

24 Temmuz 2019 Çarşamba

Kısa Vadeli Öneri	Endeksin Üzerinde Getiri		Hedef Fiyat (TL)		38,00	FD/FAVÖK (Cari):		3,1x	
Uzun Vadeli Öneri	AL		Kapanış Fiyatı (TL)		25,92	FK (Cari):		5,9x	
UFRS Gelir Tablosu - Özet			Açıklanan			Beklenti		Sapma %	
(mın Avro)	2Ç19	1Ç19*	Çeyreksel %	2Ç18*	Yıllık %	VKY	Kons.**	VKY	Kons.
Net Satışlar	190	155	22,7%	180	5,6%	170	173	12%	10%
FAVÖK	96	30	215,9%	87	11,0%	95	93	1%	4%
Net Dönem Karı	37	24	56,3%	86	-56,5%	23	28	65%	33%
FAVÖK Marjı	50,6%	19,7%	31 yp	48,1%	2,5 yp	55,7%	53,5%	-5,1 yp	-2,9 yp
Net Kar Marjı	19,7%	15,4%	4,2 yp	47,8%	-28,1 yp	13,3%	16,2%	6,4 yp	3,4 yp

Kaynak: Şirket, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y: Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs

* TAV İstanbul'un verileri dahil olmayıp, yalnızca net kârı içermektedir.

** Şirket tarafından açıklanan ortalama tahminlerdir.

TAV Havalimanları Holding (TAVHL) 2Ç19 Finansal Sonuçları: Beklentimize paralel operasyonel kâra karşılık net kârda pozitif sürpriz (+)

TAV Havalimanları Holding, 2Ç19'da beklentimize paralel operasyonel kâra karşılık, beklentimizin altında gerçekleşen net finansman giderlerinin ağırlıklı etkisiyle tahminimizin %65 üzerinde yıllık bazda %56,5 düşüşle 37,4 mın Avro net kâr açıkladı. Şirket hisselerinin son 1 ayda BIST100 endeksine göre %11 negatif ayrışmasını da göz önünde bulundurarak, beklentilerin üzerinde gelen net kâr nedeniyle sonuçların hisse fiyatına olumlu yansıtacağı tahmin ediyoruz. Diğer yandan, mutlak değer olarak operasyonel kârda beklentimize paralel performansa karşılık marjların tahminlerimize göre zayıf seyretmesini bir miktar olumsuz karşılıyor, bu gelişimin devam edip etmeyeceğini tahminlerimiz açısından önemli bir risk unsuru olarak görüyoruz. Daha önce ana ortağı Groupe ADP'den aldığı 300 mın Avro tutarındaki hissedar kredisini 2Ç'den itibaren net borç hesaplamasına dâhil etmeye başlayan Holding'in solo net nakit pozisyonu 1Ç19'daki 308 mın Avro'dan 2Ç19 sonu itibarıyla 55 mın Avro'ya geriledi. Söz konusu hissedar kredisini değerlendirme modelimize dâhil ediyorduk, bu nedenle net borçtaki hesaplama değişikliğinin hedef fiyatımıza bir etkisi bulunmamaktadır. Modelimizde herhangi bir değişikliğe gitmiyor, Şirket hisseleri için 38,00 TL seviyesindeki hedef fiyatımızı (KVÖ: Endeksin Üzerinde Getiri, UVÖ: AL) koruyoruz. Atatürk Havalimanı'nın sözleşme süresinden önce ticari uçuşlara kapanması nedeniyle Şirketin uğrayacağı kâr kayıpları nedeniyle DHMİ'den alması beklenen tazminata ilişkin belirsizlik, hedef fiyatımıza ve tavsiyemize yönelik en önemli risk unsurudur.

