

Farklı bir iş modeli. Tav Havalimanları Holding, işletmelerini devraldığı havalimanları ve terminalerin yer hizmetlerinden yiyecek&içecek hizmetlerine, gümrüksüz satış hizmetlerinden güvenlik ve bilişim hizmetlerine, perakende satış alanı kiralamalarından havalimanı lojistik hizmetlerine (yolcu taşıma & otopark) kadar birçok alanda müşterilerine hizmet sunmaktadır. Gerek Yap-İşlet-Devret modeli ile devraldığı, gerekse de kira imtiyazı modeli ile kiraladığı havalimanlarına kapasite genişlemeleri başta olmak üzere uzun vadeli yatırımlar yapmakta, özellikle imtiyaz süresi boyunca gelişen yolcu trafiğinden faydalanmaktadır. Bu iş modelinde yatırım yapılan havalimanlarının ilk yıllarında yüksek kira ve yatırım gideri olması sebebiyle her ne kadar nakit üretimi sınırlı kalabilse de, belli bir süre sonra faaliyet kaldırıcı sebebiyle şirket ilgili havalimanlarından ciddi kâr ve nakit üretimi kapasitesine sahip olmaktadır. Havalimanı işletmeciliğinin özellikle hizmet tarafında da ortağı olduğu hizmet şirketleri ile var olan şirket, uçtan uca tüm iş kollarında faaliyet göstermektedir. İlgili iş kollarında; TGS&Havaş ile yer hizmetleri, Tav Tech ile yazılım ve bilişim, Tav Güvenlik ile güvenlik, ATU ile gümrüksüz satış, BTA ile yiyecek&içecek, Havaş ile de yolcu taşıma olmak üzere sektörün hemen hemen tüm noktalarında hizmet vermektedir.

Dönüşüm Hikayesi. Şirket kurulduğu yıldan 2019 yılına kadar portföyündeki gelir ve kâr getirisi konusunda en büyük varlık İstanbul Atatürk Havalimanı'ydı. Atatürk Havalimanı'nın portföyden çıkmasını takip eden süreçte havayolu endüstrisinin tarihinde yaşadığı en büyük zorluklardan birisi olan Covid-19 pandemisi ile karşı karşıya kalan şirket, 2020 ve 2021 yıllarında bu sebepten müzdarip ciddi gelir kaybına uğradı. Bu zorlu döneme rağmen şirket, önce 2021'de Almatı havalimanını %85 oranında ortağı olduğu bir konsorsiyum ile, daha sonra da 2018'de %50'sini satın aldığı Antalya havalimanının 2027-2051 arası 25 yıllık imtiyaz dönemini kapsayan ihaleyi ortağı Fraport ile kazandı. 2023 yılının başında ise halihazırda işletmesini sürdürdüğü Ankara-Esenboğa havalimanının 2025-2050 arası 25 yıllık imtiyaz dönemini kapsayan ihalesini kazandı. Şirket, her üç havalimanı özelinde de gerekli kapasite artışı ve diğer yatırımlara başlamış durumda. Bizim görüşümüze göre özellikle 2025 yılı sonrası dönemde Antalya-Almatı Havalimanları ve Havaş, şirketin ana gelir kaynağı olan lokomotif varlıkları olma niteliği taşıyor.

Yeni yatırım fırsatları ve temettü. Şirket 2022 yılının ekim ayında Nijerya-Lagos havalimanı için tercih edilen işletmeci olarak seçilmiş olduğunu kamuoyuyla paylaşmış olsa da, ülkede oluşan politik durumlar sebebiyle süreç resmi onaylar için bekleme aşamasındadır. 2019 yılında, pandemi dönemi öncesinde, Karadağ'da iki adet havalimanının işletmesi için de fırsat kollayan şirket, yine ülkedeki politik durumlar sebebiyle özelleştirme ihalesi için bekleme aşamasındadır. Bahsi geçen varlıkların yüksek büyüme potansiyeli barındıran bölgeler ve havalimanları olması ise bizim görüşümüze göre dikkate değer.

Şirket pandemi öncesi istikrarlı gelir ve nakit akışına sahip olduğu dönemde düzenli temettü dağıtmaktaydı. 2012-2019 yılları arası Euro bazlı yıllık bileşik temettü büyüme oranı enflasyonun oldukça üzerinde %19 seviyesindeydi. Gerek İstanbul havalimanının portföyden çıkışı gerek pandemi koşullarının getirdiği faaliyetlerdeki aksama gerekse de yeni ve büyük yatırımların sonucu ihtiyaç olan nakit ve borçlanma sebebiyle şirketin önümüzdeki yıl temettü dağıtmasını beklemiyoruz. Fakat büyük yatırımların görece sonlandığı ve borçluluk oranının makul seviyelere ineceği yıl olarak şirketin de işaret ettiği 2025 yılı temettü için yeniden kapıların aralandığı bir yıl olabilir.

Cazip değerlendirme. Değerlemede kullandığımız SOTP (İNA-parçaların toplamı) ve emsal şirket analizlerine göre ağırlıklı ortalama %83 yukarı potansiyel hesaplıyor, şirketi hem gelir projeksiyonlarına hem emsal şirketlere göre ucuz buluyoruz.

Riskler. Şirket özelinde en büyük riski, global havacılık faaliyetlerini negatif etkileyebilecek sihi veya jeopolitik bir hadise olarak görüyoruz. Ayrıca şirketin yurt içi önemli havalimanlarının turizm yoğun bölgelerde olduğu hatırlanırsa, ülke turizminin seyrine bağlılığının da yüksek olduğunu not etmek gerekmektedir. Ayrıca uzun vadeli Euro enflasyonunun çok düşük seviyelerde kalması şirketin sahip olduğu birçok havalimanının uzun dönem karlılığına baskı unsuru oluşturabilecektir.

TAVSİYE

GÜÇLÜ AL

Hisse Fiyat	3,83€
Hedef Fiyat	7,02€
Getiri Potansiyeli	%83
Hisse Kodu	TAVHL
Piyasa Değeri (mn Euro)	1.392
Firma Değeri (mn Euro)	3.242
Hisse Sayısı (mn adet)	363,3
Halka Açıklık Oranı	%47,6
Günlük Ortalama İşlem (3 aylık-mn TL)	711

Fiyat Grafiği



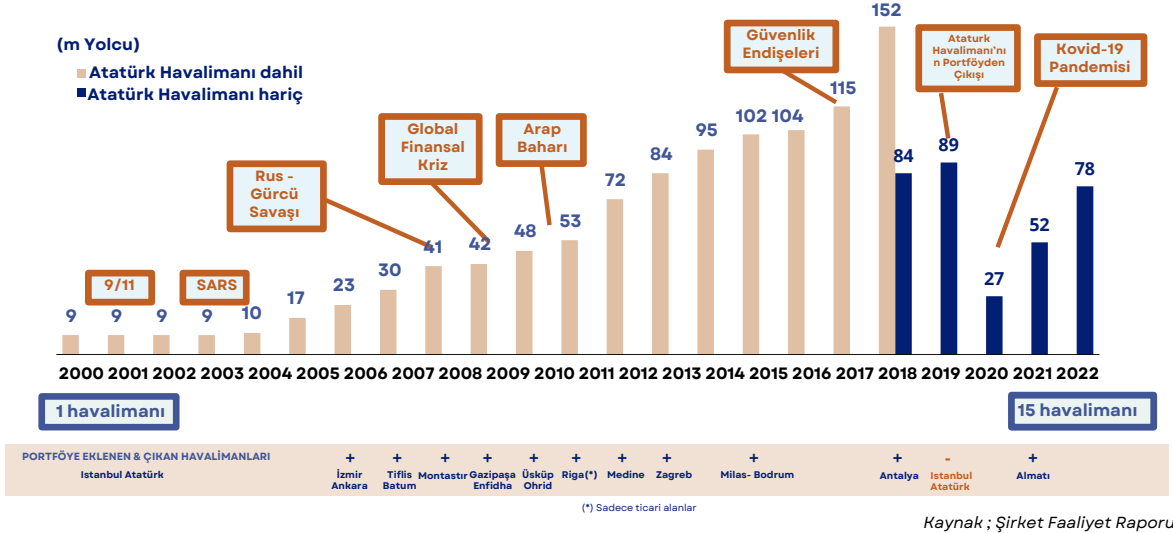
2023 Şubat Mart Nisan Mayıs Haziran Temmuz Ağustos Eylül

