

TÜRKİYE HAVACILIK SEKTÖRÜ

Dış talebe daha duyarlı

▪ **Beğenmeye devam ediyoruz.** Yenilenen makro tahminlerimiz ve aylık trafik sonuçları ışığında, Havacılık Sektörü değerlemelerimizi gözden geçirdik. Dış talebe olan duyarlılığı ve zayıflamasını beklediğimiz iç talebe olan görece dayanıklılığı nedeniyle sektörü beğenmeye devam ediyoruz. 2016 yılına benzer güvenlik endişeleriyle dış talepte çok sert bir daralma öngörülmediği müddetçe, sadece zayıflayan iç talep ve artan petrol giderleri saikiyle sektöre yönelik olumsuz bir tavrı çok gerçekçi bulmuyoruz. Sektörün, özellikle önümüzdeki birkaç çeyrekte, artan enflasyon, yükselen akaryakıt giderleri ve geçtiğimiz yılın yüksek baz etkisiyle, kar marjlarındaki mevcut yüksek seyri korumasının çok zor olduğunu düşünüyoruz. Ancak, havayollarının dış hatlara yoğunlaşmaya devam ettiği ve kapasite disiplininin ödün vermediği müddetçe, söz konusu marj baskısının, özellikle yılın ikinci yarısıyla beraber hafifleyeceği kanaatindeyiz.

▪ **Sınırlı kapasite arzıyla büyüme.** Ülkemizi ziyaret eden yabancı sayısı, Ağustos sonu itibariyle yıllık 37,5 milyonla tarihi zirvesine ulaştı ve Havacılık Sektörü, 2016 yılındaki daralmada yaşadığı kayıpları fazlasıyla geri aldı. Tüm havacılık hisseleri bu toparlanmadan faydalandı ve rekor düzeyde operasyonel kar marjları yakaladı. 2019 yılında, İstanbul'da yapımı devam eden Yeni Havalimanı'nın açılışına dair belirsizlikler, enflasyon nedeniyle artan maliyetler, ve yurtiçi talepteki zayıflama nedeniyle, havayollarının yeni kapasite sunumunda agresif davranmayacaklarını düşünüyoruz. 2019'da, %7'lik yolcu büyümesi öngörürken, dış hat trafiğinin %12 artmasını, yurtiçi hatların ise %3 daralmasını bekliyoruz.

▪ **2019'da karlılıklarda düşüş bekliyoruz** ancak 2016 yılı kadar kötü bir yıl öngörmüyoruz. Muhafazakar bir yaklaşımla belirlediğimiz varsayımlarımız ışığında, incelememiz altındaki şirketler için konsolide bazda USD cinsinden % 5,5 büyümesi, 4.0 puana yakın da FAVÖK marj daralmasını öngörüyoruz. Tahminlerimizi yaparken, tutucu davranmamızın ana nedeni, 2019'a ilişkin özellikle yurtiçi taraftaki belirsizlikler ve artan maliyet enflasyonudur. Öte yandan, tahminlerimizin altında bir ciro büyümesi veya marj daralması için, akaryakıt fiyatlarında oldukça sert bir yükselişin ve/veya dış hat yolcu talebinde ciddi daralmanın olması gerektiğini düşünüyoruz.

▪ **TL'nin önemi?** İstatistiksel bulgularımız, zayıf TL'nin, yurtiçi yerleşiklerin seyahat iştahı üzerindeki olumsuz etkisinin tahmin ettiğimizden az olabileceğine işaret ediyor. Öte yandan, zayıf TL'nin ülkemize gelen yabancılar açısından, en belirleyici unsurların başında geldiği hipotezini de destekleyecek oranda kanıt bulamadık. Bize göre, güvenlik endişeleri kaynaklı bir kriz olmadığı ve dış talep devam ettiği müddetçe, sektör, zayıf TL ve büyüme nedeniyle yurtiçi pazarda uğradığı kayıpları dışhatlarda telafi edebilir.

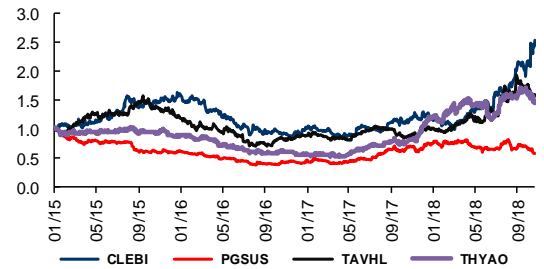
CLEBI	TUT
Hisse verileri <CLEBI TL>	24 Ekim 2018
Mevcut fiyat	TRY58.1
Hedef fiyat	TRY62.50
Hisse başına temettü	TRY3.682
Toplam getiri	14%
Mevcut piyasa değeri	TRY1,412mn / USD\$247mn
3 ay ortalama günlük işlem hacmi	US\$0.9mn

PGSUS	AL
Hisse verileri <PGSUS TL>	24 Ekim 2018
Mevcut fiyat	TRY21.7
Hedef fiyat	TRY32.70
Hisse başına temettü	TRY.0
Toplam getiri	51%
Mevcut piyasa değeri	TRY2,217mn / USD\$388mn
3 ay ortalama günlük işlem hacmi	US\$11.0mn

TAVHL	TUT
Hisse verileri <TAVHL TL>	24 Ekim 2018
Mevcut fiyat	TRY26.8
Hedef fiyat	TRY28.510
Hisse başına temettü	TRY2.250
Toplam getiri	15%
Mevcut piyasa değeri	TRY9,736mn / USD\$1,703mn
3 ay ortalama günlük işlem hacmi	US\$9.6mn

THYAO	AL
Hisse verileri <THYAO TL>	24 Ekim 2018
Mevcut fiyat	TRY15.5
Hedef fiyat	TRY20.60
Hisse başına temettü	TRY.0
Toplam getiri	33%
Mevcut piyasa değeri	TRY21,445mn / USD\$3,751mn
3 ay ortalama günlük işlem hacmi	US\$191.1mn

BIST Rölatif Performansları



Mustafa Görkem Göker
gorkem.goker@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 7949

ÇELEBİ YER HİZMETLERİ

TUT

(Önceki 'AL')

Değerleme daha az cazip

'TUT'a çekiyoruz. Çelebi için 'AL' olan önerimizi, yenilediğimiz hedef fiyatımız 62.5TL'nin (önceki 51.0TL), 2018 yılı kazancından dağıtılmasını beklediğimiz hisse başı 3.7TL temettü ile birlikte vaad ettiği getiri potansiyeli %14'ü işaret ettiğinden 'TUT'a çekiyoruz. Şirket, 2018 yılı başındaki olumlu beklentilerimizi özellikle TL değer kaybı ve yurtışı operasyonların iyileşen katkısı sayesinde fazlasıyla karşılarken, hisse fiyatı da bu olumlu seyri takip etti. Yıl başından bu yana endeksin %112 üzerinde getiri sağlayan Çelebi hisseleri, son bir yılda nominal olarak %95 değerlendirildi. Şirketin büyüme hikayesini beğenmeye devam ediyoruz. Ancak, daha yüksek bir değerlendirme ve iyimser yaklaşımımızı modelimize yansıtmak için yeni havalimanı açılışı sonrası faaliyet ortamını ve yaz dönemi trafiğine ilişkin seyri biraz daha takip etmemiz gerektiğine inanıyoruz.

