

08 Kasım 2018 Perşembe

Kısa Vadeli Öneri	Endeksin Üzerinde Getiri	Hedef Fiyat (TL)	26,60	FD/FAVÖK (Cari):	6,1x							
Uzun Vadeli Öneri	AL	Kapanış Fiyatı (TL)	15,59	F/K (Cari):	5,5x							
<b>UFRS Gelir Tablosu - Özet</b>												
	<b>Açıklanan</b>								<b>Beklenti</b>		<b>Sapma %</b>	
(mn TL)	3Ç18	2Ç18	Çeyreksel %	3Ç17	Yıllık %	9A18	9A17	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.
Net Satışlar	21.992	13.843	58,9%	12.658	73,7%	46.367	29.332	58,1%	21.787	21.538	1%	2%
Brüt Kar	7.115	2.900	145,3%	4.388	62,1%	11.603	6.639	74,8%	-	-	m.d.	m.d.
FAVÖK	6.482	2.310	180,6%	3.999	62,1%	9.829	5.573	76,4%	6.190	6.651	5%	-3%
Net Dönem Karı	3.956	441	797,1%	2.438	62,3%	4.083	823	396,1%	3.386	4.080	17%	-3%
Brüt Kar Marjı	32,4%	20,9%	11,4 yp	34,7%	-2,3 yp	25%	23%	2,4 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
FAVÖK Marjı	29,5%	16,7%	12,8 yp	31,6%	-2,1 yp	21,2%	19,0%	2,2 yp	28,4%	30,9%	1,1 yp	-1,4 yp
Net Kar Marjı	18,0%	3,2%	14,8 yp	19,3%	-1,3 yp	9%	3%	6 yp	15,5%	18,9%	2,4 yp	-1 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

**Türk Hava Yolları (THYAO) 3Ç18 Finansal Sonuçları: Beklentimizin üzerinde net kâr (=)**

Türk Hava Yolları, 3Ç18'de beklentimizin %17 üzerinde, ancak piyasa ortalama beklentisine paralel yıllık bazda %62,3 artışla 3,96 mlr TL net kâr açıkladı. Beklentimize göre gerçekleşen pozitif sapmada, net finansman giderlerinin tahminimizden daha düşük gerçekleşmesi etkili oldu. Şirket hisselerinin BIST100 endeksinde göre son 1 ve 3 aylık dönemde sırasıyla yaklaşık %12 ve %9 oranında negatif ayrışmasını da göz önünde bulundurarak, piyasa ortalama beklentisine paralel gerçekleşen 3Ç18 sonuçlarının hisse fiyatına etkisinin "nötr" olacağını tahmin ediyoruz. 3Ç18 sonuçlarının ardından 2018 yılına ilişkin tahminlerimizde revizyona giderken, gelecek yıllara ilişkin tahminlerimizde herhangi bir değişikliğe gitmiyoruz. 2019 yılına ilişkin tahminlerimizi baz alarak hedef çarpan yöntemine göre değerlediğimiz THY için 12 aylık hedef fiyatımızı 26,60 TL olarak koruyor, kısa vadeli önerimizi "Endeksin Üzerinde Getiri", uzun vadeli önerimizi de "AL" olarak devam ettiriyoruz.

