

24 Eylül 2018 Pazartesi

Sektör	Sektör Görüşü	Rapor Türü	İlgili Hisseler
Havacılık	Olumlu	Başlangıç Raporu	THYAO, PGSUS

Vakıf Yatırım olarak, havacılık sektörüne yönelik bu raporumuz ile birlikte Türk Hava Yolları (THYAO) ve Pegasus (PGSUS) için hisse senedi öneri sürecimizi başlatıyoruz.

Havacılık sektörünün itici gücü olan turizm sektörü açısından olumsuz geçen 2016 yılının ardından, güvenlik algısı ve ana pazarlarla olan politik ilişkilerdeki iyileşmenin desteğiyle 2017 yılında başlayan toparlanma süreci 2018 yılında daha da güçlenmiştir. Rusya kaynaklı talepte devam eden iyileşmeye Avrupa'nın eklenmesi ve TL'deki değer kaybının yabancı turistler açısından yarattığı maliyet avantajı, turizm sektöründeki güçlenen toparlanmanın ana destekleyicisi olmuştur. Turizm sektöründe yaşanan güçlü toparlanmanın desteğiyle havacılık sektöründe yaşanan olumlu seyrin, güvenlik algısı ve politik ilişkilerde bozulma olmadığı müddetçe önümüzdeki dönemde de devam etmesini bekliyoruz.

Türkiye'de havayolu yolcu talebinde son yıllarda yaşanan güçlü büyümeye rağmen, kişi başına seyahat etme sayısı halen daha düşük seviyelerde olup, harcanabilir gelir düzeyinde artışın devamı ve daha çok kesime hitap edebilir hale gelen bilet fiyatlarının desteğiyle, iç talepteki artış eğiliminin önümüzdeki dönemde de devam edeceğini tahmin ediyoruz.

29 Ekim'de açılışı planlanan İstanbul Yeni Havalimanı'nın, dünyanın en önemli havacılık merkezlerinden biri haline gelerek, Türk havacılık sektörünün büyüme hikâyesinin itici gücü olacağını öngörüyoruz.

Riskler... Sektöre yönelik olumlu görüşümüze risk oluşturabilecek unsurlar arasında; i) güvenlik algısında kötüleşme, ii) politik ilişkilerde bozulma, iii) petrol fiyatlarında sert yükselişler, iv) nitelikli personel yetersizliği ve v) havalimanı kaynaklı kapasite sorunlarının devam etmesi öne çıkmaktadır.

Türk Hava Yolları (THYAO), Hedef Fiyat 26,6 TL, Öneri "AL" - THY, 2018 yılının ilk yarısında birim giderlerinde yaşanan ve beklentiler dâhilinde olan artışa rağmen, güçlü talep ve yolcu kompozisyonundaki iyileşmenin desteğiyle operasyonel kârlılıkta güçlü bir büyüme kaydetti. Şirketin, yüksek sezon olması nedeniyle 3Ç18'de de operasyonel taraftaki iyileşmesinin devam edeceğini tahmin ediyoruz. Coğrafi olarak dengeli dağılmış gelir yapısına ve operasyonel açıdan uzun döviz pozisyonuna sahip olan THY'nin, bölgesel talep ve kur kaynaklı risklere görece daha dayanıklı olduğunu düşünüyoruz. Jeopolitik gelişmeler nedeniyle petrol fiyatlarında yaşanan yükseliş ve İstanbul Yeni Havalimanı'na taşınmadan dolayı oluşabilecek olası operasyonel aksaklıklar, kısa vadede risk taşısa da, İstanbul Yeni Havalimanı ile birlikte desteklenecek uzun vadeli büyüme potansiyeline odaklanılması gerektiğine inanıyoruz. İstanbul Yeni Havalimanı'nın mevcut durumdaki havalimanı kapasite sorununu kademeli bir şekilde azaltarak, THY'nin i) kârlı destinasyonlarda yeni slot hakkı elde edebilmesine, ii) daha fazla trafik aksına uçuş planlayabilmesine, iii) yabancı havayolu şirketleri ile ikili anlaşmalar yoluyla dış hatta daha rekabetçi hale gelebilmesine, iv) kargo kapasitesini artırarak bu pazardaki büyüme potansiyelinden faydalanabilmesine ve v) hizmet kalitesini iyileştirmesine imkân sağlayacağını düşünüyoruz. 2019 tahminlerimize göre 6,0x FD/FAVKÖK ile değerlediğimiz THY hisseleri için 12 aylık hedef fiyatımızı 26,6 TL olarak belirliyor, uzun vadeli önerimizi "AL", kısa vadeli önerimizi "Endeksin Üzerinde Getiri" olarak başlatıyoruz.

