

## TAV HOLDİNG

## Endeks Üzeri Getiri

## Beklenenden hafifiyi sonuçlar...

Analist: Aytunç Uz

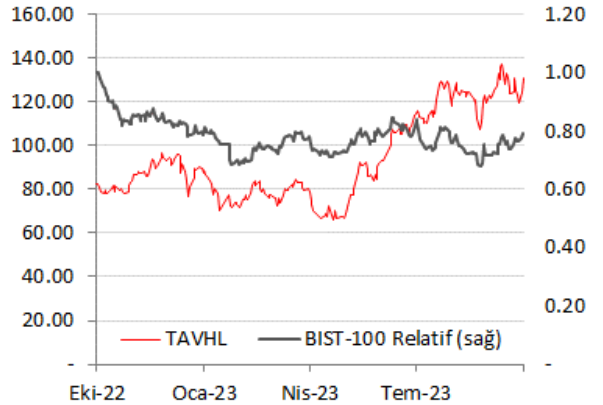
[aytunc.uz@akyatirim.com.tr](mailto:aytunc.uz@akyatirim.com.tr)

**TAV Holding (TAVHL)** 3Ç23'te piyasa beklentisi olan 171 milyon EUR'nun %8 ve bizim beklentimiz olan 168 milyon EUR'nun %9 üzerinde 184 milyon EUR (y/y: +%87) net kâr açıkladı. Şirket 3Ç23'te piyasa ve bizim tahminimizin (168 milyon EUR) %4 üzerinde 175 milyon EUR (y/y: +%27) FAVÖK raporladı. Sapma ağırlıklı olarak beklentimizden daha düşük gelen vergi giderlerinden kaynaklanmaktadır.

**Şirket'in 2023 beklentileri:** Yönetim 2023 ve 2025 yılına ilişkin öngörülerini korudu. Yönetim, 2023'te 1.230-1.290 milyon Euro net satış öngörmektedir. 2023 için şirket 52-59 milyon uluslararası yolcu ile toplamda 81-91 milyon yolcu beklemektedir. 2023'te şirket 330-380 milyon Euro FAVÖK öngörmektedir. Şirket 2023'te 220-260 milyon Euro yatırım harcaması yapmayı planlamaktadır. 2022-2025 yılları arasında şirket net satış ve toplam yolcu sayısının %10-14 oranında yıllık bileşik büyüme oranıyla artmasını beklemektedir. Şirket 2025 yılında FAVÖK marjının 2022 marjını (%30.6) aşacağını düşünmektedir. 2022-2025 yılları arasında şirket FAVÖK'ünün %12-18 oranında yıllık bileşik büyüme oranıyla artmasını beklemektedir.

**Yorum ve Değerlendirme:** TAV için hedef fiyatımızı 220,0 TL seviyesinde, tavsiyemizi "Endeksin Üzerinde Getiri" olarak koruduk. 3Ç23 sonuçlarını "Hafif Olumlu" olarak değerlendiriyoruz.

Bloomberg Kodu	TAVHL TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	220.00			
Güncel Fiyat, TL	130.90			
Getiri Potansiyeli	68%			
Halka Açıklık Oranı	48%			
Piyasa Değeri, mn TL	47,554			
Firma Değeri, mn TL	74,781			
Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	18,308	33,022	47,339	59,595
FAVÖK, mn TL	5,726	10,107	16,376	20,872
Net Kâr, mn TL	1,899	2,981	6,121	8,622
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	19,670	60,792	74,927	81,428
Net Borç/FAVÖK	3.4	6.0	4.6	3.9
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	31.3%	30.6%	34.6%	35.0%
Net Marj	10.4%	9.0%	12.9%	14.5%
Temettü Verimi	-	-	2.6%	6.4%
Büyüme				
Ciro, y/y	235.4%	80.4%	43.4%	25.9%
FAVÖK, y/y	254.4%	76.5%	62.0%	27.5%
Net Kâr, y/y	306.1%	56.9%	105.4%	40.8%
Değerleme Verisi				
F/K	10.8	16.0	7.8	5.5
FD/FAVÖK	6.3	10.3	7.2	6.0
FD/Ciro	2.0	3.2	2.5	2.1
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	1A	3A	12A	YBG
BİST-100 Relatif	9.8%	15.3%	57.9%	40.0%
AOİH, mn TL	10.5%	-3.4%	-21.4%	-3.5%
	766	858	614	583



Piyasa verileri 24 Ekim 2023 tarihlidir.

