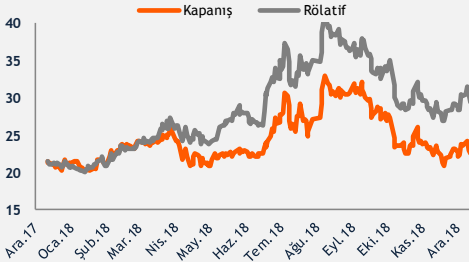


07 Ocak 2019 Pazartesi

Sektör	: Havacılık
Şirket	: TAV Havalimanları Holding
Hisse Kodu	: TAVHL
Fiyat (TL)	: 22,44
Hedef Fiyatı (TL)	: 38,00
Yükselme Potansiyeli	: 69%
Öneri / Kısa Vade	: Endeksin Üzerinde Getiri
Öneri / Uzun Vade	: AL
Hisse Adedi (mn)	: 363
HAO (%)	: 44%

Ana faaliyet konusu havalimanı işletmeciliği olan TAV Havalimanları Holding, iştirakleri ve bağlı ortaklıkları vasıtasıyla gümrüksüz satış, yiyecek-icecek hizmetleri, yer hizmetleri, bilgi işlem, güvenlik ve işletme hizmetleri gibi havalimanı operasyonunun diğer alanlarında da faaliyet göstermektedir. Türkiye'de İstanbul Atatürk, Ankara Esenboğa, İzmir Adnan Menderes, Alanya-Gazipaşa, Milas-Bodrum ve Antalya havalimanlarında faaliyet gösteren TAV Havalimanları Holding, yurt dışında ise S. Arabistan, Tunus, Gürcistan, Makedonya ve Hırvatistan'da havalimanı işletmeciliği yapmaktadır. TAV'nin işlettiği havalimanları hariç 8 ülkede işlettiği toplam 9 havalimanı ile küresel havalimanı işletmeciliği sektörünün önemli oyuncularından olan Groupe ADP, 2017 yılında Akfen Holding'den %8,1'lik hisseyi satın alarak TAV Havalimanları Holding sermayesindeki payını %46,1'e çıkarmıştır.

Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	-1,84	-26,71	5,51
Rölatif %	3,74	-22,04	37,17
En Yüksek (TL)	24,10	30,62	32,96
En Düşük (TL)	20,86	20,86	20,16

Yatırımcı Takvimi

4Ç18 Finansal Sonuçları 13 Şubat 2019 (Tahmini)

Analist : Mehtap İLBI
İletişim : 0212 403 41 60
: mehtap.ilbi@vakifyatirim.com.tr

Şimdi TAV zamanı...

TAV Havalimanları Holding'in i) büyüme potansiyeli yüksek gelişen pazarlara odaklı havalimanı portföyü, ii) hizmet şirketlerinin grup dışı büyüme hikâyesi ve iii) ana ortak ADP ile küresel ölçekte artan sinerjinin desteğiyle orta-uzun vadede güçlü büyüme potansiyeli sunduğuna inanıyoruz. Ancak bu potansiyelin, i) Atatürk Havalimanı'nın 3 Mart 2019'dan itibaren ticari yolcu trafiğine kapatılacak olmasının yarattığı belirsizlik ve ii) operasyonel olarak Avro uzun pozisyona sahip olması ve son dönemde TL'de yaşanan değerlenme kaynaklı riskler nedeniyle göz ardı edildiğini düşünüyoruz. Son üç ayda BIST100 endeksinde %22 negatif ayrışan şirket hisseleri, 2019 yılına ilişkin tahmini 6,2x FD/FAVÖK ile benzer şirketlere göre %30, ana ortağı ADP'ye göre ise %46 iskontolu işlem görmektedir. Şirket hisselerine yönelik Parçaların Toplamı Yöntemine göre yaptığımız değerlendirme sonucunda 12 aylık hedef fiyatımızı 38,00 TL olarak belirliyoruz, uzun vadeli önerimizi "AL", kısa vadeli önerimizi "Endeksin Üzerinde Getiri" olarak başlatıyoruz.

mn TL	Ciro	FAVÖK	Net Kâr	HBT (TL)	F/K (x)	FD/FAVÖK (x)
2015	3.259	1.475	401	0,9	20,3	8,4
2016	3.651	1.494	425	1,0	19,2	8,3
2017	4.662	2.092	719	0,8	11,3	6,0
2018T	6.777	3.357	1.233	1,7	6,6	3,7
2019T	4.794	1.999	396	0,5	20,6	6,2
2020T	4.945	1.896	242	0,3	33,6	6,6

■ **Küresel ölçekte güçlü büyüme potansiyeli** - TAV Havalimanları Holding'in, Türkiye'nin en önemli turizm bölgelerinde işlettiği havalimanları ile turizm sektöründe güçlenerek sürmesini beklediğimiz büyümeden fayda sağlamaya devam edeceğini öngörüyoruz. Türkiye'nin yanı sıra, Gürcistan, Makedonya, S.Arabistan ve Tunus gibi gelişen pazarları kapsayan havalimanı portföyünün, Şirketin orta-uzun vadeli organik büyüme hikâyesinin en önemli unsuru olacağını düşünüyoruz. Diğer yandan, Şirketin, ana faaliyeti olan havalimanı işletmeciliğindeki büyüme potansiyelinin, gümrüksüz satış, yiyecek-icecek hizmetleri ve yer hizmetleri gibi havalimanı operasyonunun diğer alanlarında faaliyet gösteren hizmet şirketlerinin önümüzdeki dönemde artan katkısıyla destekleneceğine inanıyoruz.

■ **Negatifler fiyatlandı** - TAV Havalimanları Holding, İstanbul Havalimanı'nın açılması nedeniyle ticari yolcu trafiğine 3 Mart 2019'dan itibaren kapatılacak olan Atatürk Havalimanı'ndaki operasyonlarına son verecek. Şirketin, Atatürk Havalimanı'ndaki imtiyaz süresi (2 Ocak 2021) dolmadan faaliyetlerine son verecek olmasından dolayı oluşacak potansiyel kâr kaybı ise DHMİ tarafından tazmin edilecek. Ancak, söz konusu kaybın hangi finansal göstergenin baz alınarak, ne şekilde ve ne zaman ödeneceği henüz belli değil. Tazminatın netleşmesiyle birlikte hisse üzerindeki baskının ortadan kalkarak daha sağlıklı fiyat oluşumlarının yolunu açacağını tahmin ediyoruz.

■ **İnorganik büyüme fırsatları** - Şirket için önemli bir belirsizlik ise, portföyündeki en değerli varlık olan ve yıllık FAVÖK'ünün neredeyse yarısını elde ettiği Atatürk Havalimanı'nın yerini nasıl dolduracağı olup, bu noktada Şirket i) 2014 yılından bu yana hizmet şirketlerine grup dışı faaliyet izni tanıma ve ii) Mayıs/2018'de Antalya Havalimanı'nın %49'unu satın alma başta olmak üzere önemli girişimlerde bulunmuştur. Gelişen pazarlarda kârlı gördüğü havalimanı işletme ihalelerini yakından takip eden Şirketin, Atatürk Havalimanı'nın yerini doldurmak amacıyla önümüzdeki dönemde Sabiha Gökçen Havalimanı dâhil potansiyel satın alma fırsatlarında daha aktif rol oynayacağını düşünüyoruz.

■ **Değerleme ve öneri** - Şirket hisselerini değerlerken, havalimanı operasyonu ve hizmet şirketlerini kapsayan iştirakleri için İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemiyle bulduğumuz değerleri baz alarak Parçaların Toplamı Yöntemini kullandık. TAV Havalimanları Holding için Atatürk Havalimanı dâhil 38,00 TL olarak hesapladığımız 12 aylık hedef fiyatımızın mevcut fiyata göre sunduğu %69'luk getiri potansiyelini de göz önünde bulundurarak uzun vadeli önerimizi "AL", kısa vadeli önerimizi "Endeksin Üzerinde Getiri" olarak başlatıyoruz.

■ **Riskler** - Yolcu trafiğinde zayıflama, mevcut havalimanlarındaki imtiyaz haklarının yenilenmemesi, yolcu başına duty-free ve yiyecek-icecek harcamalarında düşüş, faaliyet gösterilen ülkelerde politik ve makroekonomik belirsizlikler, değerlememize, tahminlerimize ve tavsiyemize yönelik aşağı yönlü risklerdir.

07 Ocak 2019 Pazartesi

Gelir Tablosu (mn TL)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Satış Gelirleri (Net)	3.259	3.651	4.662	6.777	4.794	4.945
FVÖK	1.217	1.142	1.511	2.534	1.500	1.442
Amortisman Giderleri	258	352	581	823	499	454
FAVÖK	1.475	1.494	2.092	3.357	1.999	1.896
Operasyonel olmayan gelirler/giderler (net)	-603	-439	-501	-703	-809	-955
FAVKÖK	1.876	2.002	2.771	4.323	2.783	2.710
VÖK	614	703	1.010	1.831	690	487
Vergiler	-241	-303	-247	-522	-269	-230
Net Dönem Kârı	401	425	719	1.233	396	242
HBK (TL)	1,1	1,2	2,0	3,4	1,1	0,7

Bilanço (mn TL)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Nakit ve Benzerleri	2.003	1.783	2.405	2.880	2.947	2.260
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	416	558	686	970	704	682
Stoklar	35	33	45	58	47	47
Duran Varlıklar	7.608	8.564	9.823	15.991	17.755	18.765
Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	331	341	365	515	374	362
Maddi Duran Varlıklar	668	854	869	1.239	1.435	1.558
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	50	52	53	66	74	78
Diğer Duran Varlıklar	1.061	1.031	1.232	5.148	5.767	6.093
Toplam Aktifler	10.527	11.505	13.557	20.716	22.417	22.822
Finansal Borçlar	4.674	4.602	5.052	6.959	7.256	7.090
Kısa Vadeli	1.947	2.101	2.563	3.296	3.437	3.358
Uzun Vadeli	2.727	2.501	2.488	3.663	3.819	3.732
Ticari Borçlar	177	219	212	278	221	221
Kısa Vadeli	177	219	212	278	221	221
Uzun Vadeli	0	0	0	0	0	0
Özkaynaklar	2.590	2.994	4.016	6.039	7.216	7.960
Ana Ortaklığa ait Özkaynaklar	2.571	2.998	4.034	6.067	7.250	7.998
Azınlık payları	19	-4	-19	-28	-34	-38
Net Borç	2.671	2.819	2.647	4.079	4.308	4.830

Nakit Akım Tablosu (mn TL)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
VÖK	614	703	1.010	1.831	690	487
Amortisman	258	352	581	823	499	454
İşletme sermayesi ihtiyacı	6	97	146	232	-221	-22
Vergi	-241	-303	-247	-522	-269	-230
Yatırım Harcamaları	-266	-361	-169	-583	-499	-454
Temettü Ödemesi (Brüt)	-317	-372	-291	-617	-198	-121
Bedelli Sermaye Artırımı	0	0	0	0	0	0
Borçlanma Değişimi	771	-72	449	1.907	297	-166
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	-92	-264	-858	-2.597	-231	-636
Yıl Boyunca Yaratılan Nakit	825	44	1.480	3.072	298	-51
Dönemsonu Nakit	2.003	1.783	2.405	2.880	2.947	2.260

Büyüme (%)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Satış	14,1%	12,0%	27,7%	45,4%	-29,3%	3,2%
FAVÖK	17,0%	1,3%	40,1%	60,4%	-40,5%	-5,1%
FAVKÖK	13,3%	6,8%	38,4%	56,0%	-35,6%	-2,6%
Net Dönem Kârı	-5,6%	5,9%	69,2%	71,6%	-67,9%	-38,8%

Çarpanlar (x)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
FD/Satışlar	3,8	3,4	2,7	1,8	2,6	2,5
FD/FAVÖK	8,4	8,3	6,0	3,7	6,2	6,6
F/K	20,3	19,2	11,3	6,6	20,6	33,6
PD/DD	3,1	2,7	2,0	1,3	1,1	1,0

Finansal Rasyolar	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Özsermaye Kârlılığı (%)	17,1%	15,2%	20,5%	24,5%	6,0%	3,2%
FAVÖK Marjı (%)	45,3%	40,9%	44,9%	49,5%	41,7%	38,3%
Net Kâr Marjı (%)	12,3%	11,6%	15,4%	18,2%	8,3%	4,9%
Net Borç/Özsermaye (x)	1,0	0,9	0,7	0,7	0,6	0,6
Net Borç/FAVÖK (x)	1,8	1,9	1,3	1,2	2,2	2,5
KV Borç/UV Borç (%)	71,4%	84,0%	103,0%	90,0%	90,0%	90,0%
Özsermaye/Aktif Toplamı (%)	24,6%	26,0%	29,6%	29,2%	32,2%	34,9%
Cari Oran (x)	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8
Brüt Nakit Temettü Dağıtım Oranı (%)	78,9%	87,6%	40,5%	40,5%	40,5%	40,5%

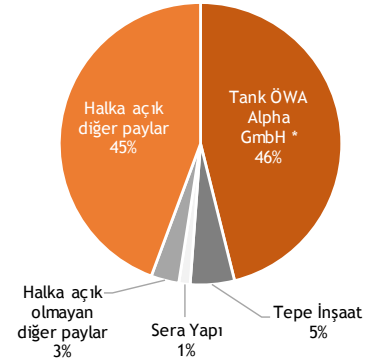
Kaynak: TAV Havalimanları Holding, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Şirket	TAV Havalimanları Holding
Hisse Kodu	TAVHL - TAVHL TI, TAVHL IS
Vakıf Yatırım Öneri	AL
Kapanış (TL)	22,44
Hedef Fiyat (TL)	38,00
Mevcut Piyasa Değeri (mn TL)	8.152
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	13.804
Yükselme Potansiyeli	69%

TAV Havalimanları Hakkında

Ana faaliyet konusu havalimanı işletmeciliği olan TAV Havalimanları Holding, iştirakleri ve bağlı ortaklıkları vasıtasıyla gümrüksüz satış, yiyecek-içecek hizmetleri, yer hizmetleri, bilgi işlem, güvenlik ve işletme hizmetleri gibi havalimanı operasyonunun diğer alanlarında da faaliyet göstermektedir. Türkiye'de İstanbul Atatürk, Ankara Esenboğa, İzmir Adnan Menderes, Alanya-Gazipaşa, Milas-Bodrum ve Antalya havalimanlarında faaliyet gösteren TAV Havalimanları Holding, yurt dışında ise S. Arabistan, Tunus, Gürcistan, Makedonya ve Hırvatistan'da havalimanı işletmeciliği yapmaktadır. TAV'ın işlettiği havalimanları hariç 8 ülkede işlettiği toplam 9 havalimanı ile küresel havalimanı işletmeciliği sektörünün önemli oyuncularından olan Groupe ADP, 2017 yılında Akfen Holding'den %8,1'lik hisseyi satın alarak TAV Havalimanları Holding sermayesindeki payını %46,1'e çıkarmıştır.

Ortaklık Yapısı



*Aéroports de Paris (ADP)'in tamamına sahip olduğu iştiraki

SWOT Analiz

Güçlü Yönler

- Türkiye'nin lider havalimanı işletmecisi
- Havalimanı operasyonunun çeşitli alanlarını kapsayan entegre iş modeli
- Sektöre özgü risklere görece dirençli yapı
- Büyüme potansiyeli yüksek pazarlara odaklı havalimanı portföyü
- Hizmet şirketleriyle birlikte 21 ülkede 76 havalimanını kapsayan faaliyetler
- Hizmet şirketlerinin grup dışı büyüme potansiyeli
- ADP'nin ana ortaklığında artan sinerji

Zayıf Yönler

- Bölgesel risklere yüksek hassasiyet
- Operasyonlarda mevsimsellik

Fırsatlar

- Havayolu yolcu talebinde büyümenin devam
- Havalimanı işletmeciliğinde özel sektör payının artması
- Kârlı yeni havalimanı operasyonlarının portföye eklenmesi

Tehditler

- Havayolu yolcu talebinde zayıflama
- İmtiyaz haklarının yenilenememesi
- Döviz kurlarında dalgalanmalar

07 Ocak 2019 Pazartesi

İçindekiler

Neden AL önerisi veriyoruz?	4
Değerleme ve öneri	6
Değerlememize ilişkin başlıca riskler	6
Değerleme Özeti	7
Benzer Şirketler Çarpan Analizi	8
Finansal Tablo Analizi.....	9
TAV İstanbul	16
TAV Esenboğa	17
TAV İzmir	18
TAV Gazipaşa	19
TAV Milas-Bodrum	20
TAV Antalya.....	22
TAV Gürcistan	24
TAV Tunus.....	26
TAV Makedonya	28
TAV Medine (TIBAH).....	30
Gümrüksüz Satış Mağazası İşletmeciliği (ATÜ)	31
Yiyecek & İçecek Hizmetleri (BTA).....	33
Yer Hizmetleri (HAVAŞ ve TGS)	35
Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Öneri Metodolojisi	37

Neden AL önerisi veriyoruz?

