

TAV Holding

24/04/2025

2025 1.Ç Mali Tablo Analizi

AL

Yükselme Potansiyeli 71%

Gerçekleşen ve Tahminler

1Ç25'te çoğunlukla nakit dışı kalemlerden kaynaklı net karda olumsuz sürpriz. TAV Havalimanları 1Ç25'de bizim ve piyasanın 14 milyon avroluk net zarar tahmininden daha kötü, 1Ç24'teki 9 milyon avroluk net kar rakamına kıyasla 46 milyon avroluk net zarar kaydetti. Daha yüksek gelirleri ve FAVÖK'e rağmen, net zarar çoğunlukla artan iştirak zararlarına, artan kur farkı giderleri nedeniyle büyüyen finansal giderlere (1Ç25'te 14,1 milyon avroluk kur farkı zararı, 1Ç24'te 0,6 milyon avroluk kur farkı geliri), amortisman giderlerindeki artışa ve daha yüksek vergi giderlerine (9,4 milyon avroluk ertelenmiş vergi gideri) atfedilebilir. 1Ç25'teki artan iştirak zararları çoğunlukla cari olmayan varlıklarda €/TL'nin ÜFE'den daha fazla artış göstermesi nedeniyle Antalya Havalimanı'ndaki ertelenmiş vergi giderleriyle ilgiliydi. Tahminlerin üzerinde, TAV 1Ç25'te yıllık %18 artışla 379 milyon avro gelir elde etti. Tahminlerle uyumlu olarak, FAVÖK 1Ç25'te yıllık %5 artışla 90 milyon avro olarak gerçekleşti.

Son Çeyrekte Öne Çıkanlar

Satış gelirleri büyümeye devam ediyor. Fiyat artışları, yolcu başına harcamadaki artış, Almati'daki yeni ticari alanlar ve Katar'daki yeni TAV Tech projesi 1Ç25'teki satış gelirlerindeki %18'lik büyümenin temel itici güçlerini oluşturdu. Öte yandan, gümrüksüz mal satışlarından elde edilen komisyon, ikram hizmetleri geliri, prime class geliri ve software geliri 1Ç25'teki gelir büyümesine en büyük katkıyı sağlayan iş kolları oldu. Kişi başına gümrüksüz harcama 1Ç24'teki 8,5 avrodan 1Ç25'te 8,9 avroya yükseldi.

Güçlü TL ve düşük kar marjlı projelerin artan katkısı faaliyet karı marjı daralmasına yol açtı. Nakit faaliyet giderleri, 1Ç24'teki 235 milyon avrodan yıllık bazda %23 artışla 1Ç25'te 288 milyon avroya yükseldi. Bunun başlıca nedenleri, düşük marjlı TAV Tech projesinin daha büyük katkısı, 1Ç24'te daha önce silinen varlıkların geri kazanılması ve TL'nin reel değer kazancı gösterilebilir. Personel sayısındaki %7'lik artış ve TL enflasyonu nedeniyle personel giderlerindeki artış (+%27), esas olarak yeni TAV Tech projesi kaynaklı sunulan hizmetler giderlerindeki artış (+%61), BTA ile Almati'den kaynaklanan ikram SMM'indeki artış (+%26) ve bakım giderlerindeki yükseliş(+%25) 1Ç25'te nakit faaliyet giderlerindeki artışın temel nedenlerini oluşturdu. Sonuç olarak, FAVÖK marjı 1Ç24'teki %25,1'den 1Ç25'te %23,8'e geriledi.

Şirketin net borç pozisyonu 1Ç24 sonu itibarıyla 1788 milyon avro ve 2024 sonu itibarıyla 1723 milyon avrodan hafifçe artarak 1Ç25 sonu itibarıyla 1795 milyon avroya yükseldi.

