

## TAV HOLDİNG

Nötr

## Faaliyet dışı kalemlerin etkisiyle güçlü net kar açıklandı

Analist: Aytunç Uz

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

**TAV Holding (TAVHL)** 2Ç24'te piyasa beklentisi olan 61 milyon Euro'nun %17 üzerinde ve bizim beklentimiz olan 58 milyon Euro'nun %23 üzerinde 72 milyon Euro net kâr açıkladı. Şirket 2Ç24'te piyasa beklentisine paralel fakat bizim tahminimizden %9 yukarıda 129 milyon Euro (y/y: +%26) FAVÖK raporladı. Beklenenden 9 milyon Euro daha düşük faaliyet karına rağmen, beklenenden 10 milyon Euro daha düşük net finansal gider ve beklenenden 14 milyon Euro daha düşük vergi gideri beklentimizin üzerinde bir net kâra yol açtı.

**2024 ve 2025 beklentileri:** Yönetim 2024 yatırım harcamaları beklentisini yukarı revize etti. Yönetim, 2024'te 1.500-1.570 milyon Euro net satış öngörmektedir (AK: 1.625 milyon Euro). 2024 için şirket 67-73 milyon uluslararası yolcu (AK: 72,2 milyon) ile toplamda 100-110 milyon yolcu (AK: 108,6 milyon) beklemektedir. 2024'te şirket 430-490 milyon Euro FAVÖK (AK: 488 milyon Euro) öngörmektedir. Şirket 2024 yatırım harcaması beklentisini 230-270 milyon Euro seviyesinden 260-300 milyon Euro seviyesine yükseltti.(AK: 288 milyon Euro). 2022-2025 yılları arasında şirket toplam yolcu sayısının %10-14 oranında yıllık bileşik büyüme oranıyla artmasını beklemektedir. 2022-2025 yılları arasında şirket net satışlarının %14-18 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 %14-20 oranında yıllık bileşik büyüme oranıyla artmasını beklemektedir,

**Yorum ve Değerlendirme:** TAV için hedef fiyatımızı 270,0 TL seviyesinden 313,0 TL'ye yükselttik. Tavsiyemizi "Endeksin Üzerinde Getiri" seviyesinden "Nötr" seviyesine indirdik. 2Ç24 sonuçlarını "Nötr" olarak değerlendiriyoruz.

Bloomberg Kodu	TAVHL TI
Tavsiye	Nötr (önceki Endeks Üz. Getiri)
Hedef Fiyat, TL	313.00 (önceki 270.00)
Güncel Fiyat, TL	279.25
Getiri Potansiyeli	12%
Halka Açıklık Oranı	48%
Piyasa Değeri, mn TL	101,446
Firma Değeri, mn TL	119,034

Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Ciro, mn TL	34,433	58,068	75,462	94,339
FAVÖK, mn TL	10,435	17,195	26,401	33,013
Net Kâr, mn TL	7,530	6,867	12,827	17,398

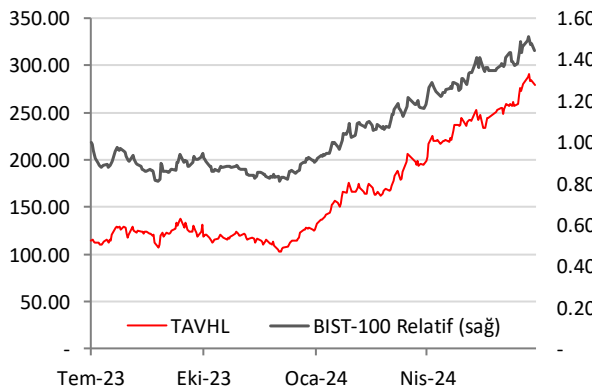
<b>Borçluluk</b>				
Net Borç, mn TL	34,766	68,719	73,089	72,420
Net Borç/FAVÖK	3.3	4.0	2.8	2.2

<b>Kârlılık</b>				
FAVÖK Marjı	30.3%	29.6%	35.0%	35.0%
Net Marj	21.9%	11.8%	17.0%	18.4%
Temettü Verimi	-	-	3.4%	6.3%

<b>Büyüme</b>				
Ciro, y/y	88.1%	68.6%	30.0%	25.0%
FAVÖK, y/y	82.2%	64.8%	53.5%	25.0%
Net Kâr, y/y	296.5%	-8.8%	86.8%	35.6%

Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	4.8	14.8	7.9	5.8
FD/FAVÖK	4.4	8.4	5.7	4.5
FD/Ciro	1.3	2.5	2.0	1.6

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	10.7%	43.7%	157.6%	159.8%
BİST-100 Relatif	6.7%	24.1%	54.2%	73.7%
AOİH, mn TL	669	732	644	633



Piyasa verileri 22 Temmuz 2024 tarihlidir.