- **Gelişen pazarlara odaklı büyüme stratejisi** - Türkiye'nin en büyük havalimanı işletmecisi olan TAV Havalimanları Holding, yurt içinde İstanbul Atatürk, Ankara Esenboğa, İzmir Adnan Menderes, Antalya, Alanya Gazipaşa ve Milas Bodrum havalimanlarını işletmektedir. Şirket, Türkiye'nin yanı sıra, Makedonya, Tunus ve Gürcistan'da ikiye, Suudi Arabistan ve Hırvatistan'da birer adet olmak üzere yurt dışında işlettiği havalimanları ile birlikte portföyünü büyüme potansiyeli yüksek gelişen ülkeleri kapsayan geniş bir coğrafya üzerine konumlandırmıştır. Uluslararası Hava Taşımacılığı Birliği (IATA) tarafından Kasım/2018'de yayımlanan rapora göre, önümüzdeki 20 yıllık süreçte dünya havayolu yolcu trafiğinin yıllık ortalama %3,5 artarak 8,2 mlr seviyesine ulaşması beklenmektedir. Söz konusu büyümeden ise sırasıyla Asya Pasifik (+%4,8 YBBO), Afrika (+%4,6 YBBO) ve Orta Doğu'nun (+%4, YBBO) aslan payını alması öngörülmektedir. Gelişen ülke pazarlarında, nüfus, kentleşme ve kişi başına harcanabilir gelir düzeyinde artışın desteğiyle havacılık sektörünün sunduğu büyüme potansiyelinin, TAV Havalimanları Holding'in orta-uzun vadeli büyüme hikâyesinin en önemli destekleyicisi olacağını düşünüyoruz.
- **Büyüme destekleyen ekosistem** - TAV Havalimanları Holding, ana faaliyet konusu olan havalimanı işletmeciliğinin yanı sıra iştirak ve bağlı ortaklıkları vasıtasıyla gümrüksüz (duty-free) satış mağazası işletmeciliği, yiyecek-içecek, yer hizmetleri, bilgi işlem, güvenlik ve işletme hizmetleri gibi havalimanı operasyonunun diğer alanlarında da faaliyet göstermektedir. Söz konusu hizmet şirketleri, 2014 yılından bu yana TAV Havalimanları Holding'in işlettiği havalimanları dışında da faaliyet göstermeye başlayarak sadece TAV'a bağlı büyüme stratejilerini terk ederek stratejik bir pozisyonlanma almıştır. TAV Havalimanları Holding'in, havalimanı işletmeciliği ve hizmet şirketlerini kapsayan entegre iş modelinin yardımıyla, havacılık sektörünün tüm segmentleri itibarıyla sunduğu büyüme fırsatlarından azami ölçüde fayda sağlayacağını tahmin ediyoruz.
- **Döviz bazlı iş modeli** - TAV Havalimanları Holding, operasyonel olarak döviz uzun pozisyonuna sahiptir ve fonksiyonel para birimi Avro'dur. 2017 verilerine göre, Şirket gelirlerinin %78 ile ağırlıklı kısmı döviz cinsinden olup (%56'sı €, %18'i \$ ve %4'ü diğer para birimleri), faaliyet giderlerinin ise %43'ü döviz bazlıdır (%23'ü \$, %10'u € ve %10'u diğer para birimleri). Döviz bazlı iş modeli sayesinde Şirket operasyonel performansı, TL'nin yabancı para birimlerine karşı değer kaybettiği dönemlerde olumlu etkilenmektedir.
- **Havacılık sektörünün güvenli limanı** - Havacılık sektörü, güvenlik, jeopolitik, makroekonomik ve çevresel faktörlere karşı hassasiyetin ve belirsizliğin yüksek olduğu bir sektördür. TAV Havalimanları Holding ise, sektöre özgü söz konusu risklere maruz kalmasına rağmen, havayolu taşımacıları açısından en önemli risklerin başında gelen akaryakıt fiyatlarına karşı görece daha az duyarlıdır. Bu nedenle TAV Havalimanları Holding, akaryakıt fiyatlarının yükseldiği dönemlerde havacılık sektörü hisseleri arasında defansif olma özelliği ile öne çıkabilmektedir. Bunun yanı sıra, Şirket faaliyetlerinin tek bir ülke ile sınırlı kalmayışı portföy çeşitlendirmesi sağlarken, Atatürk Havalimanı'nın portföyden çıkması sonrasında tek başına hiçbir operasyonun FAVÖK içindeki payının %40'dan fazla olmaması yoğunlaşma riskini de azaltacaktır.

- **ADP ile artan sinerji** - Ana faaliyet konusu havalimanı geliştirme ve işletmeciliği olan Fransız Aéroports de Paris (ADP), TAV Havalimanları Holding sermayesindeki %38 oranındaki payını 2017 yılında %46,1'e yükseltmiştir. TAV Havalimanları Holding'in işlettiği havalimanları hariç Fransa, Belçika, Ürdün, Suudi Arabistan, Morityus, Madagazkar, Gine ve Şili'de işlettiği havalimanları ile küresel ölçekte sektörün önemli bir oyuncusu olan ADP, büyüme stratejisi içerisinde TAV Havalimanları Holding'i Doğu Avrupa, Baltık Ülkeleri, BDT, Orta Doğu ve Afrika bölgelerindeki ana büyüme platformu olarak tanımlamaktadır. TAV Havalimanları Holding'in, ADP ile olan ortaklığının yarattığı sinerjinin desteğiyle gerek know-how gerekse de küresel ölçekte inorganik büyüme tarafında önemli fırsatlar yakalayabileceğini düşünüyoruz.
- **Tazminatın netleşmesi ile hisse üzerindeki baskının ortadan kalkmasını bekliyoruz** - TAV Havalimanları Holding'in kuruluş nedeni olan İstanbul Atatürk Havalimanı, İstanbul Havalimanı'nın açılması nedeniyle 3 Mart 2019'dan itibaren ticari yolcu trafiğine kapatılacak. Söz konusu kapanma nedeniyle bu tarihten TAV Havalimanları Holding'in imtiyaz hakkının sona ereceği 2 Ocak 2021 tarihine kadar olan süre için hesaplanacak potansiyel kâr kaybı DHMİ tarafından tazmin edilecek. Ancak, tazminatın ödeme şekline ve zamanlamasına ilişkin belirsizlikler ile Şirket portföyünün en değerli varlığı olan Atatürk Havalimanı'nın yerinin nasıl doldurulacağı konusundaki soru işaretlerinin, Şirket hisselerinin hak ettiği değerin oldukça altında işlem görmesinde etkili olduğunu düşünüyoruz. Şirket hisseleri 2019 yılına ilişkin tahmini 6,2x FD/FAVÖK ile benzer şirketlere göre %30, ana ortağı ADP'ye göre ise %46 iskontolu görmektedir. Şirkete ödenecek tazminata ilişkin formülün netleşmesiyle birlikte hisse üzerindeki baskının ortadan kalması daha sağlıklı fiyat hareketlerinin oluşacağını düşünüyoruz.
- **İnorganik büyüme fırsatlarını değerlendirmede daha agresif olmasını bekliyoruz** - Şirketin, Atatürk Havalimanı'nın yerini doldurmaya yönelik önümüzdeki dönemde gündeme gelecek inorganik büyüme fırsatlarını değerlendirmede daha aktif ve agresif rol oynamasını bekliyoruz. Mevcut durumda Şirketin, Bulgaristan'da Sofya Havalimanı dâhil yurt dışında takip ettiği 10'dan fazla havalimanı projesi olduğunu tahmin ediyoruz. Yurt içinde ise, Sabiha Gökçen Havalimanı'nda (İSG) gerçekleşecek olası bir hisse satışına daha önce de olduğu gibi ilgi göstereceğini düşünüyoruz. Son dönemde basına yansıyan haberlerde, Malaysia Airports'un %100 oranında iştiraki olan İSG'de hisse satış sürecinin devam ettiği ve 2019'un ilk çeyreğinde sürecin tamamlanacağı belirtilmişti. Önümüzdeki dönemde şehir merkezine yakınlığı dolayısıyla cazibesinin artacağını düşündüğümüz Sabiha Gökçen Havalimanı'ndaki mevcut kapasite sorunlarının 2020 yılının ortalarında 2 pistin aktif olarak devreye alınmasıyla birlikte önemli ölçüde azalacağını tahmin ediyoruz. Bu doğrultuda, TAV Havalimanları Holding'in portföyünde Atatürk Havalimanı sonrasında oluşacak boşluğu doldurmada Sabiha Gökçen Havalimanı'nın önemli bir potansiyel barındırabileceğini düşünüyoruz.

Değerleme ve öneri

- İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemini kullanarak iştiraklerini değerlediğimiz TAV Havalimanları Holding için Parçaların Toplamı Yöntemine göre yaptığımız değerlendirme sonucunda 12 aylık hedef fiyatımızı 38,00 TL olarak belirliyor, uzun vadeli önerimizi “AL”, kısa vadeli önerimizi “Endeksin Üzerinde Getiri” olarak başlatıyoruz.
- Şirket iştirakleri için oluşturduğumuz Avro bazlı İNA modelimizde %6 risksiz faiz oranı, %6 hisse senedi risk primi, 1x beta ve %3 borç primi kullandık. Söz konusu varsayımlar doğrultusunda Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetini (AOSM), Türkiye’de işlettiği havalimanları ve hizmet şirketleri için %10,8 alırken, yurt dışı iştiraklerin farklı oranlarda vergilendirmeye tabii tutulması nedeniyle %10,6-%11,3 aralığında değişen oranlarda AOSM kullandık.
- Şirket portföyünde yer alan havalimanlarındaki işletme hakkının imtiyaz süresi sonunda yenilenmeyeceğini varsayarak uç değer hesaplamadık. Hizmet şirketleri içinse, operasyonların belirli bir süre ile sınırlı olmayışından hareketle uç değer hesabında yıllık ortalama %1 büyüyeceklerini öngördük.

Değerlememize ilişkin başlıca riskler

- **Yolcu trafiğinde düşüş/artış** - TAV Havalimanları Holding, işlettiği havalimanlarında yolcu başına genellikle sabit bir ücret tarifesi üzerinden gelir elde etmektedir. Bu nedenle, yolcu trafiğinde yaşanacak düşüşler/artışlar havacılık gelirlerini olumsuz/olumlu yönde etkileyerek hedef değerimiz üzerinde aşağı/yukarı yönlü risk oluşturabilir.
- **Politik belirsizlik** - Havalimanı işletmeciliğinde kamunun işveren olduğu bir yapı bulunmaktadır. Bu nedenle, TAV Havalimanları Holding’in faaliyet gösterdiği ya da girmeyi planladığı ülkelerde yaşanacak politik belirsizlikler, faaliyetlerini olumsuz yönde etkileyebilir.
- **Hizmet şirketlerinden düşük/yüksek katkı** - TAV Havalimanları Holding’e yönelik değerlememizde hizmet şirketlerinin (ATÜ, BTA, HAVAŞ ve TGS) toplam katkısı %33 olup, yolcu başına gümrüksüz (duty-free) mağaza ve yiyecek&içecek harcamaları ile hizmet verilen uçak sayısında düşüşler/artışlar, hedef değerimiz üzerinde aşağı/yukarı yönlü risk yaratabilir.
- **€/TL’de sert düşüş** - TAV Havalimanları Holding’in gelirlerinin %56 ile ağırlıklı kısmı € cinsinden olup, operasyonel giderlerinin ise %57’si TL bazlıdır. Bu nedenle, €/TL’de yaşanacak sert düşüşler, Şirketin operasyonel kârlılığını olumsuz yönde etkileyerek hedef değerimiz üzerinde aşağı yönlü risk oluşturabilir.
- **Atatürk Havalimanı için ödenecek tazminatın beklentimizin altında kalması** - TAV Havalimanları Holding’in, 3 Mart 2019’dan itibaren ticari yolcu trafiğine kapatılacak olan Atatürk Havalimanı’nda sona erecek faaliyetleri nedeniyle imtiyaz süresinin dolacağı 2 Ocak 2021’e kadar olan süre için hesaplanacak potansiyel kâr kaybı DHMİ tarafından tazmin edilecek. Ancak, tazminatın hangi finansal göstergeye dayandırılacağı, ne şekilde ve ne zaman ödeneceği konusu henüz belli değil. Ödenmesi kararlaştırılan tazminatın net bugünkü değerinin, TAV İstanbul için hesapladığımız net bugünkü değerden (513 mn €) düşük/yüksek olması, hedef fiyatımız üzerinde aşağı/yukarı yönlü risk yaratabilir.

07 Ocak 2019 Pazartesi

Değerleme Özeti

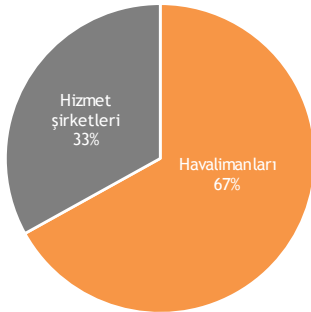
TAV Havalimanları Holding Değerleme - Parçaların Toplamı Yöntemi	12A Hedef Özsermaye Değeri	TAV'ın Payı (%)	TAV'ın payı (mn €)
Havalimanları	1.710		1.368
TAV İstanbul	586	100%	586
TAV Esenboğa	19	100%	19
TAV İzmir	63	100%	63
TAV Gazipaşa	-14	100%	-14
TAV Milas Bodrum	-69	100%	-69
TAV Antalya*	517	50%	258
TAV Tunus	15	67%	10
TAV Makedonya	103	100%	103
TAV Gürcistan	528	80%	423
TIBAH (Medine)	-40	33%	-13
Hizmet Şirketleri	996		675
Gümrüksüz Satış Mağazası İşletmeciliği			
ATÜ	359	50%	179
Yiyecek & İçecek Hizmetleri			
BTA	45	100%	45
Yer Hizmetleri			
HAVAŞ (TGS hariç)	309	100%	309
TGS	282	50%	141
Toplam	2.706		2.043
(-) Holding (solo) net borç** (3Ç18 sonu itibarıyla)			71
12A Hedef Özsermaye Değeri (mn €)			1.972
EUR/TL (2019T)			7,00
12A Hedef Özsermaye Değeri (mn TL)			13.804
Sermaye (mn TL)			363
12A Hedef Fiyat (TL)			38,00
Kapanış (TL)			22,44
Yükseliş Potansiyeli			69%

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

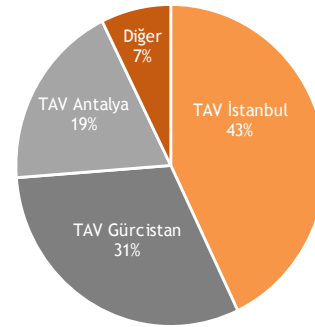
* TAV Havalimanları Holding %49 oranında hisseye sahip olup, %50 kâr payı ve oy hakkına sahiptir.

** Antalya Havalimanı'nda hisse satın alımına bağlı olarak ana ortak Tank ÖWA Alpha GmbH'den alınan Mayıs/2021 vadeli 300 mn €'luk hissedar kredisi dâhil.

Grafik 1: Portföyün Bölüm Bazında Dağılımı



Grafik 2: Portföyün Havalimanı Bazında Dağılımı



Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Benzer Şirketler Çarpan Analizi

- TAV Havalimanları Holding, 2019 ve 2020 yıllarına ilişkin tahminlerimize dayalı 6,2x ve 6,6x FD/FAVÖK ile havalimanı işletmeciliği alanında faaliyet gösteren uluslararası şirketlere göre sırasıyla %30 ve %27; Şirket ana ortağı Aéroports de Paris (ADP)'ye göre ise sırasıyla %46 ve %40 oranında iskontolu işlem görmektedir. Söz konusu şirketlerin TAV Havalimanları Holding ile farklı iş modeline sahip olmaları nedeniyle kıyaslanabilir olmadığını düşünerek değerlememize dahil etmedik. Ancak TAV Havalimanları Holding'in tahminlerimize göre işlem gördüğü iskontolu çarpanların, mevcut havalimanı portföyünün ve hizmet şirketlerinin değerini tam olarak yansıtmadığını ve hisseye giriş için cazip seviyede olduğunu düşünüyoruz.