TAV Havalimanları Holding

Şirket Tarihçesi

TAV Havalimanları Holding A.Ş. Tepe-Akfen-Vie Yatırım Yapım ve İşletme A.Ş. ismi altında 1997 yılında Türkiye’de kurulmuştur. Şirket’in kuruluş amacı İstanbul Atatürk Havalimanını (Uluslararası Terminal Binası) yeniden inşa etmek ve işletmektir. Şirket o dönemden bugüne yurt içi ve yurt dışında çeşitli havalimanlarının işletmesi ile ilgili farklı imtiyazlar kazanmış, havalimanı işletmeleri zincirini tamamlamak adına gerekli hizmet şirketlerinin kurulmasını gerçekleştirmiştir. 2023/6 dönemi itibarıyla şirket 8 farklı ülkede 15 farklı havalimanında ya doğrudan işletmeci olup ya da ortaklık yoluyla işletilmesinde rol üstlenmektedir. TAV, kurulduğu dönemden bugüne, hizmet verdiği yolcu sayısını yaklaşık 10mn seviyelerinden 2018’de 150mn seviyelerine çıkarmıştır. Atatürk Havalimanı’nın 2019 Nisan döneminde portföyden çıkmasıyla beraber yeniden yapılanma sürecine giren şirket, önce Almatı Havalimanı’nın hisselerini devralma yoluyla (%85) sahibi olmuş, daha sonra da Antalya ve Ankara-Esenboğa Havalimanlarının imtiyaz sürelerini sırasıyla 2051 ve 2050 yıllarına kadar uzatmıştır. Şirket içinde bulunduğumuz 2022-2025 periyodunda bahsi geçen varlıklara kapasite genişleme ve diğer yatırımları yapmaktadır.

Şirket payları 23 Şubat 2007’den itibaren “TAVHL” adı altında Borsa İstanbul’da işlem görmektedir.

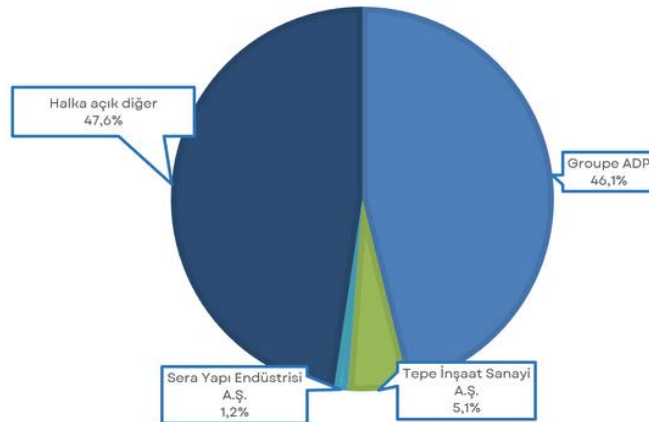


Ortaklık Yapısı

Şirketin hakim ortağı Groupe Aeurop de Paris’dir.

Şirketin ödenmiş sermayesi 363mn olup halihazırda %47,6’lık kısmı Borsa İstanbul’da fiili dolaşım halindedir. Şirket, geçmiş dönemde geri alım yaptığı payları elden çıkarmış olup halihazırda geri alınan pay kalmamıştır.

TAV Ortaklık Oranı



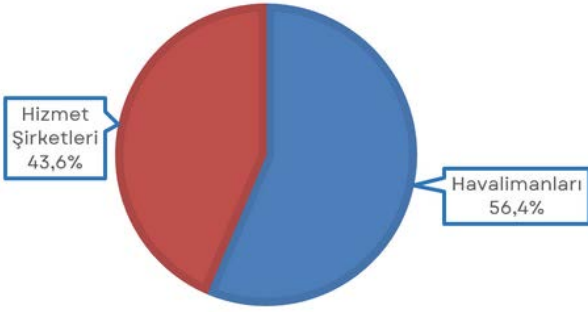
Kaynak ; Şirket Finansalları

TAV Havalimanları Holding

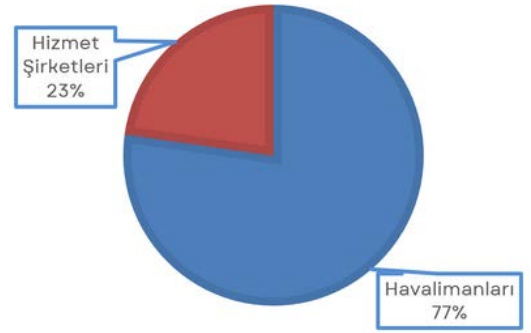
Varlık Dağılımı

Tav Havalimanları Holding, gelirlerini temelde iki ana faaliyet alanından sağlamaktadır. İşletmekte olduğu havalimanları ve yine sahibi/ortağı olduğu hizmet şirketleri bu iki ana gelir kaynağıdır. İşletmelerini devraldığı havalimanları ve terminallerin yer hizmetlerinden yiyecek&içecek hizmetlerine, gümrüksüz satış hizmetlerinden güvenlik ve bilişim hizmetlerine, perakende satış alanı kiralamalarından havalimanı lojistik hizmetlerine (yolcu taşıma & otopark) kadar birçok alanda müşterilere hizmet sunmaktadır. Hizmet tarafında da ortağı olduğu hizmet şirketleri ile var olan şirket, uçtan uca tüm iş kollarında faaliyet göstermektedir. İlgili iş kollarında; Havaş ile yolcu taşıma, Tav Teknoloji ile yazılım ve bilişim, Tav Güvenlik ile güvenlik, ATU ile gümrüksüz satış, BTA ile yiyecek&içecek, TGS&Havaş ile de yer hizmetleri olmak üzere sektörün hemen hemen tüm noktalarında hizmet vermektedir. 2022 yılı içerisinde elde ettiği gelirlerin %56'sı havalimanlarından, %44'ü hizmet şirketlerinden sağlanırken, elde ettiği favök'ün %77'si havalimanlarından %23'ü hizmet şirketlerinden sağlanmaktadır. İlgili oranlara özkaynaklar altında muhasebeleştirilen iştirakler dahil değildir.

TAV 2022 CİRO KIRILIMI



TAV 2022 FAVÖK KIRILIMI



Kaynak ; Şirket Faaliyet Raporu

Havalimanları

Tav, 2023/6 tarihi itibarıyla 8 ülkede 15 farklı havalimanında faaliyet göstermektedir. Bu havalimanlarının bazılarında tek hakim ortak, bazılarında havalimanını yöneten konsorsiyumun belirli oranda ortağı, bazılarında(Letonya) ise yalnızca ticari alan işletmelerine devam etmektedir. Varlıkları, şirketin gelecek projeksiyonları doğrultusunda gelir ve nakit yaratımı bakımından en büyük payı alan havalimanları başta olmak üzere betimleme gayreti göstereceğiz.

Almatı Havalimanı (%85)

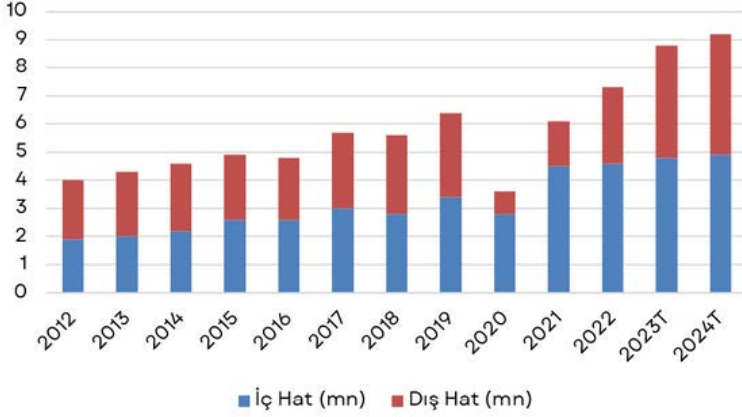
29 Nisan 2021 tarihinde hisse devir işlemi ile birlikte Almatı Havalimanı, TAV Havalimanları'nın %85 paya sahip olduğu konsorsiyum tarafından devralınmıştır. Özel bir fon olan VPE Capital tarafından yönetilen Kazakistan Altyapı Fonu konsorsiyumunda %15 paya sahiptir. İlk satın alım fiyatı olan 372mn\$ üzerine 50mn\$ şarta bağlı ödeme (trafik verilerine bağlı) vaat edilen yolcu sayısı geçilmesi üzerine 2023'ün ikinci çeyreğinde ödeme gerçekleşmiştir. Toplam nihai satın alım bedeli 422mn\$ olarak gerçekleşmiştir. Yaklaşık 200mn\$ yatırımla inşa edilecek yeni bir dış hat terminaliyle birlikte kapasite 7 milyondan, 14 milyon yolcunun üstüne çıkacaktır. İnşaatın son paylaşılan bilgiye göre %65'i tamamlanmış durumdadır. Yeni terminal ile gümrüksüz satış geliri, daha fazla yolcu salonu ve yiyecek & içecek geliri elde etmesi beklenmektedir.

