

Tav Havalimanları

Tav Havalimanları yılın ilk çeyreğinde, trafik artışı beraberinde ciroda büyüme kaydederken, düşük sezon ve geçici tek seferlik etkiler nedeniyle karlılık tarafında beklenti altı performans gösterdi. Beklentimizin gerisinde kalan net zarar rakamına karşılık, operasyonel performansın görece istikrarlı seyretmesi ve marjlardaki beklentimiz paralelindeki oluşan baskı nedeniyle 1Ç25 sonuçlarını sınırlı negatif olarak yorumladık. Güncellenen tahminlerimiz doğrultusunda TAVHL için 12 aylık pay başına 396,00 TL olan hedef fiyatımızı 360,00 TL olarak revize ediyoruz. Hedef fiyatımız endeks beklentimizin üzerinde getiriye işaret etmesi hem de TAVHL'nin mevcut kapasite artırım yatırımlarıyla uzun vadeli potansiyelini devam ettirdiğini öngörerek "AL" tavsiyemizi sürdürüyoruz ve model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

Trafik büyümesi ciro artışını destekledi. 1Ç25 döneminde TAV Havalimanları'nın satış gelirleri yıllık bazda %34 artışla 14.419 milyon TL'ye ulaştı. Cirodaki bu güçlü büyümeye ağırlıklı olarak yolcu trafiğindeki %5'lik artış, uygulanan fiyat güncellemeleri, yolcu başına gümrüksüz alışveriş hacmindeki yükseliş, Almatı Havalimanı'nda faaliyete geçen yeni ticari alanlar ve Katar'daki yeni TAV Teknoloji projesi katkı sağladı. Düşük sezona rağmen yolcu trafiği dirençli kalırken, yaz sezonuna ilişkin güçlü beklentiler korunuyor.

Beklentinin gerisinde net karlılık performansı. Beklentilerle uyumlu operasyonel karlılığa karşılık, TAV Teknoloji projesi düşük katkısı, geçen yılki geri kazanımların bu çeyrekte tekrarlanmaması, TL enflasyonu FAVÖK marjı 1.7 puan azalışla %23,6'ya geriledi. Diğer taraftan 163mn TL net zarar yönündeki beklentimize karşılık, 1Ç23'te 1,738mn TL net zarar elde edildi. Beklentimizin gerisinde kalan net karlılık performansında, , özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlardan kaynaklanan yaklaşık 1,4 milyar TL'lik zarar (ağırlıklı olarak TAV Antalya ve TAV Antalya Yatırım kaynaklı), yüksek finansman ve ertelenmiş vergi gider etkisi belirleyici oldu.

2025 yılı beklentileri korunuyor. Şirket, 2025 yılında; 1,75 – 1,85 milyar EUR ciro (2024:1,660mn EUR), 110 – 120 milyon yolcu trafiği (2024:106,5mn), 75 – 83 (2024:71,2mn) milyon dış hat yolcu trafiği, 520 – 590 milyon EUR FAVÖK (2024: 489,4mn) yaratımı beklentisini korudu. **2025 yılı geneline ilişkin güçlü beklentilerin korunmasını, hisse performansı açısından orta ve uzun vadede destekleyici bir faktör olarak değerlendiriyoruz.**

Tavsiye

AL

Hedef fiyat
Getiri potansiyeliTL 360
%59

Pay bilgileri

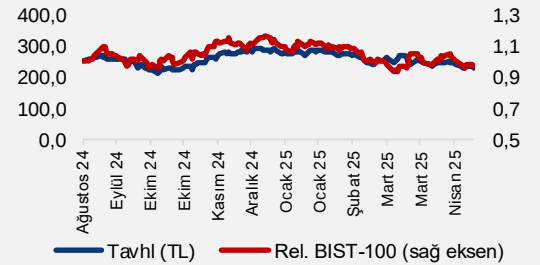
Pay Kodu	Tavhl TI
Pay fiyatı (29.04.2025)	226,90
Pay fiyatı aralığı (52 haftalık)	210,0 / 291,5
Piyasa Değeri (TL mn - mn USD)	82.429 - 2.148
Pay adedi (mn) & halka açıklık oranı	363 - 48%
Yabancı Takas Oranı	47.08%
Pazar	Yıldız
Sektör	Havacılık

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
milyon ABD doları	22,0	21,0	16,7

