

09 Ağustos 2019 Cuma

Kısa Vadeli Öneri	Endeksin Üzerinde Getiri	Hedef Fiyat (TL)	18,30	FD/FAVÖK (Cari)	7x				
Uzun Vadeli Öneri	AL	Kapanış Fiyatı (TL)	12,03	F/K (Cari)	5,9x				
UFRS Gelir Tablosu - Özet		Açıklanan		Beklenti		Sapma %			
(mn TL)	2Ç19	1Ç19	Çeyreksel %	2Ç18	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.
Net Satışlar	18.668	14.848	26%	13.843	35%	18.356	18.507	2%	1%
Brüt Kar	2.498	1.415	77%	2.900	-14%	-	-	m.d.	m.d.
FAVÖK	2.254	830	172%	2.310	-2%	2.864	2.340	-21%	-4%
Net Dönem Karı	133	-1.253	a.d.	441	-70%	452	258	-71%	-48%
Brüt Kar Marjı	13,4%	9,5%	3,9 yp	20,9%	-7,6 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
FAVÖK Marjı	12,1%	5,6%	6,5 yp	16,7%	-4,6 yp	15,6%	12,6%	-3,5 yp	-0,6 yp
Net Kar Marjı	0,7%	-8,4%	9,2 yp	3,2%	-2,5 yp	2,5%	1,4%	-1,8 yp	-0,7 yp

Kaynak: Şirket, Research Turkey, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y: Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs

Beklentilerin altında net kâr (-)

Türk Hava Yolları, 2Ç19'da 452 mn TL seviyesindeki beklentimizin ve 258 mn TL düzeyindeki piyasa beklentisinin altında yıllık %70 düşüşle 133 mn TL net kâr açıkladı. Operasyonel performans piyasa beklentisine paralel gerçekleşse de bizim tahminimizden zayıf kalarak net kârdaki sapmanın ana nedeni oldu. Piyasa beklentisine paralel gelen operasyonel kârlılığa ve Şirket hisselerinin yılbaşından bu yana endeksin %31 altında performans göstermesine rağmen, net kâr seviyesinde beklentilerden zayıf gelen sonuçların hisse üzerinde baskı yaratacağını düşünüyoruz. Şirketin bugün TSİ 16:00'da gerçekleştireceği telekonferans sonrası tahminlerimizi gözden geçireceğiz. Bu aşamada THY için 18,30 TL hedef fiyatımızı, kısa vadeli "Endeksin Üzerinde Getiri" ve uzun vadeli "AL" tavsiyemizi koruyoruz.

- **Beklentilere paralel gelir performansı** - THY'nin 2Ç19'da net satış gelirleri beklentilere paralel, yıllık %35 artışla 18,7 mlr TL seviyesinde gerçekleşti. Bu dönemde toplam birim gelirler beklentimize paralel yıllık %3 düşüşle 5,99 Şcent olurken, kur etkisi hariç birim gelirler ise %3,2 artışla 6,37 Şcent'e yükseldi.
- **Birim giderlerde artış operasyonel kârlılığı baskıladı** - THY'nin 2Ç19'da FAVÖK'ü beklentimizin %21 altında, piyasa beklentisine ve geçen yılın aynı dönemine paralel 2,25 mlr TL; FAVÖK marjı yıllık 4,6 puan düşüşle %12,1 seviyesinde gerçekleşti. Operasyonel kârlılıktaki sapmada, hem yakıt hem de yakıt dışı birim giderlerin beklentimizin üzerinde gerçekleşmesi etkili oldu. Bu dönemde birim yakıt giderleri yıllık %7,3 artışla 2,13 Şcent'e yükselirken, personel giderlerinin ağırlıklı etkisiyle yakıt hariç birim giderler %10,8 artarak operasyonel kârlılığı baskıladı.
- **Operasyonel olmayan giderlerde düşüş** - 2Ç19'da ticari faaliyetlerden kaynaklanan 123 mn TL net kur farkı giderlerinin (2Ç18: 304 mn TL) ağırlıklı etkisiyle esas faaliyetlerden diğer net gelirlerin 239 mn TL seviyesindeki beklentimizin altında 32 mn TL düzeyinde gerçekleşmesi, net kârda sapmaya yol açan unsurlardan biri oldu. Diğer yandan, net finansman giderleri 460 mn TL'ye gerileyerek (VKY Araştırma tahmini: 591 mn TL, 2Ç18: 624 mn TL) net kârı destekledi.
- **Şirket 2019 yılına ilişkin beklentilerini korudu** - THY, 2Ç19 sonuçlarının ardından 2019 yılının tamamına ilişkin beklentilerini korudu. Buna göre Şirket, 2019 yılında toplam yolcu sayısının 80 mn (yurt içi 33 mn, yurt dışı 47 mn), satış gelirlerinin 14,1 mlr \$ ve FAVÖK marjının %22-24 aralığında olmasını bekliyor.
- **Değerleme ve öneri** - Operasyonel tarafta piyasa beklentisine paralel gerçekleşmeler görssek de, beklentilerin altında gelen net kâr nedeniyle sonuçların hisse fiyatına etkisinin negatif olacağını tahmin ediyoruz. Şirketin bugün TSİ 16:00'da gerçekleştireceği telekonferans sonrası tahminlerimizi gözden geçireceğiz. Bu aşamada THY için 18,30 TL hedef fiyatımızı ve tavsiyelerimizi (KVÖ: Endeksin Üzerinde Getiri, UVÖ: AL) koruyoruz.

