuştur (Almatı Havalimanı, 1Ç25 FAVÖK rakamının %33'ünü, €30,1mn, oluşturmaktadır). TAV Havalimanları'nın 1Ç25 sonunda net borcu; 1Ç24'e göre yatay seyrederek €1.794,9mn olarak gerçekleşmiştir (1Ç24: €1.787,9mn, 4Ç24 sonu: €1.722,8mn).

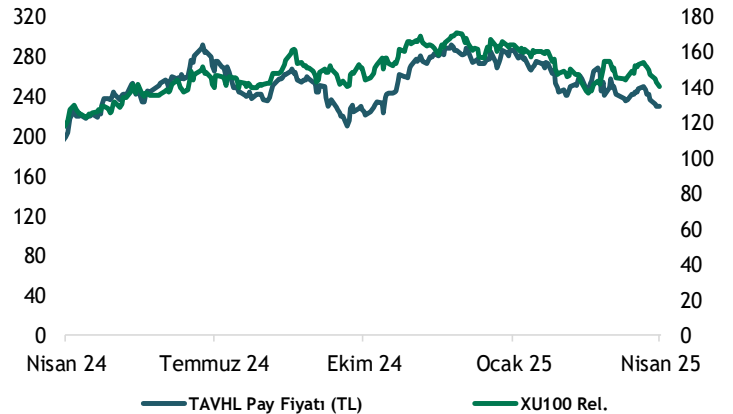
Yatırım Programları ve Beklentiler: Şirket, Antalya Havalimanı yeni terminalini yolcu trafiğine 12 Nisan 2025'te açmıştır. Yapılan yatırımlar sonucunda havalimanı **65mn** yolcuya hizmet verebilecek büyüklüğe ulaşmıştır. TAV, Ankara Esenboğa Havalimanı **projesinin 2Ç25'te tamamlanmasının** (1Ç25: %99 tamamlandı) planlandığını belirtmiştir. Böylece Şirket, yeni imtiyaz süresinin başlamasıyla daha yüksek tarifeler ve garanti yolcu/UFYK12 sona ermesiyle 2024'te hizmet verilen yolcu sayısı ile eski imtiyaza göre daha yüksek gelir elde edebileceğini ifade etmiştir. Şirket, 2025 yılında Ankara'nın **cirosunun yaklaşık €100mn** olmasını beklemektedir. Şirket, Bodrum ve İzmir'de ise güneş enerjisi santralleri inşaatlarının 2Ç25'te tamamlanmasını beklemekte olup Ankara için planlanan güneş enerjisi santralinin ise beklemede olduğunu belirtmiştir.

(€ m)	2023	2024	2025T
Satış Gelirleri	1.310	1.660	1.830
FAVÖK	385	489	576
Net Kar	249	183	170
Net Borç/FAVÖK (x)	4,3	3,5	3,0

“AL”

Hedef Fiyat: 371,00 TL
Önceki Hedef Fiyat: 392,20 TL
Yükseliş potansiyeli: %61,9

	TRY	US\$	
Fiyat	229,10	5,99	
BIST 100	9.491	248	
US\$ (MB Alış):	38,23		
52 Hafta Yüksek:	294,75	8,9	
52 Hafta Düşük:	203	5,9	
Bloomberg/Reuters Kodu:	TAVHL.TI / TAVHL.IS		
Hisse Senedi Sayısı (Mn):	363,3		
	(TL Mn)	(US\$ Mn)	
Piyasa Değeri:	83.228	2.177	
Halka Açık PD:	39.949	1.045	
	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	-7,51	15,07	-16,39
US\$ Getiri (%):	-8,19	-1,93	-22,76
BIST 100 Relatif Getiri (%):	-9,38	17,87	-13,39
Gün. Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	626		
Gün. Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	18,2		
Beta	0,88		
Yıllık Volatilité (Hisse)	0,34		
Yıllık Volatilité (BİST 100)	0,25		
Ortaklık Yapısı	%		
Tank ÖWA Alpha GmbH	46,12		
Tepe İnşaat Sanayi A.Ş.	4,06		
Halka Açıklık	49,82		
Toplam	100		



Şirket, 2025 yılında net satış gelirleri için €1.750mn-€1.850mn aralığında, toplam yolcu trafiği için 110mn-120mn aralığında, dış hat yolcu trafiği için ise 75mn-83mn beklentisi bulunmaktadır. TAV, 2025 yılında €520mn-€590mn aralığında FAVÖK rakamı beklemektedir. Şirket, 2025 sonunda Net Borç/FAVÖK oranının 2.5-3.0 aralığında gerçekleşmesi beklentisine sahiptir. Şirket, 2025 yatırım harcamasını ise €140-€160mn + Almatı Yeni Yatırım Programı'na ayrılacak tutar olarak belirlemiştir (TAV, Almatı Yatırım Planı'nın 2025-2029 arasında 5 yıla yayılarak toplamda yaklaşık 300mn € olmasını beklemektedir). Şirket, aynı zamanda 2025 yılı net karından temettü dağıtma niyetleri olduğunu da belirtmiştir.

