

ÖZET BİLGİLER

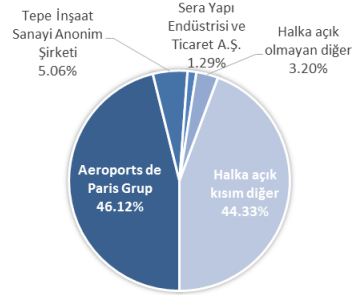
TAV, 1997 yılında İstanbul Atatürk Havalimanı Dış Hatlar Terminali ihalesini kazanan Tepe ve Akfen Grupları'nın ortak girişimi olarak kuruldu. Hem havalimanı yapım projelerinde hem de havalimanı işletmeciliğinde kısa süre içerisinde küresel bir marka konumuna gelen TAV Havalimanları Holding, 2007 yılında halk arz edildi. 2012 yılında ise Aeroport de Paris SA (Group ADP), TAV Grubu'nun çoğunluk hissedarı haline geldi. Şirketin ödenmiş sermayesi 363 milyon 281 bin TL olup, piyasa değeri yaklaşık 8.8 milyar TL (1.5 milyar US\$)'dir.

Türkiye'nin en büyük, dünyanın önde gelen havalimanı işletmecileri arasında yer alan TAV Havalimanları, Türkiye'de Ankara Esenboğa, İzmir Adnan Menderes, Milas Bodrum, Gazipaşa Alanya ve Antalya havalimanlarını işletmektedir. Yurtdışında ise, Gürcistan'da Tiflis ve Batum, Tunus'ta Monastir ve Enfidha-Hammanet, Makedonya'da Üsküp ve Ohrid, Suudi Arabistan ve Hırvatistan'da faaliyet göstermektedir. Duty free, yiyecek-içecek hizmetleri, yer hizmetleri, güvenlik ve işletme hizmetleri gibi havalimanı faaliyetleri göstermektedir.

Ortaklık Yapısı
Tablo 1: Ortaklık Yapısı

Ortaklar	Hisse Adeti	Sermayedeki Pay (%)
Aeroports de Paris Grup	167.542.321	46.12%
Tepe İnşaat Sanayi Anonim Şirketi	18.375.414	5.06%
Sera Yapı Endüstrisi ve Ticaret A.Ş.	4.681.519	1.29%
Halka açık olmayan diğer	11.625.048	3.20%
Halka açık kısım diğer	161.056.948	44.33%

Kaynak: TAV

Grafik 1: Ortaklık Yapısı


Kaynak: TAV

TAV Havalimanları Holding 6 Nisan 2019 tarihi itibarıyla ticari yolcu trafiğine kapatılan ve %100 iştiraki olan Atatürk Havalimanı'ndaki faaliyetlerini durdurmuştur. 03.07.2015 – 02.01.2021 tarihleri arasındaki 15,5 yıl süreyle işletme hakkını bünyesinde bulunduran şirkete, Atatürk Havalimanı'nın sözleşme süresinden önce ticari uçuşlara kapanması nedeniyle 2 Ocak 2021 tarihine kadar olan süre için potansiyel kar kaybı DHMİ tarafından tazmin edilecektir. Tazminatın ne şekilde ve nasıl ödeneceği henüz belirli olmamakla birlikte yaklaşık 650 milyon € seviyesinde olabileceği tahmin edilmektedir. Atatürk Havalimanı için hisse üzerinde fiyatlandırmanın gerçekleştiğini ve DHMİ tarafından tazminatın ödenmesi ile birlikte fiyatlamaların üzerindeki etkisinin ortadan kalkacağını düşünmekteyiz.

Tablo 2: TAV Havalimanları

Havalimanları	Pay Oranı
Atatürk	100%
Esenboğa	100%
Adnan Menderes	100%
Gazipaşa Alanya	100%
Milas Bodrum	100%
Antalya	50%
Medine	33%
Tiflis&Batum	%80 - %76
Monastir&Enfidha	67%
Üsküp&Ohrid	100%
Letonya	100%
Zagreb	15%

*TAV Havalimanları Antalya Havalimanı'nda %49 hisseye sahip olup, %50 kar payı ve oy hakkına sahiptir.
Kaynak: TAV

Tablo 3: Hizmet Şirketleri

Hizmet Şirketleri	Pay Oranı
Gümrüksüz Satış Mağazası İşletmeciliği (ATU)	50%
Yiyecek&İçecek Hizmetleri (BTA)	100%
Yer Hizmetleri (Havas -TGS)	100%-%50
Havas Latvia	100%
Havas Saudi	67%
TAV İşletme Hizmetleri	100%
TAV Özel Güvenlik	100%
TAV Academy	100%