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-6%	-19%	-17%
USD	-8%	-25%	-24%
BIST-100'e göre performans	-2%	-12%	-12%

Tahminler (TL mn)	2023	2024	2025E
Net satışlar	1.339	1.668	1.823
FAVÖK	396	473	482
Net kâr	293	185	136

Değerleme	2023	2024	2025E
F/K	6,4x	10,2x	13,9x
F/DD	1,3x	1,2x	1,1x
FD/FAVÖK	1,3x	1,1x	0,9x
FD/Net satışlar	2,3x	2,0x	1,8x
Temettü verimi	0%	0%	0%

Oğuzhan Kaymak
+90 212 355 2604oguzhan.kaymak@tacirler.com.trSerhan Yenigün
+90 212 355 2602serhan.yenigun@tacirler.com.tr

Değerleme

TAV Havalimanları'nı indirgenmiş nakit akımları (DCF) yöntemiyle değerliyor, tahminlerimizi şirketin fonksiyonel para birimi olan euro (EUR) bazında oluşturuyoruz. 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başına 7,01 EUR olarak hesaplıyor, 12 ay sonrası için ortalama 51,35 EUR/TRY parite tahminimize göre hedef fiyatı hisse başına 360,00 TL'ye denk gelecek şekilde revize ediyoruz.

Belirlemiş olduğumuz hedef fiyat %59 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Modelimizde net satışların değerleme dönemimiz (2025T – 2034T) boyunca ortalama %6,3 büyüme kaydedeceğini, aynı dönem boyunca ortalama %26,1 FAVÖK marjı hesaplıyoruz.

Değerleme modelimizde %2'lik sonsuz büyüme oranı, %5,2 hisse risk primi, %5,5 piyasa risk primi oranı ve hisse için 0,95x beta katsayısı varsaydık. On yıllık projeksiyon döneminde Tav Havalimanları'nın serbest nakit akışlarını ortalama %10,1 AOSM oranı üzerinden iskonto ediyoruz. Modelimizde firma değerinin %50'si projeksiyon dönemi nakit akışlarının bugünkü değerinden, geri kalanı ise sonsuz büyüme değerinden oluşmaktadır.

(mln EUR)	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Net Satışlar	1.668	1.823	1.983	2.143	2.302	2.456	2.603	2.741	2.867	2.978	3.073
Yıllık Büyüme	24,6%	9,3%	8,8%	8,1%	7,4%	6,7%	6,0%	5,3%	4,6%	3,9%	3,2%
FAVÖK	491	482	570	578	604	631	657	684	707	727	748
Büyüme %	21,1%	-1,9%	18,2%	1,5%	4,4%	4,6%	4,1%	4,1%	3,4%	2,8%	2,9%
FAVÖK Marjı %	29,5%	26,5%	28,7%	27,0%	26,2%	25,7%	25,3%	25,0%	24,7%	24,4%	24,3%
Vergiler	-43	-45	-50	-53	-58	-62	-65	-68	-70	-72	-74
Yatırımlar	-250	-229	-252	-274	-295	-316	-322	-325	-326	-324	-319
Net İşletme Sermayesi Değişimi	14	-18	-44	-17	-27	-29	-36	-39	-41	-33	-22
Serbest Nakit Akımları	185	226	312	269	277	283	306	329	352	364	377
SNA Marjı %	11,1%	12,4%	15,7%	12,6%	12,0%	11,5%	11,8%	12,0%	12,3%	12,2%	12,3%
AOSM		10,3%	10,2%	10,1%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	9,9%
İNA		204	257	202	189	176	173	169	165	155	146

Sonsuz Büyüme Oranı	2%
Sonsuz Büyüme Değeri	4.767
Sonsuz Büyüme Değeri (BD)	1.845
Nakit Akımların Bugünkü Değeri	1.836
Firma Değeri	3.680
Net Borç	1.421
Özkaynak Değeri	2.260
Ödenmiş Sermaye	363
12 aylık Hedef Hisse Fiyatı (EUR)	7,01
Hisse Fiyatı Cari (EUR)	5,19
12 aylık Hedef Hisse Fiyatı (TL)	360,00
Hisse Fiyatı Cari (TL)	226,90
Getiri Potansiyeli	59%

