

TAV Havalimanları / TAVHL - 3Ç23 Bilanço Analizi

Hedef Fiyat: 190 TL

TAV Havalimanları (TAVHL) 3Ç23 döneminde yıllık %243,1 artış ile 5.402 mn TL net kar açıkladı. Böylelikle piyasa beklentilerinin üzerinde net kar açıklamış oldu. Piyasanın ortalama net kar beklentisi 4.905 mn TL açıklanması yönündeydi. Beklentiden pozitif sapma gösteren net karda mevsimsellik etkinin en güçlü dönem olması sebebiyle cirodaki artış, güçlü operasyonel sonuçlar, Tibah hisse satışından bir defaya mahsus €82,7M gelirin etkili olmasının yanı sıra yatırım faaliyetlerinden gelirler, finansman gelirleri ve ertelenmiş vergi geliri net karı desteklemiştir. Buna karşın vergi gideri net karı törpülemiş görünüyor.

Almatı'nın Göz Alıcılığı Devam Ediyor... 3Ç23 döneminde satış gelirleri yıllık 11,8 milyar TL'ye yükseldi. Artan ciroda, Havacılık gelirleri etkili olurken, Almatı'nın dış hat uçuşlarındaki muazzam büyüme ve diğer havalimanlarının çoğunda görülen hacim artışı ile birlikte arttı. Yolcu trafiğinde devam eden toparlanmanın etkisiyle %99,7 oranında artıran TAV güçlü ciro artışı gerçekleştirmiştir. Rus hava sahasının bazı hava yolu şirketlerine kapanması ve Almatı Havalimanı'nda elde edilen verimlilik iyileştirmeleri nedeniyle artan dış hat kargo uçuşları 2Ç22'den itibaren Almatı'nın ciro ve FAVÖK'ünü önemli oranda artırdı.

9 Aylık Sonuçlar

2023 yılının ilk 9 ayına baktığımızda, şirketin satış gelirleri yıllık bazda %90,0 artışla 23,8 milyar TL'ye yükseldi. Brüt kar marjı -3,0 puan azalışla %41,0 seviyesinde, FAVÖK marjı 1,1 puan azalışla %34,6 seviyesinde gerçekleşti. FAVÖK yıllık bazda %84,0 artış gösterdi ve 8,2 milyar TL olarak hesaplandı. Bu sonuçlarla birlikte şirketin 9 aylık net dönem kari %187,3 artışla 5,4 milyar TL'ye yükseldi.

Piyasa Bilgileri

| | |
|------------------------------|----------|
| Kapanış (TL) | 130,90 |
| Piyasa Değeri (mn TL) | 47.553,5 |
| Halka Açık Piy. Değ. (mn TL) | 22.825,7 |
| Bugünkü Sermaye (bin TL) | 363.281 |
| Halka Açık Sermaye | 174.375 |
| Halka Açıklık Oranı | %48 |

Hisse Performansı (TL)

| | Değ. (%) |
|----------------|----------|
| 1 Aylık | 9,8 |
| 3 Aylık | 15,3 |
| Yılbaşına göre | 40,0 |
| Son 1 Yıl | 57,9 |

**Relatif Performans (TL)
(Bist 100'e Göre)**

| | Değ. (%) |
|----------------|----------|
| 1 Aylık | 10,5 |
| 3 Aylık | -3,4 |
| Yılbaşına göre | -3,5 |
| Son 1 Yıl | -21,4 |

Piyasa Çarpanları

| | |
|-------|-----|
| F/K | 8,8 |
| PD/DD | 1,2 |
| FD/NS | 2,7 |

Bilanço Özeti (Bin TL)

| | 2023/09 |
|---------------------|-------------|
| Aktifler | 134.799.506 |
| Net Borç | 31.110.678 |
| Net Döviz Pozisyonu | 4.599.709 |
| Net Satışlar | 23.817.499 |
| FAVÖK | 8.243.741 |
| Net Kar/Zarar | 5.370.141 |