Kaynak: TAV

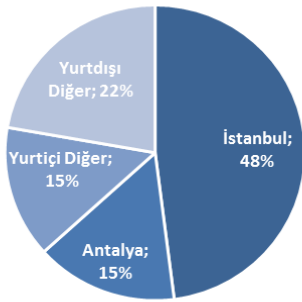
Havacılık dışı faaliyetleri olan gümrüksüz satış mağazası ve yiyecek içecek hizmetleri, yolcu taşımacılığı yapan Havaş ve Türk Hava Yolları ile ortaklığı olan TGS, işletme hizmetleri, özel güvenlik gibi alanlarda ilgili havalimanlarında faaliyetlerini sürdürmektedir. Atatürk Havalimanı'ndan sonra Yeni İstanbul Havalimanı'nda yolcu taşımacılığı kapsamında 10 yıl süre ile Havaş faaliyetine devam edecek olup konsorsiyumdaki payı %30 oranındadır.

Gelir ve Gider Dağılımı

2018 ciro rakamlarına göre Atatürk Havalimanı gelirleri Şirket gelirinin %48'ini oluşturmaktadır. 2018 yılında Atatürk Havalimanı'nın faaliyeti göz önünde bulundurulduğunda havacılık gelirlerinin yaklaşık %78'si yurtiçi havalimanlarından elde edilirken yaklaşık % 22'si yurtdışı havalimanlarından elde edilmiştir.

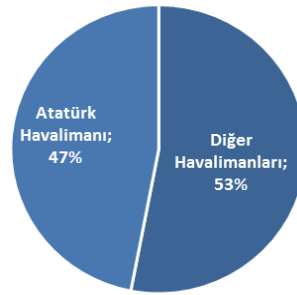
Portföyünün en fazla kar getiren havalimanının kapatılmasının öncesinde yeni yatırımlara yönelen şirket, 2018 yılında Antalya Havalimanı'nın %49'unu satın almıştır. Sabiha Gökçen Havalimanı'nın ise %40 hissesi için Limak grubu ile hisse alım sözleşmesi imzalamış olup, mevcut ortak olan Malaysia Airports'un sahip oldukları ön alım haklarını kullanıp kullanmama kararı beklemektedir. Yeni Havalimanı'nın faaliyete başlaması ve Atatürk Havalimanı'nın ticari uçuşlara kapatılmasıyla şirket, İstanbul'un büyüme potansiyelinden faydalanmak ve bir ayağını İstanbul'da tutmak için Sabiha Gökçen Havalimanı fırsatını değerlendirmek istemektedir.

Grafik 2: Havalimanlarının Ciro Bazında Dağılımı



Kaynak: TAV, Alan Yatırım Araştırma

Grafik 3: FVÖK Bazında Atatürk Havalimanı'nın Payı

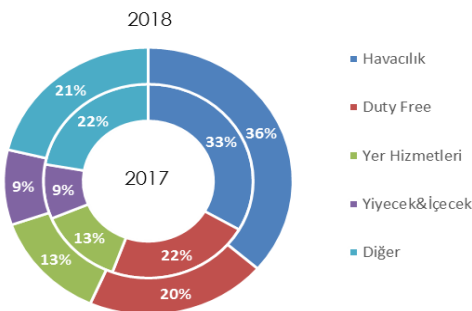


Kaynak: TAV, Alan Yatırım Araştırma

TAV Havalimanları Holding'in gelirleri havacılık ve havacılık dışı faaliyetlerinden elde edilmektedir. Havacılık gelirleri yolcu başına sabit ücret tarifesinden oluşmaktadır. Gelirlerinin yarısından fazlasını havacılık faaliyetlerinden elde etmesinden dolayı yolcu trafiği önem arz etmekte olup, yalnızca giden yolcudan ücret alınmaktadır. Yolcu başına dış hat ücreti, iç hat ücretinden daha fazla olduğu için, şirket için en karlı yolcu tipi dış hat yolcularıdır. Havacılık dışı hizmetlerinde ise şirket, işlediği havalimanlarında, ATÜ'nün elde ettiği gelirlerden %40, BTA'nın gelirleri üzerinden ise %35 komisyon geliri elde etmektedir.

