

## Döviz Bazlı Gelirler, Yeni Yatırımlar ve Güçlü 3.Çeyrek Beklentisi

TAV Havalimanları A.Ş. Değerleme Raporu

03.10.2023

**TAVHL**

Hedef Fiyat: 181,40

**Öneri: AL**

Yükselme Potansiyeli %43

Dünyanın önde gelen havalimanı işletmecilerinden biri olan Tav Havalimanları'nın 2023/6A ana ortaklık net karı -31.6 Milyon TL oldu ve 2022/6A ana ortaklık net karı olan 294.7 Milyon TL'nin altında gerçekleşti. Bu yıl ilk 6 ayda şirketin net kar performansında zayıflamanın temel sebepleri ilk çeyrekte oluşan tek seferlik deprem vergisi ve 2.çeyrekte Yeni Antalya Havalimanı imtiyazına yönelik vergi olarak görünmektedir. Diğer yandan şirketin yatırım faaliyetlerini finanse etmede kullanılan yabancı kaynakların finansman giderindeki artış da 2.çeyrek net karını baskılayan bir diğer faktör oldu. Tek seferlik ve geçici etkilerle baskılanan net kara karşılık operasyonel performans 2.çeyrekte güçlendi ve 2023/6A FAVÖK yıllık 14% artışla 147 Milyon Euro düzeyine yükselirken 2019/6A dönemine göre de 26% artış kaydetti.

Şirket 2023 yılı için 1.230-1.290 Milyon Euro aralığında ciro, 81-91 Milyon toplam yolcu, 330-380 Milyon Euro FAVÖK, Net Borç/FAVÖK rasyosu 5.0x-6.0x yatırım harcamaları beklentisi ise 220-260 Milyon Euro aralığındaki beklentilerini korumaya devam ediyor. 2025 beklentilerinde ise FAVÖK marjı tahmini 42%-45% aralığından 2022 seviyesinin üzerinde şekilde revize edildi. Şirketin 2022/12A FAVÖK marjı 30.1% seviyesindeydi. Bunun dışında şirket 2022-2025 arası ciroda Euro bazında 10%-14% arası FAVÖK'de ise 12%-18% arası bileşik yıllık büyüme oranı bekliyor.

Şirket 2.çeyrek finansalları sonrasında 05.09.2023 tarihinde yaptığı açıklama ile Tibah Airports Development Company'nin (TIBAH) diğer %50 hissesine sahip olan ortağı Mada International Holding'e TIBAH'ın %24 hissesinin 135 milyon ABD doları karşılığında satışının gerçekleştirildiğini ve bu işlem nedeniyle 2023 3.çeyrek finansallarında tek seferlik 70 milyon Euro üstünde gelir yazılacağını belirtti. Bu nedenle aktif sezon olan 3.çeyrekte şirketin bu tek seferlik gelirin de katkısıyla oldukça güçlü finansal sonuçlar açıklamasını bekliyoruz.

Şirketin önümüzdeki yıllarda finansal performansını olumlu etkileyebilecek önemli yatırım faaliyetleri devam ediyor. Almatı Havalimanı için 200 Milyon Dolar tutarında kapasite artırımı yatırımı devam ediyor. Fraport ile birlikte yeni imtiyaz için 1.8 Milyar Euro ödenen Antalya Havalimanındaki kapasite artışı için de 600 milyon Euro tutarında yatırım planlandı. Diğer yandan Ankara Esenboğa Havalimanı'nın yeni imtiyazı için DHMİ'ye 119 Milyon Euro peşinat ödenecek ve havalimanında 210 Milyon Euro tutarında yatırım yapılacak. Planlanan tüm bu yatırımların 3 yıl içerisinde tamamlanması bekleniyor. Bununla beraber görüşmelerin devam ettiği Nijerya'nın Lagos Havalimanı için potansiyel yeni bir imtiyaz sözleşmesi de şirket finansalları için önemli bir gelişme olacaktır.

