

TAV HAVALİMANLARI / TAVHL – 2Ç23 BİLANÇO ANALİZ
Hedef Fiyat: 145 TL

Tav Havalimanları (TAVHL) 2Ç23 döneminde 887 mn TL net kar açıkladı. Piyasa beklentisi 1,142 mn TL seviyesindeydi. Böylece piyasa beklentisinin altında net kar açıklamış oldu. Beklentilerin altında kalan net karda, artan finansman gideri ve tek seferlik vergi giderleri etkili olmuştur. Buna karşın Almatı'nın dış hat uçuşlarındaki güçlü büyümesi, başta hizmet sektörü olmak üzere tüm kanallardaki artış, kur farkı geliri, yatırım faaliyetlerinden gelirler ve özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlardan elde edilen gelirler net karı desteklemiştir.

Almatı Göz Alıcı Olmaya Devam Ediyor... Şirket, 2Ç23 döneminde cirosunu %61,9 artırarak 6.925 mn TL ciro elde etmiştir. Tüm gelir kalemlerinde fiyat artışıyla hacim artışı da etkili olmuştur. Diğer bir unsur ise Almatı katkısıyla dış hat yolcu uçuşlarında artış yaşanmıştır. Ciro 6A19'un %65 üzerinde gerçekleşmiştir. Almatı hariç ciro artışı 6A19'a kıyasla %8, 6A22'ye kıyasla %35 gerçekleşmiştir. Ciroda dış hat yolcu gelirlerinde artış olmasına karşın iç hat yolcu gelirleri iç hat tavan bilet uygulamasından olumsuz etkilenmiştir. Yolcu trafiğine baktığımızda, Almatı'nın dış hat uçuş trafiği pandemi öncesi seviyenin üzerine çıkmasını başarmıştır. Almatı 2023 yolcusu 2019'a kıyasla oldukça güçlü seyrediyor. Almatı Havalimanının ana gelir kaynağı olan dış hat uçuş sayısı 2019'un %28 üzerinde gerçekleşmiştir. Böylelikle şirket Almatı katkısıyla cirodaki güçlü büyümesini sürdürmeye devam ettiğini bu çeyrekte kanıtlamış oldu.

Güçlü FAVÖK Büyümesi... Şirket, 2Ç23 döneminde 2.305 Milyon TL FAVÖK elde ederek geçen yılın aynı çeyreğine kıyasla %46,5 daha fazla FAVÖK elde etti. Şirketin FAVÖK marjı 2Ç23 döneminde geçen yılın aynı çeyreğine göre 3,5 puan azalarak %33,28 gerçekleşmiştir. Artan FAVÖK'de hem çeyreklik hem de yıllık bazda iyileşen brüt karlılık etkili oldu. Artan operasyonel giderler marifet baskılamıştır.

Piyasa Bilgileri	
Kapanış (TL)	115,50
Piyasa Değeri (mn USD)	1.558
Halka Açık Piy. Değ. (mn USD)	747,92
Bugünkü Sermaye (bin TL)	363.281
Halka Açık Sermaye (bin TL)	17.437.500
Halka Açıklık Oranı	48,00

Hisse Performansı (TL)		% Değ.
1 Aylık		24,53
3 Aylık		54,83
Yılbaşına göre		23,53
Son 1 Yıl		120,63

Relatif Performans (TL)		% Değ.
(BIST-100'e Göre)		
1 Aylık		5,86
3 Aylık		9,82
Yılbaşına göre		0,91
Son 1 Yıl		-17,00

Piyasa Çarpanları	
F/K	26,68
PD/DD	1,32
FD/NS	3,27

Bilanço Özeti (bin TL)		2022/06
Aktif Toplamı		70.453.570
Net Borç		19.173.688
Net Döviz Pozisyonu		1.056.085
Net Satışlar		6.608.701
FAVÖK		2.077.503
Net Kar / Zarar		294.734