Türkiye'de daha düşük marjlar. Şirketin Türkiye satış hacminin, yurtiçi uçuşlardaki görece zayıf talep ortamı nedeniyle konsolide bazda sınırlı artmasını beklerken, düşük hacimler, karlılık üzerinde baskı yaratabilecektir. Özellikle yeni havalimanına geçişle birlikte artacak maliyetler, enflasyonun başta personel olmak üzere TL giderlere yansıyacak olması ve 2018'in yüksek baz etkisi nedeniyle, şirketin Türkiye marjlarının 2019 yılında gerilemesini bekliyoruz.

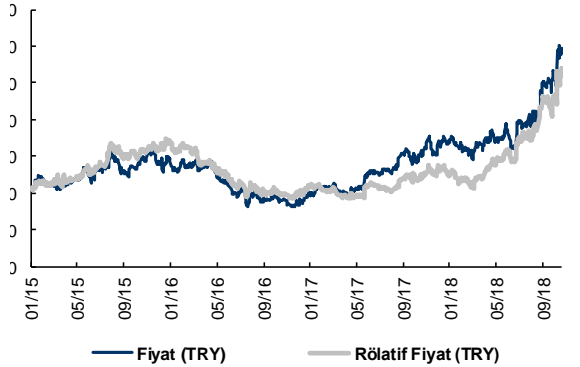
Hindistan operasyonları ümit verici... Çelebi'nin konsolide UFRS finansallarında Avro-cironun %3 artmasını bekliyoruz. Türkiye operasyonlarında %4'lük daralma beklentimize rağmen konsolide iyileşmede arkasında Hindistan operasyonlarındaki büyüme ana nedendir. Uzun süredir marjlar üzerinde sulandırıcı etki yapan, Frankfurt/Almanya kargo operasyonları bile 2018'de katkı yaptı.

Yeni Havalimanı'nın olumlu etkileri gecikmeli gözlemlenebilir. Çelebi'nin Yeni Havalimanı'ndan en çok faydalanacak şirketlerin başında geldiğini düşünüyoruz. Bunun ana nedeni de, yeni havalimanıyla birlikte artan slot kapasitesinin, halihazırda sınırlı kapasiteler nedeniyle ikili havacılık anlaşmalarındaki mütakabiliyet esasına takılan bazı havayollarının Türkiye'ye uçmaya başlayacağını ve Çelebi'nin de pazardaki güçlü konumu sayesinde bundan faydalanacağını düşünüyoruz. Öte yandan, uzun vadede Çelebi için karlı büyüme fırsatı olabilecek yeni havalimanı'nın, özellikle taşınma ve ilk yerleşim aşamasında marjlar üzerinde, artacak giderler nedeniyle baskı oluşturabileceğini düşünüyoruz.

Kur farkı zararları temettü'ye engel olmayacak. Çelebi'nin yükselen operasyonel karlılığının, bilançosunda taşıdığı 50 milyon avro'luk açık pozisyon nedeniyle, şirket net karlılığına tam olarak yansımayacağını düşünüyoruz ve bunun 2019 için geçerli olabileceği kanaatindeyiz. Ancak, net kardaki bu baskıya rağmen, şirketin yüksek temettü ödeme politikasında bir değişikliğe gitmesini beklemiyoruz.

Hisse Verileri	24 Ekim 2018
Mevcut fiyat	TRY58.1
Hedef fiyat	TRY62.5
Hisse başına temettü	TRY3.68
Getiri	14%
Mevcut Piyasa Değeri	TRY1,412mn / USD\$247mn
Bloomberg Kodu	CLEBI TI
Hisse Sayısı (mn)	24
Son 12 ay Hisse Fiyat Aralığı	60.15 / 29.21
3 ay Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn dolar)	1

Fiyat Performansı (%)	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Getiri	18.4	52.3	65.1	73.9
BIST100 Rölatif getiri	24.1	55.4	89.1	112.2



Mustafa Görkem Göker
gorkem.goker@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 79 49

Çelebi – Özet Finansallar

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Gelir Tablosu						
Net satışlar	732	710	918	1,366	1,934	2,067
Satışların maliyeti	-517	-543	-649	-907	-1,344	-1,435
Brüt Kar	216	166	268	458	590	632
Faaliyet giderleri	-97	-105	-125	-177	-271	-307
VAFÖK	153	98	182	328	385	396
Amortisman	35	36	38	47	66	71
Faaliyet gelirleri	118	61	143	282	319	325
Finansal gelir/gider	-31	-30	-51	-163	-149	-174
Diğer gelir/gider	14	7	15	6	17	3
Vergi öncesi kar	102	38	107	124	187	154
Vergi	-20	-11	-21	-11	-39	-32
Azınlık hisseleri / diğer	-2	1	1	1	0	0
Net kar	83	27	85	112	147	122
Bilanço						
Nakit ve nakit benzerleri	140	76	127	313	276	303
Stoklar	10	11	12	17	24	26
Ticari alacaklar	75	95	118	158	224	239
Diğer alacaklar	35	30	26	26	26	26
Dönen Varlıklar	260	212	283	514	550	595
Maddi durma varlıklar	156	157	156	287	426	490
Finansal yatırımlar	28	46	65	81	105	105
Diğer duran varlıklar	236	275	332	393	408	426
Duran Varlıklar	420	478	553	760	938	1,021
Toplam Varlıklar	679	690	836	1,274	1,488	1,616
Kısa vadeli finansal borçlar	165	153	59	170	196	223
Ticari borçlar	55	64	77	99	147	157
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	45	56	67	67	67	67
Kısa Vadeli Yükümlülükler	265	274	204	337	410	447
Uzun vadeli finansal borçlar	158	169	283	552	635	722
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	112	145	181	181	181	181
Uzun Vadeli Yükümlülükler	270	315	464	733	816	903
Azınlık Payları	11	14	10	10	10	10
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	133	87	159	194	252	256
Toplam Kaynaklar	679	690	836	1,274	1,488	1,616
Nakit Akım Tablosu						
Vergi öncesi kar	81	28	86	124	187	154
Amortisman	35	36	38	47	66	71
İşletme sermayesinde değişim	13	8	83	22	26	7
Diğer	-21	-21	-24	-50	-55	-23
İşletme faaliyetlerinden	108	50	184	143	224	210
Yatırımlar	-10	-24	-44	-240	-222	-156
Varlık satışı ve diğer	0	-5	-7	0	0	0
Yatırım faaliyetlerinden	-10	-29	-50	-240	-222	-156
Borçlarda değişim	21	1	-19	381	109	113
Temettü	-49	-73	-30	-77	-89	-118
Diğer	-22	-18	-42	0	0	0
Finansman faaliyetlerinden	-50	-90	-92	304	19	-4
Toplam nakit hareketi	48	-69	42	207	22	50
Net Borç	195	257	228	422	569	655
Rasyolar						
Brüt kar marjı	29.4%	23.5%	29.3%	33.6%	30.5%	30.6%
VAFÖK marjı	20.9%	13.8%	19.8%	24.0%	19.9%	19.1%
Özkaynak karlılığı	72.7%	24.3%	69.3%	63.4%	66.0%	48.0%
Aktif devir hızı	1.2	1.0	1.2	1.3	1.4	1.3
Net Borç / Özkaynaklar (x)	1	2.9	1.4	2.2	2.3	2.6
F/K (x)	9.7	23.7	8.2	12.6	9.6	11.6
FD/VAFÖK (x)	6.4	8.8	4.8	5.4	4.9	5.0

Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

TAHMİNLERİMİZDE DEĞİŞİKLİKLER

	2015	2016	2017	2018e				2019e			
Finansallar (EURmn)											
Net Satışlar	242	213	223	231	228	1%	4%	238	240	-1%	3%
Türkiye	154	122	121	120	125	-3%	-1%	116	130	-11%	-4%
Macaristan	25	27	30	35	32	11%	15%	35	32	9%	0%
Hindistan	35	40	53	57	58	-2%	7%	69	63	9%	21%
Almanya	27	23	18	19	15	28%	4%	19	15	25%	0%
VAFÖK (YKY) (*)	56	36	51	61	49	24%	21%	56	52	8%	-8%
Türkiye	43	25	34	36	28	27%	6%	28	28	-1%	-20%
Macaristan	6	7	7	8	8	9%	24%	8	8	3%	-3%
Hindistan	8	9	12	16	14	14%	33%	18	15	19%	17%
Almanya	-1	-6	-2	2	0	n.m.	n.m.	1	0	n.m.	n.m.
Net Kar	27	8	21	19	22	-13%	-9%	18	22	-19%	-4%
Marjlar (%)											
VAFÖK (YKY)	23.3	16.8	22.7	26.5	21.6	4.9pp	3.8pp	23.6	21.6	1.9pp	2.9pp
Türkiye	28.2	20.7	27.6	29.5	22.4	7.1pp	1.8pp	24.5	21.9	2.6pp	-4.9pp
Macaristan	23.5	24.4	22.5	24.2	24.8	-0.5pp	1.7pp	23.5	24.8	-1.3pp	-0.7pp
Hindistan	21.5	23.0	22.2	27.7	23.8	3.8pp	5.4pp	26.7	24.5	2.1pp	-0.9pp
Almanya	-2.2	-24.0	-9.0	8.5	-1.1	9.6pp	17.5pp	6.6	0.0	6.6pp	-1.9pp
Net Kar	11.1	3.9	9.3	8.2	9.5	1.3pp	-1.1pp	7.6	9.3	1.6pp	0.5pp

DEĞERLEME

	Değer	Ağırlık	12A Hedef
TRYmn			
INA değerlemesi	1,521	100%	1,521
12 aylık hedef piyasa değeri			1,521
Mevcut piyasa değeri			1,412
12 aylık hisse fiyatı			62.5
Mevcut hisse fiyatı			58.1
Sermaye Getirisi			7.7%
Hisse başına temettü (2015T)			3.7
Temettü Verimi			6.3%
12 aylık toplam getiri			14%

Kaynak: YKY Araştırma

ÇELEBİ – İNA Değerlemesi

TRYmn	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	Terminal
Satış gelirleri	621	732	710	918	1,366	1,934	2,067	2,394	2,703	2,993	3,225	3,477	3,751	4,048	4,373	4,725	5,104
			-3.1%	29.4%	48.8%	41.6%	6.9%	15.8%	12.9%	10.7%	7.8%	7.8%	7.9%	7.9%	8.0%	8.1%	8.0%
FVÖK	87	118	61	143	282	319	325	383	434	483	522	564	611	662	717	778	817
FVÖK marjı	13.9%	16.2%	8.7%	15.6%	20.6%	16.5%	15.7%	16.0%	16.1%	16.1%	16.2%	16.2%	16.3%	16.3%	16.4%	16.5%	16.0%
(-) Vergi	18	23	14	31	64	74	72	85	96	104	112	121	131	142	153	166	174
Vergi oranı	20.6%	19.8%	23.1%	21.7%	22.6%	23.2%	22.1%	22.2%	22.2%	21.5%	21.5%	21.4%	21.4%	21.4%	21.4%	21.4%	21%
VSNFK	69	95	47	112	218	245	253	298	338	379	410	443	480	520	564	612	642
(+) Amortisman ve itfa	33	35	36	38	47	66	71	82	93	102	110	119	128	139	150	162	175
(-) NIS artışı	0	4	-11	-4	22	26	7	18	17	16	13	14	15	16	18	19	19
(-) Sermaye harcamaları	54	40	50	68	240	222	156	172	186	197	202	207	212	218	224	230	175
Serbest nakit akışı	47	86	44	87	2	64	161	189	228	269	306	342	381	424	472	524	623
İskonto oranı			18.9%	19.4%	18.8%	18.9%	18.8%	18.9%	19.1%	19.2%	19.4%	19.5%	19.7%	19.9%	20.0%	20.2%	21.9%
İskonto faktörü																	
İndirgenmiş nakit akışları			0	0	0	54	114	113	114	113	107	100	94	87	81	74	73
TRYmn																	
İndirgenmiş nakit akışı	1,123																
Terminal değer	4,574																
İndirgenmiş terminal değer	533																
Toplamın %'si olarak terminal	32%																
Terminal büyüme oranı	7%																
Net borç	422																
İştirakler	49																
Şirket değeri	1,282																
12A hedef değer	1,521																
Piyasa değeri	1,412																
Potansiyel	8%																

Kaynak: YKY Araştırma

PEGASUS HAVAYOLLARI

AL

(Önceki TUT)

İyimser olmak için neden var

"AL"a yükseltiyoruz. Pegasus için 'TUT'olan tavsiyemizi 'AL'a çekiyoruz. Yeni hisse başı hedef fiyatımız 32,7TL (eski 38,6 TL), mevcut seviyelerden %51 artış potansiyeli sunmaktadır. Pegasus hisseleri yıl başından bu yana endeksin %20 gerisinde kalırken, THY'nin %35 altında getiri sağladı. Şirketin yüksek iç piyasa riski ve artan yakıt fiyatları, bu zayıf performans için geçerli nedenler olsa da, mevcut fiyat seviyelerinden daha aşağı bir seyri makul kılacak kadar bir kötü bir 2019 öngörmüyoruz. Şirketin, uluslararası hatlara daha fazla odaklanmasını ve İstanbul Atatürk Havalimanı'nın Yeni Havalimanı'na taşınma sürecinde, Sabiha Gökçen Havalimanı'na yönelmesini beklediğimiz talep artışını fırsata çevirmesini bekliyoruz. Dolayısıyla, şirketi, özellikle önümüzdeki bir kaç çeyrekte, zorlu bir ortam beklese de, yılın tamamında marjlar üzerindeki baskının değişen hat kırılımı nedeniyle, bugün endişe edilenden daha sınırlı olacağını düşünüyoruz.