Çeyrek Özet	Özet Finansallar					Beklentilerle Karşılaştırma		
	2Ç24	2Ç23	y/y	1Ç24	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark
Net Satışlar	411	309	33%	321	28%	384	363	7%
FAVÖK	129	103	26%	86	50%	129	119	0%
FAVÖK Marjı	31.4%	33.3%	-189 bps	26.8%	-256 bps	33.6%	32.7%	-212 bps
Net Kar	72	38	91%	9	710%	61	58	17%

Kaynak: Rasyonet, AK Yatırım

**2Ç24 Sonuçlarına İlişkin Detaylar:**

Şirketin genel müdürü Serkan Kaptan'ın açıklamalarına göre nispeten daha sıcak geçen kış mevsimi ve havayolu şirketlerinin filo büyütme stratejileri 1Y24'te yolcu artışını destekledi.

2Ç24'te uluslararası yolcu sayısı yıllık %16 artarak 2019 yılının aynı döneminin %122'si seviyesine ulaşırken, yurt içi yolcu sayısı yıllık %11 artarak 2019 yılının aynı döneminin %108'i seviyesine ulaştı. 2Ç24'te toplam yolcu sayısı yıllık %14 artarak 2019 yılının aynı döneminin %117'si seviyesine ulaştı. Almatı Havalimanı hariç, 2Ç24'te şirketin yurt içi, uluslararası ve toplam yolcu sayıları 2019 yılının aynı döneminin sırasıyla %90, %114 ve %106 seviyelerine ulaştı. Coğrafya bazında, uluslararası operasyonlar 2Ç24'te yolcu büyümesine daha fazla katkı sağladı. Havalimanı bazında bakıldığında, Almatı, İzmir, Medine ve Gürcistan 2Ç24'te yolcu büyümesine en fazla katkıyı sağladılar.

Net satışlar 2Ç24'te yıllık %33 artarak 411 milyon Euro seviyesine yükselirken, piyasa tahmininin %7 üzerinde gerçekleşti. Net satışlar yolcu sayısındaki toparlanma, Paris Lounge şirketinin konsolide edilmesi, fiyat artışları ve Esenboğa'nın UFRYK 12 muhasebesinden çıkmasından olumlu etkilendi. 2Ç24'te servis şirketleri havalimanlarından daha fazla katkı sağladı. HAVAŞ, BTA, Almatı ve lounge operasyonları 2Ç24'te net satışlardaki büyümenin itici gücü oldu. 2Ç24'te havacılık gelirleri, Esenboğa'nın UFRYK 12 muhasebesinden çıkması, yolcu trafiğinin ve fiyat tarifelerinin artması ile önemli bir katkı sağlamıştır. Yer hizmetleri gelirleri, fiyat artışları ile 2Ç24'te önemli bir katkı sağlamıştır. Paris operasyonlarının tam konsolide edilmesi, Dulles Havalimanı'nın katkısı, yolcu ve fiyat artışları ile lounge operasyonları önemli bir katkı sağladı.

FAVÖK 2Ç24'te yıllık %26 artarak 129 milyon Euro seviyesine yükselerek piyasa tahminine paralel gerçekleşti. FAVÖK açısından değerlendirildiğinde havalimanı faaliyetleri servis operasyonlarından daha fazla katkı sağlamıştır. Gürcistan, Ankara ve lounge hizmetleri 2Ç24'te FAVÖK büyümesinin itici güçleri olmuştur. Esenboğa'nın UFRYK 12 muhasebesinden çıkışı FAVÖK'e olumlu katkı yapmıştır.

