

TAVHL / TAV Havalimanları

TAV Havalimanları Holding A.Ş. (TAVHL) 1Ç25 döneminde 1,738 milyon TL net zarar açıkladı. Piyasa beklentisi Şirketin bu dönemde 590 milyon TL net zarar açıklaması yönündeydi. Piyasa beklentisinden farklı olarak net zarar açıklayan Şirket, geçen yılın aynı çeyreğinde 298 milyon TL net kar açıklamıştı. Şirketin net kar marjı ise yıllık bazda 14.8 puan azalış göstererek %-12.1 seviyesinde gerçekleşti. Şirketin cirosunda bir önceki yılın aynı çeyreğine kıyasla büyüme yaşanmasına karşın, satışların maliyetinde ve operasyonel giderlerde ciroya kıyasla daha yüksek artış yaşanması, özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımların zarar paylarında yaşanan büyüme, net finansman giderindeki artış ve Euro'daki değer kazanımından doğan ertelenmiş vergi yükümlülüğü Şirketin bu çeyrekte net zarar açıklamasına neden olan başlıca unsurlar olarak öne çıktı.

Satış gelirleri yıllık bazda %34 arttı

1Ç25 döneminde satış gelirleri, yıllık %34 artış göstererek 14,419 milyon TL'ye yükseldi. Piyasa beklentisi Şirketin bu çeyrekte 13,984 milyon TL satış geliri elde etmesi yönündeydi. 2025 yılının ilk çeyreğinde piyasa beklentisinin üzerinde satış geliri elde eden Şirketin, bir önceki çeyreğe göre ise satış gelirleri %9 azalış gösterdi. Şirketin gelirlerinde yaşanan büyüme; fiyat artışları, yolcu başı gümrüksüz satış büyümesi, Almatı'daki yeni ticari alanlar ve Katar'daki yeni TAV Teknoloji projesinin pozitif etkisiyle trafik artışının üzerinde gerçekleşti.

Brüt kar yıllık %30 artışla 5,051 milyon TL olurken, brüt kar marjı yıllık -1.1 puan azalışla %35 seviyesinde gerçekleşti. Brüt kar marjında yaşanan azalışta satışlarının maliyetinin ciroya oranında artış yaşanması etkili oldu.

FAVÖK 3,405 milyon TL oldu

FAVÖK yıllık bazda %24.8 artış gösterirken, çeyrek bazda %37.7 artış gösterdi ve 3,405 milyon TL oldu. Piyasa beklentisi Şirketin bu dönemde 3,425 milyon TL FAVÖK elde etmesi yönünde oluşmuştu. Piyasa beklentisine paralel bir çeyreklik FAVÖK açıklayan Şirketin, FAVÖK marjı da yıllık 1.7 puan azalışla %23.6 seviyesinde gerçekleşti. Şirket bir önceki çeyrekte %15.7 FAVÖK marjı elde edilmişti. Düşük sezonda, ciroya kıyasla FAVÖK büyümesinin yüzdesel olarak düşmesinin ana nedenleri, TAV Teknoloji projesinin geçen yıla göre daha düşük marjlı olması, 1Ç24'te daha önce giderleştirilen varlıkların geri kazanılması ve TL enflasyonu oldu.

Piyasa Bilgileri

Kapanış (TL)	229.10
Piyasa Değeri (mn TL)	83,227.7
Halka Açık Piy. Değ. (mn TL)	39,949.3
Bugünkü Sermaye (bin TL)	363,281
Halka Açık Sermaye	174,375
Halka Açıklık Oranı	%48

Hisse Performansı (TL)

	Değ. (%)
1 Aylık	-7.5
3 Aylık	-19.7
Yılbaşına göre	-16.4
Son 1 Yıl	15.1

Relatif Performans (TL)
(Bist 100'e Göre)

	Değ. (%)
1 Aylık	-9.4
3 Aylık	-14.5
Yılbaşına göre	-13.4
Son 1 Yıl	17.9

Piyasa Çarpanları

F/K	18.4
PD/DD	1.3
FD/NS	2.2

Bilanço Özeti (Bin TL)