Bizim görüşümüze göre Almatı Havalimanı; mevsimselliğin görece diğer havalimanlarına kıyasla düşük oluşu, herhangi bir kira imtiyaz gideri olmayışı, Yeni Kazakistan projesi çerçevesinde ileride bulunduğu bölgede bir hub olma potansiyeli, pandemi sonrası yolcu trafiği en hızlı toparlayan havalimanlarından biri olması, diğer varlıklardan farklı olarak Euro yerine Dolar bazlı gelir elde etmesi ve Tav tarafından pandemi döneminde o dönem piyasa koşullarına göre oldukça makul bir fiyattan satın alınması nedeniyle lokomotif iştiraklerden birisidir.

Almatı Havalimanı, 2022 yılını 350mn\$ ciro, 90mn\$ favök ve 40mn\$ net kâr ile kapatmıştır. Pandemi öncesi döneme(2019) kıyasla yolcu sayısı 2022 yılında geçilmiştir. Şirketin yeni terminalinin takvime uygun 2024'ün ikinci yarısında açılacağını öngörüyoruz. Kapasite, 7mn yolcudan 14 mn yolcunun üzerine çıkacak ve ek perakende alanları ile birlikte ciro gelişimine önemli katkı sağlayacaktır.

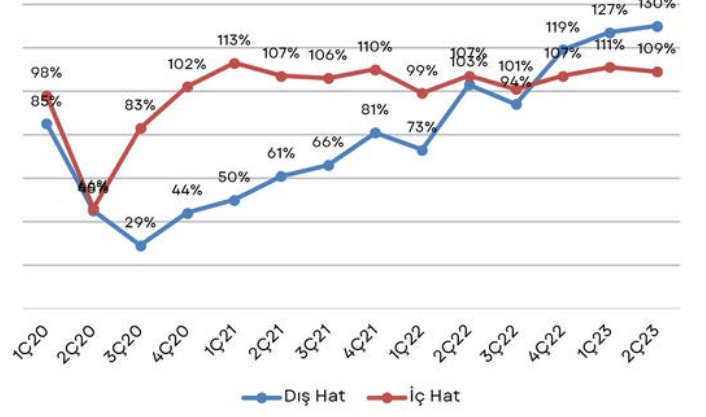
TAV Havalimanları Holding

Almatı Yolcu Trafiği



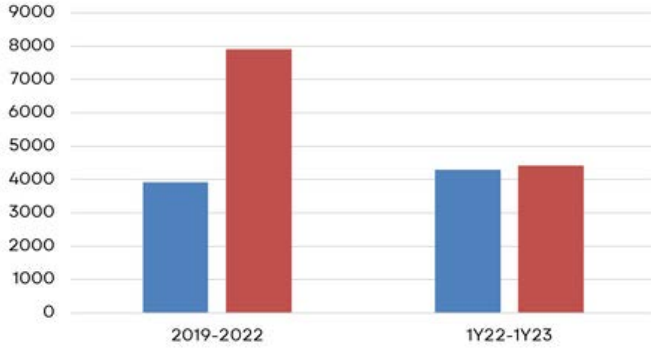
Almatı'nın ana gelir kaynağı dış hat uçuşlarıdır, havayoluna göre farklı tarifeler üzerinden gelir elde etmektedir.

Almatı vs 2019



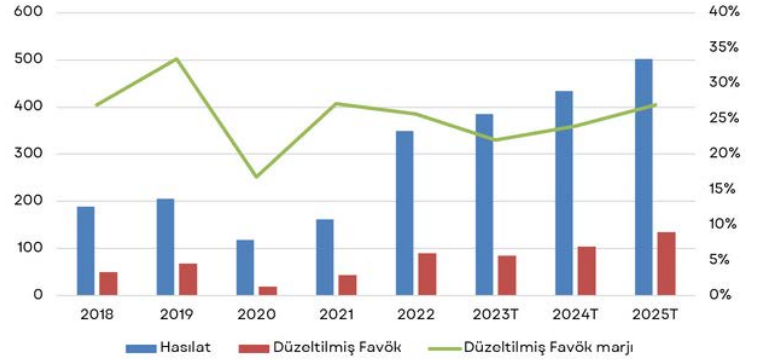
Dış Hat uçuşları 2022 2.çeyreğinden itibaren 2019 seviyelerinin üzerine çıkmıştır.

Almatı Kargo Trafiği - Uçuş Sayısı



2022 yılından bugüne Almatı'nın gelirleri a-Gelişen turizm b-Rus hava yolunun bazı şirketlere kapanması c-Ülkenin artan kişi başına milli geliri tarafından desteklenmiştir. 2024 yılının ikinci yarısından itibaren yeni terminalin açılışı sonrası gelirlerin ve marjların gelişmeye devam edeceğini düşünüyoruz.

Almatı Havalimanı mn\$



Kaynak ; Şirket Faaliyet Raporu

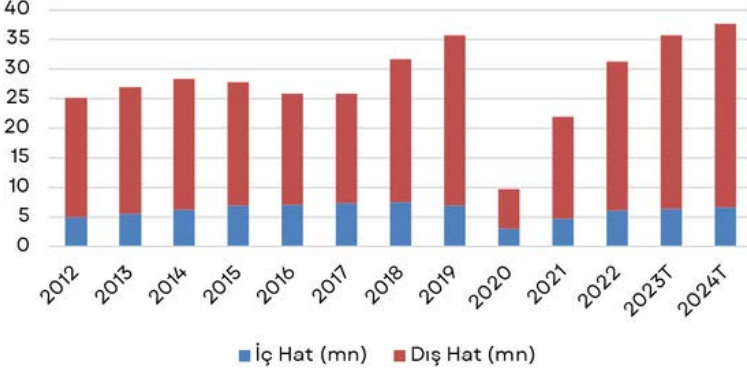
Antalya Havalimanı (%50)

Tav, Şubat 2018'de, Antalya Havalimanı'nın %49 oranındaki hisselerini Fraport'tan 360 mn€ bedel karşılığında satın almıştır. İşletme sürecinde mevcut ortakla eşit kontrol ve %50 oranında temettü hakkına sahip olmuştur. 2027 yılına kadar süren imtiyazı kapsayan bu satın alım, daha sonrasında Yeni Antalya İşletme İmtiyazı'nın kazanılması ile 2051 yılına kadar uzatılmıştır. Tav (%51)ve Fraport'un(%49) kurmuş olduğu ortak girişim, ilgili ihaleyi 7,25mr€+KDV karşılığında kazanmıştır. Anlaşma çerçevesinde dış ve iç terminal kapasiteleri yaklaşık iki katına çıkacak, ayrıca hava alanına da 1mn m2'lik yeni alan eklenecektir. 600mn€ tutar ile yapılacak olan bu ilk etap yatırımı sonrası yolcu kapasitesi 65 milyona, 165mn€'luk (2038-2040) ikinci etap yatırımı sonrası yolcu kapasitesinin 80 milyona ulaşacağı öngörülmektedir. Şirket tarafından son paylaşılan bilgiye göre inşaatın %42'si tamamlanmış olup, 2025'in ilk yarısında hizmete alınacağı öngörülmüştür. İlk etap yatırımı sonrası yolcu kapasitesinin 2, perakende alan kapasitesinin 3 katına çıkacak olmasının havalimanı cirosunu destekleyeceğini düşünüyoruz.