Çeyreksel Özet	Özet Finansallar					Beklentilerle Karşılaştırma		
	3Ç23	3Ç22	y/y	2Ç23	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark
milyon EUR								
Net Satışlar	422	341	24%	309	36%	422	416	0%
FAVÖK	175	138	27%	103	69%	168	168	4%
FAVÖK Marjı	41.4%	40.5%	92 bps	33.3%	269 bps	39.8%	40.4%	158 bps
Net Kar	184	98	87%	38	386%	171	168	8%

Kaynak: Rasyonet, AK Yatırım

**3Ç23 Sonuçlarına İlişkin Detaylar:**

Şirketin genel müdürü Serkan Kaptan'ın açıklamalarına göre 2019 seviyesinin %55'i seviyesinde olan Rusya trafiği haricinde neredeyse tüm kaynak pazarlar 2019 yolcu seviyelerinin oldukça üzerinde seyretmektedir. 2019 yılına göre Almanya'dan trafik %24, İngiltere'den trafik %48, BAE'den trafik %29 ve Polonya'dan trafik %78 yukarıdadır. Eylül 2023'ten itibaren Rus yolcular Gürcistan havalimanlarını ziyaret etmeye başlamıştır. Almatı'daki trafik büyüyen Kazak orta sınıfı, yeni girişimler sayesinde artan iş ziyaretleri ve iç turizm sayesinde yükseliş göstermektedir. Çin ve Avrupa arasında konumlanan Almatı, e-ticaret sayesinde artan kargo trafiğinden de olumlu etkilenmektedir.

3Ç23'te uluslararası yolcu sayısı yıllık %16 artarak 2019 yılının aynı döneminin %106'sı seviyesine ulaşırken, yurt içi yolcu sayısı yıllık %17 artarak 2019 yılının aynı döneminin %106'sı seviyesine ulaştı. 3Ç23'te toplam yolcu sayısı yıllık %17 artarak 2019 yılının aynı döneminin %106'sı seviyesine ulaştı. Almatı Havalimanı hariç, 3Ç23'de şirketin yurt içi, uluslararası ve toplam yolcu sayıları 2019 yılının aynı döneminin sırasıyla %88, %101 ve %98 seviyelerine ulaştı.

TAV Havalimanları 3Ç23'te beklentimizden %1 daha yüksek 422 milyon EUR net satış açıklamıştır. Net satışlar yolcu trafiğindeki iyileşme, Esenboğa'daki muhasebe değişikliği, hizmet şirketlerinin ve Almatı'nın güçlü performanslarından olumlu etkilenmiştir. 3Ç23'te net satışlar 2019 yılının aynı döneminin %173'üne ulaşmıştır. 3Ç23'de Almatı Havalimanı hariç net satışlar 2019 yılının aynı döneminin %130'una ulaşmıştır.

TAV Havalimanları 3Ç23'te beklentimizden %4 yukarıda 175 milyon EUR FAVÖK açıklamıştır. Muhasebe değişikliği Esenboğa FAVÖK performansına olumlu katkı yapmıştır.

3Ç23'te şirket TIBAH Development'ın %24'ünün satışını tamamladı. Şirket 83 milyon EUR tek seferlik gelir elde etti.

3Ç23'te şirketin net borcu çeyreklik %10 daralarak 1,6 milyar EUR oldu. 3Ç23'de çeyreklik bazda alacak vadesi 10 gün arttı. 3Ç23'te çeyreklik bazda stok vadesi 5 gün daraldı. 3Ç23'te çeyreklik bazda satıcı vadesi yatay seyretti. Sonuç olarak 3Ç23'de çeyreklik bazda nakit döngüsü 5 gün arttı.