Pegasus (PGSUS), Hedef Fiyat 41,1 TL, Öneri "AL" - PGS, sektörde yaşanan yoğun rekabete rağmen başta iç hatlarda olmak üzere geçtiğimiz yıllar içinde pazar payını artırmayı başarmıştır. Sahip olduğu düşük maliyetli iş modeli ile fiyat hassasiyeti yüksek tüketici grubuna hitap eden Şirketin, bunun yanı sıra iyileşen hizmet kalitesinin de desteğiyle daha fazla kesime hitap edebilir hale gelmesiyle, pazar payındaki yükseliş eğiliminin önümüzdeki dönemde de sürmesini bekliyoruz. Şirketin kâr marjı yüksek yan gelirlerinin toplam net satış gelirleri içerisindeki payının artmaya devam ederek, operasyonel kârlılığı destekleyeceğini tahmin ediyoruz. Yakıt maliyetindeki artışı operasyonel performans açısından önemli bir risk unsuru olarak görmekle birlikte, Şirket yönetiminin "3C programı" kapsamında birim giderler, nakit yönetimi ve kapasiteyi iyileştirme odaklı aldığı aksiyonların, operasyonel kârlılığı desteklemeye devam edeceğini öngörüyoruz. Şirket hisselerini değerlerken 2019 yılına ilişkin FAVKÖK tahminimize 5x FD/FAVKÖK hedef çarpanı uygulayarak, 12 aylık hedef fiyatımızı 41,1 TL olarak belirliyor, uzun vadeli önerimizi "AL", kısa vadeli önerimizi "Endeksin Üzerinde Getiri" olarak başlatıyoruz.

Hisse	Şirket	Piyasa Değeri (mn TL)	Kapanış (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Yükselme Potansiyeli (%)	KV Öneri / UV Öneri
THYAO	Türk Hava Yolları	25.571	18,5	26,6	43,5%	Endeksin Üzerinde Getiri / AL
PGSUS	Pegasus	2.745	26,8	41,1	53,1%	Endeksin Üzerinde Getiri / AL

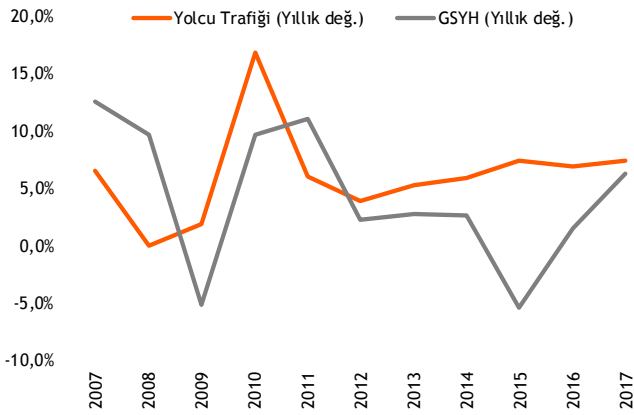
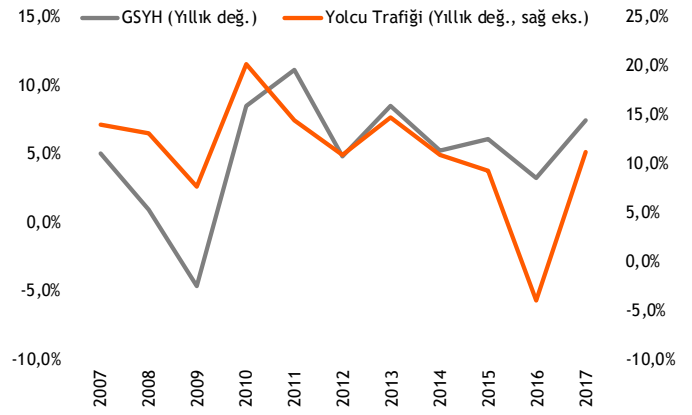
İçindekiler