Fiyat Bilgileri

	TL
Kapanış	229.10
12 Aylık Hedef Fiyat*	391.50
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	391.50
Piyasa Değeri (mn)	83,228
Halka Açık PD (mn)	40,956
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	627.3
Hisse sayısı (Adet mn)	363
Takas Saklama Oranı (%)	49
Yabancı Oranı (%)	65

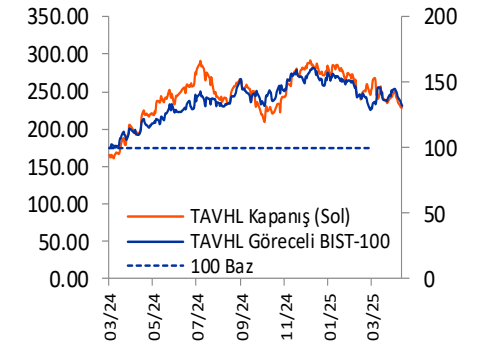
Fiyat Perf. (%)

	1 Ay	Yıllık	12 Ay
TL	-10.9	-16.4	15.1
ABD \$	-11.6	-22.9	-2.3
BIST-100 Relatif	-8.8	-13.4	17.9

Çarpanlar

	2024	2025	2026
F/K	11.5	10.6	8.0
PD/DD	1.3	1.0	0.8
FD/FAVÖK	7.6	5.8	4.4

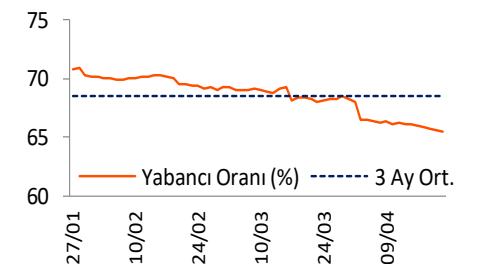
Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 203.00 291.50

Yabancı Oranı (%)

Cari (%) : 65.48



Esra Şirin

esirinel@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 72

Değerleme üzerindeki etki ve görünüm

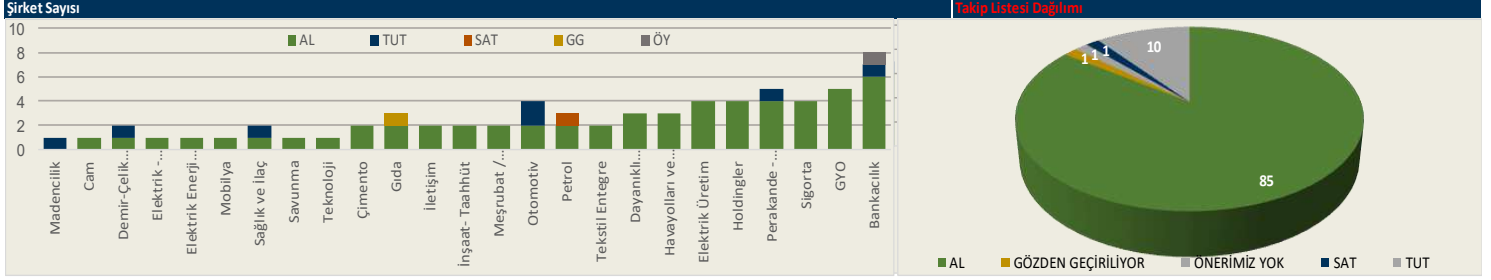
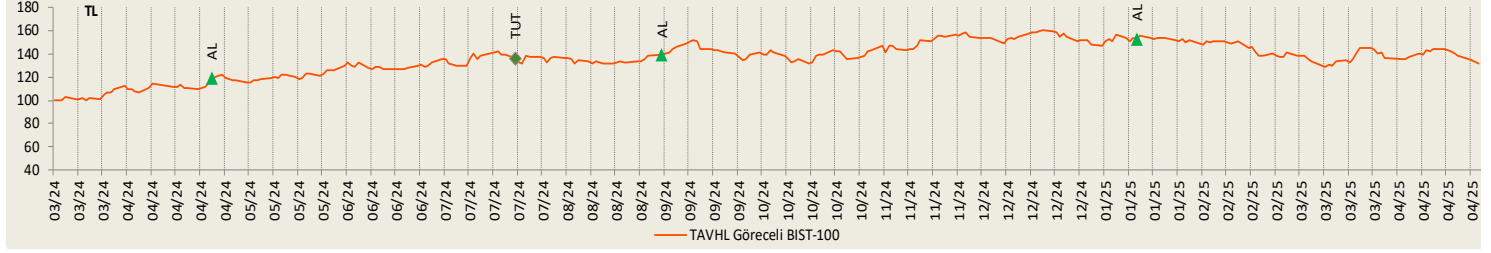
Şirket 2025 hedeflerinde değişiklik yok. Şirket, 2025 için 110 - 120 milyon avro (İş Yatırım: 116 milyon avro) toplam yolcu, 1,75-1,85 milyar avro konsolide gelir (İş Yatırım: 1,90 milyar avro) ve 520-590 milyon avro (İş Yatırım: 572 milyon avro) FAVÖK yönündeki önceki beklentisini sürdürüyor. TAV tamamlanan yatırımlardan kaynaklanan daha yüksek amortisman maliyetleri ve faiz giderleri, Ankara, BTA Antalya ve TAV OS yeni NY salonundan kaynaklanan daha yüksek kira amortismanı ve güçlü TL'nin TGS ve ATU'nun net geliri üzerindeki olumsuz etkisi nedeniyle 2025 yılı için net kar rakamının 2024'deki seviyesini geçmeyeceğini öngörmeye devam ediyor. Şirket, Almatı Havalimanı için 2025 ile 2029 yılları arasında 5 yıla yayılacak 300 milyon avroluk ek yatırım dahil 2025'de 200-220 milyon avroluk yatırım harcaması öngörüyor. 2025 yılı için önceki 2,5x ve 3,0x Net Borç/FAVÖK hedefi korundu.

