

TAV HOLDİNG

Endeks Üzeri Getiri

Beklentilere paralel güçlü sonuçlar

Analist: Aytunç Uz

aytunc.uz@akyatirim.com.tr

TAV Holding (TAVHL) 3Ç24'te piyasa beklentisi olan 104 milyon Euro'ya paralel ve bizim beklentimiz olan 107 milyon Euro'nun %3 altında 104 milyon Euro net kâr açıkladı. Şirket 3Ç24'te piyasa beklentisine ve bizim tahminimize paralel 196 milyon Euro (y/y: +%12) FAVÖK raporladı.

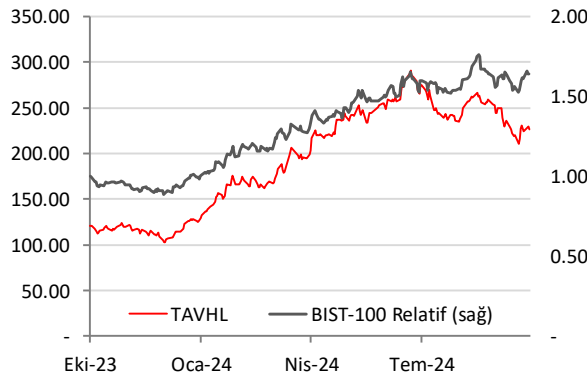
2024 ve 2025 beklentileri: Yönetim 2025 yatırım harcamaları beklentisini yukarı revize etti. Yönetim, 2024'te 1.500-1.570 milyon Euro net satış öngörmektedir (AK: 1.625 milyon Euro). 2024 için şirket 67-73 milyon uluslararası yolcu (AK: 70 milyon) ile toplamda 100-110 milyon yolcu (AK: 105 milyon) beklemektedir. 2024'te şirket 430-490 milyon Euro FAVÖK (AK: 488 milyon Euro) öngörmektedir. Yönetim 2024 yatırım harcaması beklentisini 260-300 milyon Euro seviyesinde korudu (AK: 274 milyon Euro). Şirket 2025 yatırım harcaması beklentisini 90-110 milyon Euro seviyesinden 140-160 milyon Euro seviyesine yükseltti (AK: 153 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: TAV için hedef fiyatımızı 313,0 TL seviyesinden 373,0 TL'ye yükselttik. Tavsiyemizi "Nötr" seviyesinden "Endeksin Üzerinde Getiri" seviyesine yükselttik. Yakın zamanda hisse performansında yaşanan olumlu ayrışmayı göz önünde bulundurarak 3Ç24 sonuçlarının fiyata yansımalarını düşünüyoruz. Fakat 3Ç24 sunumunda açıklanan Almatı Havalimanında yapılacak yeni yatırım ve yönetimin 4Ç24 için olumlu yorumları sayesinde pozitif bir açılış olacağını düşünüyoruz.

Çeyrek Özet	Özet Finansallar					Beklentilerle Karşılaştırma		
	3Ç24	3Ç23	y/y	2Ç24	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark
Net Satışlar	499	422	18%	411	21%	497	491	1%
FAVÖK	196	175	12%	129	52%	196	195	0%
FAVÖK Marjı	39.2%	41.4%	-214 bps	31.4%	207 bps	39.4%	39.6%	-15 bps
Net Kar	104	184	-43%	72	44%	104	107	0%

Kaynak: Rasyonet, AK Yatırım

Bloomberg Kodu	TAVHL TI			
Tavsiye	Endeks Ü. Getiri (önceki Nötr)			
Hedef Fiyat, TL	373.00 (önceki 313.00)			
Güncel Fiyat, TL	226.60			
Getiri Potansiyeli	65%			
Halka Açıklık Oranı	48%			
Piyasa Değeri, mn TL	82,320			
Firma Değeri, mn TL	96,352			
Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	34,433	58,868	81,630	105,563
FAVÖK, mn TL	10,435	17,420	25,552	34,783
Net Kâr, mn TL	7,530	6,739	11,951	17,840
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	34,766	64,039	75,671	70,981
Net Borç/FAVÖK	3.3	3.7	3.0	2.0
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	30.3%	29.6%	31.3%	32.9%
Net Marj	21.9%	11.4%	14.6%	16.9%
Temettü Verimi	-	-	4.1%	7.1%
Büyüme				
Ciro, y/y	88.1%	71.0%	38.7%	29.3%
FAVÖK, y/y	82.2%	66.9%	46.7%	36.1%
Net Kâr, y/y	296.5%	-10.5%	77.3%	49.3%
Değerleme Verisi				
2023	2024T	2025T	2026T	
F/K	4.8	12.2	6.9	4.6
FD/FAVÖK	4.2	6.9	5.1	3.6
FD/Ciro	1.3	2.0	1.6	1.2
Hisse Verileri				
1A	3A	12A	YBG	
Nominal Getiri	-10.7%	-16.1%	82.4%	110.8%
BİST-100 Relatif	1.3%	6.8%	62.3%	80.7%
AOİH, mn TL	459	530	558	600



Piyasa verileri 23 Ekim 2024 tarihli.