Kaynak: Tacirler Yatırım

Projeksiyonlar

Bilanço	2023	2024	2025T
Nakit ve benzerleri	539	353	542
Ticari alacaklar	121	137	162
Stoklar	34	45	87
Finansal yatırımlar	181	154	169
Maddi duran varlıklar	2.273	2.450	2.415
Diğer duran varlıklar	1.606	1.725	1.874
Toplam varlıklar	4.753	4.863	5.249
Kısa vadeli borçlanmalar	532	462	502
Ticari borçlar	72	95	113
Uzun vadeli borçlanmalar	1.254	1.387	1.443
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	1.483	1.312	1.464
Uzun vadeli yükümlülükler	3.342	3.255	3.522
Özkaynaklar	1.411	1.608	1.728
Ödenmiş sermaye	11	10	9
Diğer özkaynaklar	1.400	1.598	1.719
Toplam kaynaklar	4.753	4.863	5.249
Net borç	1.248	1.496	1.403
Net işletme sermayesi	82	86	136

Oranlar

Karlılık			
Özkaynak karlılığı	%22,7	%12,2	%8,2
Net kâr	%21,9	%11,1	%7,5
Aktif devri	0,3x	0,3x	0,4x
Kaldıraç	3,5x	3,2x	3,0x
Aktif karlılığı	%6,5	%3,8	%2,7

Kaldıraç

Finansal borç/toplam varlıklar	%38	%38	%37
Net borç/özsermaye	0,88	0,93	0,81
Net borç/FAVÖK	3,15	3,16	2,91

Hisse başına (TL)

Net kâr	0,81	0,51	0,37
Özkaynak	3,88	4,43	4,76
Temettü	0,00	0,00	0,00

Gelir tablosu	2023	2024	2025T
Net satışlar	1.339	1.668	1.823
Brüt kâr	517	605	672
Faaliyet giderleri	-263	-340	-367
Esas faaliyet kârı	253	265	305
FAVÖK	396	473	482
Net diğer geliri	0	27	9
Net finansman geliri	-134	-170	-197
Vergi öncesi kâr	329	242	210
Vergi gideri	-26	-43	-61
Net kâr	293	185	136

Nakit akış tablosu

FAVÖK	396	473	482
Vergi gideri	-26	-43	-45
Yatırımlar	-212	-250	-229
İşletme sermayesi değişimi	35	14	-18
Serbest nakit akışı	123	166	226

Büyüme ve marjlar

Net satışlar	%27	%25	%9
FAVÖK	%25	%19	%2
Net kâr	%168	-%37	-%26
Brüt marj	%38,6	%36,3	%36,9
Esas faaliyet kâr marjı	%18,9	%15,9	%16,8
FAVÖK marjı	%29,6	%28,4	%26,5
Net marj	%21,9	%11,1	%7,5
Serbest nakit akışı marjı	%9,9	%11,1	%12,4

Değerleme

F/K	6,4x	10,2x	13,9x
F/DD	1,3x	1,2x	1,1x
FD/FAVOK	1,3x	1,1x	0,9x
FD/Net satışlar	2,3x	2,0x	1,8x
Temettü verimi	%0,0	%0,0	%0,0
Serbest nakit akışı verimi	%7,0	%9,8	%12,0

