Şeker Yatırım

TAV Havalimanları Holding

Beklentiler doğrultusunda, kuvvetli iyileşme

R. Fulin Önder
Analist
fonder@sekeryatirim.com

TAV Havalimanları Holding, 3Ç17'de, grup faaliyetlerindeki belirgin iyileşme ile, yıllık %32 oranında artışla, piyasa beklentisi medyanı €104mn'a (Şeker Yatırım T.: €109mn) oldukça yakın, €103mn tutarında net kar açıklamıştır. Grup'un operasyonel performansı da piyasa beklentilerine paralel olarak gerçekleşmiştir: TAV Havalimanları Holding'in (TAV) IFRIC-12'ye göre düzeltilmiş satış gelirleri yıllık bazda %10.3 artışla, piyasa ortalama beklentisi olan €355mn'a yakın olarak, ancak Avrupa menşeili yolcuların toplam içerisindeki payının azalması ve TL'nin değer kaybının TC vatandaşı yolcuların gümrüksüz mağaza harcamalarını görece olarak sınırlaması nedeniyle €364mn olan tahminimizin altında gerçekleşmiştir. TAV'ın 3Ç17'de yıllık %20.1 yükselişle €232mn olarak gerçekleşmiş olan FAVKÖK'ü ve yıllık %22.4 artışla €190mn olarak gerçekleşmiş olan FAVÖK'ü de, sırasıyla piyasa ortalama beklentileri €231mn (Şeker Yatırım T.: €233mn) ve €190mn (Şeker Yatırım: €195mn) paralelinde gerçekleşmiştir. Grup'un FAVKÖK marjı, faaliyet giderlerindeki azalışla, yıllık 5.5 y.p. artarak %67.7 oranında, piyasa beklentilerinin işaret etmiş olduğu %65 civarındaki marj beklentisinin üzerinde gerçekleşmiştir. FAVÖK marjı da, benzer bir şekilde, yıllık 5.5 y.p. artış göstermiştir. Bunun yanında, finansal giderler görece olarak artmış, ancak efektif vergi oranındaki gerileme ile Grup, 3Ç17'de yıllık %32 oranında artışla €103mn net kar elde etmiştir.

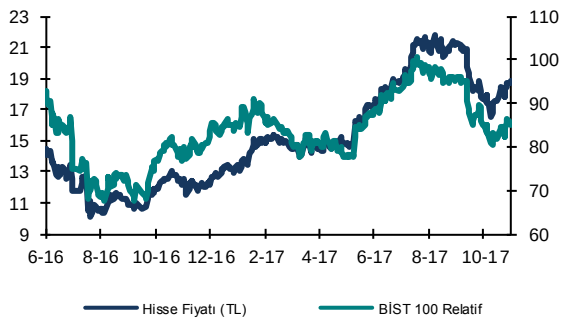
2017 yılı beklentileri yukarı yönde revize edilmiştir - TAV, 3Ç17 sonuçlarının açıklanmasından sonra, 2017 beklentilerini yukarı yönde revize etmiştir. Grup, Istanbul Atatürk Uluslararası Havalimanı (IAHL) dış hat direkt yolcu trafiğinde, önceden 'yatay' olan büyüme beklentisini, %6-%8 büyüme olarak (9A17: %6.2), toplam dış hat yolcu trafiğindeki büyüme beklentisini ise %4-%6 olarak (önceki beklenti: %1-%3; 9A17: %4.4) revize etmiştir. TAV, 2017 yılında hizmet verdiği toplam yolcu sayısının %6-%8 oranında artacağını tahmin etmektedir (önceki beklenti: %4-%5; 9A17: %7.8). Grup, 2017 yılında satış gelirlerinin %1-%3 aralığında (önceki beklenti: yatay; 9A17: %5.0), FAVKÖK'ünün ise %6-%8 aralığında artabileceğini paylaşmıştır (önceki beklenti: yatay; 9A17: %11.6). TAV, 2017 yılı net karında belirgin bir iyileşme gerçekleşebileceği beklentisini yinelemiştir (9A17: %48.8). Grup, bu yıl yatırım tutarının ise toplam €50mn tutarında gerçekleşebileceğini beklemektedir.