Daha yüksek uluslararası odak. Pegasus halihazırda, koltuk kapasitesinin% 40'ını uluslararası uçuşlara ayırırken, tarifeli gelirlerinin % 65'ini bu uçuşlardan elde ediyor. Şirketin 2019 yılında, potansiyel iç piyasa zayıflığından korunmak için yüksek marjlı dış hatlara odaklanmasını bekliyoruz. THY'nin sınırlı kapasite artışının, SAW'a olan talebin artacak olmasının ve Pegasus'un düşük bilet fiyatlarının, yolcu doluluk oranlarının yüksek seyrini sağlayacak ana unsurlar olacağı fikrindeyiz. Tahminlerimiz 2019 yılında yurtdışı uçuşların şirketin koltuk kapasitesinin % 45'ini, tarifeli gelirlerinin ise %70'ini oluşturacağını işaret ediyor.

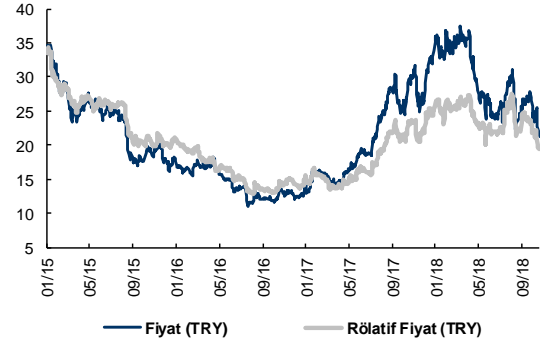
Artan yakıt faturası marjları baskılayacak. 2019 yılında, özellikle artan akaryakıt fiyatları sonrası, ve yüksek enflasyonla birlikte şirketin halihazırda tarihi zirvelerde olan marjlarında yıllık daralmanın çok muhtemel olduğunu düşünüyoruz ve Pegasus'un 2.5 puan FAVÖK marjı kaybedeceğini öngörüyoruz. Ancak tahminlerimize yönelik risklerin yukarı yönlü olduğu kanaatindeyiz çünkü birim akaryakıt giderini %10 arttırdığımız halde, şirketin daha rekabetçi fiyat vermek zorunda kalacağına dair endişelerimiz nedeniyle birim gelirlerde bir artış varsaymıyoruz.

Gider yönetimi sayesinde baskı azalabilir. Pegasus'un EUR cinsinden birim akaryakıt giderinde %17 artış beklememize rağmen, toplam birim giderlerinde %4 düşüş bekliyoruz çünkü şirketin akaryakıt harici birim giderlerinde, zayıflayan TL'nin etkisi, artan uçuş kullanım süresi ve azalan faaliyet tipi kiralama giderleri sayesinde %14 daralma bekliyoruz.

Alım için uygun. Bizim 2019 tahminlerimize göre, hisse 5.1x düz. Firma Değeri / VAFKÖK and 7.3 F/K çarpanlarından işlem görüyor. Bu seviyelerin orta ve uzun vade için alıma uygun olduğunu düşünürken, özellikle yaz ayına doğru girdikçe ve marjlar üzerindeki baskı hafifledikçe, şirketin güçlü finansallar açıklamaya devam edeceği kanaatindeyiz.

Hisse Verileri	24 Ekim 2018
Mevcut fiyat	TRY21.68
Hedef fiyat	TRY32.7
Hisse başına temettü	TRY0.00
Getiri	51%
Mevcut Piyasa Değeri	TRY2,217mn / USD\$388mn
Bloomberg Kodu	PGSUS TI
Hisse Sayısı (mn)	102
Son 12 ay Hisse Fiyat Aralığı	37.34 / 21.30
3 ay Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn dolar)	11

Fiyat Performansı (%)	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Getiri	-20.6	-27.3	-27.4	-37.0
BIST100 Rölatif getiri	-16.8	-25.8	-16.8	-20.2



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Mustafa Görkem Göker
gorkem.goker@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 79 49

Pegasus – Özet finansallar

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Gelir Tablosu						
Net satışlar	3,488	3,707	5,349	8,324	11,814	14,743
Satışların maliyeti	-3,055	-3,511	-4,574	-7,024	-10,313	-12,816
Brüt Kar	433	196	775	1,299	1,501	1,927
Faaliyet giderleri	-256	-333	-370	-518	-792	-979
VAFÖK	353	89	735	1,289	1,508	1,914
Amortisman	176	227	330	507	799	967
Faaliyet gelirleri	177	-137	405	782	709	948
Finansal gelir/gider	-107	-66	-31	-198	-245	-313
Diğer gelir/gider	113	60	229	127	0	0
Vergi öncesi kar	182	-144	603	711	464	635
Vergi	-71	7	-102	-157	-93	-127
Azınlık hisseleri / diğer	-1	-2	-1	-2	0	0
Net kar	113	-134	502	556	371	508
Bilanço						
Nakit ve nakit benzerleri	955	692	1,988	1,125	1,230	1,151
Stoklar	13	24	31	33	38	42
Ticari alacaklar	295	212	187	311	441	551
Diğer alacaklar	571	531	891	1,029	908	1,235
Dönen Varlıklar	1,834	1,460	3,097	2,497	2,617	2,978
Maddi durma varlıklar	2,113	3,849	4,663	11,867	15,491	17,479
Finansal yatırımlar	21	24	29	29	29	29
Diğer duran varlıklar	130	286	300	539	718	673
Duran Varlıklar	2,264	4,158	4,991	12,435	16,239	18,181
Toplam Varlıklar	4,098	5,618	8,088	14,933	18,856	21,159
Kısa vadeli finansal borçlar	209	338	897	1,096	1,439	1,561
Ticari borçlar	246	318	394	539	848	1,053
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	537	383	573	969	1,197	1,435
Kısa Vadeli Yükümlülükler	992	1,039	1,864	2,603	3,484	4,050
Uzun vadeli finansal borçlar	1,455	1,575	2,506	4,385	5,254	6,191
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	198	1,434	1,234	3,580	4,885	4,748
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,654	3,010	3,740	7,965	10,139	10,939
Azınlık Payları	-3	-6	-21	-21	-21	-21
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	1,455	1,575	2,506	4,385	5,254	6,191
Toplam Kaynaklar	4,098	5,618	8,088	14,933	18,856	21,159
Nakit Akım Tablosu						
Vergi öncesi kar	112	-136	501	556	371	508
Amortisman	176	227	330	507	799	967
İşletme sermayesinde değişim	37	152	102	277	523	3
Diğer	66	-15	140	703	301	471
İşletme faaliyetlerinden	391	227	1,073	2,043	1,994	1,948
Yatırımlar	-59	-193	820	-2,330	-833	-725
Varlık satışı ve diğer	-168	-43	-204	-5,398	-3,597	-2,236
Yatırım faaliyetlerinden	-227	-236	617	-7,728	-4,429	-2,961
Borçlarda değişim	1	1	541	5,398	3,597	2,236
Temettü	0	0	0	0	0	0
Diğer	-66	-255	-935	-577	-1,056	-1,303
Finansman faaliyetlerinden	-66	-254	-394	4,821	2,541	933
Toplam nakit hareketi	98	-263	1,296	-863	105	-79
Net Borç	460	1,984	1,620	6,180	8,362	9,259
	2,230	4,085	3,131	7,480	9,964	11,978
Rasyolar						
Brüt kar marjı	12%	5%	14%	16%	13%	13%
VAFÖK marjı	10%	2%	14%	15%	13%	13%
Özkaynak karlılığı	9%	-9%	25%	16%	8%	9%
Aktif devir hızı	92%	76%	78%	72%	70%	74%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	1.5	2.6	1.2	1.7	1.9	1.9
F/K (x)	21.2	nm	4.4	4.0	6.0	4.4
FD/VAFÖK (x)	6.4	6.5	11.3	4.1	4.9	5.0

