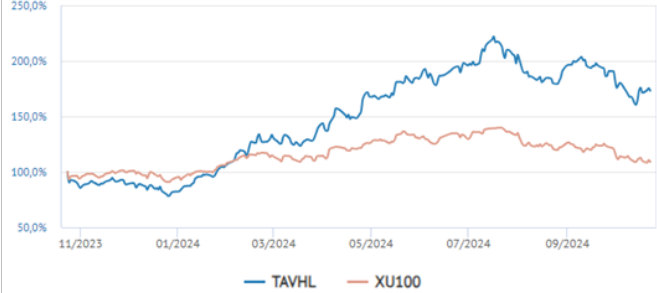


### TAVHL 2024/9 Bilanço Analizi

- Şirket 3.çeyrek sonuçlarında **beklentilere paralel 3.820 milyon TL net kâr** açıkladı. Konsensus beklentisi 3.825 milyon TL seviyesindeydi. Net satış beklentilerin hafif üzerinde ve FAVÖK ise beklentilerin hafif altında gerçekleşti.
- Net satışlar çeyreklik 18.364 milyon TL olarak gerçekleşti. Satışların güçlü seyrinde 2023 yılına göre **dış hatlar daha güçlü olmakla beraber yolcu sayısında yaşanan 12% artış, fiyat artışları ve Ankara'nın UFRYK 12 muhasebe uygulamasından muaf tutulması** etkili oldu.
- Satış maliyetlerinde büyüme çeyreklik bazda 3Ç23'e göre satış büyümesinin hafif üzerinde, 9 aylık sonuçlarda ise satış büyümesine paralel olarak gerçekleşti. Faaliyet giderleri ise **görece negatif seyrederek** hem çeyreklik hem de 9 aylık kümülatif bakışta satış büyümesinin üzerinde artış gösterdi. Bu sonuçlarla **kâr marjlarında daralma, çeyreklik sonuçlarda daha belirgin olmak üzere kümülatif sonuçlarda da göze çarptı.**
- Esas faaliyet kârı 2023/9 dönemine göre çeyreklik ve 9 aylıkta sırasıyla 43% ve 75% büyüme sağlarken FAVÖK'te ise 40% ve 74% büyüme gösterdi. Açıklanan sonuçlar **operasyonel tarafta büyümenin devam ettiği ancak çeyreklik bazda (3Ç24) bir miktar ivme kaybı yaşandığına** işaret ediyor. FAVÖK büyümesinde **güçlü ciro artışının yanında nakit faaliyet giderlerinin görece daha sınırlı artmasının** etkili olduğu görüldü.
- Yüksek faizin önemli bir baskı oluşturduğu finansman gideri tarafında 2023/9 dönemine göre **çeyreklik bazda 910% oranında ciddi bir sıçrama 9 aylıkta ise 126% ile yine kayda değer artış** yaşandığı izleniyor. Çeyreklik bazda değişimlerde **finansman giderlerin en büyük baskı unsuru olduğu ve net kârı baskıladığını** söylemek mümkün olmakla beraber; güçlü sezon ve görece güçlü nakit akışlarının hâkim olduğu dönemde **tolerasyonu daha kolay olsa da zayıf mevsimlerde etkisini daha fazla hissettirebileceğini tahmin ederek** negatif buluyoruz. Ek olarak değişimlerde vergi tarafındaki büyüme çeyreklik bazda dikkat çekti. Ancak 3Ç23'e göre 170% artış izlenen **vergi giderlerinin rakamsal olarak etkisi 544.188 bin TL ile sınırlı kaldı.**
- Diğer yandan 2025 yılı 1Ç'de Antalya havalimanı, 2Ç'de ise Ankara Esenboğa havalimanı yatırımlarının devreye alınmasıyla hedeflenen gelir artışının, **finansman yükünü kompanse etmesi ve borçluluğun idaresi adına daha kritik öneme sahip olacağı** anlaşılıyor.
- Borç/kaynak oranı 67,88% ile 5 yıllık tarihsel ortalamalarına göre makul seyretmeye devam ediyor olsa da **faiz oranlarının 5 yıllık ortalamalarına göre zirvede seyrediyor olmasının riskleri artırdığını** söylemek mümkün. Diğer yandan net borçlu pozisyonu sürdüren şirkette 2023/9'a kıyasla 31% artışla net borç 40.776 milyon TL olarak gerçekleşti. 2Ç24 dönemine göre ise net borç 2.112 milyon TL ile sınırlı azaldı. **Net borç/FAVÖK ise 2,5 ile** negatif tarafta göze çarpıyor.
- Ek olarak özkaynak yöntemi yatırımlarında 2023/9 döneminde **tek seferlik oluşan kârın (TIBAH hisse satışı kaynaklı €82,7mn gelir)** net kâr üzerinde 2024/9'da baz etkisi ile baskı unsuru yarattığı görüldü.
- Vergi öncesi kâr 2023/9 dönemine göre çeyreklik ve 9 aylıkta sırasıyla 16% düşüş ve 29% büyüme sağlarken, ana ortaklık net dönem kârı ise sırasıyla 29% gerileme ve 23% büyüme gösterdi.
- **Nakit akışlarında sağlanan güçlenmeyi bilançodaki en değerli gelişim** olarak değerlendiriyoruz. Şirket 2023/9 döneminde 279,319 milyon TL negatif serbest nakit akışı oluşturmuşken; 2024/9'da işletme faaliyetlerinden sağlanan güçlü nakit akışları öncülüğünde ve finansman faaliyetlerden sağlanan nakit akışlarının da katkısıyla, **yatırım faaliyetlerinden nakit çıkışının artışına rağmen 6.956 milyon TL pozitif serbest nakit akışı üretti.**
- Bu sonuçlardan yola çıkarak **kümülatif büyümenin devam ettiği ancak çeyreklik bazda zayıflığın hissedildiğini** söylemek mümkün. Devreye alınacak yatırımların 2025 yılında sağlayacağı katkılar göz önüne alındığında güçlenme beklenti dahilinde olsa da **borçluluğun yatırımların etkisi görülene kadar tedirginlik yaratabilmesi** mümkün görünüyor.