TAV Havalimanları Holding için pay başına TL 23.10 hedef fiyatımızı ve "AL" önerimizi sürdürmekteyiz. TAV'ın 3Ç17 sonuçları, faaliyetlerinin kuvvetli bir biçimde iyileşmeye devam ettiğini göstermiştir. Tahminlerimizin, esasen Grup'un önceki 2017 yılı hedeflerini aşabileceğini içeriyor olmaları nedeniyle, pay başına TL 23.10 olan hedef fiyatımızı yinelemekteyiz. TAVHL payları, hâlihazırda, yurt dışı benzerlerinin 2017T FD/FAVÖK'üne göre %56 iskontolu işlem görmektedirler. Tahminlerimiz, Grup'un yeni Istanbul havalimanının faaliyete geçmesi ve IAHL operasyonlarının durdurmasıyla oluşacak FAVÖK kaybının en az yarısı kadarını önümüzdeki dönemlerde telafi edebileceğini içermektedir; TAV'ın yurt dışı benzerlerine göre olan değerlemesine %20 kadar ıskonto uygulamaktayız. TAVHL payları, yeni Istanbul Havalimanı'nın 4Ç18'de planlanan açılışının yaklaşması, Grup ortaklarından Akfen Holding'in çıkışı ve daha sonra Tepe İnşaat ve Sera Yapı'nın toplamda %3.76'lık oranında paylarını satışları sonrasında bozulan algı ile son üç ayda BIST100'ün %17 altında performans göstermişlerdir. TAV'ın önümüzdeki dönemlerde faaliyetlerini genişletme yönündeki girişimleri ile ilgili gelişmelerin Grup paylarının adil değerlerine ulaşmasında katalist görevi görebileceğini düşünmekteyiz. TAV Havalimanları Holding üzerindeki "AL" tavsiyemizi korumaktayız.

	2015	2016	9A 2016	9A 2017	2017T	2018T
F/K	10.66	16.14	14.02	8.51	8.55	6.22
PD/DD	2.49	2.15	2.42	1.70	1.57	1.53
FD/FAVÖKK	4.90	4.60	4.78	3.70	3.68	3.65
FD/Satışlar	3.04	2.66	2.84	2.18	2.05	1.76
Net Satışlar (Euro Mı	1,079	1,092	814	854	1,123	1,211
Net Kar (Euro Mn)	210	127	110	163	188	241
Hisse Başına Kar (Ei	0.58	0.35	0.30	0.45	0.52	0.66

AL
Hedef Fiyat: 23.10 TL

	TL	US$	
Fiyat	17.74	4.78	
BİST 100	107,206	28,888	
US$ (MB Alış):	3.7111		
52 Hafta Yüksek:	21.76	6.21	
52 Hafta Düşük:	11.56	3.48	
Bloomberg/Reuters Kodu:	TAVHL.TI / TAVHL.IS		
Hisse Senedi Sayısı (Mn):	363		
Piyasa Değeri (Mn):	6,445	1,737	
Halka Açık PD (Mn):	2,578	695	
	S1A	**S1Y**	**YB**
TL Getiri (%):	-3.0	38.4	32.3
US$ Getiri (%):	-7.9	15.0	26.3
BİST 100 Relatif Getiri (%):	-5.7	3.2	-3.6
Gün. Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	30.5		
Gün. Ort. İşlem Hacmi (US$ Mn):	8.5		
Beta	0.81		
Yıllık Volatilite (Hisse)	0.32		
Yıllık Volatilite (BİST 100)	0.20		
Ortaklık Yapısı	%		
Groupe ADP	46.1		
Tepe Insaat	8.1		
Sera Yapi	2.1		
Diğer	3.3		
Halka Açık	40.5		
Toplam	100		