Şirket	Piyasa Değeri (mn \$)	FD/Satış (x)			FD/FAVÖK (x)			F/K (x)		
		2018T	2019T	2020T	2018T	2019T	2020T	2018T	2019T	2020T
Global Ortalama		6,4	6,1	5,7	11,6	11,1	10,4	22,2	20,8	19,4
Global Medyan		5,1	4,9	4,9	9,6	9,0	8,9	19,5	19,2	17,6
ADP	18.695	5,1	5,0	4,9	12,1	11,5	11,0	28,9	25,9	23,4
AENA SME SA	23.841	6,6	6,4	6,3	10,6	10,5	10,5	16,2	15,7	15,5
AIRPORTS OF THAI	28.657	13,2	12,1	10,4	21,6	19,8	16,8	33,6	31,0	26,3
AUCKLAND AIRPORT	5.872	14,5	13,7	12,5	19,5	18,2	16,6	32,0	31,1	28,7
BEIJING CAP AI-H	3.732	2,5	2,7	2,8	4,8	5,6	6,3	9,4	12,0	14,1
FLUGHAFEN WIEN	3.261	4,0	4,0	3,8	9,2	9,0	8,5	19,5	19,2	17,5
FLUGHAFEN ZU-REG	5.168	5,1	4,9	4,9	9,6	8,9	8,9	18,9	16,9	17,6
FRAPORT AG	6.603	3,0	2,9	2,8	8,9	8,5	8,0	13,4	13,6	12,6
MALAYSIA AIRPORT	3.224	3,4	3,2	2,9	8,3	7,7	7,3	28,1	22,3	18,7
TAV Havalimanları Holding*	1.506	1,8	2,6	2,5	3,7	6,2	6,6	6,6	20,6	33,6
Prim/İskonto		-64%	-47%	-49%	-61%	-30%	-27%	-66%	7%	91%

Kaynak: Bloomberg (04.01.2019 itibarıyla)

*Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji tahminleri

Finansal Tablo Analizi

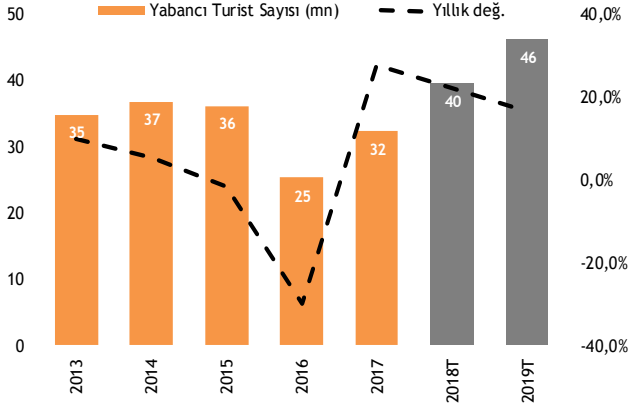
Gelirler

- TAV Havalimanları Holding, işlettiği havalimanlarında havacılık ve havacılık dışı olmak üzere iki türlü gelir elde etmektedir. **Havacılık gelirlerinin** ağırlıklı kısmı, her bir havalimanı için yolcu tipine göre genellikle sabit bir ücret tarifesine dayalı yolcu gelirlerinden oluşmaktadır. Bu nedenle yolcu gelirlerinin ana yönlendiricisi yolcu trafiği olup, Medine havalimanı hariç TAV'ın işlettiği tüm havalimanlarında sadece giden yolculardan ücret alınmaktadır. Yolcu başına ücretin iç hat yolcuya göre önemli derecede yüksek olması nedeniyle, Şirket için en kârlı yolcu tipi ise direkt dış hat (O&D) yolculardır.
- **Havacılık dışı gelirler** ise, her bir havalimanının, gümrüksüz satış mağazası işletmeciliği (ATÜ) ve yiyecek&içecek hizmeti (BTA) faaliyetlerini yürüten hizmet şirketlerinin ilgili havalimanında elde ettikleri gelirler üzerinden belirli oranda aldıkları komisyon gelirleri ile otopark, reklam, check-in counter vb gelirlerden oluşmaktadır. TAV tarafından işletilen havalimanlarında, BTA'nın elde ettiği gelirlerden %35, ATÜ'nün gelirleri üzerinden ise %40 oranında komisyon alınmaktadır (TAV İstanbul için %42).
- TAV Havalimanları Holding'in son beş yılda toplam yolcu sayısı yıllık ortalama %10 artış gösterirken (dış hat +%9,8, iç hat +%10), konsolide net satış gelirleri € bazında yıllık ortalama %6 büyümüştür. Şirket, konsolide bazda satış gelirlerinin %70 ile ağırlıklı kısmını havalimanı operasyonlarından elde etmekte olup, en büyük katkısı TAV İstanbul sağlamaktadır (konsolide net satış gelirleri içindeki payı 2017'de %45, 9A18'de %43).
- Türkiye'de turizm sektörünün 2018 yılındaki güçlü seyrini 2019 yılında da devam ettireceğini tahmin ediyoruz. Bu doğrultuda, 2018 yılında y/y bazda %22 artışla 39,6 mn ile rekor seviyeye ulaşmasını beklediğimiz yabancı turist sayısının 2019 yılında 46 mn (y/y +%16,6) ile yeni rekor seviyeye yükseleceğini tahmin ediyoruz. Turizm sektöründeki olumlu seyrin, Türkiye'nin önemli turizm bölgelerinde işlettiği havalimanları sayesinde TAV'ın yolcu trafiği ve gelirlerine olumlu yansımaları bekliyoruz. Yurt dışında ise, Gürcistan ve Makedonya'da son yıllarda yaşanan güçlü yolcu büyümesinin, yüksek bazın da etkisiyle bir miktar hız keseceğini, ancak çift hanede kalarak olumlu seyrini koruyacağını tahmin ediyoruz. TAV Medine'nin, kutsal yerleri ziyaret kapsamında artan talebin desteği ile büyümeye devam edeceğini, TAV Tunus'ta ise kademeli toparlanma sürecinin devamını öngörüyoruz.
- İstanbul Havalimanı'nın açılması nedeniyle Atatürk Havalimanı ticari yolcu trafiğine 3 Mart 2019'dan itibaren kapatılacak (daha önce 2019 yılı başında kapatılması bekleniyordu). Her ne kadar TAV Havalimanları Holding'in imtiyaz süresinin bitimi olan 2 Ocak 2021'e kadar olan potansiyel kâr kaybı DHMİ tarafından karşılanacak olsa da, Şirketin finansal göstergelerinde önemli ölçüde kayba neden olacak. Bu doğrultuda, TAV Havalimanları Holding'in toplam yolcu trafiğinde 2018 yılı için öngördüğümüz yaklaşık %35'lik büyümenin ardından (dış hat +%48, iç hat +%18,6) 2019 yılında ise, ilk iki aylık TAV İstanbul katkısı dâhil yaklaşık %32'lik daralma (dış hat +%37, iç hat +%23) bekliyoruz.

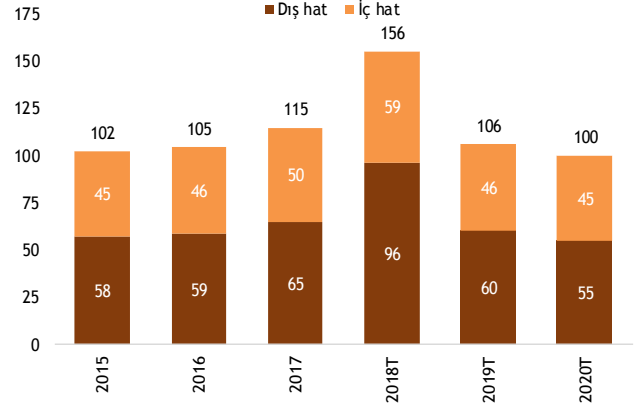
07 Ocak 2019 Pazartesi

- Yolcu trafiğindeki düşüşün de etkisiyle konsolide net satış gelirlerinin 2018 yılında beklediğimiz yıllık bazda %5,6'lık artışın ardından 2019 yılında ise %37 düşüşle 749 mn €'ya gerileyeceğini öngörüyoruz (ilk iki aylık TAV İstanbul katkısı dahil).

Grafik 3: Yabancı Turist Sayısı (mn)

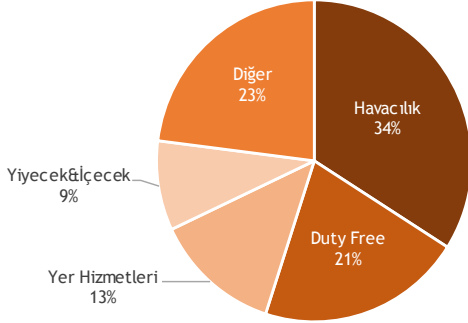


Grafik 4: TAV Havalimanları Yolcu Sayısı (mn)

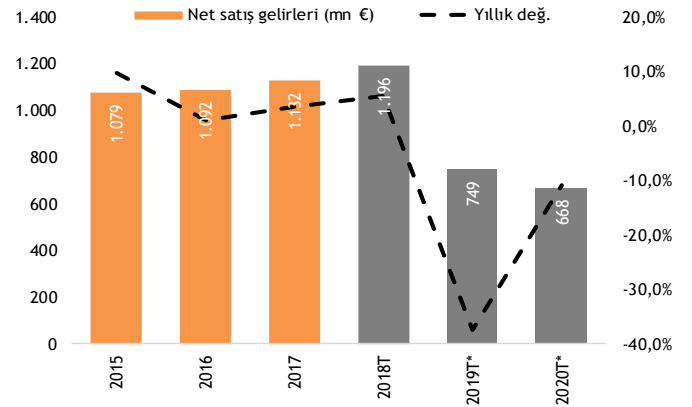


Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı, TAV Havalimanları Holding, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Grafik 5: Gelirlerin Dağılımı (2017)



Grafik 6: Konsolide Net Satış Gelirleri (mn €)



Kaynak: TAV Havalimanları Holding, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

* Konsolide finansallara TAV İstanbul'dan 2019 yılı için 2 aylık katkı dâhil edilirken, 2020 yılı için herhangi bir katkı dâhil edilmemiştir.

07 Ocak 2019 Pazartesi

Konsolide net satış gelirleri (mn €)	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
TAV İstanbul*	442	462	529	501	506	520	99	-
Yıllık değ.	6,8%	4,5%	14,6%	-5,4%	1,1%	2,7%	-81,0%	-
TAV Esenboğa	48	47	51	56	56	55	60	65
Yıllık değ.	7,8%	-1,8%	9,0%	8,2%	1,3%	-2,8%	8,6%	8,4%
TAV İzmir	60	65	69	67	68	70	76	83
Yıllık değ.	6,1%	9,0%	6,2%	-4,2%	2,9%	2,2%	9,0%	8,5%
TAV Gazipaşa	2	3	5	4	4	7	9	10
Yıllık değ.	250,9%	69,5%	73,4%	-17,1%	-1,3%	69,7%	14,4%	12,3%
TAV Milas-Bodrum	-	3	7	24	24	30	35	38
Yıllık değ.	-	-	150,3%	230,0%	-1,7%	23,5%	17,1%	9,0%
TAV Gürcistan	35	37	51	63	85	93	113	121
Yıllık değ.	14,2%	5,5%	36,8%	23,3%	36,1%	8,7%	22,0%	6,5%
TAV Tunus	52	52	25	24	23	32	32	32
Yıllık değ.	2,5%	0,0%	-51,9%	-2,8%	-5,3%	38,0%	1,0%	1,0%
TAV Makedonya	19	21	24	27	28	32	36	41
Yıllık değ.	5,6%	9,8%	14,5%	12,4%	5,1%	15,0%	13,0%	12,0%
BTA	116	138	167	170	158	162	93	82
Yıllık değ.	9,7%	19,2%	20,6%	2,0%	-6,9%	2,3%	-42,5%	-11,9%
HAVAS	141	145	148	132	139	143	145	146
Yıllık değ.	7,6%	3,5%	1,7%	-11,0%	6,0%	2,7%	1,0%	1,0%
Eliminasyon	-11	9	2	25	38	52	51	52
Toplam	904	983	1.079	1.092	1.132	1.196	749	668
Yıllık değ.	6,7%	8,8%	9,8%	1,2%	3,6%	5,6%	-37,3%	-10,8%

Kaynak: TAV Havalimanları Holding, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji
 * TAV İstanbul'da 2019 için 2 aylık veri baz alınmıştır.

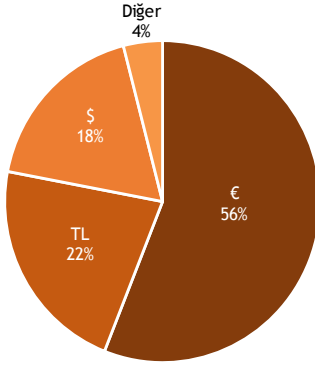
Operasyonel Kârlılık

- TAV Havalimanları Holding'in operasyonel giderlerinin ağırlıklı kısmı sabit giderlerden oluşmakta olup, yüksek faaliyet kaldırıcının operasyonel kârlılık üzerinde etkisi büyüktür. Şirketin operasyonel giderleri içerisinde ağırlığı oluşturan ilk üç kalem ise sırasıyla personel, imtiyaz kira ve amortisman giderleridir.
- TAV Havalimanları Holding, mevcut durumda portföyünde yer alan havalimanlarını i) İmtiyaz kira, ii) Yap-İşlet-Devret (YİD) ve iii) YİD+İmtiyaz kira modeline göre işletmektedir. İmtiyaz kira yöntemiyle işlettiği havalimanlarında ödediği kira bedelleri bazı havalimanları (İstanbul Atatürk, İzmir, Gazipaşa, Milas-Bodrum ve Antalya) için sabit olup, bazı havalimanları (Tunus, Makedonya ve Medine) içinse yıllık ciroya bağlı olarak değişkenlik göstermektedir.
- Şirket gelirlerinin ağırlıklı kısmının € cinsinden olması (2017: %56), operasyonel giderlerin ise ağırlıklı kısmının TL cinsinden olması (2017: %57) nedeniyle, operasyonel kârlılığının €/TL'deki değişime hassasiyeti yüksektir. 2017 yılı rakamlarını baz alarak yaptığımız hesaplama göre, €/TL'deki +- %10'luk bir değişim Şirketin konsolide FAVÖK marjını yaklaşık +-2 yp etkilemektedir. Nitekim Şirketin son beş yıllık dönemde FAVÖK'ünde yaşanan yıllık ortalama %9,2'lik artışla (%6'luk ciro büyümesinin üzerinde) FAVÖK marjının %38,7'den yaklaşık %45'e yükselmesinde, €/TL'deki yıllık ortalama %12,3'lük yükselişin de etkisi olmuştur.

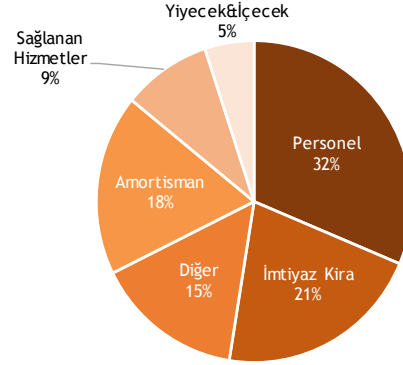
07 Ocak 2019 Pazartesi

- Şirketin, 2018 yılında FAVÖK'ünün yıllık bazda %16,6 artışla 592 mn €'ya yükselerek FAVÖK marjını yıllık bazda 4,7 yp artışla %49,5'e taşıyacağını tahmin ediyoruz. TAV Havalimanları Holding'in konsolide FAVÖK'ünün neredeyse yarısını oluşturan TAV İstanbul'un Mart/2019'dan itibaren portföyde yer almayacağını varsayarak 2019 yılında FAVÖK'ün yıllık bazda %47 düşüşle 312 mn €'ya (iki aylık TAV İstanbul katkısı dahil), FAVÖK marjının da yıllık bazda 7,8 yp düşüşle yaklaşık %41,7'ye gerileyeceğini öngörüyoruz.

Grafik 7: Gelirlerin Kur Dağılımı (2017)*



Grafik 8: Operasyonel Giderlerin Dağılımı (2017)

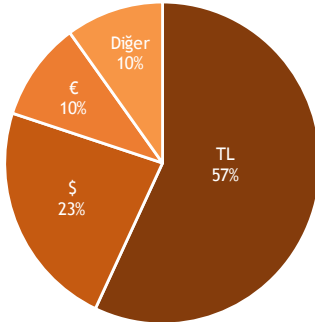


Kaynak: TAV Havalimanları Holding, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

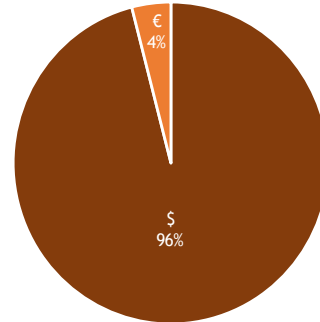
* Kombine verileri yansıtmakta olup, eliminasyon öncesi TFRS Yorum 12'ye göre düzeltilmiştir.

* Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımları da içermektedir.

Grafik 9: Operasyonel Giderlerin Kur Dağılımı (2017)*



Grafik 10: İmtiyaz Kira Giderleri Kur Dağılımı (2017)



Kaynak: TAV Havalimanları Holding, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

* Kombine verileri yansıtmakta olup, eliminasyon öncesi TFRS Yorum 12'ye göre düzeltilmiştir.

* Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımları da içermektedir.

* İmtiyaz kira giderlerini içermekte olup, amortisman dâhil değildir.

07 Ocak 2019 Pazartesi

Konsolide FAVÖK (mn €)	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
TAV İstanbul*	211	234	293	246	250	280	54	-
Marj	47,6%	50,6%	55,4%	49,1%	49,3%	53,9%	55,0%	-
TAV Esenboğa	21	22	25	29	34	32	36	39
Marj	44,6%	46,6%	48,0%	51,8%	59,4%	58,9%	59,9%	60,9%
TAV İzmir	27	40	41	39	10	14	18	24
Marj	45,5%	60,7%	59,1%	59,3%	14,3%	19,4%	24,2%	28,5%
TAV Gazipaşa	0	0	2	1	1	4	5	5
Marj	-7,6%	16,0%	42,4%	20,0%	25,2%	55,7%	55,9%	56,1%
TAV Milas-Bodrum	0	0	0	0	-20	-13	-9	-6
Marj		0,0%	0,0%	0,0%	-82,6%	-43,8%	-25,9%	-16,7%
TAV Gürcistan	22	24	35	47	68	75	90	97
Marj	61,3%	63,6%	67,8%	75,0%	79,7%	81,2%	79,6%	80,0%
TAV Tunus	17	14	-12	-4	-3	6	6	6
Marj	32,7%	26,1%	-46,8%	-15,2%	-10,9%	18,6%	18,2%	17,9%
TAV Makedonya	6	7	10	12	12	14	16	17
Marj	30,2%	35,5%	40,8%	43,6%	41,8%	42,8%	42,8%	42,8%
BTA	11	10	14	13	14	16	9	8
Marj	9,6%	7,0%	8,2%	7,9%	8,7%	10,2%	10,2%	10,0%
HAVAS	29	43	45	32	49	69	58	51
Marj	20,7%	29,4%	30,3%	24,2%	35,2%	48,2%	40,0%	35,0%
Eliminasyon	37	41	36	32	94	94	29	15
Toplam	381	434	488	447	508	592	312	256
Marj	42,1%	44,1%	45,3%	40,9%	44,9%	49,5%	41,7%	38,3%

Konsolide FAVKÖK (mn €)	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
TAV İstanbul*	335	358	442	395	396	421	81	-
Marj	75,8%	77,5%	83,5%	78,9%	78,2%	80,9%	82,0%	-
TAV Esenboğa	21	22	25	29	34	32	36	39
Marj	44,6%	46,6%	48,0%	51,8%	59,4%	58,9%	59,9%	60,9%
TAV İzmir	27	40	41	39	44	48	53	58
Marj	45,5%	60,7%	59,1%	59,3%	64,2%	68,2%	69,0%	69,8%
TAV Gazipaşa	0	0	0	0	1	4	5	5
Marj	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	26,4%	56,4%	56,5%	56,7%
TAV Milas-Bodrum	0	1	1	13	14	21	25	28
Marj		31,6%	18,3%	54,0%	58,6%	70,6%	71,7%	72,8%
TAV Gürcistan	22	24	35	47	68	75	90	97
Marj	61,3%	63,6%	67,8%	75,0%	79,7%	81,2%	79,6%	80,0%
TAV Tunus	0	0	0	0	0	10	10	10
Marj	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	30,1%	30,2%	30,4%
TAV Makedonya	0	0	0	0	13	15	17	19
Marj	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	45,8%	46,8%	46,8%	46,8%
BTA	11	10	14	13	14	16	9	8
Marj	9,6%	7,0%	8,2%	7,9%	8,7%	10,2%	10,2%	10,0%
HAVAS	29	43	45	32	49	69	58	51
Marj	20,7%	29,4%	30,3%	24,2%	35,2%	48,2%	40,0%	35,0%
Eliminasyon	78	73	19	30	40	51	52	51
Toplam	524	570	621	599	673	763	435	366
Marj	58,0%	58,0%	57,5%	54,9%	59,4%	63,8%	58,1%	54,8%

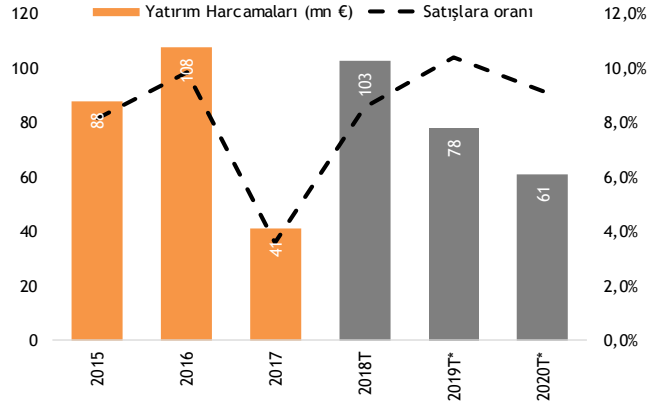
Kaynak: TAV Havalimanları Holding, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

* TAV İstanbul'da 2019 için 2 aylık veri baz alınmıştır.

Yatırım Harcamaları

- TAV Havalimanları Holding'in yatırım harcamaları, mevcut durumda işlettiği veya portföyüne yeni giren havalimanlarındaki kapasite genişletme ve bakım-onarımına yönelik harcamalardan oluşmaktadır. Şirket, yeni ofis alımı ve TAV İşletme Hizmetleri'nin yeni yolcu salonu yatırımlarının ağırlıklı etkisiyle 2018 yılının ilk dokuz ayında 65 mn € seviyesinde yatırım harcaması gerçekleştirmiş olup, yılı yaklaşık 103 mn €'luk yatırım harcaması ile tamamlayacağını tahmin ediyoruz (Şirket beklentisi: yaklaşık 120 mn €).
- 2019 yılında ise, portföye yeni bir havalimanı/terminal eklenmeyeceğini varsayarak, ağırlıklı kısmı hizmet şirketlerinin İstanbul Havalimanı'ndaki yatırımları kaynaklı olmak üzere toplam yatırım harcamalarının 78 mn € seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

Grafik 11: Yatırım Harcamaları



Kaynak: TAV Havalimanları Holding, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

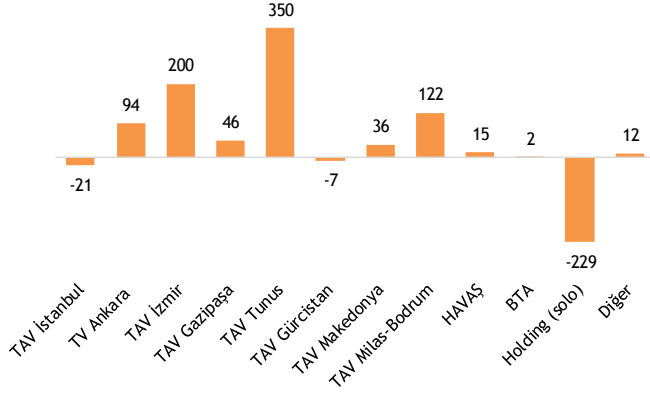
* TAV İstanbul'dan 2019 yılı için 2 aylık katkı dâhil edilirken, 2020 yılı için herhangi bir katkı dâhil edilmemiştir.

Borçluluk

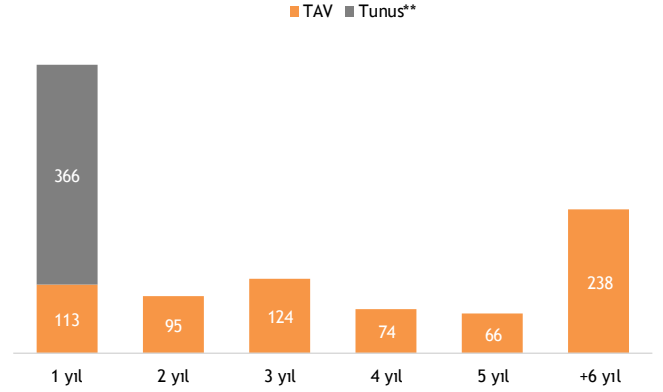
- TAV Havalimanları Holding'in 3Ç18 sonu itibarıyla 620 mn € (2017: 586 mn €) net borç pozisyonu bulunmaktadır. Şirketin, Antalya Havalimanı'nın %49'unu satın almak için ana ortağı Tank ÖWA Alpha GmbH'den (ADP'nin %100 iştiraki) aldığı Mayıs/2021 vadeli %3 faiz oranlı 300 mn €'luk hissedar kredisi dâhil net borç pozisyonu ise 920 mn €'dur. Net borcun ağırlıklı kısmı TAV Tunus (350 mn €), TAV İzmir (200 mn €) ve TAV Milas-Bodrum'a (122 mn €) ait borçlardan kaynaklanmakta olup, solo bazda ise Holding'in 229 mn € net nakit pozisyonu bulunmaktadır. TAV Tunus hariç brüt borcun (710 mn €) %84 ile ağırlıklı kısmı uzun vadeli olup (%34'ü +6 yıl vadeli), toplam borcun neredeyse tamamı € cinsindedir.
- Şirketin borç portföyünde ağırlığı oluşturan TAV Tunus, 2015 yılında Tunus'ta yaşanan terör olayları kaynaklı olumsuz etkilenen operasyonları nedeniyle, Tunuslu yetkililer ve kreditorler ile imtiyaz ve finansal anlaşmaları yeniden yapılandırmaya yönelik müzakere sürecinde olup, Şirket yönetimi yeniden yapılandırma anlaşmasının yakın bir tarihte imzalanmasını beklemektedir. Söz konusu anlaşmanın imzalanamaması, imtiyaz anlaşmasının sonlandırılması dâhil önemli nitelikte olumsuz sonuçlara yol açabileceğinden, değerlememiz üzerinde risk teşkil eden unsurlardan biridir.

07 Ocak 2019 Pazartesi

Grafik 12: İştirak Bazında Net Borç (mn €)*



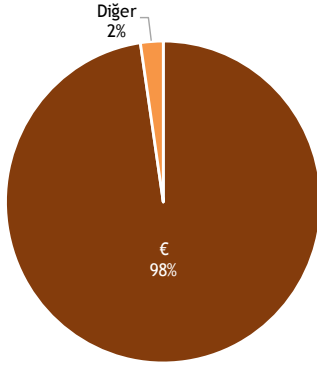
Grafik 13: Brüt Borç Vade Yapısı (mn €)*



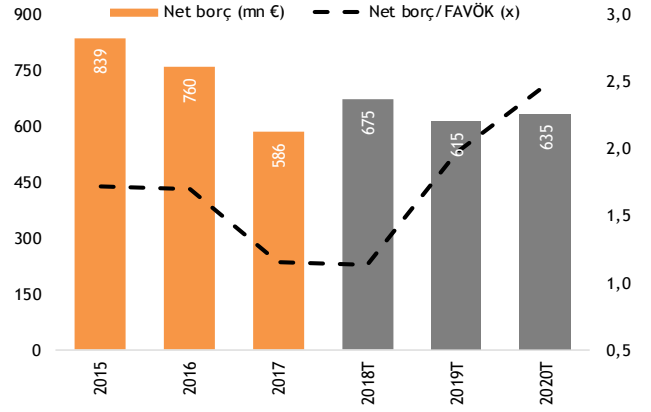
Kaynak: TAV Havalimanları Holding, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

* 9A18 sonu itibariyle; ** TAV Tunus borçları için yeniden yapılandırma müzakereleri sürmektedir.

Grafik 14: Borçların Kur Bazında Dağılımı (2017)



Grafik 15: Net Borç Pozisyonu*



Kaynak: TAV Havalimanları Holding, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

* Antalya Havalimanı hisselerinin %49'nun satın alınmasında ana ortak Tank ÖWA Alpha GmbH'den alınan Mayıs/2021 vadeli 300 mn €'luk hissedar kredisi hariç.

07 Ocak 2019 Pazartesi

TAV İstanbul

İNA - TAV İstanbul	2019T	2020T
Yolcu sayısı (mn)	71,6	75,9
Dış hat (toplam)	52,1	56,3
Dış hat (Transfer)	23,6	25,2
Dış hat (O&D)	28,5	31,1
İç hat	19,4	19,6
Yolcu başına ücret		
Dış hat (Transfer)	2,5 €	2,5 €
Dış hat (O&D)	15 \$	15 \$
İç hat	3 €	3 €
Havacılık gelirleri (mn €)	314	317
Yolcu gelirleri	251	254
Diğer	63	63
Havacılık dışı gelirler (mn €)	279	301
ATÜ komisyon gelirleri	242	262
BTA komisyon gelirleri	29	31
Diğer	7	8
Toplam gelirler (mn €)	593	619
FVÖK	323	360
FAVKÖK	486	511
FAVKÖK Marjı	82,0%	82,7%
İmtiyaz kira giderleri (KDV dahil)	-160	-148
FAVÖK	326	364
FAVÖK Marjı	55,0%	58,8%
Amortisman	3	3
Vergi	-71	-79
Çalışma sermayesindeki değişim	-1	0
Yatırım harcamaları	-3	-3
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	251	281
AOSM	10,8%	10,8%
İskonto Faktörü	0,97	0,88
İskonto Edilmiş Nakit Akımları - Eylül 30 2018	245	247
Firma Değeri - Eylül 30 2018	492	
Sonsuza giden değer	0	
Net borç - Eylül 30 2018	-21	
TAV İstanbul Değeri	513	
Özsermaye maliyeti	14,4%	
12A TAV İstanbul Değeri	586	
TAV'ın payı (%100)	586	

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

■ TAV Havalimanları Holding'in kuruluş amacı olan ve Türkiye'nin bayrak taşıyıcı havayolu olan THY'nin mevcut durumda merkez üssü olan Atatürk Havalimanı, Şirket portföyünün en değerli varlığıdır. Ancak, TAV Havalimanları Holding, imtiyaz hakkı 2 Ocak 2021 tarihinde sona erecek olmasına rağmen, İstanbul Havalimanı'nın açılması nedeniyle 3 Mart 2019'dan itibaren ticari yolcu trafiğine kapanacak olan Atatürk Havalimanı'ndaki faaliyetlerine son verecek. TAV Havalimanları Holding'in imtiyaz süresinin bitimine kadar kalan süre için hesaplanacak potansiyel kâr kaybı DHMİ tarafından tazmin edilecek, ancak söz konusu tazminatın hangi finansal göstergenin baz alınarak, ne şekilde (nakit ya da nakit olmayan) ve ne zaman ödeneceği konusu henüz belli değil. Bu noktada değerlememiz için önemli olan, belirlenecek tazminatın net bugünkü değerinin TAV İstanbul için hesapladığımız net bugünkü değeri karşılayıp karşılamayacağı. Bu nedenle, sağlıklı bir değerlendirme yapabilmek adına TAV İstanbul için İndirgenmiş Nakit Akımları Yönetimi'ne göre yaptığımız değerlendirme özetine raporumuzda yer verdik.

■ Şirketin imtiyaz kira yöntemiyle işlettiği Atatürk Havalimanı'nda yolcu başına ücret direkt ve transfer dış hat yolcu için sırasıyla 15 \$ ve 2,5 € olup, iç hat yolcu için 3 €'dur. İmtiyaz süresi boyunca TAV'ın ödeyeceği kira bedeli ise 140 mn \$+KDV'dir.

■ TAV İstanbul'un son beş yılda toplam yolcu sayısında yıllık ortalama %7,2 artış yaşanırken (dış hat +%8,2, iç hat +%5), toplam gelirleri € bazında yıllık ortalama %4 büyümüştür. 2017-2020T döneminde toplam yolcu sayısının yıllık ortalama %6 artacağını, ancak daha kârlı dış hat yolcu sayısındaki artışın desteğiyle toplam gelirlerin € bazında yıllık ortalama %7 ile yolcu sayısının bir miktar üzerinde büyüyeceğini varsayıyoruz. Kârlı yolcu sayısındaki artışın desteğiyle operasyonel kâr marjlarında da iyileşme bekliyor, bu doğrultuda FAVÖK marjının 2020T sonunda yaklaşık %59'a (2017: %49,3), FAVKÖK marjının da yaklaşık %83'e (2017: %78,2) ulaşacağını öngörüyoruz.