3Ç24 Sonuçlarına İlişkin Detaylar:

Şirketin genel müdürü Serkan Kaptan'ın açıklamalarına göre 3Ç24 yolcu trafiği jeopolitik gelişmelerden olumsuz etkilendi. Yönetim söz konusu gelişmelerin aylık yolcu trafiği üzerinde ~%3 olumsuz bir etki yaptığını hesaplıyor. Yönetim, 4Ç24'te ılımlı mevsim şartlarıyla güçlü sonuçlar bekliyor.

3Ç24'te dış hat yolcu sayısı yıllık %7 artarak 27,4 milyona ulaşırken, iç hat yolcu sayısı yıllık %2 artarak 9,8 milyona ulaştı. 3Ç24'te toplam yolcu sayısı yıllık %5 artarak 37,2 milyona ulaştı. Almatı Havalimanı hariç, 3Ç24'te şirketin iç hat, dış hat ve toplam yolcu sayıları 2019 yılının aynı döneminin sırasıyla %88, %107 ve %102 seviyelerine ulaştı. Coğrafya bazında, dış hat operasyonları 3Ç24'te yolcu büyümesine daha fazla katkı sağladı. Havalimanı bazında bakıldığında, Almatı, Antalya ve Gürcistan 3Ç24'te yolcu büyümesine en fazla katkıyı sağladılar.

Net satışlar 3Ç24'te yıllık %18 artarak 499 milyon Euro seviyesine yükselirken, piyasa tahmininin %1 üzerinde gerçekleşti. Net satışlar yolcu sayısındaki toparlanma, Paris Lounge şirketinin konsolide edilmesi ve fiyat artışlarından olumlu etkilendi. 3Ç24'te havalimanları servis şirketlerinden daha fazla katkı sağladı. HAVAŞ, Tunus, Gürcistan, Almatı ve lounge operasyonları 3Ç24'te net satışlardaki büyümenin itici gücü oldu. 3Ç24'te havacılık gelirleri, yolcu trafiğinin ve fiyat tarifelerinin artması ile önemli bir katkı sağlamıştır. Yer hizmetleri gelirleri, fiyat artışları ile 3Ç24'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 3Ç24'te yıllık %12 artarak 196 milyon Euro seviyesine yükselerek piyasa tahminine paralel gerçekleşti. FAVÖK açısından değerlendirildiğinde hizmet şirketleri havalimanı operasyonlarından daha fazla katkı sağlamıştır. Gürcistan ve lounge hizmetleri 3Ç24'te FAVÖK büyümesinin itici güçleri olmuştur.

Şirket Ankara'da yeni bir pist, otopark, 5MW güneş panelleri ve diğer çeşitli iyileştirmeler için 210 milyon Euro yatırım harcaması planlamaktadır. 3Ç24 sonu itibarıyla inşaatın %84'ü tamamlanmıştır. Projenin 2Ç25'te tamamlanması planlanmaktadır. Şirket 2025 yılında Ankara'da 100 milyon Euro net satışlar beklemektedir (AK: 80 milyon Euro).

Şirket, Antalya'da iç ve dış hat terminallerini ve saha operasyonlarını genişletmek için 750 milyon Euro harcamayı planlamaktadır. 3Ç24 sonu itibarıyla inşaatın %91'ini tamamlanmıştır. TAV bu projeyi 1Ç25'te tamamlamayı planlamaktadır.

TAV Holding Almatı'da yeni bir dış hatlar terminali inşa etmek için 226 milyon Euro harcadı. İnşaat 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.

Yönetim Almatı Havalimanı'nda yeni bir yatırım programı açıkladı. Güçlü büyüme beklentileri ve havalimanının eskimiş olması nedeniyle TAV pist, kargo, yakıt ve BT

operasyonlarına yatırım yapmayı planlamaktadır. Planlanan yatırım harcaması 150-300 milyon Euro olup, harcamaların 2025-2028 arasında yapılması planlanmaktadır. Yatırım programının büyüklüğü Şubat 2025 yönetim kurulu toplantısında güncellenebilir. Tarife müzakerelerinin sonucu yatırım büyüklüğünün önemli bir belirleyicisi olacaktır. TAV'ın baz senaryo tarife teklifi kabul edilirse, Almatı'da 2Y25 FAVÖK'ünden başlayarak %13-15 arasında kalıcı bir FAVÖK artışı bekleniyor. 2025-2028 yılları arasında eşit olarak dağıtılmış 220 milyon Euro yatırım harcaması varsaydık. 2026 FAVÖK tahminimizi %13 artırdık ve bu artışı gelecek yıllara da yansıttık.

3Ç24'te net borç bir önceki çeyreğe göre %7 azalarak 1,6 milyar Euro seviyesinde gerçekleşti. 3Ç24'te alacak vadesi bir önceki çeyreğe göre 1 gün azaldı. 3Ç24'te stok vadesi bir önceki çeyreğe göre 2 gün azaldı. 3Ç24'te satıcı vadesi bir önceki çeyreğe göre 3 gün azaldı. Böylece, 3Ç24'te nakit döngüsü bir önceki çeyreğe göre yatay kaldı.

