

## TAVHL - 09.11.2016

## Öneri Yok - İnceleme Sürecinde

### Sektörel risklerin baskısı azalarak devam ediyor...

- ✓ Sektörel risklerdeki artış Tav Havalimanlarının büyüme performansını etkilemeye devam ediyor. Özellikle yurtiçinde terör olayları ve Rusya yaptırımları sebebiyle turizm gelirlerinde yaşanan olumsuzluklar yolcu trafiği büyümesini baskılarken turist sayısındaki sert düşüş şirketin gelir büyümesini aşağıya çekiyor.
- ✓ Bu yılın üçüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre %1'lik düşüş ile **311,1 Milyon Euro** hasılat elde eden şirketin 9 aylık hasılatı **814 Milyon Euro** olarak gerçekleşti (2015 9A: 822).
- ✓ Satış rakamlarına baskı oluşturan sebepler aynı zamanda şirketin karlılığını da olumsuz etkilemeye devam ediyor. 2016 yılının üçüncü çeyreğinde şirketin FAVÖK marjı bir önceki yılın aynı dönemine göre **5,66 puan gerileyerek %49,7** seviyesinde gerçekleşirken 9 aylık FAVÖK marjı **%42,9** olarak kaydedildi. 3 aylık FAVÖK rakamı 154,7 milyon Euro (2015; 174 Milyon Euro) seviyesinde yer alırken 9 aylık FAVÖK 349,2 milyon Euro olarak açıklanmıştır. (2015 9A 394,7 Milyon Euro).
- ✓ 2016 yılı üçüncü çeyreğinde FAVKÖK rakamı 193,3 Milyon Euro olurken, 9 aylık rakam 460,6 Milyon Euro'ya gerilemiştir (2015 9A; 492,7 Milyon Euro).
- ✓ Tav Havalimanları 2016 üçüncü çeyreğinde **78,3 Milyon Euro** net kar elde ederken 9 aylık net kar rakamı **109,8 Milyon Euro** (2015 9A; 168,3 Milyon Euro) olarak gerçekleşmiştir. Şirket tarafından bilgilendirme notunda yapılan açıklamada amortisman ve kira giderlerindeki artış, bir defaya mahsus refinansman giderleri (Şirket açıklaması: yılsonu itibarıyla TAV İstanbul'da netleştirme yapılmak suretiyle olumsuz etkisi nötrlenecektir) ve TAV Tunus ertelenmiş vergi varlığının ters çevrilmesi (€-14mn, 2. çeyrek) nedeniyle net kar rakamında düşüş yaşandığı belirtilmiştir.
- ✓ **Şirket payları son 1 yıllık yaşanan olumsuz gelişmelerin baskısını sert biçimde hissetmiş ve bu süreçte %44 değer kaybı yaşamıştır. Aynı dönemde BİST100 endeksine göre %39 daha fazla değer kaybı yaşamıştır. Geçmiş çarpanlarına ve piyasa beklentilerine göre iskontolu hale gelmiş olan şirketin önümüzdeki dönemde 2016 yılında yaşanan belirsizliklerin bir nebze ortadan kalması ile birlikte şirket paylarının talep görebileceğini düşünmekteyiz.**
- ✓ **2017 yılında getiri potansiyeli oluşturduğunu düşündüğümüz şirketi yıl içerisinde değer tespiti yapmak ve hedef fiyat önermek üzere takip listemize alıyoruz. Yaşanan dramatik düşüş sonrası normalize rakamların beklenmesi ve 2017 ve 2018'de normalizasyon süreci ile hissenin önemli bir potansiyeli barındırması takip listemize almamızın temel nedenleridir.**

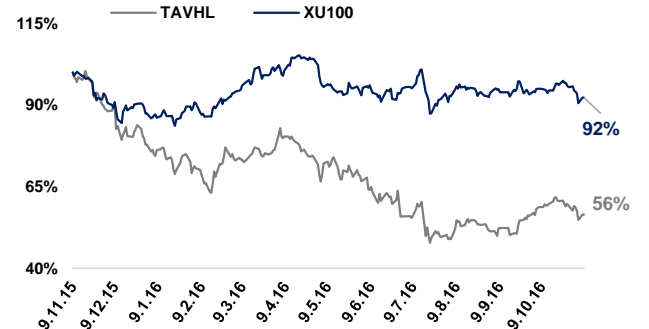
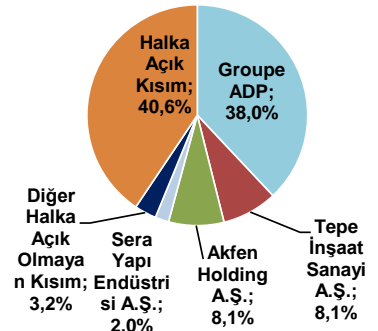
Hisse Verileri (TL)	8.11.16
Bloomberg/Reuters Kodu	TAVHL.TI / TAVHL.IS
Mevcut Fiyat (Kapanış)	12,45
Piyasa Beklenti Ortalaması-Hedef Fiyat	17,15
Piyasa Beklentisi Maksimum Hedef Fiyat	24,70
Piyasa Beklentisi Minimum Hedef Fiyat	12,40
<b>BMD - Hedef Fiyat</b>	<b>YOK</b>
<b>Getiri Potansiyeli-Piyasa Ortalamasına Göre</b>	<b>37,8%</b>
Halka Açıklık Oranı	40,6%
Ort. Gün. İşlem Hacmi (mn)	34,06
YBB TL Getiri	-27,6%
Piyasa Değeri (mn)	4.522,9
Net Borç	3.250,6
Firma Değeri (mn)	7.773