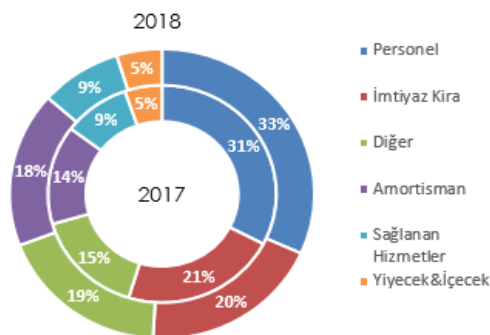
Havacılık gelirleri, Tunus, Bodrum, Gürcistan ve Makedonya'daki güçlü dış hat yolcu büyümesi ile artış gösterirken, gümrüksüz mağaza olarak geçen Duty Free gelirlerinde Türk Lirasının değer kaybının Türk yolcuların alım gücünü etkilemesi ve Avrupalı yolcuların harcamalarındaki düşüş nedeniyle 2018 yılında düşüş yaşanmıştır.

Grafik 4: Gelirlerin Dağılımı



Kaynak: TAV

Grafik 5: Giderlerin Dağılımı



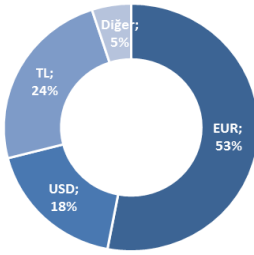
Kaynak: TAV

2018 yılında personel giderlerinde yeni projeler nedeniyle çalışan sayısındaki artış ve 4. çeyrekte artan kıdem tazminatı giderlerinden kaynaklı artış görülmüştür. Atatürk Havalimanı operasyonlarının durmasıyla TAV'ın, 4.500 kişiyi işten çıkaracağı ve toplamda 204 milyon TL tazminat ödeyeceği açıklanmıştır. Söz konusu tazminatlar ile bir sonraki dönemde personel giderlerinde artış öngörülebilmektedir.

Gelir ve Giderlerin Döviz Cinsinden Dağılımı

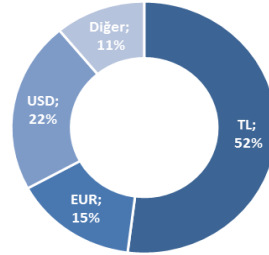
En önemli gelir kalemini oluşturan yolcu başına alınan ücret direkt dış hat, transfer dış hat ve iç hat olarak değişiklik gösterip Euro cinsinden tarifelenmektedir. TAV Havalimanları Holding'in gelirlerinin %53 ile ağırlıklı kısmı Euro cinsinden olup, faaliyet giderlerinin %52'si TL bazlıdır. Bu nedenle EUR/TL kurundaki olası yükselişler şirketin karını olumlu etkileyecektir.

Grafik 6: Gelirlerin Döviz Dağılımı



Kaynak: TAV

Grafik 7: Faaliyet Giderlerinin Döviz Dağılımı

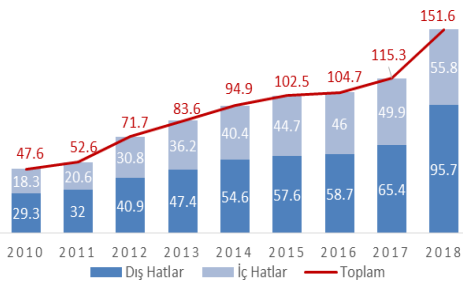


Kaynak: TAV

Yolcu Sayısı

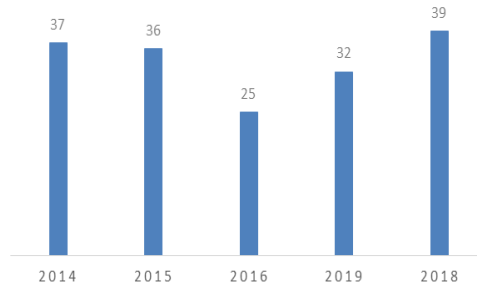
TAV Havalimanları'nın 3 kıtada, 7 ülkede, 15 havalimanındaki faaliyet ağıyla 2018 yılında hizmet verdiği yolcu sayısı %31 artarak 152 milyona ulaşmıştır. TAV Havalimanları'nın yurtiçinde işletmesini üstlendiği toplam yolcu sayısı, Türkiye'deki havalimanlarının toplam yolcu sayısına oranı 2018 yılında %62 olarak gerçekleşmiştir. Geçtiğimiz yıl Antalya Havalimanı'nın şirket bünyesinde olmamasından dolayı bu oran %50 seviyesindeydi.