	2025/03
Aktifler	194,452,772
Net Borç	57,820,191
Net Döviz Pozisyonu	-7,296,426
Net Satışlar	14,418,829
FAVÖK	3,405,422
Net Kar/Zarar	-1,738,315

Özet Gelir Tablosu (bin TL)	1Ç25	1Ç24	Değ. (%)	4Ç24	Değ. (%)	12A24	12A23	Değ. (%)
Net Satışlar	14,418,829	10,763,165	34.0	15,771,021	-8.6	59,211,470	34,433,068	72.0
Brüt Faaliyet Karı	5,051,462	3,886,092	30.0	3,607,496	40.0	21,486,351	13,289,634	61.7
Faaliyet Giderleri	2,997,085	2,174,510	37.8	4,352,236	-31.1	12,087,045	6,776,979	78.4
Finansman Gelir/Gider	-2,283,427	-1,568,572	a.d.	-1,016,517	a.d.	-6,342,266	-3,579,443	a.d.
Esas Faaliyet Karı	2,054,377	1,711,582	20.0	-744,740	a.d.	9,399,306	6,512,655	44.3
FAVÖK	3,405,422	2,729,311	24.8	2,472,457	37.7	16,790,793	10,199,651	64.6
Ana Ortaklık Net Kar	-1,738,315	298,268	a.d.	-68,609	a.d.	6,557,987	7,530,074	-12.9

Oranlar	1Ç25	1Ç24	Fark	4Ç24	Fark	12A24	12A23	Fark
Brüt Karı Marjı (%)	35.0	36.1	-1.1	22.9	12.2	36.3	38.6	-2.3
Esas Faa.Karı Marjı (%)	14.2	15.9	-1.7	-4.7	19.0	15.9	18.9	-3.0
Favök Marjı (%)	23.6	25.4	-1.7	15.7	7.9	28.4	29.6	-1.3
Net Kar Marjı (%)	-12.1	2.8	-14.8	-0.4	-11.6	11.1	21.9	-10.8

TAVHL / TAV Havalimanları**Değerlenen Euro Nedeniyle Ertelenmiş Vergi Gideri Kaydedildi**

Antalya 1, Yeni Antalya ve Ankara'da, EUR/TL'nin ÜFE'den daha fazla artış göstermesinin duran varlıklar üzerindeki etkisi nedeniyle ertelenmiş vergi gideri kaydedildi. Ankara ve İzmir'de artan EUR/TL'nin yatırım teşvikleri üzerindeki etkisi nedeniyle ve Almatı'da Tenge'nin değer kaybı ve yasal kayıtlardaki amortisman takvimi farkı nedeniyle ertelenmiş vergi gideri kaydedildi. Şirket, Antalya 1 ve Yeni Antalya'da 17.4 milyon ertelenmiş vergi gideri kaydetti. Ayrıca, EUR/TL ve EUR/USD'nin değer kazanması nedeniyle çevrim farkı zararı da oluştu.

Net borç pozisyonu Euro bazında sabit kaldı

Şirketin net borç pozisyonu 2024 yılının aynı dönemine göre %33.6 artarken, bir önceki çeyreğe göre %17.3 artarak bu dönemde 57,820 milyon TL olarak gerçekleşti. Net borç/FAVÖK rasyosu ise 3.3 seviyesinde gerçekleşti. 31 Mart 2025 itibarıyla Şirketin 7,296 milyon TL döviz açığı bulunmaktadır. Şirketin net borcu TL bazında %33.6 artarken EUR bazında 1.8 milyar EUR seviyesinde sabit kalmıştır. Şirketin borçlarının ortalama vadesi 4.7 yıl olup, ortalama EUR borçlanma maliyeti ise %6.5 seviyesindedir.

Şirketin nakit değerleri azaldı

Şirketin nakit değerleri 2024 yıl sonuna göre 127 milyon TL azalarak 12,825 milyon TL oldu. İşletme faaliyetlerinden 551 milyon TL nakit çıkışı gerçekleşti. Yatırım faaliyetlerinden 1,413 milyon TL nakit çıkışı olurken finansman faaliyetlerinden 579 milyon TL nakit girişi oldu.