Havacılık Sektörü	3
Bir Bakışta Türk Havacılık Sektörü	6
Yurt içi havayolu şirketleri için temel riskler nelerdir?	9
THY - Yeni evinde, yeni zirvelere... ..	10
Neden AL önerisi veriyoruz?	12
THY için AL önerimizdeki temel riskler nelerdir?	14
Değerleme ve öneri	15
THY ve Sektördeki Konumu	18
Finansal Tablo Analizi	23
PGS - Düşük maliyet, yüksek potansiyel... ..	26
Neden AL önerisi veriyoruz?	28
PGS için AL önerimizdeki temel riskler nelerdir?	30
Değerleme ve öneri	31
PGS ve Sektördeki Konumu	33
Finansal Tablo Analizi	37
Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Öneri Metodolojisi	40

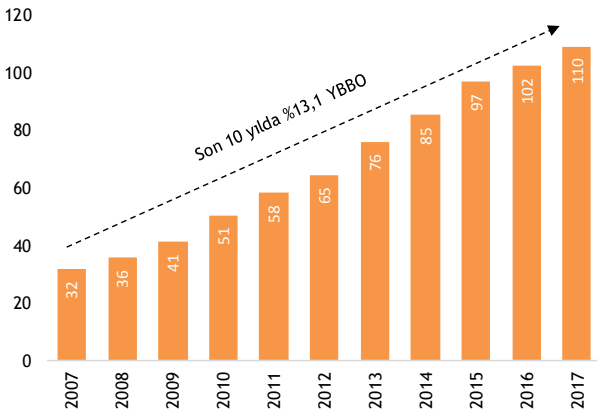
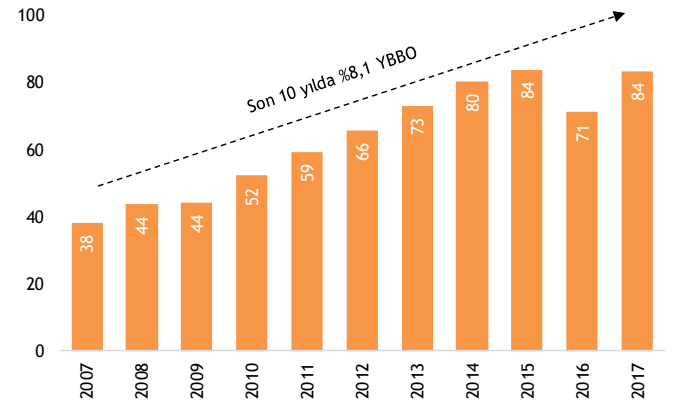
24 Eylül 2018 Pazartesi

Havacılık Sektörü

- **Ekonominin üzerinde büyüme performansı** - Havacılık sektörünün gerek dünya gerekse de Türkiye'deki tarihsel gelişimi incelendiğinde genel ekonomideki büyüme performansına göre daha hızlı büyüyen bir sektör olduğu görülmektedir. Dünya Bankası verilerine göre, 2010-2017 döneminde dünya ekonomisi yıllık ortalama %3 büyürken, havayolu yolcu sayısı yıllık ortalama %6 artmıştır. Söz konusu dönemde Türkiye'de ise, ekonomideki yıllık ortalama %6,6'lık büyümeye karşın toplam yolcu sayısı %9,4 ile (iç hatta +%11,7, dış hatta +%6,9) dünya ortalamasına görece daha güçlü bir büyüme kaydetmiştir. Türk havacılık sektöründeki söz konusu pozitif ayrışmada, havayolu ile seyahat eden kişi sayısındaki düşük bazın yanı sıra kişi başına gelir düzeyindeki artış, havayolunun seyahat süresini kısaltması, güvenli ulaşım algısı ve rekabetin de etkisiyle daha erişilebilir hale gelen bilet fiyatlarının etkili olduğunu düşünmekteyiz.