Büyüme, 3Ç17'de hızlandı - TAV Havalimanları Holding'in 3Ç17 satış gelirlerindeki artış, Grup'un hizmet vermiş olduğu toplam yolcu sayısının bu dönemde yıllık %17 oranında artış göstermesiyle hızlanarak € bazında yıllık %10.3 olarak gerçekleşmiştir. Grup'un satış gelirleri, 3Ç17'de €343mn'a ulaşmıştır. TAV'ın satış gelirlerindeki Euro bazındaki artış, TL'nin değer kaybı ve BTA'nın dışarıya yönelik lojistik operasyonlarını durdurmuş olması nedenleriyle, toplam yolcu trafiğindeki artışın altında gerçekleşmiştir. Bu dönemde, Grup'un havacılık gelirleri, IAHL dış hatlar direkt yolcu trafiğindeki %23.2 oranındaki artışı içeren, dış hatlar yolcu trafiğindeki yıllık %13.0 oranındaki artış, ve Gürcistan operasyonlarının kuvvetli seyri nedenleriyle, € bazında yıllık %15.9 artarak €120.8mn'a ulaşmıştır. Benzer bir şekilde, hizmet verilen uçuş sayısındaki artış ile yer hizmetlerinden elde edilen gelirler € bazında yıllık %16.5 artarak €50.2mn'a ulaşmıştır. Gümrüksüz mağaza komisyon gelirleri de yolcu sayısındaki artışa bağlı olarak yıllık %6.9 oranında artışla €71.0mn'a ulaşmıştır; Avrupa'lı ziyaretçi sayısının toplam ziyaretçi sayısı içerisindeki payının azalması ve TL'nin değer kaybının Türk vatandaşlarının harcamalarını görece olarak sınırlaması nedeniyle, yolcu başına gümrüksüz mağaza satış gelirleri kısmen olumsuz etkilenmiştir. Yiyecek ve içecek gelirleri yıllık %9.3 oranında artarak €30.9mn'a, lounge hizmetlerinden elde edilen gelirler ise yıllık %42.4 artarak €5.9mn'a ulaşmıştır.

Tablo 1: TAV Havalimanları Holding, Çeyreksel Yolcu Sayısı, Satış Gelirleri ve FAVÖK (€ mn)

	Yolcu sayısı (m)		Satış gelirleri		Düz. FAVÖK*		FAVÖK marjı	
	3Ç 2016	3Ç 2017	3Ç 2016	3Ç 2017	3Ç 2016	3Ç 2017	3Ç 2016	3Ç 2017
Havalimanları								
Istanbul Atatürk	17.0	19.0	132.0	139.7	68.9	76.0	52.2%	54.4%
Ankara Esenboğa	3.5	4.7	13.0	14.6	7.2	8.8	55.4%	60.3%
İzmir (TAV Ege dah.)	3.4	3.9	22.2	24.1	15.0	17.5	67.6%	72.6%
Gazipaşa	0.3	0.3	2.1	2.1	1.2	1.2	57.1%	57.1%
Milas-Bodrum	1.7	1.8	12.4	12.6	8.8	9.5	71.0%	75.4%
Tunus (Monastir & Enfidha)	0.8	0.9	10.6	11.6	2.6	3.9	24.5%	33.6%
Gürcistan (Tiflis & Batum)	1.0	1.4	21.8	29.5	17.8	25.0	81.7%	84.7%
Makedonya (Üsküp & Ohrid)	0.6	0.7	8.1	9.1	4.0	5.1	49.4%	56.0%
Medine	1.8	2.3	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
Zagrep	0.9	1.0	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
Hizmetler								
Havaş			39.0	46.8	15.1	24.0	38.7%	51.3%
BTA			48.3	47.5	6.3	7.0	13.0%	14.7%
Diğer*			35.9	38.9	7.2	12.4	20.1%	31.9%
Toplam			345.3	376.0	154.1	190.5	44.6%	50.7%
Eliminasyon			-34.2	-33.0	0.6	-1.1		
Konsolide			311.1	343.0	154.7	189.4	49.7%	55.2%
ATU**			93.0	102.0	10.2	12.7	11.0%	12.5%
TGS**			39.5	36.8	5.9	7.3	14.9%	19.8%
TIBAH**			16.5	21.4	7.1	5.5	43.0%	25.7%
BTA IDO**			3.7	2.4	0.4	0.1	10.8%	4.2%

** IFRIC12'ye göre düzeltilmiş*

*** Özkaynak yöntemiyle değerlenen şirketlerdeki kar paylarını da kapsamaktadır*

Kaynak: TAV Havalimanları Holding, Şeker Yatırım

Düzeltilmiş FAVKÖK marjı, yıllık 5.5 y.p. artmış; düzeltilmiş FAVKÖK, 3Ç17'de önceki yılın aynı dönemine göre %20.1 artışla €232mn olarak gerçekleşmiştir. TAV Havalimanları Holding'in 3Ç17'deki düzeltilmiş FAVKÖK marjı, TL'nin değer kaybı ile faaliyet giderlerinin görece olarak azalış göstermiş olması nedeniyle yıllık 5.5 y.p. artış göstererek %67.7'e ulaşmış, ve Grup'un düzeltilmiş FAVKÖK'ü yıllık %20.1 oranında artarak €232mn olarak gerçekleşmiştir. TAV'ın 3Ç17 düzeltilmiş FAVÖK'ü de, yıllık %22.4 artış göstererek €189mn olarak gerçekleşmiştir. Düzeltilmiş FAVÖK marjı da, benzer bir şekilde, yıllık 5.5 y.p. artış göstererek %55.2'ye ulaşmıştır.