Gelir Tablosu (milyon EUR)	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	9A22	9A23	2021	2022
Satış Gelirleri	341	299	251	309	422	752	982	522	1.051
Operasyonel Giderler	-240	-269	-229	-236	-295	-556	-760	-449	-825
Faaliyet Karı	101	30	22	74	126	197	222	73	227
Amortisman ve İtfa Payları	37	25	22	30	48	70	99	77	96
FAVÖK	138	55	44	103	175	267	321	150	322
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	5	-33	-52	-17	75	-37	6	22	-31
Diğer Faaliyet Gelir / (Gider)	2	1	2	-1	5	14	6	0	16
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	42	6	-13	22	69	47	78	-23	53
Finansal Gelir / (Gider)	-38	-40	-41	-38	0	-98	-78	33	-138
Vergi Öncesi Kar	106	-3	-30	57	201	160	228	83	157
Vergi Geliri / (Gideri)	-4	-2	-14	-17	-14	-23	-44	-31	-26
Vergi Sonrası Net Kar	102	-5	-44	40	187	136	184	50	131
Azınlık Payları	4	2	2	2	4	7	7	5	8
Net Kar	98	-7	-45	38	184	129	176	33	-138
<b>Büyüme (Yıllık)</b>	<b>3Ç22</b>	<b>4Ç22</b>	<b>1Ç23</b>	<b>2Ç23</b>	<b>3Ç23</b>	<b>9A22</b>	<b>9A23</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Satış Gelirleri	70.6%	79.7%	68.3%	17.8%	23.7%	111.5%	30.5%	73.2%	101.4%
Operasyonel Giderler	80.7%	72.4%	71.1%	29.4%	23.1%	89.6%	36.7%	19.8%	83.6%
Faaliyet Karı	50.6%	189.2%	43.6%	-8.4%	25.2%	214.4%	12.9%	n.a.	210.8%
FAVÖK	48.3%	70.8%	34.1%	6.9%	26.5%	127.7%	20.3%	561.0%	115.4%
Net Kar	51.4%	-84.2%	110.8%	-27.8%	87.0%	46.4%	36.5%	n.a.	n.a.
<b>Karlılık / Rasyo Analizi</b>	<b>3Ç22</b>	<b>4Ç22</b>	<b>1Ç23</b>	<b>2Ç23</b>	<b>3Ç23</b>	<b>9A22</b>	<b>9A23</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Operasyonel Gider Marjı	70.4%	89.9%	91.2%	76.2%	70.0%	73.9%	77.4%	86.0%	78.5%
Faaliyet Kar Marjı	29.6%	10.1%	8.8%	23.8%	30.0%	26.1%	22.6%	14.0%	21.5%
FAVÖK Marjı	40.5%	18.5%	17.4%	33.3%	41.4%	35.5%	32.7%	28.6%	30.6%
Efektif Vergi Oranı	4.2%	n.a.	n.a.	29.4%	6.8%	14.6%	19.4%	38.0%	16.4%
Net Kar Marjı	28.8%	-2.3%	-18.0%	12.2%	43.5%	17.1%	17.9%	6.2%	-13.1%

Bilanço (milyon EUR)	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>790</b>	<b>752</b>	<b>778</b>	<b>722</b>	<b>1,023</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	261	258	252	230	449
Finansal Yatırımlar	2	45	70	84	88
Ticari Alacaklar	138	114	143	125	169
Stoklar	61	50	68	41	29
Diğer Dönen Varlıklar	329	285	245	242	288
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>3,587</b>	<b>3,525</b>	<b>3,471</b>	<b>3,586</b>	<b>3,676</b>
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	757	756	697	688	702
Maddi ve Maddi Olmayan Duran Varlıklar	803	783	814	873	945
İmtiyaz Sözleşmeleri	1,672	1,652	1,644	1,626	1,600
Diğer Duran Varlıklar	355	334	316	399	428
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>4,377</b>	<b>4,278</b>	<b>4,249</b>	<b>4,351</b>	<b>4,700</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>771</b>	<b>731</b>	<b>629</b>	<b>821</b>	<b>860</b>
Finansal Borçlar	494	388	289	489	502
Ticari Borçlar	94	70	61	63	66
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	183	273	280	268	291
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>2,294</b>	<b>2,322</b>	<b>2,440</b>	<b>2,345</b>	<b>2,434</b>
Finansal Borçlar	936	1,008	1,191	1,139	1,202
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,358	1,314	1,249	1,206	1,233
<b>Özkaynaklar</b>	<b>1,312</b>	<b>1,225</b>	<b>1,179</b>	<b>1,185</b>	<b>1,405</b>
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	1,289	1,205	1,157	1,166	1,387
Azınlık Payları	23	20	22	19	19
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>4,377</b>	<b>4,278</b>	<b>4,249</b>	<b>4,351</b>	<b>4,700</b>
İşletme Sermayesi	104	94	150	102	132
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	11%	9%	13%	9%	10%
Toplam Borç	1,982	1,968	2,034	2,137	2,219
Net Borç / (Nakit)	1,608	1,559	1,665	1,769	1,587
Net Borç / G12A FAVÖK	5.4	4.8	5.0	5.2	4.2
Net Borç / Özkaynaklar	1.2	1.3	1.4	1.5	1.1
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	32	89	117	149	158



## AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgiler dayanak olarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.