Antalya'nın sahip olduğu toplam yatak kapasitesinin 2023 yılı Şubat ayı itibariyle 643bin seviyesine eriştiği düşünüldüğünde, terminal kapasitesinin iki katına çıkacak olmasını Türkiye turizmi için de ciddi potansiyel oluşturduğunu düşünüyoruz. Tav'ın işletmekte olduğu yurt içi havalimanlarının (Ankara hariç) tamamının turizm bölgelerinde olduğunu belirtmekte fayda var.

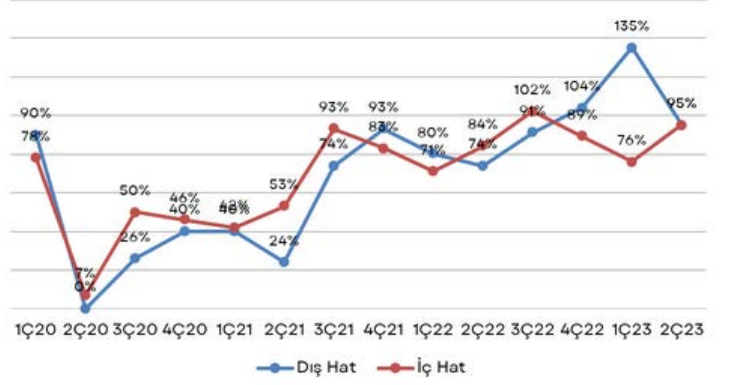
TAV Havalimanları Holding

Antalya Yolcu Trafiği



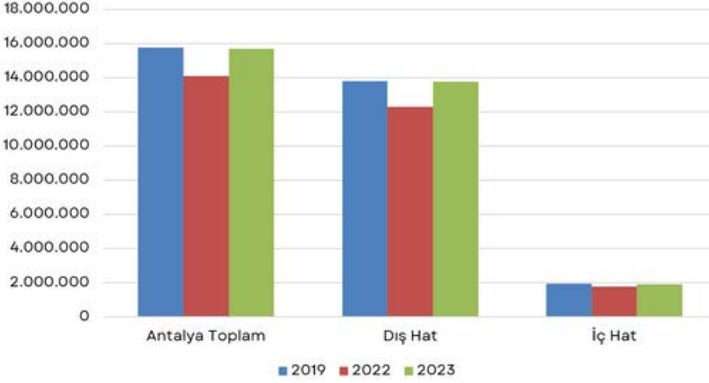
Antalya'nın ana gelir kaynağı dış hat uçuşlarıdır, mevcut tarifede her bir dış hat yolcusu iç hat yolcusuna göre 5.5 kat daha fazla gelir sağlamaktadır. 2027 sonrası yeni imtiyaz döneminde ise bu oran 6,6 kata çıkacaktır.

Antalya vs 2019



Dış Hat uçuşları 2022 4.çeyreğinden itibaren 2019 seviyelerinin üzerine çıkmıştır.

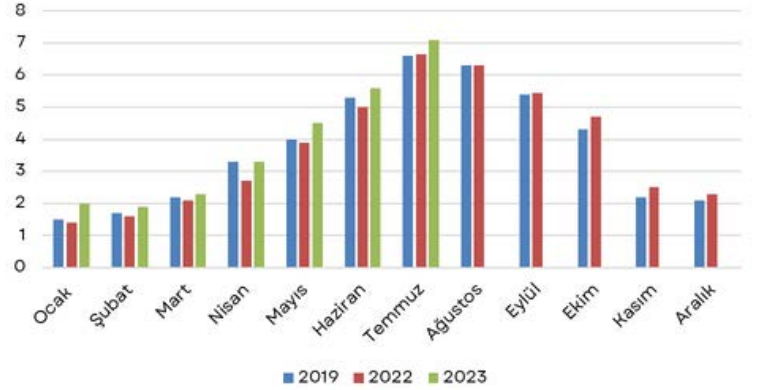
Haziran-Temmuz-Ağustos Ayları Yolcu Verileri



Antalya'nın dış hat yolcularının çok büyük oranda yaz turizmi kapsamında gelen turistler olduğu bilinmektedir. 2019,2022 ve 2023 açıklanan verilerine göre yaz aylarında giden dış hat yolcu sayısı kıyaslaması grafikteki gibidir.

Kaynak ; Şirket Faaliyet Raporu

Türkiye'ye gelen Yabancı Turist Sayısı (mn)



Türkiye'ye gelen toplam turist sayısının 2023 yıl sonunda toplam 60 milyon yolcu sayısına ulaşacağı hedeflenmektedir.

Kaynak ; Kültür ve Turizm Bakanlığı

Yeni Antalya İmtiyazı

Yeni imtiyaz dönemi ile birlikte Antalya Havalimanı'nın imtiyaz süresi 25 yıl uzamıştır. Dış hat giden yolcu geliri 15€'dan 17€'ya yükselmiş, bunun karşılığında kira imtiyazı ise yıllık 100,5mn€(+KDV)'dan ilk 5 yıllık dönemde 145mn€'ya, daha sonraki 20 yıllık dönem için de yıllık 236mn€(+KDV)'ye yükselecektir. Güvenlik ücreti dahil edildiğinde Dış hat yolcu başına gelir ise 16,5€'dan 20€'ya yükselecek, iç hat giden yolcu geliri ise 3€ olarak halihazırda 2027'ye kadar sürecek olan imtiyaz dönemindeki seviyesini koruyacaktır. Antalya Havalimanı'nın dış hat yolcu oranının %80'inin üzerinde olduğu hatırlanırsa yeni gelir modeli 2027'den itibaren gelirlerde ~%20 artışa sebep olacaktır. Kira imtiyaz gideri tarafında ise 2027 yılında %32, 2032 yılında %63'lük bir iki seferlik yükseliş yaşanacaktır. Bizim hesaplamalarımıza göre bu çerçevede 2031 yılında ~%65 seviyesine ulaşmasını beklediğimiz Favök marjını 2032'de ise ~%50-55 seviyelerine düşürebilir. Devam eden dönemde anlaşmanın faaliyet kaldırıcı özelliğine sahip olması neticesinde terminal döneme kadar favök marjının ~yeniden %60 seviyelerinin üzerine çıkmasını bekliyoruz.

TAV Havalimanları Holding

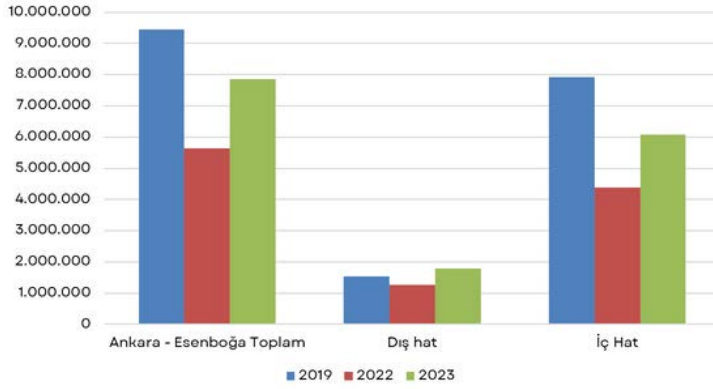
Ankara-Esenboğa Havalimanı (%100)

Ankara-Esenboğa Havalimanı, Tav tarafından Yap-İşlet-Devret modeli ile 2006 yılında portföye eklenmiş ve 2021'de Covid-19 pandemisi sebebiyle 2 yıl sözleşmeye eklenerek imtiyaz süresi 2025 yılının Mayıs ayına kadar uzatılmıştır. 2023 yılının başında kazanılan ihale sonrası işletme imtiyazının süresi 25 yıl daha uzatılmış ve 2050'nin Mayıs ayına kadar kapsayacak süreci içermektedir. Sözleşme gereği 210mn€'luk ilk etap yatırımının 2-3 yıl içerisinde tamamlanması planlanmaktadır.

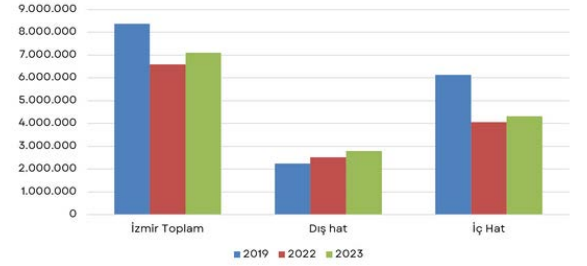
Havalimanının iş seyahati ağırlıklı yolcu profili nedeniyle mevsimselliği düşüktür. Covid-19 pandemisi sonrası global yolcu toparlanmaları gözetildiğinde Çin ile birlikte en yavaş toparlanma gösteren havalimanları iş seyahati kapsamında tercih edilen havalimanlarıdır. Ankara özelinde de, özellikle bu yıl Anadolujet'in yurt dışında yeni destinasyonlara direkt uçuşlar düzenlemesi toparlanmaya katkı sağlamaktadır.