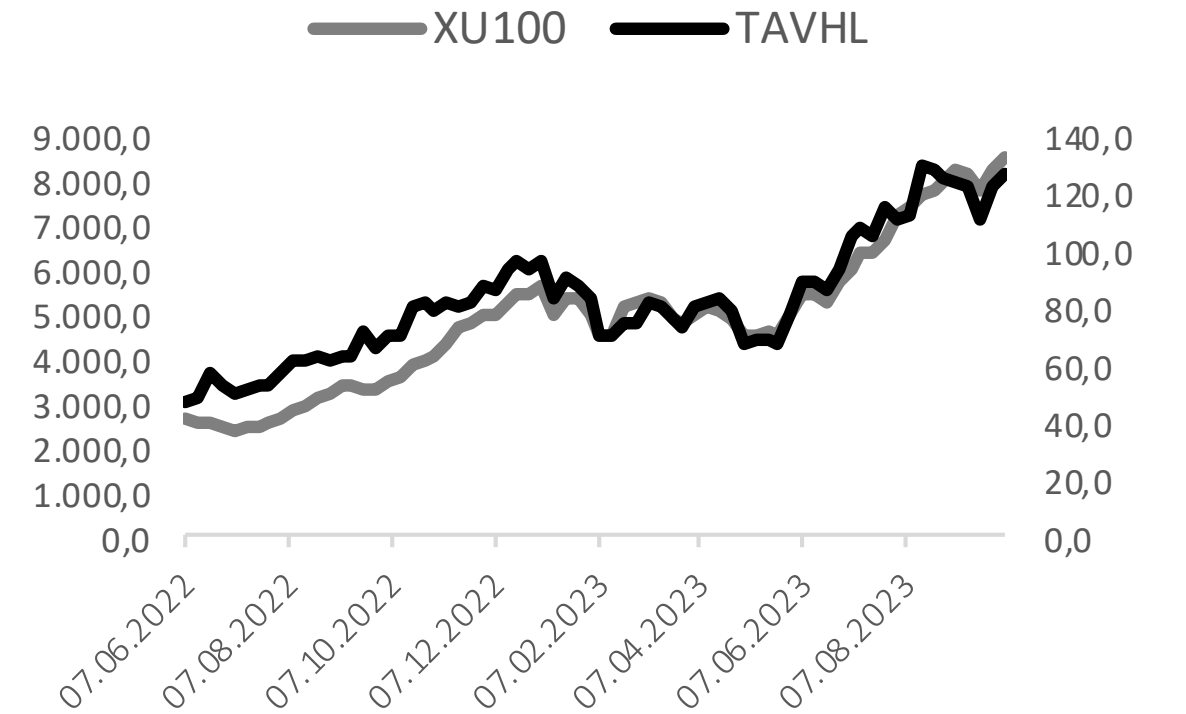
2025 yılına kadar Euro bazlı devam etmesi beklenen büyüme, devam eden yatırımlar, döviz bazlı gelirlerin avantajı ve Net Borç/FAVÖK rasyosunda şirketin 2.5x-3.0x seviyesine beklediği düşüşü olumlu buluyor ve şirketi 12 aylık model portföyümüzde tutmaya devam ederken, değerlendirme modelimizde yaptığımız revizyonla 12 aylık hedef fiyatımızı 181.4 TL seviyesine yükseltiyoruz.

Fiyat Bilgileri	TL	USD
Kapanış	127,00	4,64
<b>12 Aylık Hedef Fiyat</b>	<b>181,4</b>	<b>6,62</b>
12 Aylık Önceki Hedef Fiyat	133,5	4,87
Piyasa Değeri	33.912	1.313
Halka Açık Piyasa Değeri	16.278	630
Ortalama Hacim - 3 Ay	379	17,96
Halka Açıklık Oranı - %	48,00	

Performans - %	Şirket	Endeks
TL - Yılbaşı	32,36	49,92
USD - Yılbaşı	-9,60	-20,89

Hisse Çarpanları	Şirket	Sektör
Fiyat / Kazanç	25,77	8,27
Piyasa / Defter Değeri	1,47	2,01
Firma Değeri / FAVÖK	9,72	6,53
Piyasa Değeri / FAVÖK	5,78	4,13
Firma Değeri / Defter Değeri	2,47	3,18

Kârlılık Oranları	Şirket	Sektör
Brüt Kâr Marjı - Yıllık	39,89	25,37
FAVÖK Marjı - Yıllık	27,91	25,49
Net Kâr Marjı - Yıllık	6,26	14,27
Aktif Kârlılık - Yıllık	1,75	9,39
Özkaynak Kârlılığı - Yıllık	6,69	35,54