Fiyat			
Son Kapanış (TL, 23 Ekim -24)	226,60		
Piyasa Değeri (bin TL)	82.319.531		
Finansal Veriler (TL mn)			
	2022/9	2023/9	2024/9
Net Satışlar	12.534	23.817	43.440
% büyüme		90	82
Esas F. Kârı	3.293	5.785	10.144
% büyüme		76	75
FAVÖK	4.479	8.244	14.318
% büyüme		84	74
A.O Net Dönem Karı	1.869	5.370	6.627
% büyüme		187	23
Marjlar (%)			
	2022/9	2023/9	2024/9
Brüt Kâr Marjı	44,00	41,04	41,16
Esas F. Kâr Marjı	26,28	24,29	23,35
FAVÖK Marjı	35,74	34,61	32,96
Net Kâr Marjı	14,91	22,55	15,25
Çarpan			
	2022/9	2023/9	2024/9
PD/DD	1,01	1,17	1,36
F/K	15,41	8,43	9,37
FD/FAVÖK	8,56	8,26	7,56
Net Borç/FAVÖK	3,90	3,35	2,51
Özsermaye Karlılığı (%)	8,86	17,60	17,65
Sektör			Ulaştırma
Hisse Sayısı (bin)			363.281
Piyasa Verisi			
BIST-100	8.715		
TL/US\$	34,28		
Fiyat Eğrisi			
			
Fiyat Performansı			
	1A	3A	6A
TL Nominal Getiri	-10,70	-16,07	16,62
BIST-100 Rölatif	1,16	5,34	26,27
Ortaklık Yapısı			Pay Adedi Pay (%)
DIĞER	195.738.929		53,88
TANK ÖWA ALPHA GMBH	167.542.321		46,12

### Genel Görüş ve Değerlendirme

- Bu bağlamda açıklanan finansalları Borsa İstanbul şirketlerine genel bakışla görece çok daha güçlü karşıladığımızı ancak şirket özelinde bir miktar zayıf bulduğumuzu belirterek **sınırlı negatif olarak karşılıyoruz**. 2025 yılında devreye alınacak olan **yatırımların kârlılığa etkileri ile güç kaybeden büyüme ivmesinin yeniden sağlanabileceği ancak etkilerin görülmeye başlayacağı döneme kadar risklerin piyasa tarafından zaman zaman ön planda tutulabileceğini** tahmin ediyoruz.
- Mevcut fiyat çarpanlarına bakıldığında tarihsel ortalamalarına yakın olması, borsada şirketlerin genel sonuçlarına göre zorlu ekonomik şartlara rağmen büyümesini sürdürülmesi, 2025 yılı için yatırımların devreye alınmasıyla kârlılığa katkı sağlaması beklentisi, havacılık sektöründe büyümenin güçlü seyirde devam etmesi, iyileşen serbest nakit akışları ve kurumsal yönetim yapısı şirket adına olumlu tarafta göze çarpan faktörler arasında yer alıyor. Bu bağlamda zayıf mevsime geçilmesiyle ve metinde bahsettiğimiz başlıklardan yola çıkarak kısa ve orta vadeli risklere dikkat çekiyorken uzun vadede şirketi beğenmeye devam ediyoruz.

## YASAL UYARI

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir.

Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Gerek bu yayındaki gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Allbatross Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.

**Allbatross Yatırım**

**Araştırma Departmanı**