■ TAV İstanbul için, Avro bazlı İNA modelimizde %6 risksiz faiz oranı, %6 hisse senedi risk primi, 1x beta ve %3 borç primi kullanarak AOSM'yi %10,8 uyguladık. İşletme hakkının imtiyaz süresinin sonunda yenilenmeyeceği varsayımıyla uç değer hesabı yapmadık ve böylece TAV İstanbul'un değerini 513 mn € (12 aylık değer 586 mn €) hesapladık. TAV Havalimanları Holding değerlemesine katkısı ise sahip olduğu %100'lük iştirak payı doğrultusunda 586 mn €'dur.

TAV Esenboğa

- Yap-İşlet-Devret (YİD) yöntemiyle Mayıs/2023'e kadar TAV Havalimanları Holding tarafından işletilecek olan Ankara Esenboğa Havalimanı'nda yolcu başına ücret direkt ve transfer dış hat yolcular için sırasıyla 15 € ve 2,5 € olup, iç hat yolcular için 3 €'dur. Yolcu gelirleri ise, 2007 yılında dış hat için 0,75 mn ve iç hat için 0,6 mn olarak belirlenen ve her yıl %5 artan garanti yolcu sayısı üzerinden hesaplanmaktadır. Bu nedenle yolcu sayısındaki artışın yolcu gelirleri üzerinde herhangi bir etkisi olmayıp, sadece havacılık dışı gelirleri etkilemektedir. TAV Esenboğa'nın son beş yılda toplam gelirleri € bazında yıllık ortalama %4,8 artmış olup, projeksiyon dönemimizde havacılık dışı gelirlerin ağırlıklı desteğiyle yıllık ortalama %6 büyüyeceğini, faaliyet kaldırıcının artan katkısıyla da FAVÖK marjının %64'e ulaşacağını öngörüyoruz (2017: %59,4).
- TAV Esenboğa için, Avro bazlı İNA modelimizde %6 risksiz faiz oranı, %6 hisse senedi risk primi, 1x beta ve %3 borç primi kullanarak AOSM'yi %10,8 uyguladık. İşletme hakkının imtiyaz süresinin sonunda yenilenmeyeceği varsayımıyla uç değer hesabı yapmadık ve böylece TAV Esenboğa'nın bugünkü değerini 17 mn € (12 aylık değer 19 mn €) hesapladık. TAV Havalimanları Holding değerlemesine katkısı ise sahip olduğu %100'lük iştirak payı doğrultusunda 19 mn €'dur.

İNA - TAV Esenboğa	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T
Yolcu sayısı (mn)	18,8	20,5	22,3	24,2	11,0
Dış hat (O&D)	2,5	2,7	2,9	3,1	1,4
Garanti yolcu	1,3	1,4	1,5	1,6	0,7
İç hat	16,3	17,8	19,4	21,1	9,6
Garanti yolcu	1,1	1,1	1,2	1,2	0,5
Yolcu başına ücret					
Dış hat (O&D)	15 €	15 €	15 €	15 €	15 €
İç hat	3 €	3 €	3 €	3 €	3 €
Havacılık gelirleri (mn €)	31	33	34	36	16
Yolcu gelirleri	23	25	26	27	12
Diğer	8	8	9	9	4
Havacılık dışı gelirler (mn €)	28	32	35	39	18
ATÜ komisyon gelirleri	12	13	14	15	7
BTA komisyon gelirleri	5	5	5	6	3
Diğer	12	14	16	19	9
Toplam gelirler (mn €)	60	65	70	76	34
FVÖK	33	36	40	44	20
FAVÖK	36	39	43	48	22
<i>FAVÖK Marjı</i>	59,9%	60,9%	61,9%	62,9%	63,9%
Amortisman	3	3	3	3	1
Vergi	-7	-8	-8	-9	-4
Çalışma sermayesindeki değişim	0	0	0	0	0
Yatırım harcamaları	-3	-3	-3	-3	-1
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	25	28	32	35	17
AOSM	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
İskonto Faktörü	0,97	0,88	0,79	0,72	0,65
İskonto Edilmiş Nakit Akımları - Eylül 30 2018	25	25	25	25	11
Firma Değeri - Eylül 30 2018	111				
Sonsuza giden değer	0				
Net borç - Eylül 30 2018	94				
TAV Esenboğa Değeri	17				
Özsermaye maliyeti	14,4%				
12A TAV Esenboğa Değeri	19				
TAV'ın payı (%100)	19				

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

07 Ocak 2019 Pazartesi

TAV İzmir

- TAV Havalimanları Holding tarafından YİD+İmtiyaz kira yöntemiyle işletilen İzmir Adnan Menderes Havalimanı'nda yolcu başına ücret direkt ve transfer dış hat yolcular için sırasıyla 15 € ve 2,5 € olup, iç hat yolcular için 3 €'dur. 2013 yılından bu yana imtiyaz kira bedeli ise 29 mn €'dur. TAV İzmir'in son beş yılda toplam yolcu sayısı yıllık ortalama %6,5 artarken (dış hat -%0,5, iç hat +%8,6), toplam gelirleri € bazında yıllık ortalama %4 büyümüştür. Turizm açısından önemli bir bölgede yer almasının direkt dış hat yolcu sayısına desteğiyle, projeksiyon dönemimizde toplam yolcu sayısının yıllık ortalama %5,3 artmasını (dış hat +%6,5, iç hat +%5), kârlı yolcu sayısındaki yükselişin desteğiyle toplam gelirlerinin € bazında yıllık ortalama %5,3 büyüyerek FAVÖK ve FAVKÖK marjlarını sırasıyla %54 (2017: %14,3) ve %77 (2017: %64,2) seviyesine taşımalarını bekliyoruz. Operasyonel olmayan tarafta, TAV İzmir'in 3Ç18 sonu itibarıyla 200 mn € net borcu olup, finansman giderleri nedeniyle 2027 yılına kadar vergi ödemesini beklemiyoruz.
- TAV İzmir için, Avro bazlı İNA modelimizde %6 risksiz faiz oranı, %6 hisse senedi risk primi, 1x beta ve %3 borç primi kullanarak AOSM'yi %10,8 uyguladık. İşletme hakkının imtiyaz süresinin sonunda yenilenmeyeceği varsayımıyla uç değer hesabı yapmadık ve böylece TAV İzmir'in bugünkü değerini 55 mn € (12 aylık değer 63 mn €) hesapladık. TAV Havalimanları Holding değerlemesine katkısı ise sahip olduğu %100'lük iştirak payı doğrultusunda 63 mn €'dur.

İNA - TAV İzmir	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Yolcu sayısı (mn)	14,6	15,4	16,2	17,0	17,9	18,8	19,7	20,7	21,7	22,8	23,9	25,1	26,4	27,7
Dış hat (O&D)	3,1	3,4	3,5	3,7	3,9	4,1	4,3	4,5	4,8	5,0	5,2	5,5	5,8	6,1
İç hat	11,5	12,1	12,7	13,3	13,9	14,6	15,4	16,1	17,0	17,8	18,7	19,6	20,6	21,6
Yolcu başına ücret														
Dış hat (O&D)	15 €	15 €	15 €	15 €	15 €	15 €	15 €	15 €	15 €	15 €	15 €	15 €	15 €	15 €
İç hat	3 €	3 €	3 €	3 €	3 €	3 €	3 €	3 €	3 €	3 €	3 €	3 €	3 €	3 €
Havacılık gelirleri (mn €)	54	58	61	64	67	70	74	78	81	86	90	94	99	104
Yolcu gelirleri	40	43	46	48	50	53	55	58	61	64	67	71	74	78
Diğer	13	14	15	16	17	18	18	19	20	21	22	24	25	26
Havacılık dışı gelirler (mn €)	23	25	26	28	29	30	32	33	35	37	39	41	43	45
ATÜ komisyon gelirleri	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	28	29
BTA komisyon gelirleri	4	4	5	5	5	5	6	6	6	6	7	7	7	8
Diğer	4	4	5	5	5	5	6	6	6	7	7	7	8	8
Toplam gelirler (mn €)	76	83	87	91	96	101	106	111	117	122	129	135	142	149
FVÖK	15	20	24	28	32	36	40	45	50	55	61	66	71	76
FAVKÖK	53	58	61	65	69	74	78	83	88	93	99	104	109	115
<i>FAVKÖK Marjı</i>	69,0%	69,8%	70,6%	71,4%	72,2%	73,0%	73,8%	74,6%	75,4%	76,2%	77,0%	77,0%	77,0%	77,0%
İmtiyaz kira giderleri (KDV dahil)	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34
FAVÖK	18	24	27	31	35	39	44	49	54	59	65	70	75	80
<i>FAVÖK Marjı</i>	24,2%	28,5%	31,3%	34,0%	36,5%	39,0%	41,5%	43,8%	46,1%	48,3%	50,4%	51,7%	52,9%	54,0%
Amortisman	3	3	3	3	3	3	4	4	4	4	4	4	4	4
Vergi	0	0	0	0	0	0	0	0	-10	-11	-12	-13	-14	-15
Çalışma sermayesindeki değişim	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Yatırım harcamaları	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	15	20	24	28	32	36	40	45	40	44	49	53	57	61
AOSM	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
İskonto Faktörü	0,97	0,88	0,79	0,72	0,65	0,58	0,53	0,48	0,43	0,39	0,35	0,32	0,28	0,26
İskonto Edilmiş Nakit Akımları - Eylül 30 2018	15	18	19	20	20	21	21	21	17	17	17	17	16	16
Firma Değeri - Eylül 30 2018	255													
Sonsuza giden değer	0													
Net borç - Eylül 30 2018	200													
TAV İzmir Değeri	55													
Özsermaye maliyeti	14,4%													
12A TAV İzmir Değeri	63													
TAV'ın payı (%100)	63													

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

07 Ocak 2019 Pazartesi

TAV Gazipaşa

- TAV Havalimanları Holding'in imtiyaz kira yöntemi ile Mayıs/2034'e kadar işletme hakkına sahip olduğu Alanya-Gazipaşa Havalimanı'nda yolcu başına ücret direkt dış hat yolcular için 10 € ve iç hat yolcular için 7,5 TL olup, yıllık imtiyaz kira bedeli ise 50 bin \$+KDV'dir.
- TAV Gazipaşa'nın son beş yılda toplam yolcu sayısı, iç hat yolcu sayısındaki artışın ağırlıklı desteğiyle yıllık ortalama %59,5 büyürken (dış hat +%35,6, iç hat +%162), toplam gelirleri € bazında yıllık ortalama %53,2 artmıştır. Yüksek baz etkisi nedeniyle projeksiyon dönemimizde toplam yolcu sayısının yıllık ortalama %12,5 artmasını, ancak dış hattaki büyümenin (+%14,4) iç hata göre (+%10,7) daha belirgin olmasını bekliyoruz. Böylece operasyonel tarafta 2014 yılından itibaren kâr üretmeye başlayan TAV Gazipaşa'nın, projeksiyon dönemimizde FAVÖK'ünün yıllık ortalama %19,4 artacağını tahmin ediyoruz.
- TAV Gazipaşa için, Avro bazlı İNA modelimizde %6 risksiz faiz oranı, %6 hisse senedi risk primi, 1x beta ve %3 borç primi kullanarak AOSM'yi %10,8 uyguladık. İşletme hakkının imtiyaz süresinin sonunda yenilenmeyeceği varsayımıyla uç değer hesabı yapmadık ve böylece TAV Gazipaşa'nın bugünkü değerini -12 mn € (12 aylık değer -14 mn €) hesapladık. TAV Havalimanları Holding değerlemesine katkısı ise sahip olduğu %100'lük iştirak payı doğrultusunda -14 mn €'dur.

İNA - TAV Gazipaşa	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030-2034T
Yolcu sayısı (mn)	1,5	1,7	1,8	2,0	2,2	2,4	2,6	2,9	3,1	3,4	3,8	21,4
Dış hat (O&D)	0,8	0,9	0,9	1,0	1,1	1,3	1,4	1,5	1,7	1,8	2,0	11,7
İç hat	0,7	0,8	0,9	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,5	1,6	1,7	9,7
Yolcu başına ücret												
Dış hat (O&D)	10 €	10 €	10 €	10 €	10 €	10 €	10 €	10 €	10 €	10 €	10 €	10 €
İç hat	7,5 TL	7,5 TL	7,5 TL	7,5 TL	7,5 TL	7,5 TL	7,5 TL	7,5 TL	7,5 TL	7,5 TL	7,5 TL	7,5 TL
Havacılık gelirleri (mn €)	6	6	7	7	8	9	10	11	12	13	14	82
Yolcu gelirleri	4	5	5	6	6	7	7	8	9	10	11	61
Diğer	1	2	2	2	2	2	2	3	3	3	4	20
Havacılık dışı gelirler (mn €)	3	3	4	4	4	5	5	6	6	7	8	45
ATÜ komisyon gelirleri	2	2	2	2	3	3	3	3	4	4	4	26
BTA komisyon gelirleri	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	7
Diğer	1	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2	12
Toplam gelirler (mn €)	9	10	11	12	13	14	15	17	18	20	22	127
FVÖK	2	2	3	3	4	4	5	6	7	8	9	57
FAVKÖK	5	5	6	7	7	8	9	10	11	12	13	75
<i>FAVKÖK Marjı</i>	56,5%	56,7%	56,9%	57,0%	57,2%	57,4%	57,6%	57,8%	57,9%	58,1%	58,3%	58,8%
İmtiyaz kira giderleri (KDV dahil)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FAVÖK	5	5	6	7	7	8	9	10	11	12	13	74
<i>FAVÖK Marjı</i>	55,9%	56,1%	56,4%	56,6%	56,8%	57,1%	57,3%	57,5%	57,7%	57,9%	58,1%	58,6%
Amortisman	3	3	3	3	3	3	4	4	4	4	4	18
Vergi	0	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-2	-2	-11
Çalışma sermayesindeki değişim	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Yatırım harcamaları	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-4	-4	-4	-4	-4	-18
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	1	2	2	3	3	4	4	5	6	6	7	45
AOSM	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
İskonto Faktörü	0,97	0,88	0,79	0,72	0,65	0,58	0,53	0,48	0,43	0,39	0,35	1,30
İskonto Edilmiş Nakit Akımları - Eylül 30 2018	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	12
Firma Değeri - Eylül 30 2018	34											
Sonsuza giden değer	0											
Net borç - Eylül 30 2018	46											
TAV Gazipaşa Değeri	-12											
Özsermaye maliyeti	14,4%											
12A TAV Gazipaşa Değeri	-14											
TAV'ın payı (%100)	-14											

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

TAV Milas-Bodrum

- TAV Havalimanları Holding'in Aralık/2035 yılına kadar işletme hakkına sahip olduğu Milas Bodrum Havalimanı'nda yolcu başına ücret direkt dış hat yolcular için 15 € ve iç hat yolcular için 3 € olup, imtiyaz kira bedeli yıllık 28,7 mn €'dur.
- TAV Milas-Bodrum'un toplam yolcu sayısı 2015-2017 döneminde yıllık ortalama %5 düşerken (dış hat -%22,8, iç hat +%5,6), toplam gelirleri € bazında yıllık ortalama %80 artmıştır. Turizm sektöründeki büyümenin TAV Milas-Bodrum'un dış hat yolcu trafiğini desteklemesini bekliyor, bu doğrultuda projeksiyon dönemimizde toplam yolcu sayısının yıllık ortalama %7,7 artacağını (dış hat +%12, iç hat +%5) tahmin ediyoruz. Yüksek baz etkisine rağmen, kârlı dış hat yolcu sayısındaki artışın desteğiyle projeksiyon dönemimizde toplam gelirlerin € bazında yıllık ortalama yaklaşık %10 ile çift haneli büyüme kaydedeceğini öngörüyoruz. İmtiyaz kira giderleri nedeniyle halihazırda negatif FAVÖK üreten TAV Milas-Bodrum'un, 2023 yılından itibaren pozitif FAVÖK üretmeye başlayacağını ve FAVÖK marjının projeksiyon dönemimizin sonlarına doğru %62'lere ulaşacağını tahmin ediyoruz. TAV Milas-Bodrum'un 3Ç18 sonu itibarıyla 122 mn € net borç pozisyonu olup, finansman giderleri nedeniyle 2028 yılına kadar vergi ödemesini beklemiyoruz.
- TAV Milas-Bodrum için, Avro bazlı İNA modelimizde %6 risksiz faiz oranı, %6 hisse senedi risk primi, 1x beta ve %3 borç primi kullanarak AOSM'yi %10,8 uyguladık. İşletme hakkının imtiyaz süresinin sonunda yenilenmeyeceği varsayımıyla uç değer hesabı yapmadık ve böylece TAV Milas-Bodrum'un bugünkü değerini -60 mn € (12 aylık değer -69 mn €) hesapladık. TAV Havalimanları Holding değerlemesine katkısı ise sahip olduğu %100'lük iştirak payı doğrultusunda -69 mn €'dur.