Trafik Performansı

Şirketin 2025 yılının ilk çeyreğinde hizmet verdiği toplam yolcu sayısı 2024 yılının aynı çeyreğine kıyasla %4 artış gösterdi ve 17.8 milyon seviyesine yükseldi. Antalya yolcu sayısında %7 azalış, İzmir yolcu sayısında %6 artış, Esenboğa yolcu sayısında %5 artış, Milas-Bodrum yolcu sayısında %1 artış, Gazipaşa yolcu sayısında %11 azalış, Almatı yolcu sayısında %7 artış, Gürcistan yolcu sayısında %15 artış, Medine yolcu sayısında %8 artış, Tunus yolcu sayısında %31 artış, Kuzey Makedonya yolcu sayısında %1 azalış, Zagreb yolcu sayısında ise %8 artış yaşandı. Antalya'da görece daha soğuk geçen bir ilk çeyrek, Ramazan ayının etkisi ve Paskalya takvimi trafik verileri üzerinde etkili oldu.

Devam Eden Yatırımlar

Ankara Esenboğa Yatırımı için 31 Mart 2025 itibarıyla inşaatın %99'u tamamlanmış olup 2025 yılında Ankara'nın cirosunun yaklaşık 100 milyon EUR olması beklenmektedir. Antalya Havalimanı Yeni Terminal ve Hava Tarafı Yatırımı tamamlanarak 12 Nisan 2025 tarihinde açıldı. Tamamlanan yatırımlarla havalimanının kapasitesi yılda 65 milyon yolcuya çıktı. 2038 yılında başlaması planlanan ek yatırımlarla Antalya Havalimanı'nın kapasitesinin 80 milyonun üstüne çıkması beklenmektedir.

2025 Yatırım Harcamaları Beklentisi Revizyonu

Şirketin Almatı Havalimanı için yatırım programının revize edilmesine karar verilmiştir. Bu revizyon sonrası Almatı Yatırım Planının 2025-2029 yılları arasında 5 yıla yayılmış şekilde yaklaşık 300 milyon EUR olması beklenmektedir.

Şirket 2025 Yılı Net Karının 2024 Yılı Net Karının Üzerinde Olmasını Beklemiyor

2025'te, Yeni Antalya, Yeni Ankara ve Almatı yeni uluslararası terminali gibi tamamlanmış yatırımlardan daha yüksek amortisman ve daha yüksek faiz gideri beklenmektedir. Ayrıca, kalan Satın Alma Fiyatının Dağıtılmasının Amortismanı nedeniyle Antalya 1'den daha düşük net kâr beklenmektedir. Bunun dışında, güçlü TL, TGS ve ATU'nun net kârında bir düşüşe de neden olabilir. Ayrıca, Şirket Ankara, BTA Antalya ve TAV İşletme Hizmetleri yeni New York özel yolcu salonundan kira amortismanı bekliyor. Bu hareketlerin FAVÖK altındaki toplam etkisinin bir sonucu olarak, Şirket 2025 yılı net kârının 2024 yılından yüksek olmasını beklemiyor.

2024 Yılı Gerçekleşmeleri ve 2025 Yılına İlişkin Beklentiler

Şirket, 2024 yılında 1,660 milyon EUR seviyesinde olan cirosunun 2025 yılında 1,750-1,850 milyon EUR seviyesinde olmasını, 2024 yılında 106.5 milyon seviyesinde olan toplam yolcu sayısının 2025 yılında 110-120 milyon seviyesinde olmasını, 2024 yılında 71.2 milyon seviyesinde olan dış hat yolcu sayısının 2025 yılında 75 - 83 milyon seviyesinde olmasını, 2024 yılında 489.4 milyon EUR seviyesinde olan FAVÖK miktarının 2025 yılında 520-590 milyon EUR seviyesinde olmasını, 2024 yılında 255.6 milyon EUR seviyesinde olan toplam yatırım harcamasını miktarının 2025 yılında Almatı Yeni Yatırım Programı hariç 140-160 milyon EUR seviyesinde olmasını, Almatı Yatırım Planının ise 2025-2029 yılları arasında 5 yıla yayılmış şekilde 300 milyon EUR seviyesinde olmasını beklemektedir. Şirket, 2024 yılında 3.52 seviyesinde olan Net Borç/FAVÖK rasyosunun ise 2025 yılında 2.5-3.0 seviyesinde olmasını beklemektedir.