Grafik 1: Dünyada GSYH ve Havayolu Yolcu Sayısı

Grafik 2: Türkiye'de GSYH ve Havayolu Yolcu Sayısı


Kaynak: Dünya Bankası, DHMİ, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

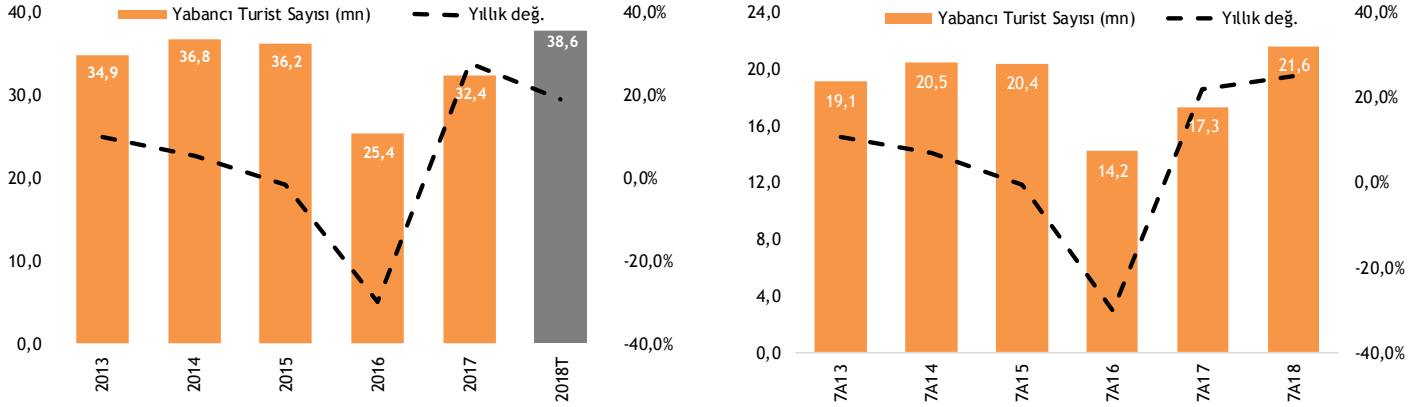
Grafik 3: Türkiye İç Hat Yolcu Trafik (mn)

Grafik 4: Türkiye Dış Hat Yolcu Trafik (mn)


Kaynak: DHMİ, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

- **Turizm sektöründe büyüme, havayolu yolcu talebinin itici gücü** - Havacılık sektörü açısından önem arz eden turizm sektörü, ülkelerarası politik ilişkiler, güvenlik algısındaki gelişmeler, doğal afet ve yaygın hastalık gibi ekonomik olmayan faktörlerin yoğun etkisi altındadır. Örneğin, 2016 yılında Türkiye'de yaşanan başarısız darbe girişimi ve terör olayları nedeniyle artan güvenlik endişelerinin yanı sıra Rusya ve Avrupa ile gerilen politik ilişkiler, turizm sektörünü olumsuz yönde etkilemiştir. Nitekim söz konusu gelişmelerin etkisiyle 2016 yılında Türkiye'yi ziyaret eden yabancı turist sayısı yıllık bazda %30 oranında gerilerken, Türkiye geneli havalimanlarında dış hat yolcu sayısı yıllık bazda %15,2 düşüş göstermiştir.