07 Ocak 2019 Pazartesi

İNA - TAV Milas Bodrum	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030-2035T
Yolcu sayısı (mn)	4,6	4,9	5,3	5,6	6,0	6,4	6,8	7,3	7,8	8,3	8,9	68,2
Dış hat (O&D)	1,8	2,0	2,2	2,4	2,6	2,8	3,1	3,3	3,6	4,0	4,3	35,3
İç hat	2,8	3,0	3,1	3,3	3,4	3,6	3,8	4,0	4,2	4,4	4,6	32,9
Yolcu başına ücret												
Dış hat (O&D)	15 €	15 €	15 €	15 €	15 €	15 €	15 €	15 €	15 €	15 €	15 €	15 €
İç hat	3 €	3 €	3 €	3 €	3 €	3 €	3 €	3 €	3 €	3 €	3 €	3 €
Havacılık gelirleri (mn €)	23,7	25,8	27,8	30,1	32,5	35,2	38,1	41,2	44,6	48,3	52,3	418,9
Yolcu gelirleri	17,8	19,3	20,9	22,6	24,4	26,4	28,6	30,9	33,4	36,2	39,2	314,1
Diğer	5,9	6,4	7,0	7,5	8,1	8,8	9,5	10,3	11,1	12,1	13,1	104,7
Havacılık dışı gelirler (mn €)	11,0	12,0	13,1	14,2	15,5	16,8	18,3	19,8	21,6	23,5	25,5	207,5
ATÜ komisyon gelirleri	9,4	10,3	11,2	12,3	13,4	14,6	15,9	17,3	18,8	20,5	22,4	183,6
BTA komisyon gelirleri	1,6	1,7	1,8	2,0	2,1	2,2	2,4	2,6	2,7	2,9	3,1	23,9
Diğer	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Toplam gelirler (mn €)	35	38	41	44	48	52	56	61	66	72	78	626
FVÖK	-12	-10	-7	-4	-1	3	7	11	16	21	27	316
FAVKÖK	25	28	30	33	37	40	44	48	53	59	64	544
<i>FAVKÖK Marjı</i>	<i>71,7%</i>	<i>72,8%</i>	<i>73,9%</i>	<i>75,0%</i>	<i>76,1%</i>	<i>77,2%</i>	<i>78,3%</i>	<i>79,4%</i>	<i>80,5%</i>	<i>81,6%</i>	<i>82,7%</i>	<i>86,9%</i>
İmtiyaz kira giderleri (KDV dahil)	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34	203
FAVÖK	-9	-6	-4	-1	3	6	10	15	19	25	30	341
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>-25,9%</i>	<i>-16,7%</i>	<i>-8,8%</i>	<i>-1,4%</i>	<i>5,6%</i>	<i>12,1%</i>	<i>18,2%</i>	<i>24,0%</i>	<i>29,4%</i>	<i>34,4%</i>	<i>39,2%</i>	<i>54,4%</i>
Amortisman	3	3	3	3	3	3	4	4	4	4	4	24
Vergi	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-4	-5	-63
Çalışma sermayesindeki değişim	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Yatırım harcamaları	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-4	-4	-4	-4	-4	-24
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	-12	-10	-7	-4	-1	3	7	11	16	21	27	253
AOSM	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
İskonto Faktörü	0,97	0,88	0,79	0,72	0,65	0,58	0,53	0,48	0,43	0,39	0,35	1,49
İskonto Edilmiş Nakit Akımları - Eylül 30 2018	-12	-8	-5	-3	0	2	4	5	7	6	7	60
Firma Değeri - Eylül 30 2018	62											
Sonsuza giden değer	0											
Net borç - Eylül 30 2018	122											
TAV Milas Bodrum Değeri	-60											
Özsermaye maliyeti	14,4%											
12A TAV Milas Bodrum Değeri	-69											
TAV'ın payı (%100)	-69											

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

TAV Antalya

- TAV Havalimanları Holding, Fraport IC İçtaş Havalimanı İşletme A.Ş.'nin %49 hissesini ve Fraport IC İçtaş Antalya Havalimanı Terminal Yatırım ve İşletmeciliği A.Ş.'nin %48,99 hissesini toplam 360 mn € karşılığında satın alarak Antalya Havalimanı'nı Mayıs/2018'de portföyüne dâhil etti. Söz konusu hisse satın alımıyla Şirket, Antalya Havalimanı'nda mevcut ortakla eşit kontrol ve %50 oranında temettü hakkına sahip oldu.
- TAV Havalimanları Holding'in 2024 sonuna kadar imtiyaz kira yöntemiyle işletme hakkına sahip olduğu Antalya Havalimanı, 2018 yılının Ocak-Kasım döneminde Türkiye geneli havalimanları toplam yolcu trafiğinin %15,6'sını, dış hat yolcu trafiğinin ise %25,8'ini oluşturmuştur. Antalya Havalimanı'nın önemli bir turizm bölgesinde yer alması nedeniyle kârlı dış hat yolcu potansiyelinin yüksek olduğunu düşünüyor, imtiyaz süresi boyunca konsolide finansallara önemli katkıda bulunacağını tahmin ediyoruz. Şirket TAV Antalya'yı özkaynak yöntemi ile finansallarına konsolide etmekte olup, 2019 yılında konsolide net kâra 35 mn € katkıda bulunmasını bekliyoruz.
- TAV Antalya için, Avro bazlı İNA modelimizde %6 risksiz faiz oranı, %6 hisse senedi risk primi, 1x beta ve %3 borç primi kullanarak AOSM'yi %10,8 uyguladık. İşletme hakkının imtiyaz süresinin sonunda yenilenmeyeceği varsayımıyla uç değer hesabı yapmadık ve böylece TAV Antalya'nın bugünkü değerini 452 mn € (12 aylık değer 517 mn €) hesapladık. TAV Havalimanları Holding değerlemesine katkısı ise sahip olduğu %50'lik iştirak payı doğrultusunda 258 mn €'dur.

07 Ocak 2019 Pazartesi

İNA - TAV Antalya	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T
Yolcu sayısı (mn)	32,0	32,8	33,2	33,5	33,8	34,2
Dış hat (O&D)	24,2	24,9	25,2	25,4	25,7	25,9
İç hat	7,8	7,9	8,0	8,1	8,2	8,2
Yolcu başına ücret						
Dış hat (O&D)	15 €	15 €	15 €	15 €	15 €	15 €
İç hat	3 €	3 €	3 €	3 €	3 €	3 €
Havacılık gelirleri (mn €)	215	221	223	225	228	230
Yolcu gelirleri	193	199	201	203	205	207
Diğer	21	22	22	23	23	23
Havacılık dışı gelirler (mn €)	118	122	123	124	125	126
ATÜ komisyon gelirleri	48	50	50	51	51	52
BTA komisyon gelirleri	10	10	10	11	11	11
Diğer	60	61	62	63	63	64
Toplam gelirler (mn €)	333	343	346	349	353	356
FVÖK	138	142	143	145	146	148
FAVKÖK	267	271	273	274	276	278
<i>FAVKÖK Marjı</i>	<i>80,2%</i>	<i>79,2%</i>	<i>78,9%</i>	<i>78,5%</i>	<i>78,2%</i>	<i>77,9%</i>
İmtiyaz kira giderleri (KDV dahil)	119	119	119	119	119	119
FAVÖK	148	153	154	156	157	159
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>44,6%</i>	<i>44,6%</i>	<i>44,6%</i>	<i>44,6%</i>	<i>44,6%</i>	<i>44,6%</i>
Amortisman	10	11	11	11	11	11
Vergi	-30	-31	-29	-29	-29	-30
Çalışma sermayesindeki değişim	0	0	0	0	0	0
Yatırım harcamaları	-10	-11	-11	-11	-11	-11
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	108	111	115	116	117	118
AOSM	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
İskonto Faktörü	0,97	0,88	0,79	0,72	0,65	0,58
İskonto Edilmiş Nakit Akımları - Eylül 30 2018	105	97	91	83	76	69
Firma Değeri - Eylül 30 2018	521					
Sonsuza giden değer	0					
Net borç - Eylül 30 2018	69					
TAV Antalya Değeri	452					
Özsermaye maliyeti	14,4%					
12A TAV Antalya Değeri	517					
TAV'ın payı (%50*)	258					

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

* TAV Havalimanları Holding %49 oranında hisseye sahip olup, %50 kâr payı ve oy hakkına sahiptir.

TAV Gürcistan

- TAV Havalimanları Holding, Gürcistan'da Tiflis ve Batum Havalimanlarının sırasıyla Şubat/2027 ve Ağustos/2027'ye kadar YİD yöntemiyle işletme hakkına sahiptir. TAV Gürcistan toplam yolcu trafiği içerisinde Batum Havalimanı'nın payının düşük olması nedeniyle (2017: %13,6, 9A18: %15), İNA yöntemine göre değerlemeyi Tiflis Havalimanı üzerinden yaptık.
- Tiflis Havalimanı'nda yolcu başına ücret direkt dış hat yolcular için 24 \$ olup, iç hat yolcular için 6 \$'dır. TAV Gürcistan, toplam yolcu trafiğinin ağırlıklı olarak dış hat yolcudan oluşması (%90'ın üzerinde) nedeniyle oldukça kârlı bir operasyon olup, son yıllarda İran, İsrail ve Rusya kaynaklı talep artışının desteğiyle FAVÖK marjı %80'e yaklaşmıştır (2012: %56,7). Ancak, İran'da yaşanan makroekonomik belirsizlikler nedeniyle önümüzdeki dönemde İranlı turist talebinde yavaşlama öngörüyoruz. Öte yandan, İsrail ve Rus turist sayısındaki artışın devam edeceğini ve böylece 2019 yılında toplam yolcu sayısının yıllık bazda %15 artacağını (projeksiyon dönemimizde +%9 YBBO), € bazında gelirlerinin %22 büyüyeceğini (projeksiyon dönemimizde +%5,7 YBBO) ve FAVÖK marjının %79,6 olacağını (projeksiyon dönemimizde ortalama %80) tahmin ediyoruz.
- TAV Gürcistan için, Avro bazlı İNA modelimizde %6 risksiz faiz oranı, %6 hisse senedi risk primi, 1x beta, %3 borç primi ve %15 oranında kurumlar vergisi oranıyla AOSM'yi %11 uyguladık. İşletme hakkının imtiyaz süresinin sonunda yenilenmeyeceği varsayımıyla uç değer hesabı yapmadık ve böylece TAV Gürcistan'ın bugünkü değerini 462 mn € (12 aylık değer 528 mn €) hesapladık. TAV Havalimanları Holding değerlemesine katkısı ise sahip olduğu %80'lik iştirak payı doğrultusunda 423 mn €'dur.

07 Ocak 2019 Pazartesi

İNA - TAV Gürcistan	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Yolcu sayısı (mn)	5,0	5,7	6,0	6,4	6,7	7,1	7,6	8,0	1,4
Dış hat (O&D)	4,5	5,1	5,4	5,7	6,1	6,4	6,8	7,2	1,3
İç hat	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	0,1
Yolcu başına ücret									
Dış hat (O&D)	24 \$	24 \$	24 \$	24 \$	24 \$	24 \$	24 \$	24 \$	24 \$
İç hat	6 \$	6 \$	6 \$	6 \$	6 \$	6 \$	6 \$	6 \$	6 \$
Havacılık gelirleri (mn €)	71	75	76	78	82	85	88	92	16
Yolcu gelirleri	53	56	57	59	61	64	66	69	12
Diğer	18	19	19	20	20	21	22	23	4
Havacılık dışı gelirler (mn €)	42	46	46	47	47	48	49	49	8
ATÜ komisyon gelirleri	11	12	13	14	15	15	16	17	3
BTA komisyon gelirleri	2	2	3	3	3	3	3	3	1
Diğer	29	31	31	30	30	29	29	29	5
Toplam gelirler (mn €)	113	121	122	125	129	133	137	141	25
FVÖK	85	91	92	95	98	101	104	107	19
FAVÖK	90	97	98	100	103	106	110	113	20
FAVÖK Marjı	79,6%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%
Amortisman	5	5	5	6	6	6	6	6	1
Vergi	-13	-14	-14	-14	-15	-15	-16	-16	-3
Çalışma sermayesindeki değişim	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Yatırım harcamaları	-5	-5	-5	-6	-6	-6	-6	-6	-1
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	72	78	78	80	83	85	88	91	16
AOSM	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
İskonto Faktörü	0,97	0,88	0,79	0,71	0,64	0,58	0,52	0,47	0,42
İskonto Edilmiş Nakit Akımları - Eylül 30 2018	70	68	62	57	53	49	46	43	7
Firma Değeri - Eylül 30 2018	455								
Sonsuza giden değer	0								
Net borç - Eylül 30 2018	-7								
TAV Gürcistan Değeri	462								
Özsermaye maliyeti	14,4%								
12A TAV Gürcistan Değeri	528								
TAV'ın payı (%80)	423								

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

TAV Tunus

- TAV Havalimanları Holding, Tunus'ta Monastir ve Enfidha Havalimanlarının YİD+İmtiyaz kira yöntemiyle Mayıs/2047'ye kadar işletme hakkına sahiptir. TAV Tunus'ta yolcu başına ücret direkt dış hat yolcular için 9 € ve iç hat yolcular için 1 € olup, imtiyaz kira bedeli yıllık cironun %11-26'sı aralığında belirlenen bir orandan hesaplanmaktadır. Ancak, TAV Tunus, 2015 yılında Tunus'ta yaşanan terör olayları kaynaklı olumsuz etkilenen operasyonları nedeniyle, Tunuslu yetkililer ve kreditorler ile imtiyaz ve finansal anlaşmaları yeniden yapılandırmaya yönelik müzakere sürecinde olup, son iki yıldır kira ve borç yükümlülüklerini yerine getirememektedir. Şirket yönetimi yeniden yapılandırma anlaşmasının yakın bir tarihte imzalanmasını beklemektedir. Söz konusu anlaşmanın imzalanamaması, imtiyaz anlaşmasının sonlandırılmasına varan derecede önemli olumsuz sonuçlara yol açabileceğinden, değerlememiz üzerinde önemli bir risk teşkil etmektedir.
- 2015 yılında, Tunus'ta yaşanan terör olaylarının etkisiyle TAV Tunus'un toplam yolcu sayısı yıllık bazda %58, toplam gelirleri %52 düşerek negatif FAVÖK (-12 mn €) kaydetmesine neden olmuştur. Ancak, 2018 yılının ilk dokuz ayında düşük bazın da etkisiyle toplam yolcu sayısında yaşanan yıllık bazda yaklaşık %50'lik artış, toplam gelirlerinin yıllık bazda %37 artmasını ve 9 mn € seviyesinde FAVÖK (9A17: 0,4 mn €) kaydetmesini sağlamıştır. Söz konusu toparlanmanın devamı, Tunus turizminin yeniden canlanmasına bağlı olup, bu konuda yaşanacak iyileşmeler TAV Tunus'a yönelik tahminlerimiz açısından önemli bir yukarı yönlü risk unsurudur.
- TAV Tunus için, Avro bazlı İNA modelimizde %6 risksiz faiz oranı, %6 hisse senedi risk primi, 1x beta, %3 borç primi ve %25 oranında kurumlar vergisi oranıyla AOSM'yi %10,6 uyguladık. İşletme hakkının imtiyaz süresinin sonunda yenilenmeyeceği varsayımıyla uç değer hesabı yapmadık ve böylece TAV Tunus'un bugünkü değerini 13 mn € (12 aylık değer 15 mn €) hesapladık. TAV Havalimanları Holding değerlemesine katkısı ise sahip olduğu %67'lik iştirak payı doğrultusunda 10 mn €'dur.