| Özet Gelir Tablosu (bin TL) | 3Ç23 | 3Ç22 | Değ. (%) | 2Ç23 | Değ. (%) | 9A23 | 9A22 | Değ. (%) |
|-----------------------------|------------|-----------|----------|------------|----------|------------|------------|----------|
| Net Satışlar | 11.832.435 | 5.925.180 | 99,7 | 6.925.514 | 70,9 | 23.817.499 | 12.533.881 | 90,0 |
| Brüt Faaliyet Karı | 5.427.587 | 2.839.459 | 91,1 | 2.814.575 | 92,8 | 9.774.110 | 5.515.143 | 77,2 |
| Faaliyet Giderleri | 1.721.601 | 1.082.058 | 59,1 | 1.170.529 | 47,1 | 3.988.618 | 2.221.707 | 79,5 |
| Finansman Gelir/Gider | -236.112 | -745.585 | a.d. | -1.145.139 | a.d. | -2.352.823 | -1.790.260 | a.d. |
| Esas Faaliyet Karı | 3.705.986 | 1.757.401 | 110,9 | 1.644.046 | 125,4 | 5.785.492 | 3.293.436 | 75,7 |
| FAVÖK | 5.078.046 | 2.401.734 | 111,4 | 2.305.082 | 120,3 | 8.243.741 | 4.479.237 | 84,0 |
| Ana Ortaklık Net Kar | 5.401.779 | 1.574.441 | 243,1 | 887.397 | 508,7 | 5.370.141 | 1.869.175 | 187,3 |

| Oranlar | 3Ç23 | 3Ç22 | Fark | 2Ç23 | Fark | 9A23 | 9A22 | Fark |
|-------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Brüt Karı Marjı (%) | 45,9 | 47,9 | -2,1 | 40,6 | 5,2 | 41,0 | 44,0 | -3,0 |
| Esas Faa.Karı Marjı (%) | 31,3 | 29,7 | 1,7 | 23,7 | 7,6 | 24,3 | 26,3 | -2,0 |
| Favök Marjı (%) | 42,9 | 40,5 | 2,4 | 33,3 | 9,6 | 34,6 | 35,7 | -1,1 |
| Net Kar Marjı (%) | 45,7 | 26,6 | 19,1 | 12,8 | 32,8 | 22,5 | 14,9 | 7,6 |

TAV Havalimanları / TAVHL - 3Ç23 Bilanço Analizi**Hedef Fiyat: 190 TL**

Dış Hat Uçuşlarında Büyüme... Kazak orta sınıfının büyümesi, ülke dışına artan seyahat (artan kişi başı gelir) ,ülkeye gelen iş amaçlı seyahat (Yeni Kazakistan hamlesi) ,ülkeye gelen turizm amaçlı seyahat dış hat uçuşlarına önemli katkı sağladı.

Güçlü FAVÖK Büyümesi... Şirket'in FAVÖK yıllık bazda %111,4 artış gösterirken, çeyrek bazda %120,3 artış gösterdi ve 5,07 milyar TL oldu. Dış hat yolcu uçuşlarındaki önemli oranda büyüme de 9A23'te FAVÖK'e büyük katkı sağladı. FAVÖK büyümesine en fazla katkı, yolcu artışı ve UFRYK 12 uygulamasının sona ermesi nedeniyle Ankara'dan geldi. 9A23'te FAVÖK, 9A19'un %37, 9M22'nin ise %20 üzerinde gerçekleşti. Almatı Havalimanı, 9A23'te konsolide FAVÖK'ün %22'sini üretti.

Marjlardaki Artış Dikkat Çekici... Şirket'in faaliyet giderleri, TL'nin reel değer kazancı ve enflasyon nedeniyle artış gösterse de güçlü FAVÖK üretimi dengelemiş görünüyor. FAVÖK marjı yıllık 2,4 puan artışla %42,92 seviyesinde gerçekleşti. Bir önceki çeyrekte %33,28 FAVÖK marjı elde edilmişti. Esas faaliyet kar marjı yıllık 1,7 puan artışla %31,32 seviyesinde gerçekleşti. Bir önceki çeyrekte %23,74 esas faaliyet kar marjı üretmişti.

9 Aylık Sonuçlar... 2023 yılının ilk 9 ayına baktığımızda, şirketin satış gelirleri yıllık bazda %90 artışla 23,8 milyar TL'ye yükseldi. Brüt kar marjı 3,0 puan azalışla %41,04 seviyesinde, FAVÖK marjı 1,1 puan azalışla %34,61 seviyesinde gerçekleşti. FAVÖK yıllık bazda %84 artış gösterdi ve 8,2 milyar TL olarak gerçekleşti.

Net Borç Pozisyonu Artıyor... Şirket'in net borç pozisyonu 2022 yılının aynı dönemine göre %62,6 artarken, bir önceki çeyreğe göre %12,35 azalarak bu dönemde 31,1 milyar TL net borcu gerçekleşti. Net borç/FAVÖK rasyosu ise 3,4 seviyesinde gerçekleşti. 3Ç23'te TIBAH hisse satışının tamamlanmasıyla elde edilen €135 mn satış hasılatı, net borçta önemli bir azaltıcı etki yaratmasına karşın faaliyetlerden yaratılan önemli miktarda nakde karşın yoğun yatırım harcamaları, Almatı'daki işletme sermayesi hareketleri ve 2Ç23'te Esenboğa yeni imtiyazı için ödenen €119m kira peşinatı nedeniyle artış gösterdi.