Grafik 8: TAV Havalimanları Toplam Yolcu Grafiği (Milyon)



Kaynak:TAV

Grafik 9: Türkiye'yi Ziyaret Eden Turist Sayısı (Milyon)



Kaynak:TAV

Türkiye'yi ziyaret eden turist sayısı 2018 yılında 39 milyona yükselirken, Avrupalı ziyaretçi sayısında %33, Rus turist sayısında %26 ve dünyanın geri kalanından gelen turist sayısında ise %8 artış görülmüştür. Döviz kurlarındaki yükseliş sebebiyle Türkiye'nin turizm için cazip bölge konumunu koruyarak 2019 yılında turist sayısında artış beklenmektedir. Turist sayısındaki artış işlettiği havalimanlarının ağırlıklı olarak turizm bölgelerinde olması nedeniyle şirkete avantaj sağlayacaktır.

Dünya hava yolu trafiğinde ise gelecek 20 yılda Boeing'in tahminlerine göre %4.7, Airbus'a göre %4.4, IATA'ya göre ise 2017 yılında yaklaşık 4 milyar olan dünya yolcu sayısının 2 katı artarak 7.8 milyara çıkması beklenmektedir.

DEĞERLEME

Fiyat Kazanç Oranına Göre Değerleme

TAV, 2018 Aralık dönemi sonunda yıllık bazda milyon 302 milyon US\$ net kar açıklamıştır. Fiyat/Kazanç çarpanından tahmini hisse başı değer hesaplamasını yurtdışı ve yurtdışındaki benzer faaliyetler gösteren şirketler ile karşılaştırarak yaptık. Şirketin çarpanını global benzer şirketler ortalama çarpanları ile karşılaştırdığımızda %44 iskontolu işlem görmekte olup, tahmini hisse başı değerini 44.10 TL olarak hesaplamaktayız.

Fiyat/Kazanç	Piyasa Değeri (milyon US\$)	2019 Tahmini Net Kar (milyon US\$)	TAVHL	Global Benzer Şirketler Ortalaması	Tahmini Piyasa Değeri(milyon US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
F/K	1,533	200	7.67	13.74	2,745	7.60	44.10

FAVÖK'e göre değerlendirme

Şirket, 2018 yılını 609 milyon US\$ FAVÖK açıklayarak kapatmıştır. Şirketin değeri göz önüne alındığında Firma Değeri/FAVÖK rasyosu 5.50x ve global yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketler ortalama 6.56x olarak hesaplanmıştır. Buna göre şirket yüzde 26% iskontolu olmakla beraber tahmini piyasa değerini 2,052 milyon US\$ ve tahmini hisse değerini ise 32.96 TL olması gerektiği hesaplanmıştır.

Firma Değeri/FAVÖK	Firma Değeri (milyon US\$)	2019 FAVÖK Tahmini (milyon US\$)	TAVHL	Global Benzer Şirketler Ortalaması	Tahmini Piyasa Değeri(milyon US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
Firma Değeri/FAVÖK	1,934	401	4.83	6.56	2,052	5.68	32.96

Satışlara Göre Değerleme

2018 sonu itibarıyla 1,4 milyar US\$ ciro yapmış olan şirket 2019 ikinci çeyrek itibarı ile Atatürk Havalimanının kapanmasından ciddi bir ciro kaybı görülebilir. Şirketin Firma Değeri/Satışlar rasyosunu 2.29x hesaplamaktayız ve global benzer şirketler ortalama 3.13 ile karşılaştırdığımızda şirketin yaklaşık %36 iskontolu ve tahmini hisse değerini ise 39.15 TL olarak bulmaktayız.

Firma Değeri/Satışlar	Firma Değeri (milyon US\$)	2019 Satışlar Tahmini (milyon US\$)	TAVHL	Global Benzer Şirketler Ortalaması	Tahmini Piyasa Değeri(milyon US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
Firma Değeri/Satışlar	1,934	963	2.01	3.13	2,437	6.75	39.15

Defter Değerine Göre Değerleme

Şirketin defter değeri yaklaşık 1,2 milyar US\$ olarak açıklanmış olup, şirketin çarpanını global yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketler ortalama çarpanı ile karşılaştırdığımızda %12 iskontolu işlem görmekte olup, tahmini hisse başı değerini 27.90 TL olarak hesaplamaktayız.