TAV Havalimanları Holding'in net karı, 3Ç17'de € bazında yıllık %32 artış göstererek €103.4mn olarak gerçekleşmiştir. Grup'un 3Ç17 net karı, bu görece olarak daha düşük gerçekleşmiş olan efektif vergi oranının da yardımıyla, FAVÖK'ünde gerçekleşen %22.4'lük yıllık yükselişin üzerinde, %32.1 oranında artarak 103.4mn olarak gerçekleşmiştir. TAV Havalimanları Holding'in net finansal giderleri, bu dönemde US$'ın zayıflamasıyla görece olarak artan kur farkı giderleri nedeniyle yıllık %14.5 artış göstermiştir. Grup'un 2Ç17 sonunda €830mn olan konsolide net borcu, 3Ç17 sonunda €655mn'a gerilemiştir. TAV'ın 3Ç17 vergi giderleri, bu dönemde €1.1mn tutarında ertelenmiş vergi gelirleri kaydedilmiş olmasının etkisiyle yıllık %18.1 azalış göstererek €18.0mn olarak kaydedilmiş, Grup'un efektif vergi oranı bu dönemde %13.8'e gerilemiştir (3Ç16: %21.1).

Tablo 2: Özet Gelir Tablosu

€ m	3Ç16	2Ç17	3Ç17	Yıllık % değişim	Çeyreklik % değişim
Satış Gelirleri	293.0	289.8	341.6	16.6%	17.9%
Havacılık Gelirleri	104.2	90.4	120.8	15.9%	33.7%
Yer Hizmetleri	43.1	38.5	50.2	16.5%	30.4%
Gümrüksüz Mağazacılık	66.3	62.9	71.0	6.9%	12.8%
Yiyecek & İçecek Gelirleri	28.2	25.1	30.9	9.3%	23.0%
Diğer Faaliyet Gelirleri	51.1	72.9	68.8	34.7%	-5.7%
FAVÖK	154.7	124.8	189.4	22.4%	51.8%
FAVÖK Marjı	*49.7%*	*43.9%*	*55.2%*	*5.5 y.p.*	*11.3 y.p.*
FAVÖKK	193.3	165.4	232.2	20.1%	40.4%
FAVÖKK Marjı	*62.1%*	*58.1%*	*67.7%*	*5.5 y.p.*	*9.5 y.p.*
Net kar*	78.3	48.3	103.4	32.1%	114.1%
Net Marj	*26.7%*	*16.7%*	*30.3%*	*3.5 y.p.*	*13.6 y.p.*

Kaynak: TAV Havalimanları Holding, Şeker Yatırım

Tablo 3: TAV Havalimanları Holding, Finansal Tablolar

Gelir Tablosu (€ mn)	**2015**	**2016**	**3Ç 2016**	**3Ç 2017**	**Yıllık % değ.**
İnşaat Gelirleri	20	32	-15	4	a.d.
Toplam Faaliyet Gelirleri	1,060	1,072	293	342	16.6%
Havacılık Gelirleri	321	332	104	121	15.9%
Yer Hizmetleri Gelirleri	157	141	43	50	16.5%
Gümrüksüz Mağaza İmtiyaz Gelirleri	255	242	66	71	6.9%
Yiyecek & İçecek Gelirleri	91	93	28	31	9.3%
Diğer Gelirler	237	263	69	70	1.5%
İnşaat Giderleri	-19	-32	14	-4	a.d.
Toplam Faaliyet Giderleri	**-697**	**-770**	**-178**	**-198**	11.3%
Yiyecek Ürünlerinin maliyeti	-51	-53	-14	-12	-16.6%
Satılan Hizmet Maliyeti	-53	-68	-18	-19	3.8%
Personel Giderleri	-255	-258	-63	-61	-4.2%
İmtiyaz ve Kira Giderleri	-133	-152	-38	-43	10.8%
Amortisman Giderleri	-85	-105	-27	-30	13.2%
Diğer Giderler	-121	-133	-32	-31	-4.4%
Özkaynak yöntemiyle değerlenen yatırımlar	**21**	**17**	**10**	**11**	12.7%
Faaliyet Karı	**384**	**319**	**124**	**154**	23.9%
Finansal Gelirler/Giderler	**-103**	**-109**	**-21**	**-24**	14.5%
Vergi Gideri	**-80**	**-91**	**-22**	**-18**	-18.1%
Net kar:					
Ana Ortaklara Düşen Pay	**210**	**127**	**78**	**103**	32.1%
Azınlık Payları	-9	-8	4	9	156.9%