Şirket Ankara'da yeni bir pist, otopark, 5MW güneş panelleri ve diğer çeşitli iyileştirmeler için 210 milyon Euro yatırım harcaması planlamaktadır. 30 Haziran 2024 itibarıyla inşaatın %58'i tamamlanmıştır. Projenin 2025 yılı sonuna kadar tamamlanması planlanmaktadır. Şirket 2026 yılında Ankara'da +90 milyon Euro net satışlar beklemektedir (AK: 93 milyon Euro). Şirket, Antalya'da iç ve dış hat terminallerini ve saha operasyonlarını genişletmek için 750 milyon Euro harcamayı planlamaktadır. 30 Haziran 2024 itibarıyla inşaatın %84'ü tamamlanmıştır. TAV bu projeyi 1Ç25'te tamamlamayı planlamaktadır. TAV Holding Almatı'da yeni bir dış hatlar terminali inşa etmek için 200 milyon ABD Doları harcadı. İnşaat 1 Haziran 2024'te tamamlandı. Almatı Havalimanı'nın kapasitesi iki katından fazla artarak +14 milyon yolcu seviyesine yükseldi. ATÜ, Almatı Havalimanı'nda duty free hizmetlerine başladı. Ayrıca ATÜ, Antalya Havalimanı'nda bir sonraki duty free işletmecisi olmaya hak kazandı.

2Ç24'te net borç bir önceki çeyreğe göre %3 azalarak 1,7 milyar Euro seviyesinde gerçekleşti. 2Ç24'te alacak vadesi bir önceki çeyreğe göre 7 gün arttı. 2Ç24'te stok vadesi bir önceki çeyreğe göre 1 gün arttı. 2Ç24'te satıcı vadesi bir önceki çeyreğe göre 5 gün arttı. Böylece, 2Ç24'te nakit döngüsü bir önceki çeyreğe göre 3 gün arttı.

**Revizyonlar (EUR mn)**

	Yeni			Eski		
	2024T	2025T	2026T	2024T	2025T	2026T
Net Satışlar	1,625	1,719	1,855	1,550	1,683	1,814
% değişim	24%	6%	8%	18%	9%	8%
FAVÖK	488	601	649	465	590	637
FAVÖK Marjı	30.0%	35.0%	35.0%	30.0%	35.0%	35.1%
Net Kar	194	291	342	181	282	311
% değişim	-22%	50%	18%	-27%	55%	10%
<b>Eski Tahminlerle Fark</b>						
Net Satışlar	4.9%	2.2%	2.3%			
FAVÖK	4.9%	2.0%	1.9%			
Net Kar	7.2%	3.3%	10.2%			
Hedef Fiyat		313.0			270.0	
HF Değişim		15.9%				

<b>Gelir Tablosu (milyon EUR)</b>	<b>1Ç23</b>	<b>2Ç23</b>	<b>3Ç23</b>	<b>4Ç23</b>	<b>1Ç24</b>	<b>2Ç24</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
<b>Satış Gelirleri</b>	<b>251</b>	<b>309</b>	<b>422</b>	<b>328</b>	<b>321</b>	<b>411</b>	<b>1,051</b>	<b>1,310</b>
<b>Operasyonel Giderler</b>	229	236	295	303	265	321	825	1,063
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>22</b>	<b>74</b>	<b>126</b>	<b>25</b>	<b>56</b>	<b>90</b>	<b>227</b>	<b>247</b>
Amortisman ve İtfa Payları	22	30	48	38	30	39	96	138
<b>FAVÖK</b>	<b>44</b>	<b>103</b>	<b>175</b>	<b>63</b>	<b>86</b>	<b>129</b>	<b>322</b>	<b>385</b>
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-52	-17	75	37	-36	-8	-69	43
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	-13	22	69	73	-5	12	53	151
Finansal Gelir / (Gider)	-41	-38	0	-34	-35	-22	-138	-112
Enflasyon Düzeltmesi	2	-1	5	-2	4	2	16	5
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>-30</b>	<b>57</b>	<b>201</b>	<b>63</b>	<b>19</b>	<b>83</b>	<b>157</b>	<b>291</b>
Vergi Geliri / (Gideri)	-14	-17	-14	13	-8	-7	-26	-32
<b>Vergi Sonrası Net Kar</b>	<b>-44</b>	<b>40</b>	<b>187</b>	<b>75</b>	<b>11</b>	<b>76</b>	<b>131</b>	<b>259</b>
Azınlık Payları	2	2	4	2	2	4	8	9
<b>Net Kar</b>	<b>-45</b>	<b>38</b>	<b>184</b>	<b>73</b>	<b>9</b>	<b>72</b>	<b>122</b>	<b>249</b>
<b>Büyüme (Yıllık)</b>	<b>1Ç23</b>	<b>2Ç23</b>	<b>3Ç23</b>	<b>4Ç23</b>	<b>1Ç24</b>	<b>2Ç24</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Satış Gelirleri	68.3%	17.8%	23.7%	9.6%	27.8%	33.1%	101.4%	24.6%
Operasyonel Giderler	71.1%	29.4%	23.1%	12.6%	15.8%	36.2%	83.6%	28.8%
Faaliyet Karı	43.6%	-8.4%	25.2%	-16.4%	152.9%	23.0%	210.8%	9.0%
FAVÖK	34.1%	6.9%	26.5%	15.0%	97.0%	25.5%	115.4%	19.4%
Net Kar	110.8%	-27.8%	87.0%	n.a.	n.a.	90.8%	173.3%	103.9%
<b>Karlılık / Rasyo Analizi</b>	<b>1Ç23</b>	<b>2Ç23</b>	<b>3Ç23</b>	<b>4Ç23</b>	<b>1Ç24</b>	<b>2Ç24</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Operasyonel Gider Marjı	-91.2%	-76.2%	-70.0%	-92.3%	-82.6%	-78.0%	-78.5%	-81.1%
Faaliyet Kar Marjı	8.8%	23.8%	30.0%	7.7%	17.4%	22.0%	21.5%	18.9%
FAVÖK Marjı	17.4%	33.3%	41.4%	19.4%	26.8%	31.4%	30.6%	29.4%
Efektif Vergi Oranı	n.a.	29.4%	6.8%	-20.0%	43.6%	8.4%	16.4%	10.9%
Net Kar Marjı	-18.0%	12.2%	43.5%	22.3%	2.8%	17.5%	11.6%	19.0%

