

TAV Havalimanları

NÖTR

Kapanış (TL)	361,25	Hedef fiyat (TL)	390,00		
Piyasa değeri (TL / US\$ mn)	131.235 / 3.006	12 aylık getiri / görece getiri (%)	36 / -7		
Endeks	BIST-30	Pazar	Yıldız		
(EUR mn)	12A24	12A25	y/y Δ	Konsensüs	Gerçek / Kons.
Net satışlar	1.660	1.823	%10	1.846	%-1
FAVÖK	489	560	%14	565	%-1
FAVÖK marjı	%29,5	%30,7	120 bp	%30,6	10 bp
Net Kar	183	51	%-72	68	%-26

2025 Bilanço Değerlendirmesi

Net kâr beklentiyi karşılamadı - TAV Havalimanları, 2025 yılı için 51 milyon euro net kâr açıkladı (2024: 183 milyon euro) ve 68 milyon euro olan piyasa beklentisinin altında kaldı. Net kâr, 2024'e kıyasla 76 milyon euro daha yüksek ertelenmiş vergi gideri ve 36 milyon euro artan kur farkı zararı nedeniyle olumsuz etkilendi. Gelirler ve FAVÖK de beklentilerin bir miktar altında gerçekleşti.

Güçlü gelir artışı - Gelirler 2025 yılında yıllık bazda %10 artarak 1,82 milyar euroya yükseldi ve beklentilerin hafif altında kaldı. Artış; yolcu hacmi, fiyatlama, Antalya'daki yeni yeme-içme operasyonları ve Ankara'daki yeni imtiyazdan kaynaklanırken, yolcu başına harcama yıllık bazda %6 geriledi. Şirket 2025 yılında 113 milyon yolcuya hizmet verdi (yılılık %6 artış). Havacılık gelirleri jet yakıtı fiyatlarının etkisiyle %3 arttı. Yer hizmetleri gelirleri fiyat artışları ve hacimdeki %6'lık yükselişle %10 büyüdü. Yeme-içme ve duty-free gelirleri, Antalya'daki yeni operasyonlar, Almatı'daki terminal kapasite artışı ve güçlü uluslararası trafik sayesinde, yolcu başına harcamadaki düşüşe rağmen %20 arttı.

Marjlarda iyileşme - Nakit faaliyet giderleri yıllık bazda %8 arttı. Personel giderleri, ücret artışları (TL'deki değer kaybının üzerinde) ve çalışan sayısındaki %9'luk artış nedeniyle %15 yükseldi. Almatı yakıt operasyonu maliyetleri, daha düşük jet yakıtı fiyatları sayesinde %10 azalarak 221 milyon euroya geriledi. Yeme-içme maliyetleri %14 arttı. Sonuç olarak, FAVÖK marjı 120 baz puan artarak %30,7'ye yükseldi ve piyasa beklentilerine paralel gerçekleşti.

2026 beklentileri - Yönetim, 2026 yılında 116-123 milyon yolcu (2025: 113 milyon), 1,88-1,98 milyar euro ciro (2025: 1,82 milyar euro), 590-650 milyon euro FAVÖK (2025: 560 milyon euro) ve 330 milyon euro'nun altında yatırım harcaması (2025: 201 milyon euro) öngörmektedir.

Temettü açıklaması - Şirket, bu yıl 21 Temmuz ve 22 Eylül tarihlerinde iki eşit taksit halinde toplam 3,61 TL brüt (3,07 TL net) temettü ödemeyi planlamaktadır. Dükkü kapanış fiyatına göre net temettü verimi %0,8 seviyesindedir.

Genel görüşümüz - Sınırlı yolcu artışı, artan tarifeler, Antalya'daki yeni yeme-içme operasyonları ve Ankara'daki yeni imtiyaz sözleşmesi gelir artışının ana unsurları oldu. Ancak euro'nun TL ve ABD doları karşısındaki güçlü seyri ile geçen yıla kıyasla artan vergi giderleri kârlılığı baskıladı. Yönetim, 2026 yılına ilişkin yolcu ve ciro beklentilerini (her ikisi de yıllık bazda %3-9 artış) ve FAVÖK beklentisini (%5-16 artış) açıkladı. Tahminlerimiz yönetim beklentilerinin bir miktar üzerinde olduğu için gelir tahminimizi %7, FAVÖK tahminimizi ise %9 aşağı yönlü revize ettik. Buna bağlı olarak 12 aylık hedef fiyatımızı 400 TL'den 390 TL'ye düşürürken, NÖTR görüşümüzü koruduk.

Değerleme - Hisse son bir yılda %36 yükseldi ancak BIST100 endeksine görece %7 daha zayıf bir performans gösterdi. 2026 tahminlerimize göre hisse 38x F/K ve 6,8x FD/FAVÖK çarpanlarıyla ucuz görünmemektedir. NÖTR görüşümüzü koruyoruz.

Araştırma

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