

TAV HOLDİNG

Endeks Üzeri Getiri

Faaliyet dışı kalemler beklenenden yüksek net zarara yol açtı

Analist: Aytunç Uz

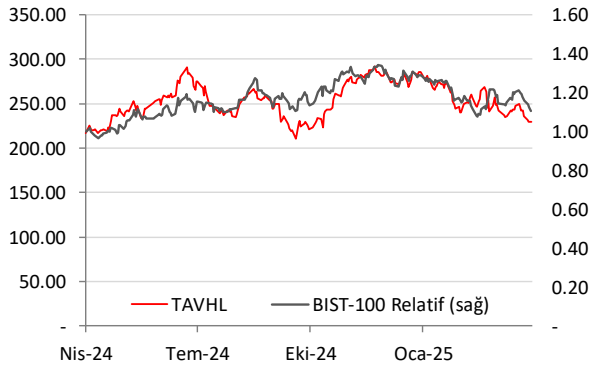
aytunc.uz@akyatirim.com.tr

TAV Holding (TAVHL) 1Ç25'te piyasa beklentisi 15 milyon Euro net zarar iken 46 milyon Euro net zarar açıkladı. Şirket 1Ç25'te piyasa beklentisine paralel 90 milyon Euro (y/y: +%5) FAVÖK raporladı.

Yönetim 2025 beklentilerini korudu: Yönetim, 1.750-1.850 milyon Euro net satışlar beklemektedir (AK: 1.844 milyon Euro). TAV Holding, 110-120 milyon yolcu öngörmektedir (AK: 115 milyon yolcu). Şirket, 520-590 milyon Euro FAVÖK beklemektedir (AK: 562 milyon Euro). Yönetim 2025 yılında 140-160 milyon Euro + Almatı yeni yatırım harcaması yapmayı hedeflemektedir (AK: 180 milyon Euro). Almatı yatırım planınının 2025-2029 yıllarında 5 yıla yayılmış 300 milyon Euro olması beklenmektedir. Yatırım harcamaları birim ücretlerin gelişimine bağlı olacaktır.

Yorum: TAV için hedef fiyatımızı 398,0 TL seviyesinden 360,0 TL seviyesine indirdik. Hedef fiyat revizyonumuzun ana sebebi risksiz getiri oranımızı 1 puan yukarı çekmemizdir. Tavsiyemizi "Endeks Üzerinde Getiri" seviyesinde tuttuk. Açılıştta piyasa tepkisinin "Nötr" olacağını düşünüyoruz.

Bloomberg Kodu	TAVHL TI			
Tavsiye	Endeks Ü. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	360.00 (önceki 398.00)			
Güncel Fiyat, TL	229.10			
Getiri Potansiyeli	57%			
Halka Açıklık Oranı	48%			
Piyasa Değeri, mn TL	83,228			
Finansal Veriler	2023	2024	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	34,433	59,211	81,272	110,541
FAVÖK, mn TL	10,435	16,791	24,844	36,461
Net Kâr, mn TL	7,530	6,558	8,235	15,598
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	34,766	49,295	76,503	76,996
Net Borç/FAVÖK	3.3	2.9	3.1	2.1
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	30.3%	28.4%	30.6%	33.0%
Net Marj	21.9%	11.1%	10.1%	14.1%
Temettü Verimi	-	-	-	4.6%
Büyüme				
Ciro, y/y	88.1%	72.0%	37.3%	36.0%
FAVÖK, y/y	82.2%	60.9%	48.0%	46.8%
Net Kâr, y/y	296.5%	-12.9%	25.6%	89.4%
Değerleme Verisi				
F/K	4.8	12.3	10.1	5.3
FD/FAVÖK	4.2	6.1	5.3	3.6
FD/Ciro	1.3	1.7	1.6	1.2
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	1H	1A	3A	12A
Nominal Getiri	-5.3%	-7.5%	-19.7%	15.1%
BİST-100 Relatif	-6.2%	-9.4%	-14.5%	17.9%
AOİH, mn TL	662	845	773	626



Piyasa verileri 24 Nisan 2025 tarihli.

Çeyresel Özet	Özet Finansallar					Beklentilerle Karşılaştırma		
	1Ç25	1Ç24	y/y	4Ç24	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark
Net Satışlar	378	321	18%	428	-12%	351	355	8%
FAVÖK	90	86	5%	78	15%	89	85	1%
FAVÖK Marjı	23.8%	26.8%	-302 bps	18.2%	-1,126 bps	25.5%	23.8%	-167 bps
Net Kar	-46	9	n.m.	-2	2351%	-15	-14	n.a.