Kaynak: ALB Yatırım Araştırma - Şirket Finansalları

## Finansal Tablolar

### TAVHL BİLANÇO - Milyon TL

	2022/06	2022/09	2023/03	2023/06	YILLIK DEĞİŞİM (%)
Dönen Varlıklar	10.972	14.323	16.196	21.516	96,10%
Duran Varlıklar	59.482	64.158	71.221	99.751	67,70%
Toplam Varlıklar	70.454	78.480	87.417	121.268	72,12%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	12.093	13.984	13.116	23.097	91,00%
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	39.100	41.521	50.756	65.914	68,58%
Toplam Özkaynaklar	19.261	22.975	23.545	32.256	67,47%
Toplam Kaynaklar	70.454	78.480	87.417	121.268	72,12%

### TAVHL GELİR TABLOSU - Milyon TL

	2022/06	2022/09	2023/03	2023/06	YILLIK DEĞİŞİM (%)
Satış Hasılatı	4.276	5.925	5.060	6.926	61,95%
Satışların Maliyeti	2.448	3.086	3.528	4.111	67,95%
Brüt Kar (Zarar)	1.829	2.839	1.532	2.815	53,92%
Net Esas Faaliyet Karı/Zararı	1.301	1.757	435	1.644	26,34%
Esas Faaliyet Karı (Zararı)	1.309	1.743	508	1.671	27,68%
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)	1.470	2.569	349	2.466	67,76%
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	823	1.721	-623	1.320	60,43%
Dönem Karı (Zararı)	662	1.637	-888	939	41,87%
Ana Ortaklık Kârı	630	1.574	-919	887	40,75%

## Değerleme Özeti

Bin Euro	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	Terminal Value
Hasılat	1.053.671	1.260.000	1.411.200	1.580.544	1.770.209	1.982.634	
Faaliyet Karı	227.609	264.600	296.352	379.331	442.552	495.659	
FAVÖK	322.100	352.800	395.136	553.190	619.573	693.922	
Net Kar	109.295	131.040	179.081	200.571	224.640	251.596	
AOSM (Euro) - 10,21%							
EUR/TRY Kuru Forward		26,05	49,42	58,96	64,20	69,97	
İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIŞLARI (Bin TL)		-669.402	-118.760	2.795.502	4.962.982	6.737.205	135.823.985
NET BORÇ/FAVÖK		5,5x					
NET BORÇ (Bin TL)		62.286.840					
İNA MODELİ İLE ŞİRKET DEĞERİ (Bin TL)		87.244.672					
FD/FAVÖK BAZINDA ŞİRKET DEĞERİ (Bin TL)	6,7x	11.028.528					
F/K BAZINDA ŞİRKET DEĞERİ (Bin TL)	16,6x	56.665.627					
50% F/K + 50% FD/FAVÖK		33.847.078					
60% İNA + 40% ÇARPAN YÖNTEMİ		65.885.634					
ÖDENMİŞ SERMAYE		363.281					

Hisse Senedi Hedef Fiyat **181,4**

Potansiyel Getiri **43%**

**Uğur AYDIN – ALB Yatırım Araştırma Yönetmeni**

[ugur.aydin@albyatirim.com.tr](mailto:ugur.aydin@albyatirim.com.tr)

**T** +90 (212) 370 0370

**F** +90 (212) 370 0371

[arastirma@albyatirim.com.tr](mailto:arastirma@albyatirim.com.tr)

Fulya Mah. Büyükdere  
Cad. Torun Center No:74  
A/80 34394 Şişli / İstanbul

**YASAL UYARI**–Burada yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. ALB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, karşılığında herhangi bir maddi menfaat temin edilmeksizin, genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan bilgiler yatırımcılar tarafından danışmanlık faaliyeti olarak kabul edilmemeli ve yatırım kararlarına esas olarak alınmamalıdır. Bu bilgiler, belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte ve bu yönde herhangi bir şekilde taahhüt veya garantimiz bulunmamaktadır. Bu itibarla bu sayfalarda yer alan ve hiç bir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan hususlar hakkında herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. 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 her ne şekil ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı ALB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. 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.

**ÇEKİNCE**–Bu rapor tarafımızca doğruluğu 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 ve zararlardan kurum çalışanları ile ALB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Bu rapordaki her türlü iç ce dış piyasa tablo grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, ALB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.