Yeni imtiyaz döneminin garanti yolcu geliri olmayan yeni bir anlaşma zemini üzerine olduğu düşünüldüğünde, yeni düzen ile birlikte Ankara havalimanından 2026 yılında 75mn€+ ciro, 35mn€+ favök beklentimiz mevcuttur. Ayrıca 2023 Mayıs-2025 Mayıs dönemi olmak üzere iki yıllık geçiş sürecinde de UFRYK12'nin artık olmaması sayesinde garanti gelirlerini finansal tablolarında görülebilecektir. 2023 yılının içinde bulunduğumuz üçüncü çeyreğinde finansal tablolarda bu çerçevede görünüm olarak Ankara özelinde değişim gözlemlemeyi bekliyoruz.

Ankara-Esenboğa Yolcu Trafikği (İlk 8 Ay)



İzmir A.Menderes Yolcu Trafikği (İlk 8 Ay)



Şirketin Diğer Yurt İçi Havalimanı Ortaklıkları;

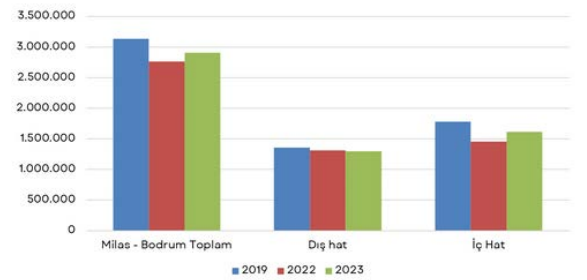
İzmir Adnan Menderes Havalimanı (%100)

Tav'ın 2034 yılına kadar terminali işletme imtiyazı bulunmaktadır. Halihazırdaki sözleşmede dış hat yolcu başına 15€+1,5€(Güvenlik ücreti), iç hat yolcu başına 3€ gelir elde edilmektedir. İlk 8 ay itibariyle pandemi dönemi sonrası dış hatta toparlanma gerçekleşmiştir.

Milas-Bodrum Havalimanı (%100)

Tav'ın 2037 yılına kadar terminali işletme imtiyazı bulunmaktadır. Halihazırdaki sözleşmede dış hat yolcu başına 12€+1€(Güvenlik ücreti), iç hat yolcu başına 24,8€ gelir elde edilmektedir. İlk 8 ay itibariyle pandemi dönemi sonrası(2019'a kıyasla) dış hatta toparlanma henüz gerçekleşmemiş olup, yıldan yıla (2022'ye kıyasla) yolcu sayısında gerileme mevcuttur.

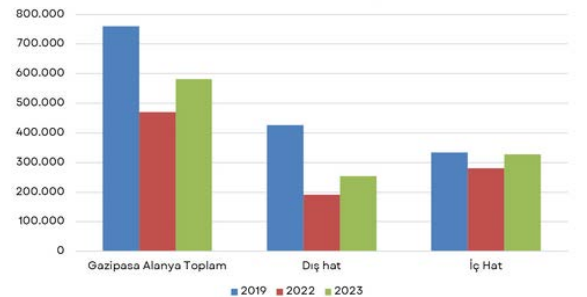
Milas-Bodrum Yolcu Trafikği (İlk 8 Ay)



Alanya-Gazipaşa Havalimanı (%100)

Tav'ın 2036 yılına kadar havalimanı ve terminali işletme imtiyazı bulunmaktadır. Halihazırdaki sözleşmede dış hat yolcu başına 15€+1,5€(Güvenlik ücreti), iç hat yolcu başına 3€ gelir elde edilmektedir. İlk 8 ay itibariyle pandemi dönemi sonrası(2019'a kıyasla) dış hatta toparlanma henüz gerçekleşmemiş olup, yıldan yıla(2022'ye kıyasla) yolcu sayısında toparlanma mevcuttur.

Gazipaşa-Alanya Yolcu Trafikği (İlk 8 Ay)



TAV Havalimanları Holding

Şirketin Diğer Yurt Dışı Havalimanı Ortaklıkları;

Şirketin yurt dışında Kazakistan-Almatı dışında toplamda 5 ülkede direkt terminal ve havalimanını işlettiği 8 havalimanı bulunmaktadır. Bu havalimanlarının imtiyaz yapısı sabit olma bakımından yurt içi havalimanlarından farklı olup geneli için farklı oranlarda gider olarak ödenmektedir. Almatı ve Batum özelinde herhangi bir kira gideri imtiyazı bulunmamaktadır.

Gürcistan -Tiflis (%80) & Batum (%76)

Tav'ın Tiflis için Şubat 2027, Batum için de Ağustos 2027'ye kadar olmak üzere havalimanı ve terminalini işletme imtiyazı bulunmaktadır. Halihazırdaki sözleşmede Tiflis için dış hat yolcu başına 25\$, iç hat yolcu başına 6€ gelir elde edilmekteyken Batum için dış hat yolcu başına 13\$, iç hat yolcu başına 7\$ gelir elde edilmektedir. Şirketin Gürcistan'da bulunan havalimanları şirketin karlılığına uzun süredir yüksek seviyede katkı sağlamaktadır.

Kuzey Makedonya - Üsküp & Ohrid (%100)

Tav'ın her iki havalimanı için de Haziran 2032 tarihine kadar havalimanı ve terminalini işletme imtiyazı bulunmaktadır. Halihazırdaki sözleşmede Üsküp için dış hat yolcu başına 11,5€+6,5€(Güvenlik ücreti), Ohrid içinse dış hat yolcu başına 10,2€+6,5€(Güvenlik ücreti) gelir elde etmekteyken iç hat yolcu başına gelir elde etmemektedir. Şirketin Kuzey Makedonya'daki havalimanlarında pandemi öncesi seviyelere kıyasla toparlanma gerçekleşmiş, yolcu sayısı ilk 8 ay itibarıyla 2019'un %15 üzerinde seyretmektedir.

Tunus - Monastır & Enfidha (%100)

Tav'ın her iki havalimanı için de Mayıs 2047 tarihine kadar havalimanı ve terminalini işletme imtiyazı bulunmaktadır. Her iki havalimanı için de dış hat yolcu başına gelir 13€+0,8€(Güvenlik ücreti), iç hat yolcu başına gelir 1€ olarak belirlenmiştir. Tunus Havalimanları, 2016 öncesi dönemdeki hava trafiğinin gerisinde olup, pandemi sonrası yolcu sayısında toparlanma seviyesi diğer havalimanlarının gerisinde kalmıştır. Şirket ile yönetim arasında 2019'da kira, 2021'de borç yeniden yapılandırması gerçekleştirilmiştir. Bu çerçevede farklı yolcu sayısı aralıklarına bağlı olarak farklı kira imtiyaz oranları belirlenmiş, ayrıca borç tarafı yeniden yapılandırılarak ilgili iştirakin sürdürülebilir şekilde faaliyetlerine devam etmesi sağlanmıştır.

