

TAV Havalimanları (TAVHL TI)

Net karlılıkta sert toparlanma

TUT (önceki TUT)

Kapanış Fiyatı (TL)	25,16	Hedef Fiyatı (TL)	30,30				
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	9.140 / 984	12A Nominal / Göreceli Getiri (%)	64 / 32				
Halka Açıklık Oranı	48	3a Ort. Günlük İşlem Hacı (TL mn)	145,2				
UFRS - EUR milyon	3Ç21	3Ç20	Yıllık Δ	2Ç21	Çeyreklik Δ	YKY	Piyasa Beklentisi
Net Satışlar	200	87	130,9%	95	109,5%	203	203
VAFÖK	93	27	250,0%	28	233,0%	93	94
Net Kar	65	-50	n.m.	-39	n.m.	37	40
VAFÖK Marjı	46,5%	30,7%	15,8 pp	29,3%	17,3 pp	46,0%	46,6%

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP

3Ç21 Sonuçları

- Beklentilerin ötesinde net karlılık:** TAV, 3Ç21 UFRS finansallarında 65 milyon avro net kar açıkladı. Bu tutar, hem piyasa beklentisi 40 milyon avro hem de bizim tahminimiz 37 milyon avro'nun oldukça üzerinde geldi. Her ne kadar şirketin ciro ve VAFÖK sonuçları tahminlerimiz paralelinde gelse de, net karlılıkta gözlemlenen bu olumlu sapmanın gerisinde (i) tam konsolidasyona tabi olmayan, başta TAV Antalya ve TGS olmak üzere, iştiraklerin beklentilerimizden yüksek katkısı (ii) USD'nin EUR karşısında değer kazanması sonrası kaydedilen kur farkı değerlendirme kazançları ve (iii) görece düşük amortisman giderleri ana rolü oynadı.
- Dış hat trafiğine paralel ciro toparlanması:** TAV'ın 3Ç21'de elde ettiği 200 milyon avroluk ciro, Covid-19 öncesi dönemin %82'si düzeyindedir. Şirketin, 2Ç21'den itibaren tam konsolidasyona tabi tutulmaya başlanan yeni iştiraki Almatı/Kazakistan operasyonları dışarıda bırakılarak bakıldığında, karşılaştırılabilir cirosu 2019'un aynı çeyreğinin %66'sına ulaşmıştır ki, bu aynı dönemde dış hat yolcu trafiğindeki %65'lik toparlanma seyriyle paralellilik göstermektedir. Konsolide cironun alt kırılımına baktığımızda, duty-free ve yiyecek & içecek gelirlerindeki toparlanmanın, havacılık ve yer hizmetleri gelirlerinin gerisinde kaldığını görüyoruz ki bu durumu yolcuların havaalanlarında daha az zaman geçirmek istemesinin doğal bir sonucu olarak değerlendiriyoruz.
- Antalya ve TGS'den yüksek katkı:** TAV, tam konsolidasyona tabi olmayan iştirakleri üzerinden 3Ç21'de 19 milyon avro gelir elde etti. Bizim beklentimiz 5 milyon avro düzeyindeydi. Olumlu sapmayı öncelikle TAV Antalya, daha sonra da TGS sağladı. TAV Antalya'nın 3Ç21 özelinde elde ettiği 33 milyon avroluk net kar, 2020'nin tamamında açıkladığı 28 milyon avro zararın üzerinde geldi. Aynı şekilde, 3Ç21'de TGS'nin elde ettiği 6.9 milyon avroluk net kar, ki 2020'nin tamamında 1.2 milyon zarar açıklamıştı, bizim tahminlerimizin üzerinde geldi.
- Net borç yatay seyretti:** TAV'ın Haziran 2021 sonu 1,123 milyon avro, geçen yıl Eylül sonu 932 milyon avro olan net borcu, Eylül 2021 sonu 1,056 milyon avro olarak açıklandı. Şirketin net borçluluğu nominal olarak yatay kalırken, Covid-19 öncesi 2019 yılında elde edilen VAFÖK'ün 3.8x katına, son 4 çeyrekte elde edilen kümülatif VAFÖK'ün ise 8.6x katına isabet etti.

Özet Görüşümüz

- TAV's 3Ç21 sonuçlarını özellikle net karlılıkta gözlemlenen iyileşme ve görece borçlülükteki tedrici azalma nedeniyle olumlu karşılıyoruz ve sonuçlara piyasa tepkisinin de bu yönde olmasını bekliyoruz.
- Açıklanan sonuçlar ışığında ve şirket yönetimiyle bazı detayları netleştirdikten sonra model varsayımlarımızın üzerinden geçeceğiz. İçinde bulunduğumuz 2021 yıl sonu tahminlerimizde yukarı yönlü revizyon bu haliyle kaçınılmaz gözükürken, takip eden yıllar için aceleci olmayı düşünmüyoruz çünkü sektörün görünümüne dair endişelerimizin tamamını geride bırakmış değiliz. Şimdilik hisse başı 30,3 TL hedef fiyatla TUT önerimizi korumaya devam ediyoruz.

TAVHL TI - Tav Havalimanları - Açıklanan Finansallar (UFRS; EURm n)

Gelir Tablosu	3Ç21	3Ç20	Y/Y Δ	9A21	9A20	Y/Y Δ	2Ç21	Q/Q Δ
Net Satışlar	200	87	131%	356	228	56%	95	110%
Faaliyet Giderleri	-133	-77	73%	-293	-254	16%	-86	55%
VAFÖK	93	27	250%	117	17	n.m.	28	233%
Özkaynak Yönt. Değ. Yat.	18	-14	n.m.	-12	-59	-79%	-11	n.m.
Net Finansal Gelirler/ Giderler	-12	-30	-60%	65	-83	n.m.	-34	-64%
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri (Gideri)	-6	-16	-60%	-23	-29	-21%	-2	291%
Durdurulan Faaliyetler	0	-1	n.m.	-1	-4	-84%	-0	n.m.
Azınlık Payları	-3	0	n.m.	-4	-0	n.m.	-1	95%
Net Kar	65	-50	n.m.	88	-201	n.m.	-39	n.m.
Marjlar								
VAFÖK	46,5%	30,7%	15,8 pp	33,0%	7,4%	25,5 pp	29,3%	17,3 pp
Net	32,5%	-58,2%	90,7 pp	24,8%	-87,8%	112,6 pp	-40,8%	73,3 pp
Bilanço								
	Eyl.21	Ara.20	Δ					
Nakit ve Benzerleri	356	679	-48%					
Finansal Borçlar (*)	1.195	1.333	-10%					
Net Borç	1.055	1.010	28%					
Ticari Alacaklar	149	115	30%					
Stoklar	16	7	123%					
Ticari Borçlar	44	54	-18%					
Duran Varlıklar	2.832	2.470	15%					
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.970	1.338	47%					
Toplam Varlıklar	3.447	3.555	-3%					
Özkaynaklar (Ana Ortaklığa Ait)	1.060	923	15%					
Nakit Akım Tablosu								
	Ocak-Eyl21	Ocak-Eyl20	Δ					
İşletme Faaliyetlerinden Kaynaklanan Net Nakit	232.5	41.6	459%					
Yatırım Faaliyetlerinden Kaynaklanan Net Nakit	-269.0	-70.1	n.m.					
Finansal Ras-yolar								
	Eyl.21	Ara.20	Δ					
Borç / Özkaynak	112,7%	144,4%	-31,7 pp					

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP (*: UFRS 16 kapsamında operasyonel kira borçları dahil)

ÇEKİNCE:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.