Piyasa Çarpanları	2015	2016T	2017T
FD/FAVÖK	8,98	5,52	4,77
F/K	7,48	9,88	6,13
FD/Satışlar	0,45	2,19	2,00

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
TAVHL Performans	-4,0%	3,0%	-43,6%
Relatif Getiri	-1,3%	6,8%	-38,6%

### Ortaklık Yapısı



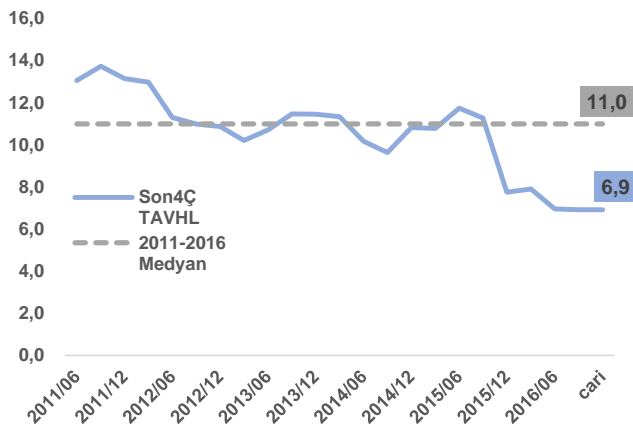
## Özet Mali Veriler

(m Euro - €)	3.Ç'15	4.Ç'15	1.Ç'16	2.Ç'16	3.Ç'16	9AY'15	9AY'16	Değ. (%) 9AY'15- 9AY'16	Değ. (%) 3.Ç'15- 3.Ç'16	Değ. (%) 2.Ç'16- 3.Ç'16
<b>Net Satışlar</b>	314,1	257,3	231,3	271,3	311,1	821,9	813,7	-1,0%	-1,0%	14,7%
FAVÖK	174,0	93,7	81,6	112,9	154,7	394,7	349,2	-11,5%	-11,1%	37,0%
<b>FAVKÖK</b>	208,0	128,4	117,6	149,7	193,3	492,7	460,6	-6,5%	-7,0%	29,1%
Net Kar	79,9	41,4	14,6	16,9	78,3	168,3	109,8	-34,7%	-2,0%	362,9%
<b>Özkaynak</b>	797,8	813,4	707,2	715,7	792,2	797,8	792,2	-0,7%	-0,7%	10,7%
<b>Karlılık</b>										
FAVÖK Marjı	55,4%	36,4%	35,3%	41,6%	49,7%	48,0%	42,9%	-5,10	-5,66	8,12
FAVKÖK Ma	66,2%	49,9%	50,8%	55,2%	62,1%	59,9%	56,6%	-3,33	-4,06	6,97
Net Kar Marjı	25,4%	16,1%	6,3%	6,2%	25,2%	20,5%	13,5%	-6,98	-0,26	18,93