TAHMİNLERİMİZDE DEĞİŞİKLİKLER

Operasyonel Veriler	2015	2016	2017	2018T				2019T			
				Yeni	Eski	Değişim	Yıllık Artış	Yeni	Eski	Değişim	Yıllık Artış
Uçak Adedi	67.0	82.0	76.0	81.0	81.0	0%	7%	84.0	87.0	-3%	3.7%
Koltuk Kapasitesi ('000)	12.5	15.4	14.2	15.1	15.1	0%	7%	15.9	16.5	-3%	5.1%
Yolcu Sayısı (mn)	22.3	24.1	27.8	30.5	31.1	-2%	10%	31.6	33.9	-7%	3.6%
AKK (bn)	28.0	30.5	32.7	36.0	36.5	-1%	10%	39.5	41.1	-4%	9.7%
Koltuk (mn)	28.3	30.7	32.9	35.6	36.5	-2%	8%	37.6	40.8	-8%	5.9%
Doluluk Oranı	79%	79%	85%	86%	85%	1 pp	1.2 pp	84%	83%	1 pp	-1.8 pp
				Yeni	Eski	Değişim	Yıllık Artış	Yeni	Eski	Değişim	Yıllık Artış
Birim Gelir (RASK) (€cent)	4.1	3.6	4.0	3.8	3.9	-1%	-3%	3.7	3.7	0%	-4%
Birim Gider (CASK) (€cent)	3.9	3.8	3.7	3.5	3.6	-3%	-4%	3.5	3.4	2%	-2%
				Yeni	Eski	Değişim	Yıllık Artış	Yeni	Eski	Değişim	Yıllık Artış
Gelirler	1,145	1,111	1,299	1,382	1,419	-3%	6%	1,453	1,513	-4%	5%
Giderler	1,094	1,150	1,201	1,265	1,317	-4%	5%	1,366	1,397	-2%	8%
VAFÖK	109	29	178	202	187	8%	13%	185	223	-17%	-8%
VAFKÖK	216	168	317	320	306	5%	1%	297	332	-10%	-7%
Net Kar	33	-38	121	82	63	30%	-32%	46	67	-32%	-44%
Sermaye	457	425	555	582	570	2%	5%	607	587	3%	4%
				Yeni	Eski	Değişim	Yıllık Artış	Yeni	Eski	Değişim	Yıllık Artış
VAFÖK	10%	3%	14%	15%	13%	1 pp	1 pp	13%	15%	-2 pp	-2 pp
VAFKÖK	19%	15%	24%	23%	22%	2 pp	-1 pp	20.5%	22.0%	-1 pp	-3 pp
Net	3%	-3%	9%	6%	4%	1 pp	-3 pp	3%	4%	-1 pp	-3 pp

DEĞERLEME

	5.00	5.50	5.75	6.00	6.25
2019T VAFKÖK (TRYmn)	2,417	2,417	2,417	2,417	2,417
Hedef Firma Değeri	12,086	13,295	13,899	14,504	15,108
2019T Düzeltilmiş Net Borç	11,414	11,414	11,414	11,414	11,414
Uçak Alımı İçin Ön Ödemeler	1,450	1,450	1,450	1,450	1,450
İştirakler	22	22	22	22	22
Makul Sermaye Değeri	2,144	3,353	3,957	4,562	5,166
Hedef Fiyat (TRY)	20.9	32.7	38.6	44.6	50.5
Şimdiki Fiyat	21.7	21.7	21.7	21.7	21.7
Artış Potansiyeli	-4%	51%	78%	106%	133%

TAV Havalimanları Holding

TUT

(Önceki TUT)

IST'e dair belirsizliğin kalkmasını bekliyor

'Tut' önerimizi koruyoruz. TAVHL için 12M hedef fiyatımızı EUR5.5'dan EUR4.5'a çekiyoruz ancak 'TUT' olan önerimizi koruyoruz. Hedef fiyat değişikliğinin arkasında yatan temel nedenler (i) EUR-risksiz getiri oranı varsayımımızdaki artış (ii) net borç tahminimize Antalya iktisabını finanse etmek için ADP'den temin edilen krediyi eklememiz ve (iii) yeni makro varsayımlarımız olarak sıralanabilir. TAV, İstanbul Atatürk Havalimanı'nın (IST) işletim süresi dolmadan erken kapanacak olmasından dolayı zarara uğrayacaktır. TAV'ın uğrayacağı bu zararın ne zaman ve ne şekilde ödeneceğine dair Devlet Hava Meydanları'nın, beş sene önce yaptığı açıklamanın üzerine, yeni bir açıklama yapmamasın ise TAV'ın hisse senedine, son 5 yılda olduğu gibi zarar vermeye devam ettiği görüşündeyiz. TAV'ın, IST kapandıktan sonra, gündemde büyük çaplı bir proje finansmanı da beklenmiyorken, temettü sever yatırımcılar için vaad ettiği gerçek potansiyelin ortaya çıkmasına yol açan bu durumun bir an önce sonuçlanmasının hisse açısından en önemli katalizör olacağı düşüncesindeyiz.

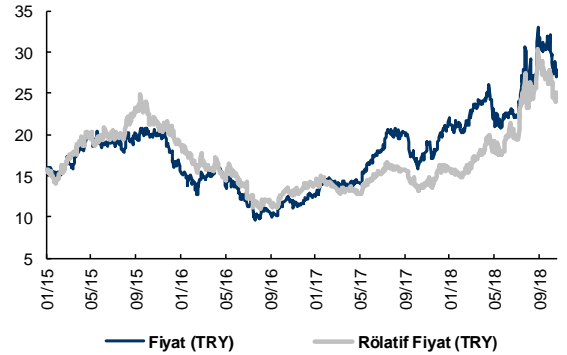
2018'de daha yüksek marjlarla daha düşük büyüme... TAV, gerek Türkiye'de ve gerekse yurt dışı operasyonlarında artan yolcu talebinden, bu yıl oldukça faydalandı. Bilhassa, IST'deki direkt dış hat yolcu trafiğindeki % 15'lik artış finansallara olumlu yansıdı. Şirketin ciro artışı, TL elde edilen gelirlerin, EUR açıklanan finansallara, değersizleşen TL nedeniyle daha düşük bir tutar olarak yansıyacak olmasından ötürü sınırlı büyüyecek olsa da, Antalya'nın net karından elde edilecek %49'luk payla birlikte EBITDA marjında yılın tamamı için iyileşmenin 6.0 puana yükselmesini bekliyoruz. Yabancı operasyonlar arasında, en umut verici olanlar, TAV'ın gelirlerini 9M18'de %36 oranında artırdığı ve FVAÖK'ün pozitif olduğu Tunus ile azalan İranlı turist trafiği nedeniyle göreceli normalleşmeye rağmen büyümenin yüksek seyrettiği Gürcistan oldu..