Özet Gelir Tablosu (bin TL)	2Ç23	2Ç22	Değ.(%)	1Ç23	Değ.(%)	6A23	6A22	Değ.(%)
Net Satışlar	6.925.514	4.276.340	61,9	5.059.550	36,9	11.985.064	6.608.701	81,4
Brüt satış karı	2.814.575	1.828.629	53,9	1.531.948	83,7	4.346.523	2.675.684	62,4
Faaliyet Giderleri	1.170.529	527.318	122,0	1.096.488	6,8	2.267.017	1.139.649	98,9
Finansal Gelir/Gider	-1.145.139	-646.619	a.d.	-971.572	a.d.	-2.116.711	-1.044.675	a.d.
Esas Faaliyet Karı	1.644.046	1.301.311	26,3	435.460	277,5	2.079.506	1.536.035	35,4
FAVÖK	2.305.082	1.573.420	46,5	860.613	167,8	3.165.695	2.077.503	52,4
Ana Ortaklık Net Kar	887.397	630.466	40,8	-919.035	a.d.	-31.638	294.734	a.d.

Oranlar	2Ç23	2Ç22	Fark	1Ç23	Fark	6A23	6A22	Fark
Brüt Kar Marjı (%)	40,64	42,76	-2,1	30,28	10,4	36,27	40,49	-4,2
Esas Faa.Kar Marjı (%)	23,74	30,43	-6,7	8,61	15,1	17,35	23,24	-5,9
FAVÖK Marjı (%)	33,28	36,79	-3,5	17,01	16,3	26,41	31,44	-5,0
Net Kar Marjı (%)	12,81	14,74	-1,9	-18,16	a.d.	-0,26	4,46	a.d.

6 Aylık Sonuçlar... 2022 yılının ilk 6 ayına baktığımızda, şirketin satış gelirleri yıllık bazda %81,4 artışla 11,9 milyar TL'ye yükseldi. Brüt kar marjı 4,2 puan azalışla %36,2 seviyesinde, FAVÖK marjı 5 puan azalışla %26,4 seviyesinde gerçekleşti. FAVÖK yıllık bazda %52 artış gösterdi ve 3,1 milyar TL olarak gerçekleşti. FAVÖK büyümesine en güçlü katkı Gürcistan ve Makedonya'dan geldi. Bu sonuçlarla birlikte 1Y22'de 630 mn TL'lik net kar elde etmesine karşın 1Y23 döneminde 31 mn TL'lik net zarar elde etmiş oldu.

Net borç pozisyonu artıyor... Şirketin net borç pozisyonu 202 yılının aynı dönemine göre %185 artarken, bir önceki çeyreğe göre %53,27 artarak bu dönemde 35,4 milyar TL net borcu gerçekleşti. Net borç/FAVÖK rasyosu ise 5,4 seviyesinde gerçekleşti. Yapılan yatırım harcamaları, stok artışı, işletme sermayesi hareketleri ve 2Ç23'te Esenboğa yeni imtiyazı için ödenen €119 ödenen kira peşinatı nedeniyle net borcu artırmıştır.

Ankara Esenboğa yatırımı... Yaklaşık 210 milyon avro ilk etap yatırım öngörülmüştür. Mühendislik, tedarik ve inşaat sözleşmesi kapsamında; yeni pist, otopark, 5 MW güneş paneli ve diğer çeşitli yatırımlara 2023 yılında başlanmış olup, 2 ila 3 yıl arasında tamamlanması planlanmaktadır. 30 Haziran 2023 itibarıyla inşaatın %11'i tamamlanmıştır.

Antalya Havalimanı Yeni Terminal & Hava Tarafı Yatırımı... 2025'in ilk yarısında açılması planlanmaktadır. Yeni terminalin yolcu başına perakende harcamaya olumlu katkı yapması beklenmektedir. 30 Haziran 2023 itibarıyla inşaatın %42'si tamamlanmış.