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Yatırım Merkezlerimiz

Genel Müdürlük

Nispetiye Cad. B-3 Blok Kat: 9 Akmerkez Etiler - İSTANBUL
0 212 355 46 46

Adana	Cemal Paşa Mah. Gazipaşa Bul. Cemal Uğurlu Apt. Kat: 1 D: 4	(0 322) 457 77 55
Akatlar İrtibat Bürosu	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 8 (Eski No D: 10) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
Ankara	Remzi Oğuz Arık Mah. Tunalı Hilmi Cad. Yaprak Apt. No: 94 Kat: 2 D: 9 Kavaklıdere Çankaya	(0 312) 435 18 36
Ankara - Çukurambar İrtibat Bürosu	Kızılırmak Mah.Ufuk Üniversitesi Cad. Next Level Loft Ofis No: 4/65 Kat: 24 Söğütözü Çankaya	(0 312) 909 87 70
Antalya	Şirinyalı Mah. İsmet Gökşen Cad. Özden Apt. No:82/6 Muratpaşa	(0 242) 248 45 20
Bakırköy	İstanbul Cad. Bakırköy İş Merkezi No: 6 Kat: 4 D: 14 Bakırköy	(0 212) 570 52 59
Bodrum İrtibat Bürosu	Konacık Mahallesi, Atatürk Bulvarı, Arbor-Abdullah Ünal Çabuk İş Merkezi No: 285/1-A6 Bodrum	(0 212) 355 46 46
Bursa	Konak Mah. Barış (120) Sokak , Ofis Artı Binası, Dış kapı No:3 Daire:33 Nilüfer-BURSA	(0 224) 225 64 10
Çankaya İrtibat Bürosu	Çankaya Mahallesi Cinnah Caddesi Cinnah Apartmanı No: 55 D: 7-8 Çankaya / ANKARA	(0 212) 355 46 46
Denizli	Urhan İş Merkezi 2. Ticari Yol Daire 26 Kat: 6 Bayramyeri	(0 258) 265 87 85
Erenköy	Bağdat Cad. Çubukçu Apt. No: 333 Kat: 2 D: 4 Kadıköy	(0 216) 348 82 82
Gaziantep	İncilipinar Mah. Gazimuhtarpaşa Bul. Kepkepzade Park İş Merkezi B Blok No: 18 Kat: 1 D: 5	(0 342) 232 35 35
Girne	Ziya Rızkî Cad. Şehit Necati Gürkaya Sok. Kat: 1 D: 1 Girne - KKTC	(0 392) 815 14 55-0533 889 15 51
İzmir	Kültür Mahallesi, Cumhuriyet Bulvarı No:137 Cumhuriyet Apt. K:5 D:12 Konak – İzmir	(0 232) 445 01 61
İzmir Karşıyaka Şube	Yalı Mahallesi Ahmet Kemal Baysak Bulvarı No:42 D:11	(0 232) 241 19 24
İzmir İrtibat Bürosu	Şehit Nevres Bulvarı Eczacıbaşı Apartmanı No: 7 Kat: 2 Daire: 5 Pasaport Alsancak - Konak	(0 232) 241 24 50
İzmit	Hürriyet Cad. Kaya İşhanı No: 39/5 İzmit	(0 262) 323 11 33
İzmit İrtibat Bürosu	Ömerağa Mah. Alemdar Cad. İ. Kolaylı Apt. No: 8 Kat: 2 İzmit	(0 262) 260 01 01
Karadeniz Ereğli	Bağlık Mahallesi Karanfil Sokak No:16/A Karadeniz Ereğli – Zonguldak	(0 372) 316 40 50
Kartal	Üsküdar Cad. Cevat Kayacan Apt. No: 26 Kat: 4 D: 8 Kartal	(0 216) 306 22 71-306 22 06
Kayseri	Hunat Mah. Nuh Mehmet Baldöktü Sok. Gürcüoğlu Plaza No: 5 K: 3 D: 11 Melikgazi	(0 352) 221 08 68-222 82 51
Marmaris İrtibat Bürosu	Kemeraltı Mah. Orgeneral Mustafa Muğlalı Cad. Güven Apt. No: 22 D: 2 Marmaris	(0 252) 321 08 00
Merkez Şube	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 7 (Eski No D: 9) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
Mersin	İnönü Mah. 1401 Sok. No:32 Pozcu Evo Kat:2 No:10-11 Yenişehir Mersin	(0 324) 238 11 89
Trabzon İrtibat Bürosu	Kemerkaya Mahallesi Halkevi Cad. Mandıralı İş Merkezi No: 4 Daire: 4 Ortahisar	(0 462) 432 24 50

Uyarı Notu

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde 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.

Yatırım Danışmanlığı hizmeti talep edilmesi halinde; yatırımcının Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi imzalamış olması, Yerindelik Testi'ni tamamlamış ve risk grubunun belirlemiş olması zorunludur.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor herhangi bir sürede belirli bir getirinin sağlanacağına dair bir taahhüt içermemekte olup, zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yorum ve tavsiyelerde değişiklikler söz konusu olabilir. Bu raporda bahsedilen yatırım araçlarının fiyatları ve değerleri yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak hareket edebilir ve netice itibarıyla yatırımcılar anaparalarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu raporda yer alan geçmiş performans verileri gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bu raporda yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemektedir. Raporlardaki yorumlardan, bilgilerin tam veya doğru olmaması ve/veya güncellenme nedeniyle doğabilecek maddi ve manevi zararlardan Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Aksi halde, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. uğramış olduğu bütün zarar ve ziyana talep etme hakkını saklı tutar.