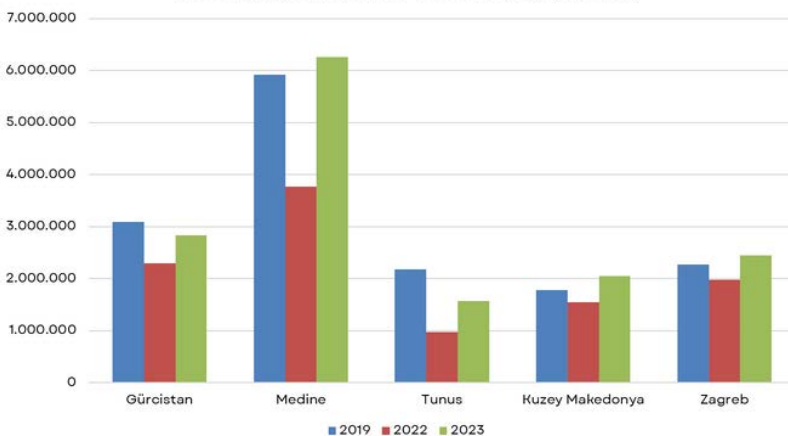
Medine (%26)

Hem gelen hem giden yolcudan gelir sağlayan Medine Havalimanı'nın net varlıklarının eksi olması sebebiyle UMS28'nin (38&39.madde) uygulanışı sonrası özkaynak yerine finansman gelir/gideri altında muhasebeleştirme sağlanacaktır. Medine'ye Tav tarafından 2023/6 itibarıyla 180mn€ hissedar kredisi sağlanmış olup, bu tutarın zamanla Tav'a geri ödenmesi kararlaştırılmıştı. Nitekim 7 Temmuz 2023 tarihi itibarıyla şirket Medine Havalimanı'nın hisselerinin %24'ünün 135mn\$ karşılığı satıldığını duyurdu. Bu satış sonrası Tav'ın içeride bulunan hissedar kredisi bakiyesi de 93,7mn€'ye düşecektir. Medine'nin net varlıklarının eksi olması ve Tav'ın ortaklık oranının azalacak olmasından da kaynaklı 2023'ün üçüncü çeyreğinde 70mn€'luk tek seferlik net kâr katkısı beklenilmektedir. İlave olarak şirketin bir şekilde alacak devredip direkt nakit sağlamış olması da net kâra yansdığından daha da fazla katkı sağlamış olacak, ki biz bu durumu değerli bulmaktayız. Medine'de trafik yine ilk 8 ay itibarıyla 2019 rakamlarının %6 üzerinde seyretmektedir.

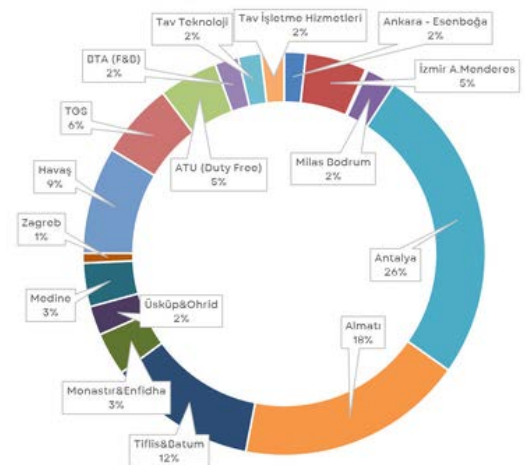
Zagreb (%25)

Şirket'in portföyüne 2013 yılında eklenen Zagreb havalimanında, halihazırda pandemi sonrası toparlanma gerçekleşmiş(%7) ve Havaş'ın yer hizmetleri başlamıştır. Şirket imtiyaz süresi Nisan 2042 yılına kadardır.

Yurt Dışı Havalimanları Yolcu Trafığı (İlk 8 Ay)



2024T Favök Kırılımı



TAV Havalimanları Holding

Hizmet Şirketleri

Havaş (%100)

Tav'ın yer hizmetleri veren ana iştiraki olan Havaş, geniş bir coğrafyadaki birçok havalimanında birçok havayoluna hizmet vermektedir. TGS'nin de Türk Hava Yolları ile %50 oranında ortağıdır. Ayrıca havalimanına yolcu taşıma gibi diğer lojistik hizmetler sunmaktadır. Şirket 2023/6 itibariyle son 12 ayda 47mn€ favök üretmiş olup net borcu 96,7mn€ seviyesindedir.

TGS (%50)

Havaş'ın %50 oranında ortağı olduğu TGS, Türk Hava Yolları'na yer hizmeti vermektedir. Bu çerçevede gelir ve karlılık noktasında daha stabil ve THY'ye bağlı durumdadır. Şirket 2023/6 itibariyle son 12 ayda 29,1mn€ favök üretmiş olup net borcu (Tav'ın payına düşen) -15,1mn€ seviyesindedir.

ATU - Duty Free (%50)

Başta Tav'ın işletmekte olduğu havalimanları olmak üzere dünyanın çok farklı bölgelerinde çok farklı noktalarda gümrüksüz satış hizmeti vermektedir. Şirket 2023/6 itibariyle son 12 ayda 29,6mn€ favök üretmiş olup net borcu (Tav'ın payına düşen) -14,3mn€ seviyesindedir. Yolcu başına gümrüksüz satış geçtiğimiz birkaç yılda 8-9€ civarında dalgalanmaktadır.

BTA (%100)

Tav'ın yiyecek ve içecek sektöründe faaliyet gösteren iştiraki olup 2023/6 itibariyle son 12 ayda 10,2mn€ favök üretmiş olup net borcu 41,9mn€ seviyesindedir. Kişi başına düşen yiyecek-içecek geliri 2019 ve 2020'de ~1€ seviyesindeyken bu oran 2022 ve 2023/6 itibariyle 1,6€ seviyesine yükselmiştir.

Tav Teknoloji (%100)

Tav İşletim Sistemleri (%100)

Faaliyet Kaldırıcı

Şirketin işlettiği tüm yurt içi havalimanlarında kira imtiyaz giderlerinin Euro bazında sabit* olması sebebiyle, zamanla yolcu sayısı büyümesi ve anlaşmalarının yapıldığı para birimi olan Euro'nun enflasyonu şirkete faaliyet kaldırıcı yaratma imkanı tanımaktadır. Şirketin gelirlerinin 2023/6 tarihi itibariyle yolcu ücreti dışındaki gelirlerin; ki toplam gelirlerin %88'i olmak üzere enflasyon bağlantılı gelirler oluşturmaktadır. Buna karşın şirketin farklı havalimanlarında farklı oranlarda olmak üzere, sabit kira imtiyazları, giderler** içerisinde daha yüksek oranlar(%30-%60) tutmaktadır.

Örnek vermek gerekirse, 2019 yılı Ankara-Esenboğa Havalimanı garanti yapısı olmasaydı(Yeni imtiyazdaki gibi) 64,8mn€ pro-forma ciro, 44,5mn€ Favkök*** üretilirdi. Yeni imtiyazda yıllık kira giderinin 10mn€ olduğu göze alındığında imtiyaz kira giderinin toplam giderler içerisindeki payı ~%33 seviyesinde olurdu. Bir başka örnek Antalya Havalimanı 2019'da 194,8mn€ ciro, 165,5mn€ Favkök ve 109,9mn€ favök üretti. 55,6mn€'luk kira giderinin, toplam giderler içerisindeki oranı %65 seviyesindedir.

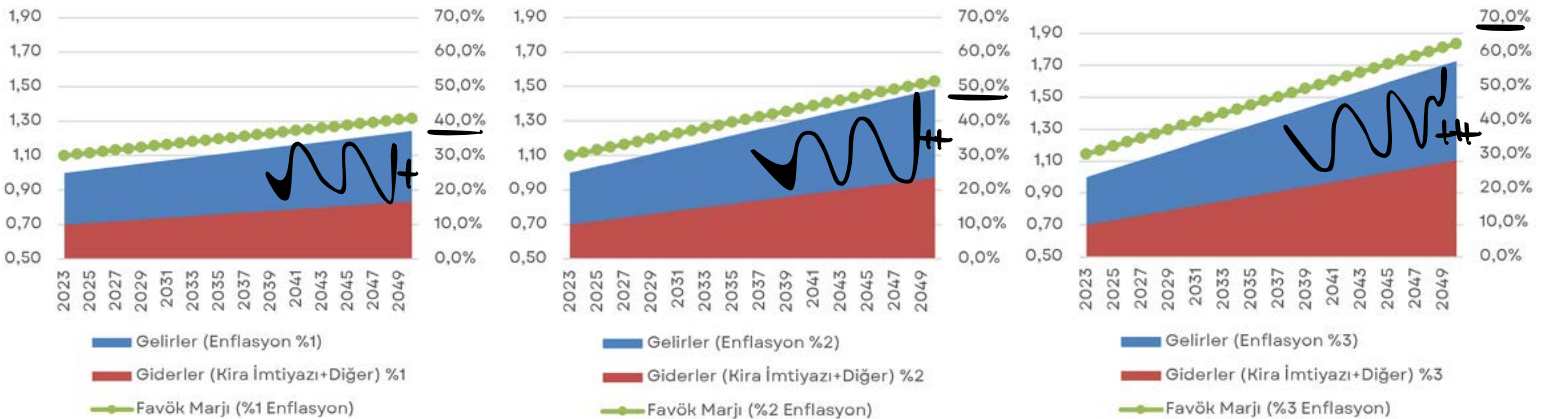
*Farklı imtiyaz sözleşmeleri için farklı dönemlerde tek ya da birkaç seferlik imtiyaz gideri artışı olmaktadır.