AL önerimizi sürdürmekteyiz - 1Ç25 sonrası açıklanan operasyonel ve finansal sonuçları, Grup payları üzerindeki değerlememiz ile birlikte negatif olarak değerlendiriyoruz. Yapılan yatırımlar sonucunda yolcu terminal kapasitelerinde gözlemlenen büyümenin ve daha fazla yolcuya hizmet verilebileceğini de hesaba katarak yatırımların devam ediyor olmasını TAV için güçlü bir katalizör olarak kabul ediyoruz. Almatı Yatırım Programı'nın özkaynak hissedar kredisi gerekmeyen, Almatı'nın faaliyetlerinden yarattığı nakitle ve proje finansmanı yatırım kredisi limitinden finanse edilmesi, Almatı'nın önümüzdeki dönemlerde de güçlü operasyonel sonuçlarını sürdürebileceği beklentisine işaret etmektedir. TAV; tarife artışı görüşmelerinde yolcu/hizmet başına alınan ücretlerde tarife artışı elde edebilirse, yatırım programının büyüyebileceğini ve daha büyük sermaye yatırımı gerçekleştirebileceğini belirtiyoruz. Ancak; özellikle kısa-orta vadede jeopolitik risklerin artması durumunda aşağı yönlü risklerin havacılık sektörü görünümünde bir nebze daha ağır basabileceği ihtimalini de ekliyoruz. Makro tahminlerimizde ve kullandığımız risksiz faiz oranında 1 puanlık yukarı revizyona gitmemiz sebebiyle Şirket için **392,20 TL** olan **hedef pay fiyatımızı "371,00 TL" olarak hafif aşağı yönlü revize ediyor ve hedef fiyatımızın sunduğu getiri potansiyeli nedeniyle "AL" tavsiyemizi koruyoruz**. Şirket, hedef pay fiyatımız cari pay fiyatına göre %61,9 iskontolu işlem görmektedir.

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

Havalimanları	Yolcu Sayısı (mn)			Satış Gelirleri (€ mn)			FAVÖK (€ mn)			FAVÖK Marjı (%)		
	1Ç 2023	1Ç 2024	1Ç 2025	1Ç 2023	1Ç 2024	1Ç 2025	1Ç 2023	1Ç 2024	1Ç 2025	1Ç 2023	1Ç 2024	1Ç 2025
Ankara Esenboğa	2,48	2,87	3,01	6,8	15,9	18,8	0,2	7,4	7,2	2,5%	46,9%	38,3%
İzmir	1,94	2,23	2,36	13,2	15,9	19,0	3,8	6,1	7,6	28,9%	38,3%	40,2%
Gazipaşa	0,12	0,13	0,11	0,4	0,5	0,6	-0,8	-1,1	-1,6	-212,0%	-210,3%	-291,9%
Milas-Bodrum	0,27	0,30	0,30	1,5	1,6	1,8	-1,4	-1,6	-2,2	-97,2%	-103,4%	-122,2%
Tunus (Monastir & Enfidha)	0,18	0,25	0,32	3,1	4,4	6,0	-1,2	-0,6	1,0	-37,6%	-13,9%	16,6%
Gürcistan (Tiflis & Batum)	0,79	1,02	1,17	20,1	23,8	29,8	13,9	17,4	22,3	69,4%	73,0%	74,8%
Makedonya (Üsküp & Ohrid)	0,49	0,64	0,63	7,2	9,6	10,5	1,6	3,7	3,6	22,9%	38,8%	34,8%
Almatı	1,90	2,50	2,68	96,3	113,4	115,9	21,7	32,0	30,1	22,5%	28,2%	26,0%
Hizmetler												
Havaş				41,1	51,1	60,3	3,1	10,6	8,5	7,5%	20,7%	14,0%
BTA				25,3	26,5	30,7	0,6	0,2	-2,6	2,5%	0,9%	-8,3%
Diğer				36,0	58,0	85,2	2,1	11,9	16,1	6,0%	20,5%	18,9%
Toplam				251,0	320,8	378,5	43,7	86,0	90,1	17,4%	26,8%	23,8%
Eliminasyon				0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0			
Konsolide				251,0	320,8	378,5	43,7	86,0	90,1	17,4%	26,8%	23,8%
ATU					52,3	55,8		2,9	1,5		5,5%	2,7%
TGS					64,4	81,8		6,8	4,5		10,6%	5,5%