- **Beklentimizin üzerinde ciro performansı** - Şirketin 2Ç19'da net satış gelirleri beklentimizin %12, piyasa ortalama beklentisinin %10 üzerinde yıllık bazda %5,6 artışla 190 mın Avro oldu. Yer hizmetleri ve gümrüksüz mağaza komisyon gelirlerinin ağırlıklı etkisiyle havacılık dışı gelirlerin beklentimizin üzerinde gerçekleşmesi, cirodaki sapmanın ana unsuru oldu. Bu dönemde Tunus, Gürcistan ve Makedonya operasyonlarının ağırlıklı etkisiyle havacılık gelirleri yıllık bazda %18 artış gösterdi. Yer hizmetleri gelirleri %20 ve gümrüksüz mağaza komisyon gelirleri %10 artış gösterirken, yiyecek, içecek ve perakende gelirler ise %7 geriledi.
- **Operasyonel performansta karışık seyir** - Şirketin 2Ç19'da FAVÖK'ü hem bizim beklentimize hem de piyasa ortalama beklentisine paralel yıllık bazda %11 artışla 96 mın Avro seviyesinde gerçekleşirken, FAVÖK marjı bizim ve piyasa ortalama beklentisinin sırasıyla 5,1 ve 2,9 puan altında kaldı. Mutlak değer itibarıyla beklentimize paralel gerçekleşen operasyonel kâra karşılık marjların benzer gelişimi göstermemesini bir miktar olumsuz karşılıyor. Operasyonel olmayan tarafta ise, net finansman giderlerinin yükseliş beklentimizin aksine 24,5 mın Avro'ya gerilemesi (2Ç18'de 32 mın Avro), net kârı destekleyici etkide bulundu. Şirketin özkaynak yöntemiyle değerlediği yatırımların kârlarından elde ettiği pay ise beklentimize yakın yıllık bazda %20 gerileyerek 15,3 mın Avro seviyesinde gerçekleşti.
- **Şirket 2019 beklentilerini korudu** - 2Ç19 sonuçlarının ardından 2019 yılının tamamına ilişkin beklentilerini değiştirmeyen Şirket, İstanbul Atatürk Havalimanı'nın katkısı hariç yolcu trafiğinin 90-94 mın arasında olmasını, Avro bazında FAVÖK'ün geçen yıla göre %38-42 gerilemesini ve toplam yatırım harcamalarının 70-80 mın Avro olmasını bekliyor.
- **Değerleme ve öneri** - İştirakleri için İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemiyle bulduğumuz değerleri baz alarak Parçaların Toplamı Yöntemine göre değerlediğimiz TAV Havalimanları Holding için 38,00 TL olarak hesapladığımız 12 aylık hedef fiyatımızı korurken, hedef fiyatımızın mevcut fiyata göre sunduğu yaklaşık %47 oranındaki getiri potansiyelini de göz önünde bulundurarak kısa vadeli önerimizi "Endeksin Üzerinde Getiri", uzun vadeli önerimizi "AL" yönünde devam ettiriyoruz.

Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Sezai ŞAKLAROĞLU, ACIFE

Genel Müdür Yardımcısı - Hisse Senedi Strateji, SGMK

Selahattin AYDIN	Müdür	Teknik Strateji, Çimento, Cam, Demir Çelik, Taahhüt, Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler
Mehtap İLBİ	Müdür Yardımcısı	Savunma, Havacılık, Perakende, Gıda-İçecek, Beyaz Eşya, Otomotiv, Enerji, Telekomünikasyon
Tuğba SAYGIN	Müdür Yardımcısı	Bankacılık, Sigortacılık, GYO, Holdingler
Nazlıcan ŞAHAN	Analist	Makro Ekonomi, Strateji, SGMK
Umut Deniz PAK	Analist	Kantitatif Analiz
Ekin Cem EKE	Analist	Veri Tabanı

Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. No:18 Park Maya Sitesi F-2/A Blok
Beşiktaş 34335 İSTANBUL
+90 212 352 35 77

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve 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. 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 ve her ne şekil ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.