- **Beklentilere paralel güçlü ciro büyümesi** - Şirketin, 3Ç18'de yüksek baz etkisine rağmen net satış gelirleri hem bizim hem de piyasa ortalama beklentisine paralel yıllık bazda %73,7 artışla 22 mlr TL'ye yükseldi. Bu dönemde toplam yolcu gelirleri yıllık bazda %71,3, kargo gelirleri de yaklaşık %90 arttı. Kargo ve yolcu gelirleri içerisinde yurt dışı gelirlerin payı 3Ç17'deki %86,1'den 3Ç18'de %88,7'ye yükselerek ciro büyümesini destekledi.
- **Yolcu veriminde artışla desteklenen operasyonel kârlılık** - THY'nin, 3Ç18'de birim gelirleri (RASK) \$ bazında yıllık %5,7 artarken (kur etkisi hariç +%13,1), ücretli yolcu verimi yıllık bazda %5 yükseldi (kur etkisi hariç +%12,9). Birim giderleri (CASK) ise, akaryakıt giderlerinin ağırlıklı etkisiyle (\$ bazında y/y +%29,5) geçen yılın aynı dönemine göre %11 yükseldi (akaryakıt etkisi hariç birim giderler y/y +%3,1). Böylece 3Ç18'de FAVÖK hem bizim hem de piyasa ortalama beklentisine paralel yıllık bazda %62 artarak 6,5 mlr TL'ye yükseldi.
- **Operasyonel olmayan giderler beklentimizin altında** - Şirketin, 3Ç18'de ticari faaliyetlerden kaynaklı olarak kaydettiği 384 mn TL'lik net kur farkı gideri (3Ç17: 101 mn TL net kur farkı geliri) ve finansal faaliyetlerinden kaynaklı 1,02 mlr TL'ye yükselen net kur farkı zararı (3Ç17: 733 mn TL), net kârı olumsuz yönde etkiledi. Ancak, bu dönemde kaydettiği 634 mn TL'lik menkul kıymet satış kârı, diğer giderler kaynaklı negatif etkiyi sınırladı. THY'nin 2Ç18 sonu itibarıyla 32,7 mlr TL olan net borç pozisyonu ise 3Ç18 sonu itibarıyla yaklaşık 45 mlr TL'ye, net borç/FAVÖK'ü de 3,9x'dan 4,13x'e yükseldi.
- **Şirket 2018 beklentilerini korudu** - THY, 2018 yılına ilişkin beklentilerinde herhangi bir değişikliğe gitmedi. Buna göre Şirket, 2018 yılında toplam yolcu sayısının 75 mn (iç hat: 33 mn, dış hat: 42 mn), doluluk oranının yaklaşık %81, AKK artışının %5-6 aralığında, yakıt hariç birim gider artışının %3-5 aralığında, ortalama yakıt maliyetinin yaklaşık 700 \$/ton ve FAVÖK marjının %25 olmasını bekliyor.
- **Değerleme ve öneri** - 3Ç18 sonuçlarının ardından 2018 yılına ilişkin FAVÖK beklentimizi %10 artışla 11 mlr TL'ye ve net kâr tahminimizi de %40 artışla 3,8 mlr TL'ye yükseltirken, gelecek yıllara ait tahminlerimizde herhangi bir değişikliğe gitmiyoruz. Bu doğrultuda, 2019 yılına ilişkin tahminlerimizi baz alarak hedef çarpan yöntemine göre değerlediğimiz THY için 12 aylık hedef fiyatımızı 26,60 TL olarak koruyor, kısa vadeli önerimizi "Endeksin Üzerinde Getiri", uzun vadeli önerimizi de "AL" olarak devam ettiriyoruz.

Analist: Mehtap İLBI  
e-posta: [mehtap.ilbi@vakifyatirim.com.tr](mailto:mehtap.ilbi@vakifyatirim.com.tr)  
Tel: +90 212 403 41 60