07 Ocak 2019 Pazartesi

İNA - TAV Tunus (Monastir & Enfidha)	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030-2047T
Yolcu sayısı (mn)	2,5	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6	2,7	2,7	2,7	2,8	2,8	53,1
Dış hat (O&D)	2,5	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6	2,7	2,7	2,7	2,8	2,8	53,1
İç hat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Yolcu başına ücret												
Dış hat (O&D)	9 €	9 €	9 €	9 €	9 €	9 €	9 €	9 €	9 €	9 €	9 €	9 €
İç hat	1 €	1 €	1 €	1 €	1 €	1 €	1 €	1 €	1 €	1 €	1 €	1 €
Havacılık gelirleri (mn €)	15	15	15	16	16	16	16	16	16	17	17	319
Yolcu gelirleri	11	11	12	12	12	12	12	12	12	12	13	239
Diğer	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	80
Havacılık dışı gelirler (mn €)	17	17	17	17	18	18	18	18	18	19	19	357
ATÜ komisyon gelirleri	6	6	6	6	6	6	6	6	7	7	7	128
BTA komisyon gelirleri	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	33
Diğer	9	9	9	10	10	10	10	10	10	10	10	196
Toplam gelirler (mn €)	32	32	33	33	33	34	34	34	35	35	35	676
FVÖK	3	3	2	2	2	2	2	2	2	2	2	11
FAVKÖK	10	10	10	10	10	10	11	11	11	11	11	238
FAVKÖK Marjı	30,2%	30,4%	30,5%	30,7%	30,8%	31,0%	31,2%	31,5%	31,7%	32,0%	32,3%	35,2%
İmtiyaz kira giderleri	4	4	4	4	5	5	5	5	6	6	6	147
FAVÖK	6	6	6	6	6	6	6	5	5	5	5	91
FAVÖK Marjı	18,2%	17,9%	17,5%	17,2%	16,8%	16,5%	16,2%	16,0%	15,7%	15,5%	15,3%	13,4%
Amortisman	3	3	3	3	3	3	4	4	4	4	4	80
Vergi	-1	-1	-1	-1	-1	-1	0	0	0	0	0	-3
Çalışma sermayesindeki değişim	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Yatırım harcamaları	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-4	-4	-4	-4	-4	-80
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	2	2	2	2	2	2	1	1	1	1	1	8
AOSM	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%
İskonto Faktörü	0,98	0,88	0,80	0,72	0,65	0,59	0,53	0,48	0,44	0,39	0,36	2,82
İskonto Edilmiş Nakit Akımları - Eylül 30 2018	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	0	2
Firma Değeri - Eylül 30 2018	13											
Sonsuza giden değer	0											
Net borç* - Eylül 30 2018	0											
TAV Tunus (Monastir & Enfidha) Değeri	13											
Özsermaye maliyeti	14,4%											
12A TAV Tunus (Monastir & Enfidha) Değeri	15											
TAV'ın payı (%67)	10											

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

* TAV Tunus'un 3Ç18 sonu itibarıyla 350 mn € net borcu olup, yeniden yapılandırma süreci nedeniyle değerlemeye dâhil etmedik.

TAV Makedonya

- TAV Havalimanları Holding, Makedonya’da Üsküp ve Ohrid havalimanlarını YİD+İmtiyaz Kira yöntemiyle Mart/2030’a kadar işletme hakkına sahiptir. TAV Makedonya’nın toplam yolcu trafiğinde Ohrid Havalimanı’nın payının düşük olması nedeniyle (2017: %8, 9A18: %10), İNA yöntemine göre değerlemeyi Üsküp Havalimanı üzerinden yaptık.
- Üsküp Havalimanı’nın tamamı dış hat yolcudan oluşmakta olup, yolcu başına ücret direkt dış hat yolcular için 17,5 €’dur. İmtiyaz kira bedeli ise, Üsküp ve Ohrid havalimanlarını kullanan toplam yolcu sayısı 1 milyona ulaşınca kadar yıllık brüt cironun %15’i olup, yolcu sayısı 1 milyonu aştığı durumlarda ise yolcu sayısına bağlı olarak yıllık brüt cironun %4 ila %2’si arasında değişen bir oranda ödenmektedir.
- TAV Makedonya, operasyonel olarak Şirketin yurt dışı havalimanı portföyünde Gürcistan’dan sonraki en kârlı iştirakidir. Şirketin 2015-2017 döneminde toplam gelirleri ve FAVÖK’ü sırasıyla yıllık ortalama %8,7 ve %10 oranında büyümüş, FAVÖK marjı %40,8’den %41,8’e yükselmiştir.
- TAV Makedonya için, Avro bazlı İNA modelimizde %6 risksiz faiz oranı, %6 hisse senedi risk primi, 1x beta, %3 borç primi ve %10 oranında kurumlar vergisi oranıyla AOSM’yi %11,3 uyguladık. İşletme hakkının imtiyaz süresinin sonunda yenilenmeyeceği varsayımıyla uç değer hesabı yapmadık ve böylece TAV Makedonya’nın bugünkü değerini 90 mn € (12 aylık değer 103 mn €) hesapladık. TAV Havalimanları Holding değerlemesine katkısı ise sahip olduğu %100’lük iştirak payı doğrultusunda 103 mn €’dur.

07 Ocak 2019 Pazartesi

İNA - TAV Makedonya (Üsküp & Ohrid)	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Yolcu sayısı (mn)	2,6	3,0	3,2	3,6	3,9	4,3	4,8	5,2	5,8	6,3	7,0	1,9
Dış hat (O&D)	2,6	3,0	3,2	3,6	3,9	4,3	4,8	5,2	5,8	6,3	7,0	1,9
İç hat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Yolcu başına ücret												
Dış hat (O&D)	17,5 €	17,5 €	17,5 €	17,5 €	17,5 €	17,5 €	17,5 €	17,5 €	17,5 €	17,5 €	17,5 €	17,5 €
İç hat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Havacılık gelirleri (mn €)	31	34	38	42	46	50	55	61	67	74	81	22
Yolcu gelirleri	23	26	28	31	34	38	42	46	50	55	61	17
Diğer	8	9	9	10	11	13	14	15	17	18	20	6
Havacılık dışı gelirler (mn €)	6	6	7	8	8	9	10	11	12	13	15	4
ATÜ komisyon gelirleri	3	4	4	4	5	5	6	6	7	8	8	2
BTA komisyon gelirleri	1	2	2	2	2	2	2	3	3	3	4	1
Diğer	1	1	1	1	2	2	2	2	2	3	3	1
Toplam gelirler (mn €)	36	41	45	49	54	60	66	72	79	87	96	26
FVÖK	12	14	16	18	20	22	25	27	30	34	37	10
FAVKÖK	17	19	21	23	25	28	31	34	37	41	45	12
FAVKÖK Marjı	46,8%	46,8%	46,8%	46,8%	46,8%	46,8%	46,8%	46,8%	46,8%	46,8%	46,8%	46,8%
İmtiyaz kira giderleri	1	2	2	2	2	2	3	3	3	3	4	1
FAVÖK	16	17	19	21	23	25	28	31	34	37	41	11
FAVÖK Marjı	42,8%	42,8%	42,8%	42,8%	42,8%	42,8%	42,8%	42,8%	42,8%	42,8%	42,8%	42,8%
Amortisman	3	3	3	3	3	3	4	4	4	4	4	1
Vergi	-1	-1	-2	-2	-2	-2	-2	-3	-3	-3	-4	-1
Çalışma sermayesindeki değişim	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Yatırım harcamaları	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-4	-4	-4	-4	-4	-1
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	11	13	14	16	18	20	22	24	27	30	33	9
AOSM	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%
İskonto Faktörü	0,97	0,88	0,79	0,71	0,64	0,57	0,51	0,46	0,41	0,37	0,34	0,30
İskonto Edilmiş Nakit Akımları - Eylül 30 2018	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	3
Firma Değeri - Eylül 30 2018	126											
Sonsuza giden değer	0											
Net borç - Eylül 30 2018	36											
TAV Makedonya Değeri	90											
Özsermaye maliyeti	14,4%											
12A TAV Makedonya Değeri	103											
TAV'ın payı (%100)	103											

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

07 Ocak 2019 Pazartesi

TAV Medine (TIBAH)

- TAV Havalimanları Holding, Medine Havalimanı'nı YDİ+İmtiyaz Kira yöntemi ile 2037 yılına kadar işletme hakkına sahiptir. Medine Havalimanı'nda, Şirket portföyündeki diğer havalimanlarından farklı olarak hem gelen hem de giden dış hat yolcudan (toplam yolcu sayısının %70'i dış hat) ücret alınmakta olup, yolcu başına 87 SAR olan bu ücret 3 yılda bir Suudi Arabistan'daki yıllık ortalama TÜFE oranında artırılmaktadır. İmtiyaz kira bedeli ise yıllık cironun %54,5'i oranında ödenmektedir. TAV Medine, yüksek borçluluğun yarattığı finansman giderlerinin ağırlıklı etkisiyle 2015 yılından bu yana net zarar kaydetmektedir. TAV Havalimanları Holding'in finansallarına özkaynak yöntemiyle konsolide edilen TAV Medine'nin, 2028 yılından itibaren net kâr üretmeye başlamasını bekliyoruz.
- TAV Medine için, Avro bazlı İNA modelimizde %6 risksiz faiz oranı, %6 hisse senedi risk primi, 1x beta, %3 borç primi ve %20 oranında kurumlar vergisi oranıyla AOSM'yi %10,8 uyguladık. İşletme hakkının imtiyaz süresinin sonunda yenilenmeyeceği varsayımıyla uç değer hesabı yapmadık ve böylece TAV Medine'nin bugünkü değerini -35 mn € (12 aylık değer -40 mn €) hesapladık. TAV Havalimanları Holding değerlemesine katkısı ise sahip olduğu %33'lük iştirak payı doğrultusunda -13 mn €'dur.

İNA - TAV Medine (TIBAH)	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030-2037T
Yolcu sayısı (mn)	9,0	9,9	10,9	12,0	13,2	14,5	16,0	17,6	19,3	21,3	23,4	294,1
Dış hat (O&D)	6,3	6,9	7,6	8,4	9,2	10,2	11,2	12,3	13,5	14,9	16,4	205,9
İç hat	2,7	3,0	3,3	3,6	4,0	4,4	4,8	5,3	5,8	6,4	7,0	88,2
Yolcu başına ücret (SAR)												
Dış hat (O&D)	88	88	88	88	90	90	90	90	92	92	92	94
İç hat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Havacılık gelirleri (mn €)	163	169	181	199	224	247	272	299	344	386	433	6.185
Yolcu gelirleri	146	152	163	179	202	222	244	269	309	347	389	5.567
Diğer	16	17	18	20	22	25	27	30	34	39	43	619
Havacılık dışı gelirler (mn €)	91	91	91	91	91	91	91	91	91	91	91	725
ATÜ komisyon gelirleri	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	8
BTA komisyon gelirleri	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Diğer	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	717
Toplam gelirler (mn €)	253	260	272	289	315	338	362	389	434	476	523	6.911
FVÖK	56	59	63	69	78	85	94	104	119	134	151	2.254
FAVKÖK	197	203	215	230	253	273	295	320	360	398	440	6.054
<i>FAVKÖK Marjı</i>	77,7%	78,3%	78,9%	79,6%	80,2%	80,8%	81,5%	82,1%	82,8%	83,5%	84,1%	87,6%
İmtiyaz kira giderleri	138	142	148	158	172	184	197	212	237	260	285	3.766
FAVÖK	59	62	66	73	81	89	98	108	123	138	155	2.288
<i>FAVÖK Marjı</i>	23,2%	23,8%	24,4%	25,1%	25,7%	26,3%	27,0%	27,6%	28,3%	29,0%	29,6%	33,1%
Amortisman	3	3	3	3	3	3	4	4	4	4	4	34
Vergi	-11	-12	-13	-14	-16	-17	-19	-21	-24	-27	-30	-451
Çalışma sermayesindeki değişim	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-7
Yatırım harcamaları	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-4	-4	-4	-4	-4	-34
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	44	47	50	55	62	68	75	83	95	107	121	1.796
AOSM	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
İskonto Faktörü	0,97	0,88	0,79	0,72	0,65	0,58	0,53	0,48	0,43	0,39	0,35	1,81
İskonto Edilmiş Nakit Akımları - Eylül 30 2018	43	41	40	40	40	40	40	39	41	41	42	379
Firma Değeri - Eylül 30 2018	826											
Sonsuza giden değer	0											
Net borç - Eylül 30 2018	861											
TAV Medine Değeri	-35											
Özsermaye maliyeti	14,4%											
12A TAV Medine Değeri	-40											
TAV'ın payı (%33)	-13											

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Gümrüksüz Satış Mağazası İşletmeciliği (ATÜ)

- TAV Havalimanları Holding'in %50 oranında iştiraki olan ATÜ, gümrüksüz (duty-free) satış mağazası işletmeciliği faaliyetleri ile bu alanda Türkiye'nin en büyük şirketi olup, TAV grubu dışındaki havalimanlarında da faaliyet göstermektedir.
- Son beş yıllık dönemde ortalama yolcu başına duty-free harcaması yaklaşık 14 € iken, 9A18'de TL'deki değer kaybının etkisiyle Türk yolcuların alım gücündeki zayıflık ve Avrupalı yolcuların harcamalarındaki düşüş nedeniyle 11,4 €'ya gerilemiştir (9A17: 13,3 €).
- Önümüzdeki dönemde ABD, Orta Doğu ve Afrika'da büyüme fırsatlarını yakından takip eden ATÜ'nün, 8 ülkede 21 havalimanında yürüttüğü faaliyetlerle dünya havayolu ulaşım talebindeki büyümeden fayda sağlamaya devam edeceğini düşünüyoruz. Ancak, portföyünde yer alan operasyonları içerisinde yolcu başına harcamanın en yüksek olduğu (2017: 14,3 €) Atatürk Havalimanı'ndaki faaliyetlerinin sona erecek olması (İstanbul Havalimanı'nda sadece bazı lüks markaların gümrüksüz satışı operasyonunu gerçekleştirecek), ATÜ'nün kârlılığını olumsuz yönde etkileyecek. Bu doğrultuda, TAV Havalimanları Holding'in finansallarına özkaynak yöntemiyle konsolide ettiği ATÜ'nün 2019 yılında konsolide net kâra 10 mn € (2018T 23 mn €) katkı yapmasını bekliyoruz.
- Şirket için, Avro bazlı İNA modelimizde %6 risksiz faiz oranı, %6 hisse senedi risk primi, 1x beta ve %3 borç primi kullanarak AOSM'yi %10,8 uyguladık. Bir hizmet şirketi olarak ATÜ'nün, portföydeki havalimanlarının imtiyaz süresi bittikten sonra da faaliyetlerini sürdüreceği varsayımıyla uç değer hesabında %1 büyüyeceğini varsaydık. Bu doğrultuda, ATÜ'nün bugünkü değerini 314 mn € (12 aylık değer 359 mn €) hesapladık. TAV Havalimanları Holding değerlemesine katkısı ise sahip olduğu %50'lik iştirak payı doğrultusunda 179 mn €'dur.

ATÜ'nün Hizmet Verdiği Noktalar (2017)



Kaynak: TAV Havalimanları Holding, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

07 Ocak 2019 Pazartesi

İNA - ATÜ (Gümrüksüz Satış Mağazası İşletmeciliği)	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Toplam gelirler	363	290	294	306	295	290	170	181	155	157	168	162
SMM+Faaliyet giderleri	338	271	275	286	276	271	162	172	148	150	160	155
FVÖK	25	19	19	20	19	19	8	9	7	7	8	7
Amortisman	5	5	5	6	6	6	6	6	6	6	6	6
FAVÖK	30	24	25	26	25	24	14	15	13	13	14	14
FAVÖK Marjı	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
Vergi	-6	-4	-4	-4	-4	-4	-2	-2	-1	-1	-2	-1
Çalışma sermayesindeki değişim	3	1	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
Yatırım harcamaları	-5	-5	-5	-6	-6	-6	-6	-6	-6	-6	-6	-6
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	23	16	15	16	15	15	8	7	6	6	6	6
AOSM	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
İskonto Faktörü	0,97	0,88	0,79	0,72	0,65	0,58	0,53	0,48	0,43	0,39	0,35	0,32
İskonto Edilmiş Nakit Akımları - Eylül 30 2018	23	14	12	11	10	9	4	3	2	2	2	2
Firma Değeri - Eylül 30 2018	95											
Sonsuz büyüme oranı	1%											
Sonsuza giden değer	189											
Net borç - Eylül 30 2018	-30											
ATÜ Değeri	314											
Özsermaye maliyeti	14,4%											
12A ATÜ Değeri	359											
TAV'ın payı (%50)	179											

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Yiyecek & İçecek Hizmetleri (BTA)

- TAV Havalimanları Holding'in %100 iştiraki olan BTA, hem grup içi hem de grup dışı havalimanları, denizyolları ve AVM'lerde yiyecek-içecek hizmetleri sunmaktadır.
- Son beş yıllık dönemde yolcu başına yiyecek&içecek harcaması ortalama 1,3 € olurken, 9A18'de ise TL'de yaşanan değer kaybının olumsuz etkisiyle yıllık bazda yaklaşık %13 düşüşle 1 €'ya gerilemiştir.
- Avrupa, Kuzey Afrika ve Orta Doğu'da büyüme fırsatlarını yakından takip eden BTA, kara taşımacılığının olduğu noktalarda ve şehir içi noktalarda da fırsatları değerlendirmektedir. Atatürk Havalimanı'ndaki faaliyetlerini İstanbul Havalimanı'nda da sürdüreceği olan BTA'nın yurt dışında açtığı yeni noktaların da katkısıyla havacılık ve perakende sektörünün sunduğu büyüme potansiyelinden fayda sağlamaya devam edeceğini tahmin ediyoruz.
- BTA için, Avro bazlı İNA modelimizde %6 risksiz faiz oranı, %6 hisse senedi risk primi, 1x beta ve %3 borç primi kullanarak AOSM'yi %10,8 uyguladık. Bir perakende şirketi olarak BTA'nın, portföydeki havalimanlarının imtiyaz süresi bittikten sonra da faaliyetlerini sürdüreceği ve faaliyet alanının sadece havalimanları ile sınırlı kalmaması nedeniyle uç değer hesabında %1 büyüyeceğini varsaydık. Bu doğrultuda, BTA'nın bugünkü değerini 40 mn € (12 aylık değer 45 mn €) hesapladık. TAV Havalimanları Holding değerlemesine katkısı ise sahip olduğu %100'lük iştirak payı doğrultusunda 45 mn €'dur.