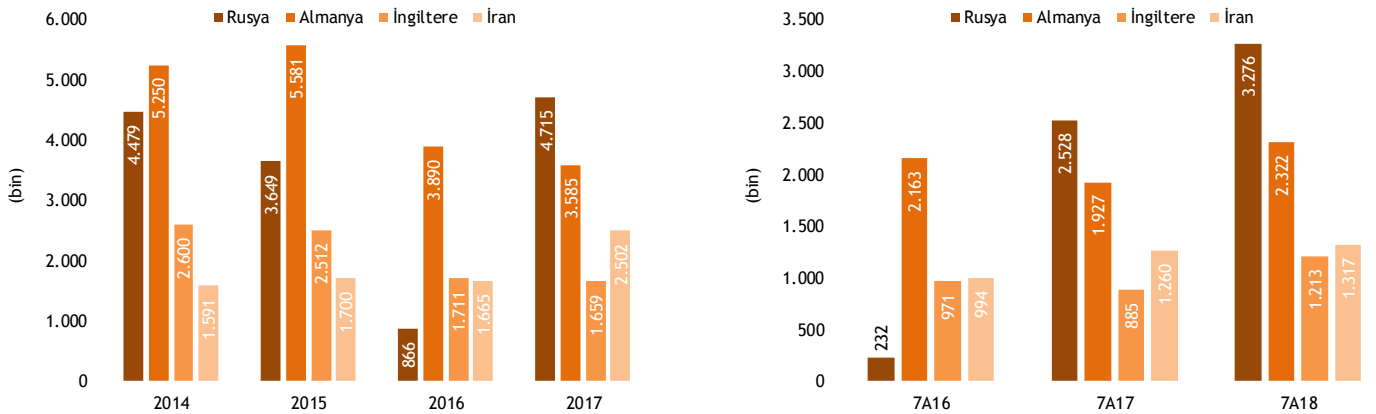
24 Eylül 2018 Pazartesi

- 2017 yılında ise, güvenlik endişelerinde azalmanın yanı sıra Rusya ile politik ilişkilerde yaşanan normalleşmenin desteğiyle, turizm sektörü hızlı bir toparlanma sürecine girmiştir. Böylece, 2017 yılında Türkiye'yi ziyaret eden yabancı turist sayısı yıllık bazda %27,8 artış gösterirken, Türkiye geneli havalimanlarında toplam dış hat yolcu sayısı ise yıllık bazda %17,3 yükselmiştir. Söz konusu toparlanma, Avrupa kaynaklı talep iyileşmesinin de desteğiyle 2018 yılında da devam etmektedir. Nitekim Ocak-Temmuz döneminde yabancı turist sayısı ve dış hat yolcu sayısı geçen yılın aynı dönemine göre sırasıyla -%25 ve %19,5 oranlarında güçlü yükseliş kaydetmiştir.

Grafik 5-6: Türkiye'yi Ziyaret Eden Yabancı Turist Sayısı

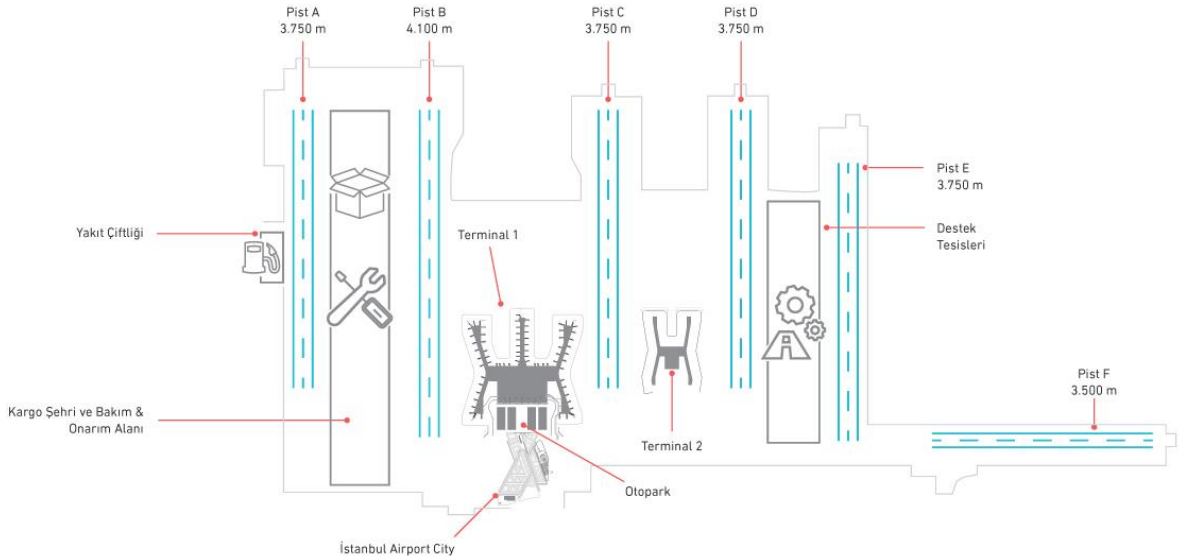
Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

