

TAV Havalimanları

AL

Kapanış (TL)	248,50	Hedef fiyat(TL)	370,00		
Piyasa değeri (TL / US\$ mn)	90.275 / 2.229	12 aylık getiri / görece getiri (%)	-7 / -8		
Endeks	BIST-30	Pazar	Yıldız		
(EUR mn)	6A24	6A25	y/y Δ	Konsensüs	Gerçek / Kons.
Net satışlar	732	824	%-2	839	%-2
FAVÖK	215	237	%10	229	%3
FAVÖK marjı	%29,4	%28,7	-70 bp	%27,3	140 bp
Net Kar	81	-50	A.D.	-26	A.D.

6A25 Bilanço Değerlendirmesi

Net zarar sürprizi - TAV Havalimanları, 6A25 döneminde 50 milyon Euro net zarar açıkladı; bir önceki yılın aynı döneminde 81 milyon Euro net kâr elde edilmişti. Net kâr, ertelenmiş vergi ve kur farkı zararları nedeniyle olumsuz etkilenirken, gelirler ve FAVÖK büyük ölçüde beklentilere paralel gerçekleşti.

Sağlam gelir artışı - Gelirler 6A25 döneminde yıllık %12 artışla 379 milyon Euro'ya ulaştı, ancak beklentilerin biraz altında kaldı. Büyüme, yolcu hacmi, fiyatlandırma ve yolcu başına harcamalardaki artıştan kaynaklandı. Almatı'daki yeni ticari alanlar, Antalya'daki yeni ikram operasyonları ve Katar'daki TAV Tech projesinin başlaması da ciroya katkı sağladı. Şirket 6A25 döneminde 48 milyon yolcuya hizmet verdi, bu da yıllık %4 artış anlamına geliyor. Havacılık gelirleri %3 artarken, jet yakıtı fiyatları artışı sınırladı. Yer hizmetleri gelirleri %13 arttı, uçuş sayısı sabit kalırken fiyat artışları etkili oldu. İkram ve duty-free gelirleri %23 artarak, Almatı'daki yeni terminal kapasitesi, güçlü uluslararası trafik ve yolcu başına harcamalardaki artışla desteklendi.

Zayıf marjlar - Faaliyet giderleri yıllık %14 arttı. Personel giderleri %22 yükseldi; bu artış, TL'nin değer kaybını aşan ücret artışları ve çalışan sayısındaki %9 artıştan kaynaklandı. Hizmet giderleri ise trafik artışı ve enflasyon nedeniyle %15 yükseldi. Almatı'nın yakıt iş kolu giderleri, jet yakıtı fiyatları ve uluslararası trafik hacmindeki düşüşle yıllık %12 azalarak 107 milyon Euro oldu. İkram maliyetleri ise özellikle Almatı kaynaklı olarak %23 arttı. Bu gelişmeler sonucunda FAVÖK marjı yıllık 70 baz puan düşüşle %28,7 seviyesine geriledi, ancak piyasa beklentisinin 140 baz puan üzerinde gerçekleşti.

Beklentiler korunuyor - Yönetim, 2025 yılında 110-120 milyon yolcu bekliyor (2024: 106,5 milyon). Gelirlerin %5-11 artışla 1,75-1,85 milyar Euro seviyesine, FAVÖK'ün ise %6-21 artışla 520-590 milyon Euro seviyesine çıkması öngörülüyor. Yatırım harcamalarının Almatı yatırımı hariç 140-160 milyon Euro olması bekleniyor (Almatı yatırımı yaklaşık 300 milyon Euro). Net borcun FAVÖK'e oranla 2024'teki 3,5x seviyesinden 2025'te 2,5-3,0x seviyesine düşmesi bekleniyor. Net kârın ise 2024 seviyesinin üzerine çıkması bekleniyor.

Genel görüşümüz - Mütevazı yolcu artışı, daha yüksek tarifeler ve Almatı'daki yeni ticari alanları gelir artışının ana itici güçleri oldu. Ancak, liranın Euro karşısındaki göreceli gücü, artan çalışan sayısı ve enflasyon baskıları kârlılığı olumsuz etkiledi. Beklenenden yüksek net zarar, esas olarak 72 milyon Euro ertelenmiş vergi zararı ve 31 milyon Euro kur farkı zararından kaynaklandı. Şirket yönetimi yıl sonu beklentilerini korurken, biz de tahminlerimizi değiştirmiyoruz. 12 aylık hedef fiyatımızı 370 TL, tavsiyemizi ise AL olarak sürdürüyoruz.

Değerleme - Hisse son bir yılda %7 düştü ve BIST100 endeksine görece %8 daha zayıf bir performans gösterdi. 2025 tahminlerimize göre 12,9 F/K ve 6,3 FD/FAVÖK çarpanlarından işlem gören TAV Havalimanları hissesi için AL görüşümüzü koruyoruz.

Araştırma

yatirimarastirma@icbcyatirim.com.tr
+90-212-276-2727