<b>Bilanço (milyon EUR)</b>	<b>1Ç23</b>	<b>2Ç23</b>	<b>3Ç23</b>	<b>4Ç23</b>	<b>1Ç24</b>	<b>2Ç24</b>
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>778</b>	<b>765</b>	<b>1,024</b>	<b>1,032</b>	<b>940</b>	<b>987</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	252	230	449	539	450	514
Finansal Yatırımlar	70	84	88	81	85	60
Ticari Alacaklar	143	125	169	114	112	149
Stoklar	68	41	29	34	41	48
Diğer Dönen Varlıklar	245	285	289	264	253	216
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>3,471</b>	<b>3,586</b>	<b>3,676</b>	<b>3,721</b>	<b>3,840</b>	<b>3,912</b>
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	697	688	702	754	728	738
Maddi ve Maddi Olmayan Duran Varlıklar	814	873	945	984	1,097	1,174
İmtiyaz Sözleşmeleri	1,644	1,626	1,600	1,573	1,564	1,542
Diğer Duran Varlıklar	316	399	428	410	452	457
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>4,249</b>	<b>4,351</b>	<b>4,700</b>	<b>4,753</b>	<b>4,781</b>	<b>4,899</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>629</b>	<b>821</b>	<b>860</b>	<b>888</b>	<b>853</b>	<b>1,043</b>
Finansal Borçlar	289	489	502	532	510	513
Ticari Borçlar	61	63	66	55	60	80
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	280	268	291	301	284	450
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>2,440</b>	<b>2,345</b>	<b>2,434</b>	<b>2,438</b>	<b>2,470</b>	<b>2,327</b>
Finansal Borçlar	1,191	1,139	1,202	1,254	1,321	1,315
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,249	1,206	1,233	1,184	1,149	1,012
<b>Özkaynaklar</b>	<b>1,179</b>	<b>1,185</b>	<b>1,405</b>	<b>1,426</b>	<b>1,458</b>	<b>1,529</b>
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	1,157	1,166	1,387	1,411	1,440	1,511
Azınlık Payları	22	19	19	15	18	18
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>4,249</b>	<b>4,351</b>	<b>4,700</b>	<b>4,753</b>	<b>4,781</b>	<b>4,899</b>
İşletme Sermayesi	150	102	132	93	93	117
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	13%	9%	10%	7%	7%	8%
Toplam Borç	2,034	2,137	2,219	2,309	2,344	2,341
Net Borç / (Nakit)	1,665	1,769	1,587	1,589	1,757	1,734
Net Borç / G12A FAVÖK	5.0	5.2	4.2	4.1	4.1	3.8
Net Borç / Özkaynaklar	1.4	1.5	1.1	1.1	1.2	1.1

## 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 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.