Kaynak: TAV Havalimanları Holding

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

Gelir Tablosu (€ m)	1Ç23	1Ç24	1Ç25	25/24 Yıllık %
Toplam Faaliyet Gelirleri	251,0	320,8	378,5	18,0%
Havacılık Gelirleri	105,1	129,3	132,8	2,7%
Yer Hizmetleri Gelirleri	51,2	64,4	75,0	16,4%
Gümrüksüz Mağaza İmtiyaz Gelirleri	7,1	9,1	12,9	40,5%
Yiyecek & İçecek Gelirleri	29,0	32,6	38,8	19,0%
Özel Yolcu Salonu ve TAV Pasaport Gelirleri	4,5	6,3	8,5	35,1%
Alan Tahsis ve Reklam Gelirleri	9,8	10,9	13,2	21,5%
Alan Tahsis Gelirleri	7,8	8,7	10,2	16,7%
Kira Gelirleri	1,1	1,3	1,9	42,7%
Reklam Gelirleri	1,0	0,8	1,2	37,5%
Otobüs Hizmetleri Gelirleri	2,1	3,1	3,2	4,6%
Lounge Hizmetleri	16,2	29,8	38,4	28,6%
Sadakat Kartı Gelirleri	0,2	0,6	0,9	65,8%
Prime Class Gelirleri	15,0	29,3	37,5	27,9%
Lounge Hizmetleri Gelirleri	0,9	0,0	0,0	
Yazılım Satışları	5,7	8,0	12,4	55,1%
Diğer Faaliyet Gelirleri	20,3	27,2	43,4	59,2%
Güvenlik Hizmetleri Gelirleri	4,8	5,6	7,8	39,3%
Perakende Gelirleri	0,0	0,0	0,0	
Diğer Operasyonel Gelirler	12,5	19,7	33,7	70,6%
Bilet Satış Gelirleri	0,0	0,0	0,0	
Operasyonel Finansman Gelirleri	0,3	0,0	0,0	
Gider Katılım Payı Gelirleri	1,1	0,9	0,9	-4,7%
Hotel Rezervasyon Gelirleri	1,5	1,0	1,1	5,6%
Faaliyet Giderleri	-208,4	-239,3	-289,2	20,9%
Yiyecek & İçecek Hizmetleri Giderleri	-9,6	-9,9	-12,4	25,9%
Verilen Hizmet Giderleri	-24,8	-31,3	-50,3	60,8%
İnşaat Giderleri	0,0	0,0	0,0	A.D.
Gümrüksüz Mağaza Giderleri	0,0	0,0	0,0	A.D.
Yakıt Giderleri	-55,0	-58,5	-50,7	-13,3%
Personel Giderleri	-76,0	-93,1	-118,4	27,1%
İmtiyaz Kira Giderleri	-0,3	-0,2	-0,2	8,7%
Diğer Faaliyet Giderleri	-42,6	-46,3	-57,2	23,4%
Diğer Faaliyet Gelirleri	1,0	4,5	0,8	-81,6%
FAVÖK	43,7	86,0	90,1	4,7%
Amortisman Giderleri	-21,6	-30,3	-35,5	16,9%
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından Paylar	-13,4	-5,4	-36,5	A.D.
Faiz ve Vergi Öncesi Kar	8,6	50,3	18,1	-64,0%
Net Faiz Giderleri	-23,5	-23,0	-18,7	-18,9%
Reeskont Faiz Gideri	-9,7	-8,3	-7,6	-7,9%
FX	-4,3	0,6	-14,1	A.D.
Diğer	-3,1	-4,0	-1,4	A.D.
Net Finansal Gelirler	-40,6	-34,7	-41,8	20,5%
Monetary Position Gain	2,1	3,6	0,9	-74,9%
Ödenecek Vergi	-14,9	-8,3	-11,7	41,2%
Ertelenmiş Vergi	1,0	-0,1	-9,4	A.D.
Vergi	-13,9	-8,4	-21,1	150,7%
Devam Eden Faaliyetler Net Kar	-43,7	10,9	-43,8	A.D.
Durdurulan Faaliyetler Karı	0,0	0,0	-0,1	A.D.
Ana Ortaklık Net Karı	-45,3	8,9	-45,6	A.D.
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-1,5	-2,0	-1,7	-12,4%