Ankara Esenboğa Yatırımı... 30 Eylül 2023 itibarıyla inşaatın %25'i tamamlandı. Yaklaşık 210 milyon avro ilk etap yatırımının öngörüldüğü mühendislik, tedarik ve inşaat sözleşmesi kapsamında; yeni pist, otopark, 5 MW güneş paneli ve diğer çeşitli yatırımlara 2023 yılında başlanacak olup, 2 ila 3 yıl arasında tamamlanması planlanmaktadır.

Antalya Havalimanı Yeni Terminal & Hava Tarafı Yatırımı... 30 Eylül 2023 itibarıyla inşaatın %55'i tamamlandı. 2025'in ilk yarısında açılması planlanıyor. Terminal genişlemesi (halihazırda 142 bin m2 olan dış hat terminale ilave 125 bin m2 ve yine halihazırda 38 bin m2 iç hat terminale ilave 37 bin m2), hava tarafı genişlemesi 1 milyon m2. Yeni terminalin yolcu başına perakende harcamaya olumlu katkı sağlaması bekleniyor.

Şirket 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 Havalimanlarının 3. Çeyrek için açıkladığı finansal sonuçları güçlü bulduk. Hem yurt içi hem yurtdışı operasyonlarında yolcu ve uçak trafiğinde güçlenme dolayısıyla yıllık bazda yüksek büyüme gerçekleşti. 2019 seviyelerine ulaşan yolcu sayıları, Almatı havalimanı etkisiyle ve artan kur ile birlikte güçlü görünümünü sürdürmeye devam ediyor. Şirketin aldığı stratejik kararlar doğrultusunda yaptığı yatırımlar, yurt içi tavan fiyat bilet uygulamaları, maliyetlerin sınırlı kalması ile ulaştırma paylarının 3. Çeyrekte ön plana çıktığını izliyoruz. TAV şu an turizm sezonunun en iyi dönemini yaşıyor diyebiliriz. Dış hat yolcu sayılarının da 2019'un üzerinde kalması tavı destekliyor. Dolayısıyla yatırım planlarını ve Almatı hikâyesini beğenmeye devam ediyoruz.

TAV Havalimanları / TAVHL - 3Ç23 Bilanço Analizi
Hedef Fiyat: 190 TL

| Bilanço (Bin TL) | 2020 | 2021 | 2022 | 2022/09 | 2023/09 | Değ.(%) |
|---|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------|
| Dönen Varlıklar | 9.770.948 | 6.747.366 | 14.985.806 | 14.322.765 | 29.706.699 | 107,4 |
| Hazır Değerler | 5.443.456 | 1.402.142 | 5.143.504 | 4.738.291 | 13.020.152 | 174,8 |
| Ticari Alacaklar | 758.159 | 1.461.462 | 2.476.632 | 2.905.840 | 5.396.509 | 85,7 |
| Diğer Alacaklar | 2.000.718 | 479.561 | 286.006 | 316.933 | 456.730 | 44,1 |
| Stoklar | 64.195 | 312.875 | 996.651 | 1.101.845 | 849.080 | -22,9 |
| Diğer Dönen Varlıklar | 332.761 | 529.439 | 913.994 | 604.499 | 1.278.456 | 111,5 |
| Duran Varlıklar | 22.253.260 | 45.222.200 | 69.349.629 | 64.157.507 | 105.092.807 | 63,8 |
| Ticari Alacaklar | 281.263 | 146.085 | 0 | 0 | 0 | a.d. |
| Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | a.d. |
| Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar | 3.036.825 | 4.815.629 | 14.582.240 | 13.226.888 | 19.534.957 | 47,7 |
| Maddi Duran Varlıklar | 1.642.771 | 5.596.532 | 9.424.961 | 8.829.592 | 17.992.177 | 103,8 |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar | 15.474.535 | 28.763.320 | 37.691.992 | 34.765.197 | 53.379.829 | 53,5 |
| Diğer Duran Varlıklar | 130.354 | 210.701 | 417.257 | 368.486 | 4.013.868 | 989,3 |
| TOPLAM AKTİFLER | 32.024.208 | 51.969.566 | 84.335.435 | 78.480.272 | 134.799.506 | 71,8 |
| Kısa Vadeli Yükümlülükler | 11.549.353 | 7.352.579 | 14.575.384 | 13.983.970 | 24.955.116 | 78,5 |
| Finansal Borçlar | 5.294.844 | 2.575.089 | 5.524.917 | 5.784.976 | 10.172.262 | 75,8 |
| Uzun Vadeli Finansal Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları | 1.125.545 | 2.622.145 | 2.210.921 | 3.168.119 | 4.411.414 | 39,2 |
| Ticari Borçlar | 483.390 | 751.031 | 1.684.819 | 2.008.297 | 2.364.913 | 17,8 |
| Diğer Borçlar ve Karşılıklar | 4.645.574,00 | 1.404.314,00 | 5.154.727,00 | 3.022.578,00 | 8.006.527,00 | 164,9 |
| Uzun Vadeli Yükümlülükler | 12.055.157 | 29.369.475 | 46.195.064 | 41.520.826 | 70.477.155 | 69,7 |
| Finansal Borçlar | 5.584.889 | 12.787.487 | 20.088.239 | 16.975.833 | 34.883.325 | 105,5 |
| Ticari Borçlar | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | a.d. |
| Diğer Borçlar ve Karşılıklar | 6.470.268,00 | 16.581.988,00 | 26.106.825,00 | 24.544.993,00 | 35.593.830,00 | 45,0 |
| Öz Sermaye | 8.312.423 | 15.021.960 | 23.166.338 | 22.550.839 | 38.825.680 | 72,2 |
| TOPLAM PASİFLER | 32.024.208 | 51.969.566 | 84.335.435 | 78.480.272 | 134.799.506 | 71,8 |