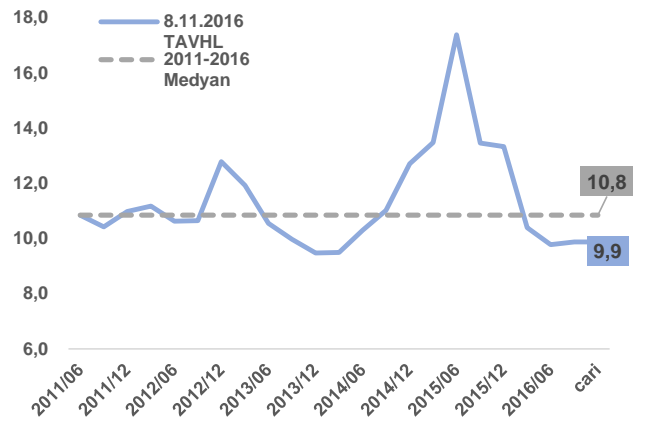
## Özet Mali Veriler

(mTL)	3.Ç'15	4.Ç'15	1.Ç'16	2.Ç'16	3.Ç'16	9AY'15	9AY'16	Değ. (%) 9AY'15- 9AY'16	Değ. (%) 3.Ç'15- 3.Ç'16	Değ. (%) 2.Ç'16- 3.Ç'16
<b>Net Satışlar</b>	911,9	778,7	684,7	822,0	951,3	2.247,5	2.458,1	9,4%	4,3%	15,7%
Brüt Kar	487,4	285,5	240,5	349,7	450,9	1.069,4	1.041,2	-2,6%	-7,5%	28,9%
<b>FAVÖK</b>	388,7	517,8	399,3	265,4	382,4	585,2	647,8	10,7%	-1,6%	44,1%
Net Kar	245,8	134,3	47,5	55,3	256,5	498,6	359,3	-28,0%	4,4%	364,3%
<b>Özkaynak</b>	2.732,3	2.566,2	2.257,4	2.303,4	2.657,8	2.732,3	2.657,8	-2,7%	-2,7%	15,4%
<b>Karlılık</b>										
Brüt Marj	53,5%	36,7%	35,1%	42,5%	47,4%	47,6%	42,4%	-5,23	-6,05	4,86
FAVÖK Marjı	42,6%	66,5%	58,3%	32,3%	40,2%	26,0%	26,4%	0,32	-2,43	7,90
Net Kar Marjı	27,0%	17,2%	6,9%	6,7%	27,0%	22,2%	14,6%	-7,57	0,01	20,24

İleriye Dönük FD/FAVÖK4Ç



F/K İleriye Dönük 4Ç



Likidite Rasyoları	2016/09	2015/12	2015/09	Referans
Cari Oran	0,91	1,02	1,06	1,0-1,5
Likidite Oranı	0,90	1,01	1,04	0,8-1,0
Alacak Gün Süresi (Gün)	64	48	64	Sektör
Stok Gün Süresi (Gün)	7	8	8	Sektör
Ticari Borç Gün Süresi (Gün)	33	37	29	Sektör
Etkinlik Süresi (Gün)	38	18	43	Sektör
İşletme Sermayesi/Net Satışlar	13,2%	8,6%	14,4%	Sektör
Borçluluk Oranları	2016/09	2015/12	2015/09	Referans
Toplam Borçlar/Toplam Aktifler	74,6%	75,4%	72,3%	Sektör
Kısa Vad. Fin. Borç/Özkaynak	69,7%	75,7%	76,1%	<100%
FAVÖK/Finansal Giderler	1,9	2,3	3,1	>3
Net Borç/FAVÖK	0,0	0,0	0,0	<4
Net Borç/Özkaynak	0,0	0,0	0,0	Sektör
Net Borç/Piyasa Değeri	0,0	0,0	0,0	Sektör
Kısa Vad. Yab. Borç/Pasif	27,6%	27,2%	29,4%	Sektör
Uzun.Vad.Yab.Borç/Pasif	47,0%	48,2%	42,9%	Sektör
Özkaynak/Pasif	25,4%	24,4%	27,7%	Sektör
Toplam Borçlar/Özkaynaklar	294,2%	308,7%	260,8%	Sektör
Finansal Borçlar/Toplam Borçlar	55,0%	58,9%	64,2%	Sektör
Karlılık Oranları (Yıllıklandırılmış)	2016/09	2015/12	2015/09	Referans
Brüt Marj	41,0%	44,8%	46,7%	Sektör
Esas Faliyet Marjı	23,4%	28,5%	29,7%	Sektör
FAVÖK Marjı	33,3%	37,0%	38,1%	Sektör
Net Kar Marjı	15,2%	20,9%	21,7%	Sektör
Özkaynak Karlılığı	18,6%	24,7%	22,8%	>Tahvil Getirisi
Aktif Karlılık	4,7%	6,0%	6,3%	Sektör
Faiz Gid./Net Satış	17,8%	16,2%	12,3%	<%3
Faaliyet Gideri	17,6%	16,2%	17,0%	Sektör
Karlılık Oranları (Çeyreklik)	2016/09	2015/06		Referans
Brüt Marj	47,4%	53,5%		Sektör
FAVÖK Marjı	42,4%	47,7%		Sektör
Net Kar Marjı	27,0%	27,0%		Sektör
Satış Büyümesi	4,3%			Sektör
FAVÖK Büyümesi	-7,1%			Sektör
Brüt Kar Büyümesi		-7,5%		Sektör
Yatırım Rasyoları	2016/09	2015/12	2015/09	Referans
EVA-mTL	449.689.760	569.949.260	539.217.670	>0
ROIC (Yatırımın Getirisi)	50,5%	74,4%	62,1%	>AOSM
CRR	37,1%	30,7%	38,3%	Sektör

## Endekse Göre Getiri Tanımlamaları

<b>Endeksin Üzerinde Getiri</b>	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BİST100* endeksinin getirisinin üzerinde olması beklenmektedir.
<b>Endekse Paralel Getiri</b>	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BİST100* endeksinin getirisine yakın olması beklenmektedir.
<b>Endeksin Altında Getiri</b>	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BİST100* endeksinin getirisinin altında olması beklenmektedir.