Piyasa/Defter Değeri	Piyasa Değeri (milyon US\$)	Defter Değeri	TAVHL	Global Benzer Şirketler Ortalaması	Tahmini Piyasa Değeri(milyon US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
Piyasa/Defter Değeri	1,533	1,229	1.25	1.41	1,737	4.81	27.90

Global Benzer Şirket Ortalamaları

Global Benzer Şirketler	Piyasa Değeri milyon USD	Fiyat/Kazanç	FD/FAVÖK	FD/Ciro	PD/DD	Ülke
Aeroports de Paris	19,865	17.33	7.36	3.12	2.18	Fransa
Airports of Thailand Public Company	30,407	22.94	15.02	8.98	3.86	Tayland
Auckland International Airport	6,494	9.10	13.26	9.92	1.01	Yeni Zelanda
Vienna International Airport	3,593	13.84	5.60	2.36	1.48	Viyana
Zurich International Airport	5,410	13.64	5.76	3.14	1.34	İsviçre
Fraport AG	7,266	8.17	5.77	1.81	0.92	Almanya
TAV	1,533	7.67	4.83	2.01	1.25	Türkiye
Medyan		13.74	6.56	3.13	1.41	

Değerleme Yöntemleri	Hisse Çarpan	Sektör Çarpan	Tahmini Piyasa Değeri (milyonUS\$)	Tahmini Hisse Başına Fiyat (US\$)	Tahmini Hisse Başına Fiyat (TL)
Fiyat Kazanç Oranına Göre Değerleme	7.67	13.74	2.745	7.60	44.10
Satışlara Göre Değerleme	4.83	6.56	2.052	5.68	32.96
FAVÖK'e göre değerlendirme	2.01	3.13	2.437	6.75	39.15
Defter Değerine Göre Değerleme	1.25	1.41	1.737	4.81	27.90
Ortalama					36.03
Hisse Kapanış Fiyatı					24.14
Potansiyel (Yön-%)			Yükseliş		49%

Varsayımlar

*Bilanço hesaplanması ve tahmini USD baz alınarak yapılmıştır.

*Kapanış Fiyatı 12/04/2019 tarihinin kapanış fiyatı olan 24.14 üzerinden alınmıştır.

*USD/TRY kuru 5.80 olarak alınıp hesaplama bunun üzerinden yapılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Tablosu

İndirgenmiş Nakit Akım Tablosu (mnUS\$)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Toplam Satış Gelirleri	1,284	1,385	963	982	1,001	1,021	1,041	1,062	1,083	1,105	1,126	1,149	1,172
Operasyonel Kar	383	482	312	259	204	208	212	217	221	225	230	234	239
FAVÖK	542	609	401	350	296	302	308	314	321	327	333	340	347
Vergi			69	57	45	46	47	48	49	50	51	52	53
Çalışma Sermayesindeki Değişim			0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sermaye Harcamaları (Capex-USD)			100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
İleri Vadeli Serbest Nakit Akım			369	307	241	248	255	262	269	276	284	292	299
İskonto Faktörü			1.1	1.2	1.4	1.5	1.7	1.9	2.1	2.3	2.5	2.8	3.1
İndirgenmiş Nakit Akım			333	249	177	164	152	141	131	121	112	104	96
Nihai Büyüme													2.0%
Nihai Büyümenin Bugünkü Değeri													1,202
Serbest Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri													1,781
Şirket Değeri													2,983
Net Borç (-)													-576
Özsermaye Değeri													2,407
Piyasa Değeri													1,533
Yükseliş/Düşüş Potansiyeli													57.0%
İşlem Fiyatı (TL) (12/04/2019)													24.14
Hedef Fiyat (TL)													37.91

Varsayımlar

*Şirketin olası risklerini göz önünde bulundurduğumuzda risk primi %5.5 alınmıştır.

*Kapanış Fiyatı 12/04/2019 tarihinin kapanış fiyatı olan 24.14 üzerinden hesaplanmıştır.