| Temel Rasyolar | 2020 | 2021 | 2022 | 2022/09 | 2023/09 |
|----------------------------|-------|-------|-------|---------|---------|
| Cari Oran | 0,8 | 0,9 | 1,0 | 1,0 | 1,2 |
| Likitide Oran | 0,8 | 0,8 | 0,9 | 0,9 | 1,1 |
| Toplam Borç / Toplam Aktif | 73,7 | 70,7 | 72,1 | 70,7 | 70,8 |
| T. Finansal borç / Aktif | 37,5 | 34,6 | 33,0 | 33,0 | 36,7 |
| Toplam Borç / Özsermaye | 284,0 | 244,5 | 262,3 | 246,1 | 245,8 |

| Gelir Tablosu (Bin TL) | 3Ç22 | 3Ç23 | Değ. (%) | 9A22 | 9A23 | Değ. (%) |
|---|-----------|------------|----------|------------|------------|----------|
| Satış Gelirleri | 5.925.180 | 11.832.435 | 99,7 | 12.533.881 | 23.817.499 | 90,0 |
| Satışların Maliyeti | 3.085.721 | 6.404.848 | 107,6 | 7.018.738 | 14.043.389 | 100,1 |
| Brüt Kar/Zarar | 2.839.459 | 5.427.587 | 91,1 | 5.515.143 | 9.774.110 | 77,2 |
| Faaliyet Giderleri | 1.082.058 | 1.721.601 | 59,1 | 2.221.707 | 3.988.618 | 79,5 |
| Net Esas Faaliyet Karı/Zararı | 1.757.401 | 3.705.986 | 110,9 | 3.293.436 | 5.785.492 | 75,7 |
| Esas Faaliyet Karı | 1.742.684 | 3.706.336 | 112,7 | 3.282.683 | 5.885.809 | 79,3 |
| FAVÖK (Faiz, amortisman ,vergi öncesi kar) | 2.401.734 | 5.078.046 | 111,4 | 4.479.237 | 8.243.741 | 84,0 |
| Ana Ortaklık Net Kar | 1.574.441 | 5.401.779 | 243,1 | 1.869.175 | 5.370.141 | 187,3 |

| Karlılık Oranları | 3Ç22 | 3Ç23 | 9A22 | 9A23 |
|-------------------|------|------|------|------|
| Brüt Kar Marjı | 47,9 | 45,9 | 44,0 | 41,0 |
| Favök Marjı | 40,5 | 42,9 | 35,7 | 34,6 |
| Net Kar Marjı | 26,6 | 45,7 | 14,9 | 22,5 |

Kaynak : Integral Yatırım Menkul Değerler, Finnet

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 dayanılarak 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.

Büyükdere Cd. 59. Sk. Spine Tower No:243 Kat:2 34398 Maslak-Sarıyer/İSTANBUL

tel : 444 1 858 (ULU)

fax : 0212 328 30 81

Mersis No : 0 478 051 8427 000 17

www.integralyatirim.com.tr