\*BİST100 için önümüzdeki 12 aylık getiri beklentimiz mevcut finansal koşullarda %14 seviyesindedir.

**Mustafa Keçeli**  
[mustafa.keceli@bmd.com.tr](mailto:mustafa.keceli@bmd.com.tr)

**Bizim Menkul Değerler A.Ş.**  
**Araştırma Bölümü**  
**Email : arastirma@bizimmenkul.com.tr**  
**Telefon : 0216-547-13-00**

## Önemli Uyarı

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan bilgiler Bizim Menkul Değerler A.Ş. (BMD) tarafından okuyucuyu bilgilendirme amacı ile BMD'nin güvenilir olduğunu düşündüğü yayımlanmış bilgilerden ve veri kaynaklarından derlenerek hazırlanmıştır. Kullanılan bilgilerin hatasızlığı ve/veya eksiksizliği konusunda BMD hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. BMD Araştırma raporları şirket içi ve dışı dağıtım kanalları aracılığıyla tüm BMD müşterilerine eşzamanlı olarak dağıtılmaktadır. Ayrıca, Burada yer alan tahmin, yorum ve tavsiyeler dokümanın yayınlandığı tarih itibarıyla geçerlidir. BMD Araştırma Bölümü daha önce hazırladığı ya da daha sonra hazırlayacağı raporlarda bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerden farklı ya da bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerle çelişen başka raporlar yayımlayabilir. Çelişen fikir ve tavsiyeler bu raporu hazırlayan kişilerden farklı zaman dilimlerine işaret ediyor, farklı analiz yöntemlerini içeriyor ya da farklı varsayımlarda bulunuyor olabilir. Böyle durumlarda, BMD'nin bu raporlardaki tavsiye ve görüşlerle çelişen diğer BMD Araştırma Bölümü raporlarını okuyucunun dikkatine sunma zorunluluğu yoktur. BMD ve ilişkili olduğu firmalar bu raporda adı geçen pay senetlerinde pozisyon sahibi olabilir ve/veya raporun yayınlanma tarihinden sonra işlem yapabilir. Ayrıca yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle BMD ve/veya diğer ilişkili firmalarının iş ilişkisi içerisinde olabileceğini kabul ederler.

Bu çalışma kesinlikle tekrar çıkarılmak, çoğaltılmak, kopyalanmak ve/veya okuyucudan başkasına dağıtılmak üzere hazırlanmamıştır ve BMD Araştırma Bölümü'nün izni olmadan kopyalanamaz ve çoğaltılıp dağıtılamaz. Okuyucuların bu raporun içeriğini oluşturan yatırım tavsiyeleri, tahmin ve hedef fiyat değerlemeleri de dahil olmak üzere tüm yorum ve çıkarımların, BMD Araştırma Bölümü'nün izni olmadan başkalarıyla paylaşmaması gerekmektedir. BMD bu araştırma raporunu yayınlamaya, müşterilerine ve gerekli yatırım profesyonellerine dağıtmaya yetkilidir. BMD Araştırma Bölümü gerekli olduğunu düşündüğünde düzenli olarak yatırım tavsiyelerini güncellemekte ve temel analize dayalı araştırma raporları hazırlamaktadır. Bununla birlikte, bu çalışma herhangi bir hisse senedinin veya finansal yatırım enstrümanlarının alımı ya da satımı için BMD ve/veya BMD tarafından direk veya dolaylı olarak kontrol edilen herhangi bir şirket tarafından gönderilmiş bir teklif ya da öneri oluşturmamaktadır. Herhangi bir alım-satım ya da herhangi bir enstrümanın halka arzına talepte bulunma kararı bu çalışmaya değil, arz edilen yatırım aracı ile ilgili kamuya duyurulmuş ve yayınlanmış izahname ve sirkülere dayanmalıdır. BMD ya da herhangi bir BMD çalışanı bu raporun içeriğindeki görüş ve tavsiyelere uyulması sebebiyle doğabilecek doğrudan ya da dolaylı herhangi bir zarar ya da kayıpla ilgili olarak sorumlu tutulamaz.