Sonuç

TAV için iki ayrı değerlendirme yöntemi kullanılmıştır. Bunlar indirgenmiş nakit akımları yöntemi (%25 Ağırlık) ve benzer rakip şirketlere göre piyasa çarpanı karşılaştırma yöntemidir (%75 Ağırlık). Mevcut benzer rakip şirketler TAV gibi Dünya'da aktarma noktaları olarak kullanılan önemli uluslararası havalimanlarının işletmeciliğini yapmakta olup, Atatürk Havalimanı'nı da (AHL) aynı segmentasyonda değerlendirerek TAV'ın değerlemesini bu ölçüde yapmış bulunuyoruz. Şirket 2021'e kadar AHL'nin işletim haklarına sahip olup, uçuşların 2019 yılından itibaren 3. Havalimanına aktararak AHL'nin kapatılma kararı şirketin yaklaşık %43'lük bir ciro kaybına denk gelmektedir. Değerlememizde şirketin yurtiçi portföyünün ciro bazında azalması sebebiyle yurtdışında faaliyet gösterdiği havalimanları ile karşılaştırma açısından benzer rakip şirketler değerlemesine daha yüksek ağırlık vermiş bulunmaktayız. Devlet tarafından bu 3 yıllık tazminat ödemesini şirkete yapılacak olsa da bundan sonraki süreçte yeni ihale alınsa bile cirodaki toparlanmanın uzun vadeli olabileceği söylenebilir. Şirketin 3 yıllık alacağı tazminat belirli olmamak ile beraber yaklaşık 650 milyon € olarak tahmin etmekteyiz. Ayrıca diğer havalimanı işletmelerindeki marj oranları ve tazminat ödemesinden gelecek rakamın borçları kapatabilecek düzeyde olması, şirketin değerlemesinde yukarı yönlü bir potansiyeli işaret etmektedir. Şirketin 0.7 beta oranı ve %51 yükseliş potansiyeli ile yukarı yönlü hareket etmesini bekliyoruz.

Değerleme Yöntemi	Hedeflenen Fiyat TL	Potansiyel %
Global Benzer Şirketler Karşılaştırması	36.03	49%
İndirgenmiş Nakit Akımlar	37.91	57%
Ortalama Hedef Fiyat %75-25	36.50	51%

Varsayımlar

*Kapanış Fiyatı 12/04/2018 tarihinin kapanış fiyatı olan 24.14 üzerinden alınmıştır.

GELİR TABLOSU TAHMİNİ – ÖZET

Milyon US\$	2016	2017	2018	2019*
Toplam Brüt Satışlar	1232	1284	1385	963
Yurtiçi Satışlar	1075	1113	1204	837
Yurtdışı Satışlar	156	163	173	120
Toplam Gelirleri	1232	1284	1385	963
Satışların Maliyeti	684	720	674	501
Toplam Giderler	-883	-901	-904	-651
Operasyonel Kar	349	383	482	312
FAVÖK	465	542	609	401
Faliyet Dışı Diğer Gelirler	68	77	103	76
Net Finansal Gelirler	-184	-183	-168	-103
Vergi Öncesi Net Kar	232	277	417	267
Vergi	100	68	101	59
Net Kar/Zarar (Azınlık Payları Hariç)	140	197	302	200
Marjlar				
Brüt Kar Marjı	45%	44%	51%	48%
FAVÖK Marjı	38%	42%	44%	42%
Net Kar Marjı	11%	15%	22%	21%
Bilanço Büyüklükleri				
Yabancı Para Net Döviz Pozisyonu	213	336	101	70
Net Borç	-800	-695	-576	-401
Özsermaye	849	1059	1189	1229
Ödenmiş Sermaye	103	95	69	79

Kaynak : TAV, Alan Yatırım

**Genel Müdürlük**

Levent Mah. Levent Cad. No: 45 P.K. 34330 Beşiktaş / İSTANBUL
+90 212 370 22 22
www.alanyatirim.com.tr

Ankara İrtibat Bürosu

Anafartalar C. Papatya S. No: 2/6-8 Ulus / ANKARA
+90 312 312 69 80

İzmir İrtibat Bürosu

Akdeniz M. Cumhuriyet Bulvarı Çırpıcı İş Merkezi No: 77/402 Konak / İZMİR
+90 232 445 64 66

arastirma@alanyatirim.com.tr

Yasal Uyarı : Bu dokümanda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme ve yorum güvenilir olduğu düşünülen Alan Yatırım A.Ş. Araştırma Departmanı tarafından burada sunulan bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda makul özen gösterilmiş olmakla beraber, olabilecek hatalar ve eksikliklerden sorumlu değildir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez, içerik haber verilmeksizin değiştirilebilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım – satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu belgede yer alan yatırımla ilgili bilgiler, yorumlar ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan görüşler, yatırımcının mali durumuna veya risk ve getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistikî şekil ve değerlendirmelerin kullanımı sonucunda ortaya çıkacak doğrudan ve /veya dolaylı zararlardan Alan Yatırım A.Ş. sorumlu olmayacaktır. Tüm hakları saklıdır.