... 2019'da daha yüksek gelir artışı ve yatay marjlar. TAV'ın 2019'da 1,2 milyar avro ciro, 620 milyon avro düzeltilmiş VAFÖK açıklamasını bekliyoruz ki, bu EUR-cinsinden %4 artışa ve %52'lik EBITDA marjına isabet ediyor. Bu tahminlerimiz, TAV'ın 2019'ın tamamında IST'i işletmeye devam edeceği varsayımına dayanıyor. Eğer, 2018 sonu itibarıyla İstanbul'dan ayrılırsa, yukarıda yer verdiğimiz ciro ve VAFÖK tahminimiz yarıya yakın gerilemektedir. Bu noktada kritik soru, IST'in erken kapanması için TAV'ın ne kadar ve ne kadar telafi edileceğidir. ATÜ ve diğer iştirakler hariç olmak üzere, TAV'ın, IST'i yöneten SPV'si TAV İstanbul'un 2019 ve 2020 yıllarında toplamda 575-600 milyon arası VAFÖK elde etmesini bekliyoruz. TAV İstanbul hali hazırda net nakit pozisyonunda olduğundan ve herhangi bir yatırım maliyetine katlanmayacağından, FAVÖK'ün büyük kısmının vergi öncesi gelirlere yansması beklenebilir. Ancak, portföyün geri kalanı için bilgi eksikliği nedeniyle DHMİ'nin sağlayacağı tazminat paketinin potansiyel büyüklüğü için herhangi bir nokta tahmininde bulunmaktan imtina ediyoruz.

Hisse Verileri	24 Ekim 2018
Mevcut fiyat	TRY26.8
Hedef fiyat	TRY28.5
Hisse başına temettü	TRY2.25
Getiri	15%
Mevcut Piyasa Değeri	TRY9,736mn / USD\$1,703mn

Bloomberg Kodu	TAVHL TI
Hisse Sayısı (mn)	363
Son 12 ay Hisse Fiyat Aralığı	32.96 / 16.95
3 ay Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn dolar)	10

Fiyat Performansı (%)	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Getiri	-10.6	-1.7	13.0	27.2
BIST100 Rölatif getiri	-6.2	0.3	29.4	55.4



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Mustafa Görkem Göker
gorkem.goker@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 79 49

TAV Havalimanları Holding – Özet finansallar (*)

Finansal Özet (EURmn)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Gelir Tablosu						
Net satışlar	1,080	1,092	1,132	1,162	1,203	1,240
Faaliyet giderleri	-697	-768	-782	-742	-777	-818
VAFÖK	403	342	367	476	487	446
Amortisman	85	105	141	123	133	143
VAFÖK	488	447	508	599	620	589
Kira Giderleri	133	152	165	156	151	153
VAFKÖK	621	599	673	755	771	742
Finansal gelir/gider	-103	-123	-111	-108	-105	-86
Diğer gelir/gider	-19	-8	-10	-22	-23	-25
Vergi öncesi kar	280	210	245	345	359	336
Vergi	-80	-91	-60	-103	-108	-101
Azınlık hisseleri / diğer	-9	-7	11	10	5	5
Net kar	210	127	175	231	246	230
Bilanço						
Nakit ve nakit benzerleri	629	481	533	489	563	663
Stoklar	11	9	10	10	10	4
Ticari alacaklar	98	130	130	108	81	68
Diğer alacaklar	178	173	155	114	81	54
Dönen Varlıklar	917	793	827	721	735	789
Maddi durma varlıklar	210	230	192	216	210	178
Finansal yatırımlar	106	94	88	427	387	338
Diğer duran varlıklar	2,074	1,984	1,895	1,824	1,741	1,652
Duran Varlıklar	2,390	2,308	2,175	2,468	2,338	2,167
Toplam Varlıklar	3,306	3,101	3,002	3,189	3,073	2,956
Kısa vadeli finansal borçlar	612	566	568	180	162	142
Ticari borçlar	50	56	46	39	41	42
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	299	278	298	295	285	274
Kısa Vadeli Yükümlülükler	961	900	912	515	488	458
Uzun vadeli finansal borçlar	857	674	551	720	646	567
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	676	720	649	939	817	726
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,532	1,394	1,201	1,659	1,463	1,293
Azınlık Payları	6	-1	-4	-4	-4	-4
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	808	808	893	1,019	1,126	1,209
Toplam Kaynaklar	3,306	3,101	3,002	3,189	3,073	2,956
Nakit Akım Tablosu						
İşletme faaliyetlerinden sağlanan nakit	942	571	279	286	347	356
Yatırım faaliyetlerinde kullanılan nakit	-763	-91	-33	-76	-67	-47
Finansman faaliyetlerinde kullanılan nakit	-22	-377	-217	-267	-214	-218
Toplam nakit hareketi	156	104	29	-57	66	91
Net Borç	839	761	586	712	447	182
Rasyolar						
Brüt kar marjı	45%	41%	45%	52%	52%	47%
VAFÖK marjı	58%	55%	59%	65%	64%	60%
Özkaynak karlılığı	27%	16%	21%	24%	23%	20%
Aktif devir hızı	36%	34%	37%	38%	38%	41%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	1.0	0.9	0.7	0.7	0.4	0.2
F/K (x)	12.4	12.3	9.0	6.5	6.1	6.5
FD/VAFÖK (x)	6.8	5.0	4.1	3.0	2.5	2.3

Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

(*) Ayrılan finansallar: UFRKY sebebiyle gelir tablosunda gösterilemeyen Ankara Esenboğa Havalimanından elde edile garantili yolcu ücretleri satış gelirlerine geri eklendi.