Kaynak: TAV Havalimanları Holding, Şeker Yatırım

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

Bilanço (€ m)	3A23	3A24	3A25
TOPLAM VARLIKLAR	4.248,8	4.780,6	4.777,5
Dönen Varlıklar	777,7	939,4	831,6
Nakit ve Nakit Benzerleri	251,8	450,1	315,1
Kullanımı Kısıtlı Banka Bakiyeleri	46,8	51,9	66,1
Ticari Alacaklar	142,7	111,7	148,3
İlişkili Taraflardan Alacaklar	18,5	38,4	17,5
Stoklar	67,9	40,7	46,1
Finansal Varlıklar	70,0	85,0	59,1
Diğer Alacaklar ve Dönen Varlıklar	179,9	161,6	179,3
Duran Varlıklar	3.471,1	3.840,2	3.945,1
Ticari Alacaklar	0,0	0,0	0,0
İlişkili Taraflardan Alacaklar	128,6	113,3	155,5
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	697,0	727,7	686,2
Şerefiye	217,8	221,4	219,9
Maddi Duran Varlıklar	501,8	744,4	945,5
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	19,4	21,4	36,9
İmtiyaz Sözleşmelerinden Doğan Haklar	1.644,4	1.563,9	1.437,0
Kullanım Hakları	74,9	109,5	130,4
Derivative Financial Instruments			
Ertelenmiş Vergi Varlığı	28,6	43,5	52,2
Diğer Duran Varlıklar	108,9	241,7	237,3
TOPLAM KAYNAKLAR	4.248,8	4.780,6	4.777,5
Toplam Yükümlülükler	3.069,4	3.322,6	3.217,3
Kısa Vadeli Yükümlülükler	629,3	852,6	1.083,8
Bankalar (Limit Üzeri Borçlar)	0,7	0,5	0,0
Kısa Vadeli Borçlanmalar	288,1	509,1	456,5
Ticari Borçlar	61,0	59,7	74,6
İlişkili Taraflara Borçlar	0,5	0,3	302,3
Türev Ürünler	0,0	0,0	0,0
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	19,4	13,6	7,8
Kısa Vadeli Karşılıklar	7,4	11,0	13,9
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	236,8	244,6	218,0
Ertelenmiş Gelirler	15,5	13,8	10,6
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	0,0	0,0	0,0
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	0,0	0,0	0,0
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2.440,1	2.470,0	2.133,5
Uzun Vadeli Borçlanmalar	1.190,8	1.320,7	1.404,4
Ticari Borçlar	0,0	0,0	0,0
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	25,5	23,0	38,1
İlişkili Taraflar	455,7	455,6	0,0
Türev Ürünler	0,0	0,0	0,0
Diğer Yükümlülükler	653,0	568,9	575,5
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	91,4	82,9	90,1
Ertelenmiş Gelirler	14,1	13,9	19,3
Diğer Uzun Vadeli Karşılıklar	9,6	5,0	6,1
ÖZKAYNAKLAR	1.179,4	1.457,6	1.559,7
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	1.157,1	1.440,1	1.545,9
Ödenmiş Sermaye	162,4	162,4	162,4
Paylara İlişkin Primler	220,3	220,3	220,3
Çevrim Farkları	-47,3	-80,6	-97,6
Kanuni Yedekler	122,0	122,0	122,0
Diğer Yedekler	-70,0	-74,3	-75,7
Hazine Yedekler	0,0	0,0	0,0
Nakit Akımı Riskten Korunma Yedekleri	44,6	46,5	38,6
Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs ve İşletmeler Payları Satın Alımı	40,1	40,1	40,1
Geçmiş Yıllar Karları	685,1	1.003,8	1.135,9
Net Dönem Karı / (Zararı)	0,0	0,0	0,0
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	22,3	17,5	13,9

Kaynak: TAV Havalimanları Holding

Tablo 4: Özet Gelir Tablosu

€ mn	1Ç23	1Ç24	1Ç25	Yıllık % Değişim
Satış Gelirleri	251,0	320,8	378,5	18,0%
Havacılık Gelirleri	105,1	129,3	132,8	2,7%
Yer Hizmetleri	51,2	64,4	75,0	16,4%
Gümrüksüz Mağazacılık	7,1	9,1	12,9	40,5%
Yiyecek & İçecek Gelirleri	29,0	32,6	38,8	19,0%
Özel Yolcu Salonu ve TAV Pasaport	1,2	0,6	0,9	65,8%
Diğer Faaliyet Gelirleri	20,3	27,2	43,4	59,2%
FAVÖK	43,7	86,0	90,1	4,7%
FAVÖK Marj	17,4%	26,8%	23,8%	-3.0 yp
Net Kar*	-45,3	8,9	-45,6	-613,1%
Net Kar Marjı	-18,0%	2,8%	-12,1%	-14.8 yp

Kaynak: TAV Havalimanları Holding, Şeker Yatırım

* Ana Ortaklık Payı

Şeker Yatırım

UYARI NOTU:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiçbir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5

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