Revizyonlar (EUR mn)

	Yeni			Eski		
	2024T	2025T	2026T	2024T	2025T	2026T
Net Satışlar	1,625	1,760	1,960	1,625	1,719	1,855
% değişim	24%	8%	11%	24%	6%	8%
FAVÖK	488	550	646	488	601	649
FAVÖK Marjı	30.0%	31.3%	32.9%	30.0%	35.0%	35.0%
Net Kar	188	255	331	194	291	342
% değişim	-25%	36%	30%	-22%	50%	18%
Eski Tahminlerle Fark						
Net Satışlar	0.0%	2.4%	5.6%			
FAVÖK	0.0%	-8.5%	-0.5%			
Net Kar	-3.4%	-12.3%	-3.2%			
Hedef Fiyat		373.0			313.0	
HF Değişim		19.2%				

Gelir Tablosu (milyon EUR)	3Ç23	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24	2022	2023
Satış Gelirleri	422	328	321	411	499	1,051	1,310
Operasyonel Giderler	295	303	265	321	352	825	1,063
Faaliyet Karı	126	25	56	90	147	227	247
Amortisman ve İtfa Payları	48	38	30	39	49	96	138
FAVÖK	175	63	86	129	196	322	385
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	75	37	-36	-8	-15	-69	43
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	69	73	-5	12	36	53	151
Finansal Gelir / (Gider)	0	-34	-35	-22	-51	-138	-112
Enflasyon Düzeltmesi	5	-2	4	2	1	16	5
Vergi Öncesi Kar	201	63	19	83	132	157	291
Vergi Geliri / (Gideri)	-14	13	-8	-7	-24	-26	-32
Vergi Sonrası Net Kar	187	75	11	76	109	131	259
Azınlık Payları	4	2	2	4	5	8	9
Net Kar	184	73	9	72	104	122	249
Büyüme (Yıllık)	3Ç23	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24	2022	2023
Satış Gelirleri	23.7%	9.6%	27.8%	33.1%	18.4%	101.4%	24.6%
Operasyonel Giderler	23.1%	12.6%	15.8%	36.2%	19.3%	83.6%	28.8%
Faaliyet Karı	25.2%	-16.4%	152.9%	23.0%	16.3%	210.8%	9.0%
FAVÖK	26.5%	15.0%	97.0%	25.5%	12.3%	115.4%	19.4%
Net Kar	87.0%	n.a.	n.a.	90.8%	-43.4%	173.3%	103.9%
Karlılık / Rasyo Analizi	3Ç23	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24	2022	2023
Operasyonel Gider Marjı	-70.0%	-92.3%	-82.6%	-78.0%	-70.6%	-78.5%	-81.1%
Faaliyet Kar Marjı	30.0%	7.7%	17.4%	22.0%	29.4%	21.5%	18.9%
FAVÖK Marjı	41.4%	19.4%	26.8%	31.4%	39.2%	30.6%	29.4%
Efektif Vergi Oranı	6.8%	-20.0%	43.6%	8.4%	17.8%	16.4%	10.9%
Net Kar Marjı	43.5%	22.3%	2.8%	17.5%	20.8%	11.6%	19.0%

Bilanço (milyon EUR)	3Ç23	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24
Dönen Varlıklar	1,024	1,032	940	987	1,139
Nakit ve Nakit Benzerleri	449	539	450	514	604
Finansal Yatırımlar	88	81	85	60	59
Ticari Alacaklar	169	114	112	149	154
Stoklar	29	34	41	48	44
Diğer Dönen Varlıklar	289	264	253	216	280
Duran Varlıklar	3,676	3,721	3,840	3,912	3,866
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	702	754	728	738	718
Maddi ve Maddi Olmayan Duran Varlıklar	945	984	1,097	1,174	1,211
İmtiyaz Sözleşmeleri	1,600	1,573	1,564	1,542	1,509
Diğer Duran Varlıklar	428	410	452	457	428
Toplam Varlıklar	4,700	4,753	4,781	4,899	5,006
Kısa Vadeli Yükümlülükler	860	888	853	1,043	1,062
Finansal Borçlar	502	532	510	513	511
Ticari Borçlar	66	55	60	80	75
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	291	301	284	450	476
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,434	2,438	2,470	2,327	2,336
Finansal Borçlar	1,202	1,254	1,321	1,315	1,317
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,233	1,184	1,149	1,012	1,018
Özkaynaklar	1,405	1,426	1,458	1,529	1,608
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	1,387	1,411	1,440	1,511	1,591
Azınlık Payları	19	15	18	18	17
Toplam Kaynaklar	4,700	4,753	4,781	4,899	5,006
İşletme Sermayesi	132	93	93	117	122
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	10%	7%	7%	8%	8%
Toplam Borç	2,219	2,309	2,344	2,341	2,346
Net Borç / (Nakit)	1,587	1,589	1,757	1,734	1,586
Net Borç / G12A FAVÖK	4.2	4.1	4.1	3.8	3.3
Net Borç / Özkaynaklar	1.1	1.1	1.2	1.1	1.0

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda 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 bilgilere dayanarak 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 İnternet 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.