TAHMINLERİMİZDE DEĞİŞİKLİK

	2017	2018T				2019T			
		Yeni	Eski	Değişim	Yıllık Artış	Yeni	Eski	Değişim	Yıllık Artış
Operasyonel									
Yolcu Sayısı (mn)	115	125	118	6%	9%	129	122	6%	3%
-TAV İstanbul	64	67	65	4%	6%	69	67	4%	3%
-Diğer	51	57	53	8%	12%	60	55	8%	4%
Finansallar (EURmn)									
Gelirler	1,132	1,162	1,216	-4%	3%	1,203	1,261	-5%	4%
-TAV İstanbul	506	509	527	-3%	1%	525	541	-3%	3%
-Diğer	625	653	689	-5%	4%	678	720	-6%	4%
VAFÖK	508	599	535	12%	18%	620	578	7%	4%
-TAV İstanbul	250	274	272	1%	10%	290	294	-2%	6%
-Diğer	258	325	263	24%	26%	330	284	16%	2%
VAFKÖK	671	755	689	9%	12%	771	722	7%	2%
-TAV İstanbul	407	422	422	0%	4%	433	433	0%	3%
-Diğer	264	332	268	24%	26%	338	289	17%	2%
Net Kar	175	231	223	4%	33%	246	264	-7%	6%
Margins (%)									
VAFÖK	44.9	51.6	44.0	7.5pp	667 pp	51.6	45.9	5.7pp	0 pp
-TAV İstanbul	49.3	53.8	51.7	2.2pp	452 pp	55.2	54.4	0.8pp	140 pp
-Diğer	41.3	49.8	38.2	11.6pp	848 pp	48.7	39.4	9.3pp	-107 pp
VAFKÖK	59.3	64.9	56.7	8.2pp	564 pp	64.1	57.3	6.9pp	-82 pp
-TAV İstanbul	80.5	83.0	80.0	3pp	251 pp	82.5	80.0	2.5pp	-50 pp
-Diğer	42.1	50.9	38.9	12pp	872 pp	49.9	40.2	9.7pp	-97 pp
Net Kar	15.4	19.9	18.3	1.6pp	450 pp	20.4	20.9	-0.5pp	52 pp

DEĞERLEME

TAVHL-Değerleme				
	12 Aylık Hedef Değer (EURmn)	TAV'ın Ortaklığı	TAV'a Düşen Değer (EURmn)	Toplam İçinde Pay
TAV İstanbul	675	100%	675	41%
TAV Ankara	110	100%	110	7%
TAV İzmir	120	100%	120	7%
TAV Bodrum	20	100%	20	1%
TAV Tunisia	-30	67%	-20	-1%
TAV Georgia	365	80%	292	18%
TAV Macedonia	45	100%	45	3%
TAV Antalya	190	49%	93	2%
TIBAH (Medina)	90	33%	30	2%
ATU	185	50%	92	6%
BTA	40	100%	40	2%
HAVAS (excl. 50% stake in TGS)	200	100%	200	12%
TGS	205	50%	102	6%
(-) Holding Borç			165	
12aylık Hedef Sermaye Değeri (EURmn)			1,634	
Number of shares outstanding (mn)			363	
12aylık Hisse Başı Hedef Fiyat (EUR)			4.5	
EUR/TRY			6.3	
12aylık Hisse Başı Hedef Fiyat (TRY)			28.5	
Mevcut Hisse Fiyatı			26.8	
2018e Temettü			2.3	
Artış Potansiyeli			15%	

Kaynak: YKY Araştırma

TÜRK HAVA YOLLARI

AL

(Önceki AL)

Yüksek döviz geliri ve düşük maliyet

'AL' önerimizi muhafaza ediyoruz. Türk Hava Yolları için 'AL' önerimizi, yenilen 12 aylık 20.6TL hede fiyatımızla (önceki 19.5TL) yineliyoruz. Hedef fiyatımız %33 artış potansiyeli içeriyor. Her ne kadar 2019'un 2018'e göre önümüzdeki çeyrekte başlamaya üzere daha zorlu bir dönem olacaksa da, piyasanın fiyatladığı kadar bir bozulmasının finansallarda görülmeyeceğini bekliyoruz. Bu yöndeki beklentimizin ana nedeni halihazırda yüksek seyreden dış hat yolcu talebi ve şirketin gelir-maliyet yapısının TL'deki zayıflığın finansallara marj genişlemesi olarak yansımaya izin vermesidir.

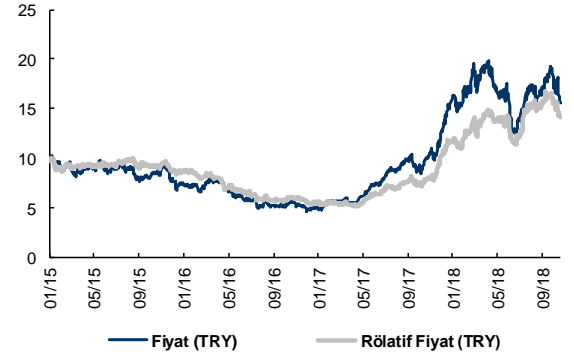
Endişeler yersiz değil.... Şirketin yeni havalimanına geçisiyle beraber, en azından taşıma aşamasında ve ilk fazda maliyet bazının artacak olması bizim de endişelerimiz arasında yer almaktadır. Kargo operasyonlarının ve bazı yan hizmetlerin iki havalimanında eş zamanlı icra edilecek olması, veya uçuş ekiplerinin planlaması gibi zorluklar karlılığı baskılayacaktır. Özellikle artan enflasyonun, pilot maaşlarına yapılan zamlar üzerinden 2018 finansallarına da kısmen yansıdığını görsek de, 2019'da bunun biraz belirginleşmesi beklenebilir. Artan akaryakıt giderleriyle beraber şirket VAFÖK karlılığında yıllık 4,5 puanlık daralmaya yol açabileceğini düşünüyoruz.

...ama artıları gözardı ettirmemeli. Yukarıda yer verdiğimiz ve bizce oldukça muhafazakar kar marjı öngörümüzün yukarı yönlü risklere tabi olduğunu düşündüğümüzü ve bunun ötesinde bir daralmanın ancak ciddi dış hat trafiği daralmasıyla mümkün olabileceğini vurguluyoruz. Şirketin görece daha sınırlı kapasite sunacak olması, TL'nin süregelen değer kaybı, artan akaryakıt giderinin kapasite ve birim gelirlerde daha disiplinli bir yapıya yol açacak olması ve kargo gelirlerinde gözlemlenen iyileşmelerin, beklentimizden daha kötü bir marh performansının pek muhtemel olmadığını söylüyor.

Sabiha Gökçen'de hisse alımı iddiaları. THY Yönetimi'nin en son yapılan tele-konferans'ta THY'nin Sabiha Gökçen'de Malezyalı MAHB'dan hisse alabileceği yönündeki soruları yalanlamaması karşısında şaşırдық. Dışarıdan baktığımızda, THY'nin SAW'da hisse almasının arkasındaki saiki anlamakta güçlük çekiyoruz. Ne finansal yatırım olarak ne de terminal işletmecisi sıfatıyla, THY'nin kaynaklarını, kendi ana iş kolunda büyümesi devam ederken ve tam da ana stratejisi için büyük önem arz eden Yeni Havalimanı'na geçiş aşamasında SAW'da hisse alımına aktarma ihtimalini bir risk faktörü olarak değerlendiriyoruz ve hisse için halihazırdaki olumlu görüşümüzü gözden geçirmemize yol açabilecek bir gelişme olarak değerlendiriyoruz.