Değerlendirme ve Hedef Fiyat

TAV Havalimanları'nın 1Ç25 döneminde açıklamış olduğu finansal sonuçları sınırlı pozitif bulduk. Şirketin bu dönemde açıkladığı finansal sonuçlara bakıldığında ciro büyümesini, toplam yolcu sayısındaki büyümeyi ve net borcunun yatırım döneminde olmasına rağmen 1.8 milyar EUR seviyesinde sabit kalmasını olumlu buluyoruz. Öte yandan satışların maliyetinde ve operasyonel giderlerde ciroya oranla daha fazla yüzdesel artış yaşanması, özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımların zarar paylarında yaşanan büyüme, net finansman giderindeki büyüme ve Euro'daki değer kazanımından doğan ertelenmiş vergi yükümlülüğü ise net karı baskımlarken bilançodaki negatif unsurlar olarak öne çıkıyor. Şirketin, Antalya, Ankara ve Almatı yatırımların ise ilerleyen dönemlerde ciro büyümesine sağlayacağı katkıyı önemli buluyoruz. TAVHL için İNA modelimize göre 12 aylık hedef fiyatımızı 406.00 TL seviyesinde koruyoruz.

TAVHL / TAV Havalimanları

Temel Rasyolar	2022	2023	2024	2024/03	2025/03
Cari Oran	1.0	1.2	1.1	1.1	0.8
Likide Oran	0.9	1.1	0.9	1.0	0.7
Toplam Borç / Toplam Aktif	72.1	70.0	66.6	69.5	67.4
T. Finansal borç / Aktif	33.0	37.6	38.0	38.3	39.0
Toplam Borç / Özsermaye	262.3	235.7	201.5	230.8	208.2

Gelir Tablosu (Bin TL)	1Ç24	1Ç25	Değ. (%)	12A23	12A24	Değ. (%)
Satış Gelirleri	10,763,165	14,418,829	34.0	34,433,068	59,211,470	72.0
Satışların Maliyeti	6,877,073	9,367,367	36.2	21,143,434	37,725,119	78.4
Brüt Kar/Zarar	3,886,092	5,051,462	30.0	13,289,634	21,486,351	61.7
Faaliyet Giderleri	2,174,510	2,997,085	37.8	6,776,979	12,087,045	78.4
Net Esas Faaliyet Karı/Zararı	1,711,582	2,054,377	20.0	6,512,655	9,399,306	44.3
Esas Faaliyet Karı	1,849,862	2,160,520	16.8	6,502,355	10,373,620	59.5
FAVÖK (Faiz, amortisman ,vergi öncesi kar)	2,729,311	3,405,422	24.8	10,199,651	16,790,793	64.6
Ana Ortaklık Net Kar	298,268	-1,738,315	a.d.	7,530,074	6,557,987	-12.9

Karlılık Oranları	1Ç24	1Ç25	12A23	12A24
Brüt Kar Marjı	36.1	35.0	38.6	36.3
Favök Marjı	25.4	23.6	29.6	28.4
Net Kar Marjı	2.8	-12.1	21.9	11.1

Kaynak : İntegral Yatırım Menkul Değerler, Finnet

Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:V, No:55 Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'i Uyarınca Yayınlanan Uyarı 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.

Çekince: Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır.

Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez. Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Maslak Mah. Saat Sk. Spine Tower, No:5 Kat:2, 34398 Sarıyer/İstanbul

tel : 444 1 858 (ULU)

fax : 0212 328 30 81

Mersis No : 0 478 051 8427 000 17

www.integralyatirim.com.tr