2023 ve 2025 yıllarına ilişkin beklentilerini koruyor... Şirket 2023 ve 2025 yıllarına ilişkin geleceğe yönelik beklentilerini koruyor. 2023 yılı ciro beklentisini 1230-1290€m iken 81-91 milyon toplam yolcu sayısının ve 2023 yılında 52-59 milyon arası dış hat yolcu olması bekleniyor. Net Borç/FAVÖK rasyosunun 5-6 olması ve FAVÖK'ün ise 330-380 mn € olması bekleniyor. Yatırım harcamaları ise 220-260 mn € arası hedeflenmektedir. Yeni Ankara yaklaşık %35, Almatı yaklaşık %30 ve K.Makedonya %15 yatırımlarını oluşturması planlanıyor. 2025 yeni beklentileri (yeni Ankara(2025+) Esenboğa imtiyazını da içeriyor). Ciro ve toplam yolcu 10-14% BYBO(2022-2025) bekleniyor. FAVÖK marjı 2022 marjının üzerinde bekleniyor. 2022 yılı ve sonrasında Almatı ve hizmet şirketleri gibi düşük marjlı işletmelerde önemli oranda büyüme nedeniyle 2022 ile 2025 arasındaki marj genişlemesi daha düşük olacak ve 2025'te elde edilecek FAVÖK başlangıçta planlanandan daha yüksek olacaktır. FAVÖK 2.5-3.0 €m olması hedefleniyor.

Değerlendirme & Hedef Fiyat... TAV Havalimanları'nın 2023 yılı 2. çeyrek döneme ilişkin açıkladığı finansalların piyasa beklentisi altında açıklandı. Almatı'nın dış hat uçuşlarındaki güçlü büyümesi, başta hizmet sektörü olmak üzere tüm kanallarda artış elde etmesine karşın artan borçluluk sonucunda artan finansman gideri ve kur farkı giderinden etkilenmesi ile birlikte ilk çeyrekte elde etmiş olduğu vergi gelirinin gidere dönüşmesi net karı baskılamıştır. Almatı'nın mevsimsellik etkisinin az olması etkisi, yolcu trafiğinde artış bununla birlikte tüm gelir kalemlerinde hacim ve fiyat artışı görülmesi ciroyu desteklemiştir. Şirketin net borç pozisyonu artmasına karşın yatırımlarının olmasının şirket finansalları üzerinde önemli bir katalizör etki yaratmasını beklemekle birlikte Almatı'nın önümüzdeki dönemlerde katkısının daha da artmasını beklemeye devam ediyoruz. Yatırım planlarının ve Almatı hikâyesini beğenmeye devam etmemizle birlikte mevsimsellik olarak en güçlü çeyrek olan 3. çeyrekte kuvvetli bir bilanço açıklamasını da öngörüyoruz. Dolayısıyla ilerleyen dönemler için potansiyel getiri sunabileceğini düşünmeye devam ediyoruz. Diğer taraftan geçtiğimiz günlerde şirket bağlı ortaklığı aracılığıyla TIBAH'ın diğer %50 hissesine sahip olan ortağı Mada ile bir hisse satış sözleşmesi imzaladı. Bağlı ortaklığı olan PMIA Aviator B.V., TIBAH'ın %24 hissesini 135 milyon ABD doları karşılığında Mada'ya devredecek. Böylece Şirket'in TIBAH'taki hissedarlık oranı %50'den %26'ya inecek. Yapılan hisse satışının en az 70 milyon avro tutarında nakit girişinin şirket finansallarına 3.çeyrekte yansımaları beklemekteyiz. TAVHL için İNA modeline göre hesapladığımız 12 aylık hedef fiyatımızı 125 TL seviyesinden 145 TL seviyesine yukarı yönde revize ediyoruz.

Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:V, No:55 Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'i Uyarınca Yayımlanan Uyarı Notu:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri 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.

Çekince: Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır.

Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez. Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.