Hisse Verileri	24 Ekim 2018
Mevcut fiyat	TRY15.54
Hedef fiyat	TRY20.6
Hisse başına temettü	TRY0.00
Getiri	33%
Mevcut Piyasa Değeri	TRY21,445mn / USD\$3,751mn
Bloomberg Kodu	THYAO TI
Hisse Sayısı (mn)	1,380
Son 12 ay Hisse Fiyat Aralığı	19.77 / 9.79
3 ay Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn dolar)	191

Fiyat Performansı (%)	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Getiri	-16.2	-9.3	-9.0	-1.0
BIST100 Rölatif getiri	-12.1	-7.4	4.2	23.2



Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Mustafa Görkem Göker
gorkem.goker@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 79 49

Türk Hava Yolları – Özet Finansallar

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Gelir Tablosu						
Net satışlar	10,507	9,776	10,949	12,625	13,230	15,289
Satışların maliyeti	-8,411	-8,639	-8,760	-9,869	-10,957	-12,793
Brüt Kar	2,096	1,137	2,189	2,756	2,273	2,497
Faaliyet giderleri	-1,420	-1,480	-1,401	-1,558	-1,654	-1,965
VAFÖK	1,602	804	1,854	2,316	1,942	2,122
Amortisman	926	1,147	1,065	1,118	1,323	1,590
Faaliyet gelirleri	676	-343	789	1,198	619	531
Finansal gelir/gider	355	57	-1,034	-427	-275	-327
Diğer gelir/gider	390	221	505	164	153	157
Vergi öncesi kar	1,421	-66	260	935	497	361
Vergi	-338	-1	-53	-163	-90	-65
Azınlık hisseleri / diğer	0	0	0	0	0	0
Net kar	1,082	-66	206	772	408	296
Bilanço						
Nakit ve nakit benzerleri	959	1,815	2,086	3,375	3,353	3,976
Stoklar	215	217	193	146	197	234
Ticari alacaklar	361	379	592	403	509	599
Diğer alacaklar	1,601	1,190	761	1,210	1,205	900
Dönen Varlıklar	3,135	3,601	3,632	5,135	5,264	5,709
Maddi duran varlıklar	11,374	13,475	13,001	13,213	15,571	19,100
Finansal yatırımlar	246	294	372	450	475	500
Diğer duran varlıklar	1,570	1,121	1,195	1,494	1,472	1,085
Duran Varlıklar	13,190	14,890	14,568	15,157	17,518	20,685
Toplam Varlıklar	16,325	18,491	18,200	20,291	22,782	26,394
Kısa vadeli finansal borçlar	1,024	2,425	1,743	2,096	2,217	2,583
Ticari borçlar	668	616	856	627	843	1,003
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	2,162	1,457	1,698	1,504	1,766	2,061
Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,855	4,499	4,297	4,227	4,825	5,648
Uzun vadeli finansal borçlar	6,612	7,822	7,340	8,384	8,867	10,333
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	1,030	1,085	1,215	906	902	1,048
Uzun Vadeli Yükümlülükler	7,642	8,906	8,555	9,290	9,769	11,381
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	4,828	5,086	5,348	6,774	8,189	9,365
Toplam Kaynaklar	16,325	18,491	18,200	20,291	22,782	26,394
Nakit Akım Tablosu						
Vergi öncesi kar	1,082	-66	206	772	408	296
İşletme faaliyetlerinden	1,345	613	2,368	3,166	2,298	2,631
Yatırım faaliyetlerinden	-527	-256	816	-850	-1,250	-750
Finansman faaliyetlerinden	1,197	1,278	2,066	2,320	1,997	1,481
Toplam nakit hareketi	1,526	803	363	710	631	281
Net Borç	6,349	8,907	8,699	8,715	9,095	10,140
Rasyolar						
Brüt kar marjı	19.9%	11.6%	20.0%	21.8%	17.2%	16.3%
VAFÖK marjı	15.2%	8.2%	16.9%	18.3%	14.7%	13.9%
Özkaynak karlılığı	24.7%	-1.3%	4.0%	12.7%	5.5%	3.4%
Aktif devir hızı	70.0%	56.2%	59.7%	65.6%	61.4%	62.2%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	1.4	1.7	1.3	1.0	0.9	1.0
F/K (x)	4.1	nm	15.0	4.9	9.2	12.7
FD/VAFÖK (x)	7.0	14.0	5.4	4.7	5.9	6.0

Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

TAHMİNLERİMİZDE DEĞİŞİKLİK

	2016a	2017a	2018e				2019e			
			Yeni	Eski	Değişim	Yıllık Artış	Yeni	Eski	Değişim	Yıllık Artış
Uçak Sayısı	334	329	328	327	1	-1	353	348	5	25
AKK (bn)	170	173	181	183	-1%	5%	191	205	-7%	5%
Yolcu Doluluk	74.5%	79.1%	81.6%	79.7%	193	249	80.5%	79.7%	79	-113
Yolcu Sayısı	62.8	68.6	74.9	74.1	1%	9%	78.8	74.1	6%	5%
Birim Gelir	5.74	6.33	6.96	6.86	2%	10%	6.92	6.74	3%	-1%
Birim Gider	5.94	5.87	6.30	6.35	-1%	7%	6.60	6.25	5%	5%
Gelirler	9,776	10,949	12,625	12,537	1%	15%	13,230	13,783	-4%	5%
Giderler	10,119	10,160	11,427	11,614	-2%	12%	12,611	12,799	-1%	10%
Net Faaliyet Karı	-343	789	1,198	923	30%	52%	619	985	-37%	-48%
VAFÖK	804	1,854	2,316	1,984	17%	25%	1,942	2,155	-10%	-16%
VAFKÖK	1,298	2,381	2,912	2,534	15%	22%	2,455	2,635	-7%	-16%
Net Kar	-66	206	772	710	9%	274%	408	750	-46%	-47%
Sermaye	5,086	5,348	6,774	5,882.5	15%	27%	8,189	7,116.3	15%	21%
Net Faaliyet Karı	-3.5%	7.2%	9.5%	7.4%	213	229	4.7%	7.1%	-246	-481
VAFÖK	8.2%	16.9%	18.3%	15.8%	251	141	14.7%	15.6%	-96	-366
VAFKÖK	13.3%	21.7%	23.1%	20.2%	285	132	18.6%	19.1%	-56	-451
Net	-0.7%	1.9%	6.1%	5.7%	45	423	3.1%	5.4%	-236	-303

DEĞERLEME

	5.25	5.50	5.75	6.00	6.25
2019T VAFKÖK	17,296	17,296	17,296	17,296	17,296
Hedef Firma Değeri	90,806	95,130	99,454	103,778	108,102
2019T Düzeltilmiş Net Borç	68,488	68,488	68,488	68,488	68,488
Uçak Alımı İçin Ön Ödemeler	4,753	4,753	4,753	4,753	4,753
İştirakler	1,788	1,788	1,788	1,788	1,788
Makul Sermaye Değeri	24,106	28,430	32,754	37,078	41,402
Hedef Fiyat (TRY)	17	21	24	27	30
Upside	12%	33%	53%	72%	93%

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.