BTA'nın Hizmet Verdiği Noktalar (2017)



Kaynak: TAV Havalimanları Holding, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

07 Ocak 2019 Pazartesi

İNA - BTA (Yiyecek & İçecek Hizmetleri)	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Toplam gelirler	93	82	84	88	81	76	47	50	44	45	48	42
SMM+Faaliyet giderleri	90	77	79	82	76	71	45	48	43	44	46	41
FVÖK	3	5	5	6	5	5	2	2	1	1	2	1
Amortisman	6	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
FAVÖK	9	8	8	9	8	8	5	5	4	4	5	4
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>10,2%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,0%</i>
Vergi	-1	-1	-1	-1	-1	-1	0	0	0	0	0	0
Çalışma sermayesindeki değişim	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Yatırım harcamaları	-20	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	-11	4	4	5	4	4	2	2	1	1	1	1
AOSM	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
İskonto Faktörü	0,97	0,88	0,79	0,72	0,65	0,58	0,53	0,48	0,43	0,39	0,35	0,32
İskonto Edilmiş Nakit Akımları - Eylül 30 2018	-10	4	3	3	3	2	1	1	1	0	0	0
Firma Değeri - Eylül 30 2018	8											
Sonsuz büyüme oranı	1%											
Sonsuza giden değer	33											
Net borç - Eylül 30 2018	2											
BTA Değeri	40											
Özsermaye maliyeti	14,4%											
12A BTA Değeri	45											
TAV'ın payı (%100)	45											

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Yer Hizmetleri (HAVAŞ ve TGS)

- TAV Havalimanları Holding'in sermayesinin tamamına sahip olduğu HAVAŞ (Havaalanları Yer Hizmetleri A.Ş.) ve HAVAŞ ile THY'nin yarı yarıya ortak olduğu TGS (TGS Yer Hizmetleri A.Ş.)'nin ana faaliyet konusu yer hizmetleridir. Sadece THY'nin yer hizmetleri faaliyetini yürüten TGS, HAVAŞ ile THY arasında Haziran/2018'de yenilenen sözleşme ile İstanbul Havalimanı ve hâlihazırda faaliyet gösterilen Türkiye'deki diğer 7 havalimanında 15 yıl süreyle faaliyet göstermeye devam edecek.
- HAVAŞ'ın son beş yıllık dönemde yer hizmeti verdiği uçak sayısı yıllık ortalama %3 artarken, TGS'nin ise %10 ile çift haneli büyüme göstermiştir. Söz konusu dönemde her iki şirketin toplam gelirleri ise yıllık ortalama sırasıyla %1,3 ve %10 oranında artış göstermiştir. Her iki şirketin de, tamamlandığında dünyanın en önemli havacılık merkezlerinden biri olacağına inandığımız İstanbul Havalimanı'nın yaratacağı sinerjiden fayda sağlayacak önemli bir büyüme potansiyeli taşıdığına inanıyoruz. Özellikle de, 3Ç18 sonu itibarıyla filosunda 329 adet uçak bulunan THY'nin 2023 sonu itibarıyla uçak sayısını 475 adet seviyesine çıkararak gerçekleştireceği kapasite artışının, TGS'nin büyümesine önemli ölçüde katkıda bulunmasını bekliyoruz. HAVAŞ'ın ise, Türkiye'nin yanı sıra Doğu Avrupa, Rusya ve BDT, Arap Yarımadası ve Afrika bölgelerindeki fırsatları değerlendirerek, küresel ölçekte büyümeye devam edeceğini öngörüyoruz.
- HAVAŞ ve TGS için, Avro bazlı İNA modelimizde %6 risksiz faiz oranı, %6 hisse senedi risk primi, 1x beta ve %3 borç primi kullanarak AOSM'yi %10,8 uyguladık. Hizmet şirketi olarak her iki şirket için uç değer hesabında %1 büyüyeceklerini varsaydık. Bu doğrultuda, HAVAŞ'ın TGS hariç bugünkü değerini 270 mn € (12 aylık değer 309 mn €) hesapladık. TAV Havalimanları Holding değerlemesine katkısı ise sahip olduğu %100'lük iştirak payı doğrultusunda 309 mn €'dur. TAV Havalimanları Holding'in finansallarına özkaynak yöntemi ile konsolide olan TGS'nin ise bugünkü değerini 247 mn € (12 aylık değer 282 mn €) hesapladık. TAV Havalimanları Holding değerlemesine katkısı ise HAVAŞ üzerinden sahip olduğu %50'lik hisse oranı ile 141 mn €'dur.

07 Ocak 2019 Pazartesi

İNA - HAVAŞ	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Toplam gelirler	145	146	148	149	151	152	154	155	157	158	160	161
Yer hizmeti verilen uçak sayısı (bin)	146	148	149	151	152	154	155	157	158	160	162	163
SMM+Faaliyet giderleri	111	120	127	130	134	138	142	146	150	154	158	161
FAVÖK	58	51	46	45	43	41	39	37	35	33	31	29
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>40,0%</i>	<i>35,0%</i>	<i>31,5%</i>	<i>30,0%</i>	<i>28,5%</i>	<i>27,0%</i>	<i>25,5%</i>	<i>24,0%</i>	<i>22,5%</i>	<i>21,0%</i>	<i>19,5%</i>	<i>18,0%</i>
Vergi	-7	-6	-4	-4	-3	-3	-2	-2	-1	-1	0	0
Çalışma sermayesindeki değişim	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Yatırım harcamaları	-21	-21	-21	-22	-22	-23	-23	-24	-24	-24	-24	-24
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	30	24	21	19	17	16	14	12	10	8	7	5
AOSM	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
İskonto Faktörü	0,97	0,88	0,79	0,72	0,65	0,58	0,53	0,48	0,43	0,39	0,35	0,32
İskonto Edilmiş Nakit Akımları - Eylül 30 2018	29	21	17	14	11	9	7	6	4	3	2	2
Firma Değeri - Eylül 30 2018	125											
Sonsuz büyüme oranı	1%											
Sonsuza giden değer	160											
Net borç - Eylül 30 2018	15											
HAVAŞ Değeri (TGS hariç)	270											
Özsermaye maliyeti	14,4%											
12A HAVAŞ Değeri (TGS hariç)	309											
TAV'ın payı (%100)	309											

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

İNA - TGS Yer Hizmetleri	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Toplam gelirler	277	280	282	285	288	291	294	297	300	303	306	309
Yer hizmeti verilen uçak sayısı (bin)	367	371	375	378	382	386	390	394	398	402	406	410
SMM+Faaliyet giderleri	256	263	269	275	280	283	286	289	292	296	299	302
FAVÖK	36	33	30	27	25	25	25	25	26	26	26	26
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>13,0%</i>	<i>11,7%</i>	<i>10,6%</i>	<i>9,5%</i>	<i>8,6%</i>	<i>8,6%</i>	<i>8,6%</i>	<i>8,6%</i>	<i>8,6%</i>	<i>8,6%</i>	<i>8,6%</i>	<i>8,6%</i>
Vergi	-5	-4	-3	-2	-2	-2	-2	-1	-1	-1	-1	-1
Çalışma sermayesindeki değişim	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Yatırım harcamaları	-16	-16	-16	-17	-17	-17	-18	-18	-18	-19	-19	-19
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	16	13	11	8	6	6	6	6	6	6	6	6
AOSM	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
İskonto Faktörü	0,97	0,88	0,79	0,72	0,65	0,58	0,53	0,48	0,43	0,39	0,35	0,32
İskonto Edilmiş Nakit Akımları - Eylül 30 2018	16	12	9	6	4	4	3	3	3	2	2	2
Firma Değeri - Eylül 30 2018	64											
Sonsuz büyüme oranı	1%											
Sonsuza giden değer	183											
Net borç - Eylül 30 2018	0											
TGS Yer Hizmetleri Değeri	247											
Özsermaye maliyeti	14,4%											
12A TGS Yer Hizmetleri Değeri	282											
TAV'ın payı (%50)	141											

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Öneri Metodolojisi

Hisse Senedi Öneri Metodolojisi

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“Vakıf Yatırım”) araştırma raporlarında izleme listesinde yer alan şirketler için “Gelecek 12 aya yönelik” ve “Kısa Vadeli Öneri” olmak üzere ikili bir öneri sistemi uygulamaktadır.

1. **Gelecek 12 aya yönelik öneri:** Şirket ile ilgili yapılan detay analiz ve değerlendirme çalışması sonrası ulaşılan getiri potansiyeli dikkate alınarak ve hissenin 12 aya kadar elde tutulması durumunda sağlaması beklenen getiri oranları çerçevesinde verilmektedir.

Burada AL, TUT, SAT olmak üzere üç temel öneri veriyoruz.

Bu önerilerin hangi yüzdesel yükseliş beklentileri doğrultusunda verileceği konusunda ise dinamik bir modelleme öngörüyoruz. Buna göre;

- **TUT (T)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre “Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi” kadar (en yakın %5’lik dilime yuvarlanmış olarak) yükseliş veya düşüş potansiyeli içermesi.
- **AL (A)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre “Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi” den fazla (en yakın %5’lik dilime yuvarlanmış olarak) yükseliş potansiyeli içermesi
- **SAT (S)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre “Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi” den fazla (en yakın %5’lik dilime yuvarlanmış olarak) düşüş potansiyeli içermesi.

Yukarıdaki tabloda belirlenen sınırlar, piyasanın doğası gereği geçici sürelerle ihlal edilebilir. Örneğin değerlemelerde dikkate alınmayan olumlu bir gelişmenin fiyatlanmasıyla AL önerimiz olan hisse senedi, hedef değerinin üstüne çıkabilir veya tersi bir durum söz konusu olabilir. Bu tür ihlallerin 3 aydan fazla sürmesi durumunda hedef değer ve öneri güncellemesi yayınlanması gereklidir.

Gelecek 12 aya yönelik öneri değişikliği şirket değerlemesini etkileyecek her türlü gelişme ve piyasa fiyatındaki hareketler dikkate alınarak ve şirket ile ilgili bir güncelleme raporu yayınlanarak yapılır.

Eğer değerlendirme değişimine sebep olan etken şirkete özel bir gerekçe ile değil, değerlendirme parametrelerinin (kur, faiz, büyüme, iskonto oranları vs) değişimi sonucu oluyorsa hedef değer güncellemesi tek tek şirketler için rapor yazılmaksızın topluca ve herhangi bir zamanlama kısıtlaması olmaksızın yapılabilir.

2. **Kısa Vadeli Öneri:** Hisse senedinin çeşitli gerekçelerle kısa vade için (3 ay) gelecek 12 aya yönelik öneri paralelinde hareket edeceği veya ayrışacağı düşünülüyorsa bu görüşümüzü kısa vadeli öneriler vurgulanacaktır. Bu öneri sistemimiz ise aşağıdaki gibi üç şekildedir.

- **Endekse Paralel Getiri (EPG)** : Kısa vadede endekse veya sektör endeksine paralel getiri beklentisi
- **Endeksin Üzerinde Getiri (EÜG):** Kısa vadede endeksin veya sektör endeksinin üzerinde getiri beklentisi
- **Endeksin Altında Getiri (EAG)** : Kısa vadede endeksin veya sektör endeksinin altında getiri beklentisi

Endeksin üzerinde ve altında getiri için herhangi bir rölatif getiri sınırı bulunmamaktadır.

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan çalışmalarda ilgili hisse ile ilgili kullanılacak diğer tanımlamalar ve kısaltmalar;

- **Kapsam Dışı (KD)** - Herhangi bir hedef değer ve önerimiz olmayan hisse senetlerini ifade eder.
- **Öneri Yok (OY)** - Herhangi bir hedef değer ve önerimiz olmayan ancak izleme listemizde olan hisse senetlerini ifade eder.
- **Revize Ediliyor (RE)** - Öneri Listemizde olan ancak çeşitli gerekçelerle öneri ve hedef değerimizi güncelleme gereği duyulan şirketlerin bu geçiş periyodunda olduğunu ifade etmek için kullanılır.

Sektör Öneri Metodolojisi

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan sektör raporlarında;

- **OLUMLU** - 12 aylık dönemde sektördeki koşullarının olumlu gelişmesi
- **OLUMSUZ** - 12 aylık dönemde sektördeki fiyatlamaya ve rekabet koşullarının olumsuz gelişmesi
- **NÖTR** - 12 aylık dönemde sektörde önemli bir değişiklik yaşanmaması

Piyasa Öneri Metodolojisi

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan piyasaya yönelik strateji raporlarında;

- **AĞIRLIĞI ARTIR** - 12 aylık dönemde Piyasaya yönelik olumlu beklentiler nedeniyle hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının artırılmasını ifade eder
- **AĞIRLIĞI AZALT** - 12 aylık dönemde Piyasaya yönelik olumsuz beklentiler nedeniyle hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının azaltılmasını ifade eder
- **NÖTR** - 12 aylık dönemde Mevcut durumu değiştirecek önemli bir beklentinin olmaması durumunu ifade eder.

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan önerilerin işaret ettiği endeks hedef değeri ile piyasa önerisi paralel olmalıdır. Buna göre örneğin endeks için AĞIRLIĞI ARTIR şeklinde bir öneri yapılmışken Vakıf Yatırım izleme listesindeki hisselerin işaret ettiği yükselme potansiyelinin bu öneriyi teyit etmesi gerekmektedir.

Ayrıca Vakıf Yatırım izleme listesindeki şirketlerin adet olarak ve/veya halka açık piyasa değeri ağırlıklı olarak öneri dağılımının piyasa önerisine paralel olması beklenirken, daha dengeli bir izleme listesi oluşturulması amacıyla herhangi bir dönemde AL ve SAT önerilerinin toplam öneriler içindeki ağırlığının %20'den az olmaması hedeflenmektedir.

Yukarıdaki her iki durum için dönemsel ve geçici ihlaller olabileceği kabul edilmekle birlikte 3 ayı geçen uyumsuzluklarda öneri revizyonu yapılması gerekliliği bulunmaktadır.



VakıfBank Grubu İştirakidir.

www.vakifyatirim.com.tr | www.vkyanaliz.com

Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Sezai ŞAKLAROĞLU, ACIFE

Genel Müdür Yardımcısı - Hisse Senedi Strateji, SGMK

Mehmet Emin ZÜMRÜT, CIFE

Direktör - Hisse Senedi Strateji, SGMK

Selahattin AYDIN

SELAHATTIN.AYDIN@vakifyatirim.com.tr

Müdür

Teknik Strateji, Çimento, Cam, Demir Çelik, Taahhüt, Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler

Mehtap İLBİ

MEHTAP.ILBI@vakifyatirim.com.tr

Müdür Yardımcısı

Savunma, Havacılık, Perakende, Gıda-İçecek, Beyaz Eşya, Otomotiv, Enerji, Telekomünikasyon

Tuğba SAYGIN

TUGBA.SAYGIN@vakifyatirim.com.tr

Kıdemli Analist

Bankacılık, Sigortacılık, GYO, Holdingler

Nazlıcan ŞAHAN

NAZLICAN.SAHAN@vakifyatirim.com.tr

Analist

Makro Ekonomi, Strateji, SGMK

Umut Deniz PAK

UMUTDENIZ.PAK@vakifyatirim.com.tr

Analist

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 dayanılarak 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 şekilde ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.