Kaynak: Rasyonet, AK Yatırım

1Ç25 Sonuçlarına İlişkin Detaylar:

1Ç25'te dış hat yolcu sayısı yıllık %5 artarak 10 milyona, iç hat yolcu sayısı yıllık %4 artarak 8 milyona ulaştı. 1Ç25'te toplam yolcu sayısı yıllık %4 artarak 18 milyona ulaştı. Coğrafya bazında, dış hat operasyonları 1Ç25'te yolcu büyümesine daha fazla katkı sağladı. Havalimanı bazında bakıldığında, Almatı, Gürcistan ve Medine 1Ç25'te yolcu büyümesine en fazla katkıyı sağladılar.

Net satışlar 1Ç25'te yıllık %18 artarak 378 milyon Euro seviyesine yükselirken, piyasa tahmininin %8 üzerinde gerçekleşti. Net satışlar yolcu sayısındaki artış, Almatı'daki yeni ticari alanlar, ve TAV Tech şirketinin Katar'daki projelerinden olumlu etkilendi. 1Ç25'te servis şirketleri havalimanlarından daha fazla katkı sağladı. BTA, HAVAŞ, Gürcistan ve lounge operasyonları 1Ç25'te net satışlardaki büyümenin itici gücü oldu. Yer hizmetleri gelirleri, kargo hacmindeki daralmaya rağmen fiyat artışları ile 1Ç25'te önemli bir katkı sağlamıştır. Lounge operasyonları yolcu sayısındaki ve fiyatlardaki artış ile önemli bir katkı sağladı. 1Ç25'te yiyecek & içecek hizmetleri BTA ve Almatı'nın olumlu katkılarıyla büyüdü. Duty free satışları dış hat yolcu sayısındaki artış ve Almatı'daki yeni alanlar sayesinde önemli bir seviyede büyüdü.

FAVÖK 1Ç25'te yıllık %5 artarak 90 milyon Euro seviyesine yükselerek piyasa tahminine paralel gerçekleşti. FAVÖK açısından değerlendirildiğinde havalimanı şirketleri olumlu katkı yaparken hizmet faaliyetleri olumsuz katkı sağladı. Gürcistan ve Gazipaşa 1Ç25'te FAVÖK büyümesinin itici güçleri olmuştur.

Şirket Ankara'da yeni bir pist, otopark, 5MW güneş panelleri ve diğer çeşitli iyileştirmeler için 210 milyon Euro yatırım harcaması planlamaktadır. 1Ç25 sonu itibarıyla inşaatın %99'u tamamlanmıştır. Projenin 2Ç25'te tamamlanması planlanmaktadır. Şirket 2025 yılında Ankara'da 100 milyon Euro net satışlar beklemektedir (AK: 100 milyon Euro).

1Ç25'te net borç bir önceki çeyreğe göre %4 artarak 1,8 milyar Euro seviyesinde gerçekleşti. 1Ç25'te alacak vadesi bir önceki çeyreğe göre 4 gün arttı. 1Ç25'te stok vadesi bir önceki çeyreğe göre yatay kaldı. 1Ç25'te satıcı vadesi bir önceki çeyreğe göre 1 gün azaldı. Böylece, 1Ç25'te nakit döngüsü bir önceki çeyreğe göre 5 gün arttı.

Faaliyet tahminlerimizdeki hafif revizyonlar ağırlıklı olarak tahminlerimizdeki sapmalardan kaynaklanmaktadır. Net kar tahminlerimizi, şirketin Antalya Havalimanı'na ilişkin nakit olmayan kalemlerin olumsuz etkisine istinaden düşürdük. Risksiz getiri oranını %7,5'ten %8,5'e yükselttik.

Revizyonlar (EUR mn)

	Yeni			Eski		
	2025T	2026T	2027T	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar	1,844	2,086	2,252	1,830	2,071	2,239
% değişim	11%	13%	8%	12%	13%	8%
FAVÖK	562	688	743	558	683	739
FAVÖK Marjı	30.5%	33.0%	33.0%	30.5%	33.0%	33.0%
Net Kar	175	294	407	258	356	421
% değişim	-4%	68%	38%	34%	38%	18%

Eski Tahminlerle Fark

Net Satışlar	0.7%	0.7%	0.6%			
FAVÖK	0.7%	0.6%	0.5%			
Net Kar	-32.1%	-17.4%	-3.5%			
Hedef Fiyat		360.0			398.0	
HF Değişim		-9.5%				

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 bilgilere dayanılarak aldıkları 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 bilgiler dolayısıyla 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-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.