**Giderler = Nakit Faaliyet Giderleri = Ciro-Favök.

***Favkök = Kira gideri öncesi favök tutarı.

Şirket bu konuda yapmış olduğu bilgilendirmede; personel sayılarının zamanla daha yavaş artması, imtiyaz giderlerinin sabit ya da olmaması, terminal giderlerinin yolcu sayısından ziyade terminal alanına bağlı olması ve yolcu sayısındaki büyümeyle yolcu başına giderlerin azalmasına bağlı faaliyet karlılığının artabileceğini belirtmektedir.

Aşağıdaki örnek Euro enflasyon gelişimi senaryolarında, teoride bir havalimanının gelirlerinin ve giderlerinin enflasyona duyarlılığının farklı seviyelerde olmasına bağlı olarak karlılık gelişimlerinin grafikleri görülmektedir;



TAV Havalimanları Holding

Borçluluk ve Temettü

Tav Havalimanları'nın 2023/6 tarihinde açıklanan finansalları neticesinde özkaynaklar altında değerlendirilen iştirakleri ortaklık oranında düzelterek bulduğumuz net borcu 3,07mr€ seviyesindedir. Son 12A elde edilen favök tutarına oranı ise 5,64x seviyesindedir. Tav'ın yoğun yatırım yapmakta olduğu 2022-2025 döneminde, yüksek yatırım harcamalarına rağmen faaliyetlerine kıyasla borçluluğunun (net borç/favök oranını) 2025 yıl sonuna kadar 3x seviyelerine gerileyeceğini öngörüyoruz. Öngörümüzün altında yatan argümanları sıralayacak olursak;

a- Şirketin yoğunlaştığı Orta Asya-Anadolu-Balkan coğrafyasındaki havalimanlarında yolcu sayısı bakımından yıllık %5'in üzerinde büyüme gerçekleşmesi beklenmektedir. Yolcu sayısındaki büyüme ve para birimlerinin enflasyonu sayesinde elde edeceği faaliyet kaldırıcı, şirketin gelirlerini giderleri ve borçlarına kıyasla daha hızlı büyütebilecek bir ortamda iş yapmasına olanak sağlamaktadır.

b- Yüksek borçlu bir iştirak olan Medine Havalimanı'nda ortaklık oranının %50'den %26'ya gerilemiş olması. 23/6 döneminde 451mn€ net borç var olduğu hatırlanırsa üçüncü çeyrek düzeltilmiş net borçta 200mn€'nin üzerinde bir tutar Medine'de bir azalış söz konusu olacaktır.

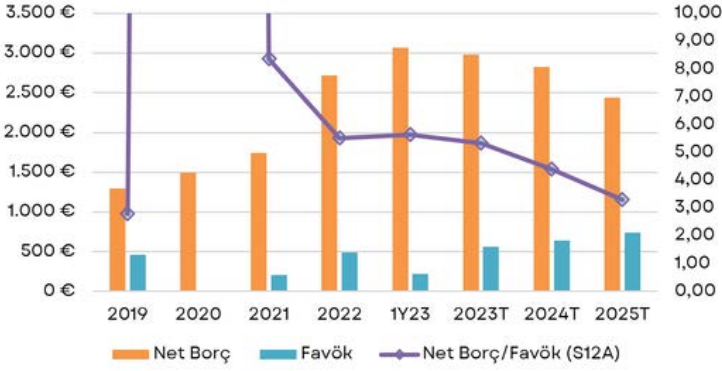
c- Yatırımların en yoğun olduğu 2024 parkuru geçildikten sonra Almatı ve Antalya Havalimanları kapasite genişlemeleri sonlanacak, büyüyen gelirleri ile amorti etme dönemi başlayacaktır.

Ayrıca şirketin brüt borcunun 2022 yıl sonu itibarıyla %76'sı Euro, %22'si Amerikan doları cinsidir. Cironun ise %36 Amerikan Doları, %27 Euro cinsidir. Şirket doğal olarak Amerikan dolarının Euro karşısında değer kazanmasından borçluluk anlamında pozitif etkilenmektedir.

Tav, 2012-2019 döneminde kârının büyük kısmını temettü olarak dağıtmış, 7 yıl boyunca bileşik temettü büyüme oranı %19(€ bazlı) seviyesinde olmuştur. Tav'ın önümüzdeki sene de yatırımlar kaynaklı herhangi bir temettü dağıtımını gerçekleştirmemesini bekliyoruz. Şirket temettü politikasını şu şekilde açıklamaktadır;

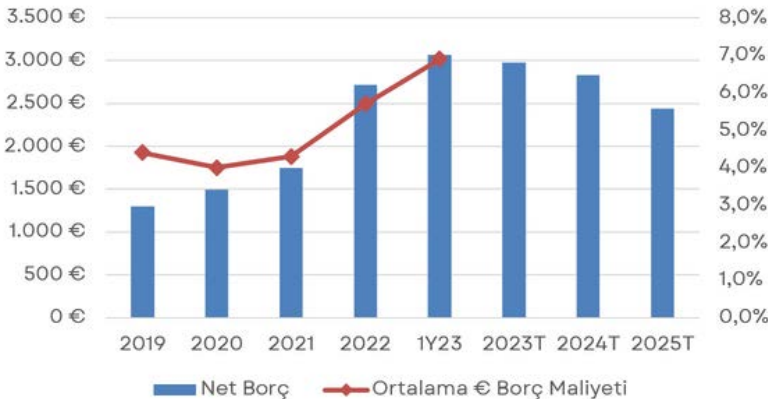
Şirketin, iştiraklerinin ve bağlı ortaklarının uzun vadede gelişmesi için doğabilecek yatırım ya da kaynak ihtiyacı veya ekonomik şartlardaki olağandışı gelişmeler aksini gerektirmedikçe TAV Havalimanları Holding'in temettü politikası; UFRS konsolide net kârın 50%'sini nakit veya bedelsiz hisse olarak dağıtmaktır.

Özkaynak Yatırımları Dahil Edilmiş - mn

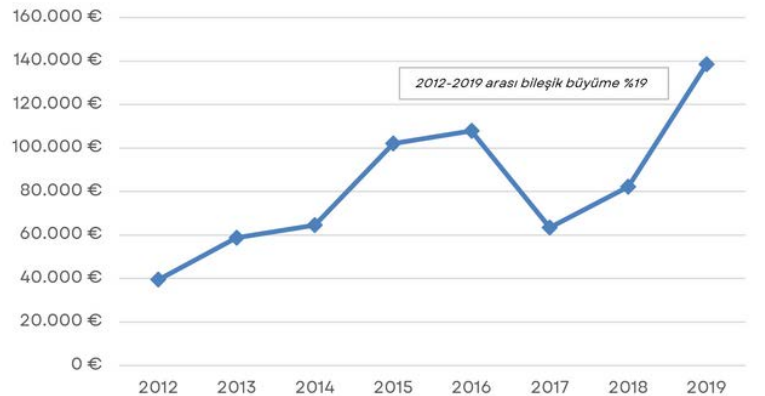


Euro/Dolar paritesinin zayıflaması şirkete borç ödeme kolaylığı sağlamaktadır.

Özkaynak Yatırımları Dahil Edilmiş)- mn



Dağıtılan Net Temettü (€)



Pandemi sonrası yükselen global enflasyon Merkez bankalarının önlem amaçlı finansman maliyetlerini yukarı seviyelere çekmelerine sebep olmuştur. Tav'ın zamanla yükselen borçlanma maliyetinin enflasyonun düşüşüyle beraber daha aşağı seviyelerde mümkün olabileceğini düşünüyoruz.