09 Ağustos 2019 Cuma

Gelir Tablosu (m n TL)	Açıklanan					Beklenti		Sapma %	
	2Ç19	1Ç19	Çeyreksel %	2Ç18	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.
Net Satışlar	18.668	14.848	26%	13.843	35%	18.356	18.507	2%	1%
SMM	-16.170	-13.433	20%	-10.943	48%	-	-	m.d.	m.d.
Brüt Kar	2.498	1.415	77%	2.900	-14%	-	-	m.d.	m.d.
Operasyonel Gider	-2.456	-2.508	-2%	-1.754	40%	-	-	m.d.	m.d.
FVÖK	42	-1.093	a.d.	1.146	-96%	-	-	m.d.	m.d.
FAVÖK	2.254	830	172%	2.310	-2%	2.864	2.340	-21%	-4%
Op. Olmayan Gelir/Gider	-251	-449	-44%	-633	-60%	-	-	m.d.	m.d.
VÖK	-209	-1.542	-86%	513	a.d.	-	-	m.d.	m.d.
Net Dönem Karı	133	-1.253	a.d.	441	-70%	452	258	-71%	-48%
Brüt Kar Marjı	13%	10%	3,9 yp	21%	-7,6 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
FAVÖK Marjı	12%	6%	6,5 yp	17%	-4,6 yp	15,6%	12,6%	-3,5 yp	-0,6 yp
Net Kar Marjı	1%	-8%	9,2 yp	3%	-2,5 yp	2,5%	1,4%	-1,8 yp	-0,7 yp

Bilanço (m n TL)	6A19	3A19		6A18	
Dönen Varlıklar	27.898	27.141	3%	22.704	23%
Hazır Değerler	7.896	10.221	-23%	11.628	-32%
Menkul Kıymetler	2.941	1.652	78%	395	645%
KV Ticari Alacaklar	3.901	3.810	2%	2.990	30%
Stoklar	1.460	1.210	21%	931	57%
Diğer Dönen Varlıklar	11.700	10.248	14%	6.760	73%
Duran Varlıklar	104.864	101.913	3%	67.671	55%
Aktif Toplamı	132.762	129.054	3%	90.375	47%
KV Borçlar	36.331	33.909	7%	23.647	54%
KV Finansal Borçlar	16.743	15.847	6%	8.864	89%
KV Ticari Borçlar	5.769	5.444	6%	4.043	43%
Diğer KV Borçlar	13.819	12.618	10%	10.740	29%
UV Borçlar	63.156	61.974	2%	41.785	51%
UV Finansal Borçlar	55.044	54.333	1%	35.898	53%
UV Ticari Borçlar	0	0	a.d.	0	a.d.
Diğer UV Borçlar	8.112	7.641	6%	5.887	38%
Öz Sermaye	33.275	33.171	0%	24.943	33%
Pasif Toplamı	132.762	129.054	3%	90.375	47%

Net Borç	60.950	58.307	5%	32.739	86%
Alacak Tahsilat Süresi	18	18		19	
Stok İşleme Süresi - Yıllık	7	7		8	
Ticari Borç Ödeme Süresi - Yıllık	33	33		32	
Nakit Döndürme Süresi	-2	-2		2	

Kaynak: Şirket, Research Turkey, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y: Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs



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

Selahattin AYDIN	Müdür	Teknik Strateji, Çimento, Cam, Demir Çelik, Taahhüt, Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler
Mehtap İLBİ	Müdür Yardımcısı	Savunma, Havacılık, Perakende, Gıda-İçecek, Beyaz Eşya, Otomotiv, Enerji, Telekomünikasyon
Tuğba SAYGIN AKÇA	Müdür Yardımcısı	Bankacılık, Sigortacılık, GYO, Holdingler
Nazlıcan ŞAHAN ŞAVUR	Analist	Makro Ekonomi, Strateji, SGMK
Umut Deniz PAK	Analist	Kantitatif Analiz
Ekin Cem EKE	Analist	Veri Tabanı

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 dayanarak 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.