Hisse başına 391,50 TL'lik hedef fiyatımız ile TAVHL hissesi için AL tavsiyemizi koruyoruz.

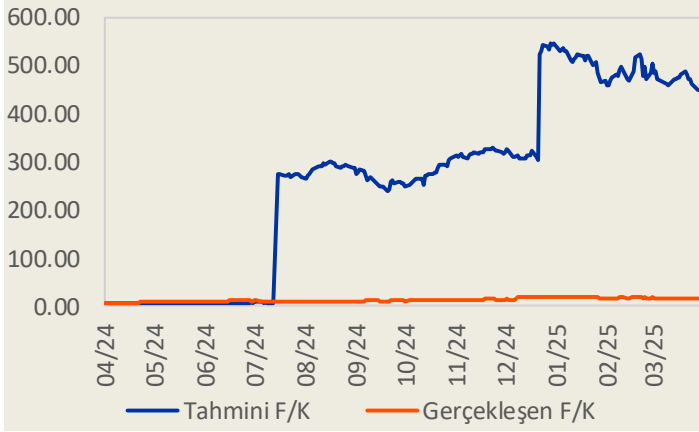
€ mn	IS Yat.		Piyasa				
	1Ç25	1Ç25T	1Ç25T	1Ç24	Değ.	4Ç24	Değ.
Yolcu Sayısı	17.8			17.1	4%	23.4	-24%
Satış Gelirleri	379	359	359	321	18%	428	-12%
FAVÖK	90	90	90	86	5%	78	15%
Favök Marjı	23.8%	25.1%	25.1%	26.8%	-3.0ppt	18.2%	5.6ppt
İştirak Karı/Zararı	-37			-5	576%	17	n.m.
Net Finansal Gelir/Gider	-42			-35	20%	-4	898%
Vergi Öncesi Kar	-23			19	n.m	5	-525%
Vergi Gideri	-21			-8	151%	-4	441%
Ana ortaklık payları	-46	-14	-14	9	n.m	-2	n.m.
Net Kar Marjı	-12.0%	-3.8%	-3.9%	2.8%	-14.8ppt	-0.4%	-11.6ppt
Net Borç Pozisyonu	1,795			1,788		1,723	4%

TAV Holding

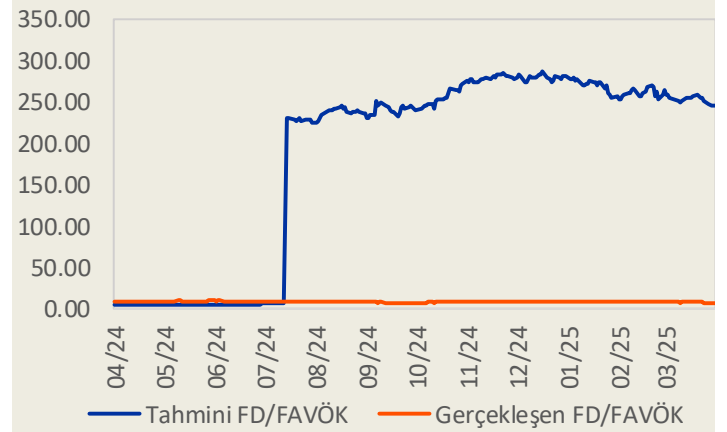
Göreceli Getiri / Öneriler



Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



Tahmini FD/FAVÖK & Gerçekleşen FD/FAVÖK



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.