Kaynak: TAV Havalimanları Holding, Seker Yatırım

Tablo 4: TAV Havalimanları Holding, Finansal Tablolar

Bilanço (€ mn)	2015	2016	1Ç 2017	1Y 2017	9M 2017
TOPLAM VARLIKLAR	**3,306**	**3,101**	**2,994**	**2,994**	**3,085**
Toplam Dönen Varlıklar	**917**	**793**	**690**	**780**	**861**
Nakit ve nakit benzerleri	212	317	162	193	312
Kullanımı kısıtlı banka bakiyeleri	418	164	133	150	190
Ticari alacaklar	98	130	136	158	160
İlişkili taraflar	32	20	32	22	18
Stoklar	11	9	9	10	10
Diğer alacaklar ve dönen varlıklar	44	61	60	64	60
Peşin ödenmiş giderler	102	92	159	151	111
Toplam Duran Varlıklar	**2,390**	**2,308**	**2,303**	**2,246**	**2,224**
Ticari alacaklar	100	90	89	85	82
İlişkili taraflar	4	2	2	2	2
Diğer yatırımlar	0	0	0	0	0
Özkaynak yöntemiyle değerlenen yatırımlar	106	94	79	76	85
Şerefiye	136	136	136	136	136
Maddi duran varlıklar	210	230	220	210	203
Maddi olmayan duran varlıklar	16	14	13	13	13
İmtiyaz sözleşmelerinden doğan haklar	1,727	1,694	1,688	1,677	1,660
Önceden ödenmiş imtiyazlar	15	9	38	8	7
Türev araçlar	18	0	0	0	0
Ertelenmiş vergi varlığı	58	37	36	35	33
Diğer duran varlıklar	2	2	3	3	3
TOPLAM KAYNAKLAR	**3,306**	**3,101**	**2,994**	**2,994**	**3,085**
Kaynaklar	**2,493**	**2,294**	**2,235**	**2,189**	**2,183**
Kısa Vadeli Yükümlülükler	**961**	**900**	**916**	**1,010**	**948**
Kısa vadeli borçlanmalar	612	566	556	628	605
Ticari borçlar	50	56	44	44	42
İlişkli taraflar	5	3	3	6	1
Türev araçlar	61	0	46	46	6
Dönem karı vergi yükümlülüğü	15	23	16	15	22
Kısa vadeli karşılıklar	7	7	7	7	6
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	193	230	230	251	254
Ertelenmiş gelirler	17	14	14	13	12
Ertelenmiş vergi yükümlülükleri	0	0	0	0	0
Uzun Vadeli Yükümlülükler	**1,532**	**1,394**	**1,319**	**1,179**	**1,179**
Uzun vadeli borçlanmalar	857	674	662	542	552
Ticari borçlar	0	0	0	0	0
Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar	18	21	22	23	24
İlişkili taraflar	0	0	0	0	0
Türev araçlar	0	49	0	0	0
Diğer yükümlülükler	608	598	585	565	573
Ertelenmiş vergi yükümlülüğü	5	15	17	19	17
Ertelenmiş gelirler	45	36	33	30	30
ÖZKAYNAKLAR	**813**	**807**	**759**	**805**	**805**
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	808	808	760	806	899
Ödenmiş sermaye	162	162	162	162	162
Paylara ilişkin primler	220	220	220	220	220
Yabancı para çevrim farkları	-21	-33	-31	-31	-41
Kanuni yedekler	115	111	113	110	110
Diğer yedekler	-61	-68	-70	-70	-70
Riskten korunma yedekler	-65	-59	-56	-54	-54
Ortak kontrole tabi işletmeleri içeren birleşmelerin etkisi	40	40	40	40	40
Yeniden değerleme	0	0	0	0	0
Geçmiş yıllar karları	417	435	381	429	531
Kontrol gücü olmayan paylar	6	-1	-1	-1	4

Kaynak: TAV Havalimanları Holding, Seker Yatırım

UYARI 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.

Bu rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenirliliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5

ŞİŞLİ /İSTANBUL Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, arastirma@sekeryatirim.com