08 Kasım 2018 Perşembe

Gelir Tablosu (mn TL)	Açıklanan								Beklenti		Sapma %	
	3Ç18	2Ç18	Çeyreksel %	3Ç17	Yıllık %	9A18	9A17	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.
Net Satışlar	21.992	13.843	59%	12.658	74%	46.367	29.332	58%	21.787	21.538	1%	2%
SMM	-14.877	-10.943	36%	-8.270	80%	-34.764	-22.693	53%	-	-	m.d.	m.d.
Brüt Kar	7.115	2.900	145%	4.388	62%	11.603	6.639	75%	-	-	m.d.	m.d.
Operasyonel Gider	-2.157	-1.754	23%	-1.270	70%	-5.487	-3.791	45%	-	-	m.d.	m.d.
FVÖK	4.958	1.146	333%	3.118	59%	6.116	2.848	115%	-	-	m.d.	m.d.
FAVÖK	6.482	2.310	181%	3.999	62%	9.829	5.573	76%	6.190	6.651	5%	-3%
Op. Olmayan Gelir/Gider	-124	-633	-80%	-144	-14%	-1.155	-1.878	-38%	-	-	m.d.	m.d.
VÖK	4.834	513	842%	2.974	63%	4.961	970	411%	-	-	m.d.	m.d.
Net Dönem Karı	3.956	441	797%	2.438	62%	4.083	823	396%	3.386	4.080	17%	-3%
Brüt Kar Marjı	32%	21%	11,4 yp	35%	-2,3 yp	25%	23%	2,4 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
FAVÖK Marjı	29%	17%	12,8 yp	32%	-2,1 yp	21%	19%	2,2 yp	28,4%	30,9%	1,1 yp	-1,4 yp
Net Kar Marjı	18%	3%	14,8 yp	19%	-1,3 yp	9%	3%	6 yp	15,5%	18,9%	2,4 yp	-1 yp
<b>Bilanço (mn TL)</b>	<b>9A18</b>	<b>6A18</b>		<b>9A17</b>		<b>9A18</b>	<b>9A17</b>					
Dönen Varlıklar	31.701	22.704	40%	15.455	105%	31.701	15.455	105%				
Hazır Değerler	16.343	11.628	41%	8.679	88%	16.343	8.679	88%				
Menkul Kıymetler	0	395	-100%	1.290	-100%	0	1.290	-100%				
KV Ticari Alacaklar	3.929	2.990	31%	2.031	93%	3.929	2.031	93%				
Stoklar	997	931	7%	754	32%	997	754	32%				
Diğer Dönen Varlıklar	10.432	6.760	54%	2.701	286%	10.432	2.701	286%				
Duran Varlıklar	91.283	67.671	35%	50.777	80%	91.283	50.777	80%				
Aktif Toplamı	122.984	90.375	36%	66.232	86%	122.984	66.232	86%				
KV Borçlar	30.051	23.647	27%	17.477	72%	30.051	17.477	72%				
KV Finansal Borçlar	13.326	8.864	50%	8.436	58%	13.326	8.436	58%				
KV Ticari Borçlar	5.909	4.043	46%	2.965	99%	5.909	2.965	99%				
Diğer KV Borçlar	10.816	10.740	1%	6.076	78%	10.816	6.076	78%				
UV Borçlar	56.294	41.785	35%	29.889	88%	56.294	29.889	88%				
UV Finansal Borçlar	47.988	35.898	34%	25.908	85%	47.988	25.908	85%				
UV Ticari Borçlar	0	0	a.d.	0	a.d.	0	0	a.d.				
Diğer UV Borçlar	8.306	5.887	41%	3.981	109%	8.306	3.981	109%				
Öz Sermaye	36.639	24.943	47%	18.866	94%	36.639	18.866	94%				
Pasif Toplamı	122.984	90.375	36%	66.232	86%	122.984	66.232	86%				
<b>Net Borç</b>	<b>44.971</b>	<b>32.739</b>	<b>37%</b>	<b>24.375</b>	<b>84%</b>	<b>44.971</b>	<b>24.375</b>	<b>84%</b>				
Alacak Tahsilat Süresi	18	19		18		18	18					
Stok İşleme Süresi - Yıllık	7	8		10		7	10					
Ticari Borç Ödeme Süresi - Yı	32	32		30		32	30					
Nakit Döndürme Süresi	0	2		3		0	3					

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](http://www.vakifyatirim.com.tr) | [www.vkyanaliz.com](http://www.vkyanaliz.com)

## Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

**Sezai ŞAKLAROĞLU**

Genel Müdür Yardımcısı - Hisse Senedi Strateji, SGMK

**Mehmet Emin ZÜMRÜT, CİFE**

Direktör - Hisse Senedi Strateji, SGMK

**Selahattin AYDIN**

SELAHATTIN.AYDIN@vakifyatirim.com.tr

Müdür

Teknik Strateji, Çimento, Cam, Demir Çelik, Taahhüt, Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler

**Mehtap İLBİ**

MEHTAP.ILBI@vakifyatirim.com.tr

Müdür Yardımcısı

Savunma, Havacılık, Perakende, Gıda-İçecek, Beyaz Eşya, Otomotiv, Enerji, Telekomünikasyon

**Tuğba SAYGIN**

TUGBA.SAYGIN@vakifyatirim.com.tr

Kıdemli Analist

Bankacılık, Sigortacılık, GYO, Holdingler

**Nazlıcan ŞAHAN**

NAZLICAN.SAHAN@vakifyatirim.com.tr

Analist

Makro Ekonomi, Strateji, SGMK

**Umut Deniz PAK**

UMUTDENIZ.PAK@vakifyatirim.com.tr

Analist

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 dayanılarak 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 olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.