TAV Havalimanları Holding

Değerleme

Tav Havalimanları Holding'i piyasa ve gelir yaklaşımı modelleri ile değerlendiriyoruz. Şirketin raporlama para biriminin Euro olması ve gelirlerin çok büyük bir kısmının Euro ve Amerikan doları cinsi olması neticesinde değerlendirme modellerini de bu şekilde kurguladık. Piyasa yaklaşımı tarafında emsal şirketlere farklı oranlarda ağırlık vererek 2024T Fiyat/Kâr çarpanı üzerinden adil değer saptarken, gelir yaklaşımında şirketin iştiraklerini ortaklık oranında ayrı ayrı indirgenmiş nakit akımları ile değerlendiriyor, ardından net aktif değer çıkıtısına ulaşıyoruz. Emsal şirket yöntemine %20, İNA parçaların toplamına %80 ağırlık verdik. Daha detaylı açıklama için özetle;

a- Tav gibi birden fazla ülkede birden fazla havalimanını farklı ortaklık oranında işleten emsal şirketler olarak Fraport ve Groupe ADP öne çıkmaktadır. Bu iki şirketin %35+%35 olmak üzere ağırlığı %70 iken diğer farklı ülkelerdeki farklı şirketlerin emsal şirket değerlemesindeki ağırlığı %30 seviyesindedir.

b- Emsal çarpan olarak F/K rasyosunu seçmemizin nedeni, Groupe ADP, Fraport ve Tav özelinde ortaklık oranının %50 ve altında bulunan özkaynak yatırımlarının gelir ve borcunu FD/FAVÖK gibi diğer çarpanların içermemesi kaynaklıdır.

c- Emsal şirket değerlemesinin özellikle şirketlere özgü büyüme ve risk profilini yansıtmıyor olması, değerlendirme modelindeki ağırlığını %20 ile sınırlamamızın ana nedenidir. Bizce Tav, hem paylaştığı projeksiyonlar ile hem de rakiplerin gelecek öngörülerini ile kıyaslandığında daha yüksek büyüme potansiyeli barındırıyor. Yurt içi havalimanlarının faaliyet kaldırıcı imkanının diğer rakiplerinde çok daha az olduğu hatırlanırsa şirketin emsallerine karşın önemli avantajları olduğunu düşünüyoruz. Jeopolitik risklere açık bir coğrafyada faaliyetlerini sürdürüyor olması da Tav'ın operasyonlarını ve gelirlerini daha volatil kılıyor, bu da şirketi emsallerinden ayıran dezavantajı.

d- Şirketin iştiraklerinin her birinin farklı imtiyaz yapılarında olması her biri için ayrı bir İNA modeli kurulmasını gerektiriyor. Bizim değerlendirmemize göre bu işleyiş şirketin gerçeğe en yakın değeri saptama noktasında çok daha isabetlidir. İştiraklerden elde edilen değerler ve holding solo metrikler ile düzeltildikten sonra ulaşılan nihai net aktif değer, şirket değerini göstermektedir.

Emsal Değerleme

	Ülke	24T FD/FAVÖK	24T F/K	Ağırlık
Fraport	9	10,89	10,64	35%
Aeroports de Paris	30+	9,49	18,54	35%
AENA	İspanya	9,45	13,61	5%
Toscana Aeroporti	İtalya	6,66	19,06	5%
Flughafen Zuerich	İsviçre	8,95	16,97	5%
Flughafen Wien	Avusturya	10,36	20,97	5%
Aeroporto Guglielmo Marconi di Bologna	İtalya	6,17	13,9	5%
Grupo Aeroportuario del Pacífico	Meksika	8,92	15,45	5%
Ağırlıklı Ortalama		9,66	15,21	100%
Medyan		9,20	16,21	
Tav Havalimanları Holding		6,51	7,88	
Ağır. Ort. Göre Prim/İskonto		-32,60%	-48,17%	
Potansiyel		-	92,94%	
Hedef Değer		-	7,20 €	

18.09.2023 kapanış verileri dikkate alınmıştır.

Kaynak : Bloomberg

TAV Havalimanları Holding**İNA-Parçaların Toplamı**

İştirak (mn€)	İmtiyaz Süresi	Tav Payı	Tav'ın Payına Düşen Değer	Hesaplanan Firma Değeri/24T Favök
Ankara - Esenboğa	2050	100%	138,3	6,5
İzmir A.Menderes	2034	100%	78,8	8,9
Alanya - Gazipaşa	2036	100%	17,5	17,3
Milas Bodrum	2037	100%	26,5	22,8
Antalya	2051	50%	831,3	11,2
Almatı	-	85%	644,2	9,5
Tiflis	2027	80%	198,4	2,7
Batum	2027	76%		
Monastır&Enfidha	2047	100%	88,9	15,0
Üsküp&Ohrid	2032	100%	33,0	5,3
Medine	2044	26%	54,9	12,8
Zagreb	2042	15%	18,0	-
Havaş	-	100%	365,0	9,4
TGS	-	50%	278,4	7,6
ATU (Duty Free)	-	50%	197,4	6,8
BTA (F&B)	-	100%	31,3	6,8
Tav Teknoloji	-	100%	95,5	9,8
Tav İşletme Hizmetleri	-	100%	82,8	8,6
Toplam			3180	5,54
Holding Net Borç			697,5	
Almatı Satın Alma Hakkı Düzeltmesi			53	
Net Aktif Değer			2536	
Hisse Başı NAD			6,98 €	

Nihai Değer

İNA (Parçaların toplamı) değerlememiz sonucunda bulduğumuz hisse başı hedef değer 6,98€ iken, emsal şirket yöntemi ile hesapladığımız hisse başı hedef değer 7,2€'dur. Yöntemlere verdiğimiz ağırlık (%80-%20) doğrultusunda hesapladığımız hisse başı hedef değer ise 7,02€'dur.

19.09.2023 tarihi itibarıyla hissenin kapanış fiyatı Euro cinsi 3,83€ olup %82 yukarı potansiyel taşımaktadır.

Değerleme Yöntemi	Hisse Başı Değer	Ağırlık	Hedef Değer €
2024T F/K	7,20 €	20%	7,02 €
Parçaların Toplamı (İNA)	6,98 €	80%	

YASAL UYARI

Bu rapor, bir veya daha fazla sermaye piyasası aracı veya bunları hırac eden ortaklıklar ve kuruluşlar ile piyasa eğilimleri hakkında, belirli bir kişiye veya mal durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olmamak kaydıyla, Marbaş Menkul Değerler A.Ş. müşterilerine ve/veya dağıtım kanallarına yönelik olarak Marbaş Menkul Değerler A.Ş.'nin anlaşılabilir olduğu dışarıdan hizmet sağlayıcı kuruluş tarafından hazırlanmıştır. Burada yer alan yatırım bilgisi, yorum ve tavsiyeler 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 mal durumunuz ile risk ve getiri tercihleri nize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmemesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler, ulaşılabilecek kaynaklardan yalın yetle ve doğruluğu, geçerliliği, etkililiği ve/veya her ne şekilde, suret ve nam altında olursa olsun herhangi bir karara dayanak oluşturması hususunda herhangi bir teminat, garant oluşturmadan, yalnızca bilgilendirme amacıyla derlenmiştir. İşbu rapordaki yorumlardan; eksik bilgi ve/veya güncellenmemesi konularında ortaya çıkabilecek zararlardan Marbaş Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Marbaş Menkul Değerler A.Ş. her an, her şekilde ve surette ön hbar ve/veya hıta gereklilik kalmaksızın söz konusu bilgiler, tavsiyeler değiştirilebilir ve/veya ortadan kaldırılabılır. Genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olan işbu rapor ve yorumlar, kapsamı bilgiler, tavsiyeler her şekilde Marbaş Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir taahhüdünü tazammum etmediğinden, bu bilgilere istinaden her türlü özel ve/veya tüzel kişiler tarafından alınacak kararlar, varılacak sonuçlar, gerçekleştirilecek işlemler ve oluşabilecek her türlü riskler bizzat bu kişilere ait ve olacaktır. Her şekilde ve her ne nam altında olursa olsun, her türlü gerçek ve/veya tüzel kişilerin, gerek doğrudan gerek dolayısıyla ve bu sebeplerle uğrayabilecekleri her türlü doğrudan ve/veya dolayısıyla oluşacak maddi ve manevi zarar, kar mahrumiyet, ve/veya her ne nam altında olursa olsun uğrayabilecekleri zararlardan her şekilde ve surette Marbaş Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamayacak ve her şekilde ve surette her ne nam altında olursa olsun Marbaş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. çalışanlarından talepte bulunulmayacaktır.