- Turizmde Rusya, Avrupa ve İran kaynaklı pozitif etki** - Rusya ile 2015 yılının Kasım ayında yaşanan uçak krizinin aşılanmasıyla normalleşen Türkiye-Rusya ilişkileri, Türkiye'yi ziyaret eden Rus turist sayısında artışı tetiklemiştir (y/y 2016: -%76,3, 2017: +%444,3, 7A18: +%29,6). Avrupa ile politik ilişkilerde yaşanan iyileşme ve TL'nin €'ya karşı değer kaybetmesinin yarattığı maliyet avantajının desteğiyle, Avrupa kaynaklı talepte ise özellikle de bu yıl içerisinde önemli ölçüde iyileşme yaşanmıştır (y/y 2016: -%31, 2017: %0,1, 7A18: +%29,6). Türkiye'yi ziyaret eden İranlı turistlerin payında son yıllarda yaşanan dikkat çekici artış da (2014 yılında %4,3 iken, 2017 yılında %7,7), turizm sektöründeki iyileşmeyi destekleyen bir diğer önemli gelişme olarak karşımıza çıkmaktadır.

Grafik 7-8: Türkiye'yi Ziyaret Eden Yabancı Turist Sayısı (Seçilmiş Ülkelere Göre)

Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

- **İç ve dış talebin desteğiyle büyüme devam edecek** - Türkiye’de havayolu yolcu talebinde son yıllarda yaşanan güçlü büyümeye rağmen, kişi başına seyahat etme sayısı halen daha düşük seviyelerdedir. Bu nedenle, harcanabilir gelir düzeyinde artışın devamı ve daha çok kesime hitap edebilir hale gelen bilet fiyatları gibi unsurların desteğiyle, iç talepteki artış eğiliminin önümüzdeki dönemde de devam edeceğini öngörüyoruz. Dış talebin ise, güvenlik algısı ve başta ana pazarlarımız olarak öne çıkan Rusya ve Avrupa ile politik ilişkilerde bozulma olmadığı müddetçe turizm sektöründe devamını beklediğimiz iyileşmeden beslenmeye devam edeceğini tahmin ediyoruz. Turizm sektörü açısından 2018 yılının geri kalanında da Rusya ve Avrupa kaynaklı talepte iyileşmenin sürmesini beklerken, yerel para birimindeki değer kaybının etkisiyle İran kaynaklı talepte ise kısa süreli de olsa yavaşlama riski görüyor, ancak kalıcı olmasını beklemiyoruz. Bu doğrultuda, Türkiye’yi ziyaret eden yabancı turist sayısının 2018 yılında yıllık bazda %19,2 artarak 38,6 milyona yükseleceğini tahmin ediyoruz.
- **İstanbul Yeni Havalimanı, Türk havacılık sektörü tarihinde kilometre taşı olacak** - Toplamda 76,5 milyon m²’lik alanda 4 fazda tamamlanacak olan İstanbul Yeni Havalimanı, 6 pist ve 2 terminal binası ile yıllık 200 mn yolcu kapasitesine sahip dünyanın sıfırdan inşa edilen en büyük havalimanı olacak. 2 pist ve 90 mn kapasiteli terminali kapsayan ilk fazın ilk kısmının 29 Ekim 2018 tarihinde açılması beklenirken, tüm fazların 2027 yılında tamamlanması planlanmaktadır. İstanbul Yeni Havalimanı tüm fazları tamamlandığında 300’den fazla destinasyona uçuş imkânı sağlayacak olup, 100’e yakın havayolu şirketine hizmet verebilecek. İstanbul Atatürk Havalimanı’ndaki kapasite sorunu nedeniyle yabancı havayolu şirketlerine tahsis edilemeyen slotlar da, İstanbul Yeni Havalimanı’nın açılmasıyla birlikte verilebiliyor olacak. İstanbul’un Asya, Avrupa ve Ortadoğu’nun kesiştiği önemli bir coğrafi konumda bulunmasının da desteğiyle dünyanın en önemli havacılık merkezlerinden biri olacağını düşündüğümüz İstanbul Yeni Havalimanı’nın, Türk havacılık sektörünün gelecek dönem büyüme hikâyesinin itici gücü olacağını ve ekonomiye önemli katma değer sağlayacağını tahmin ediyoruz.

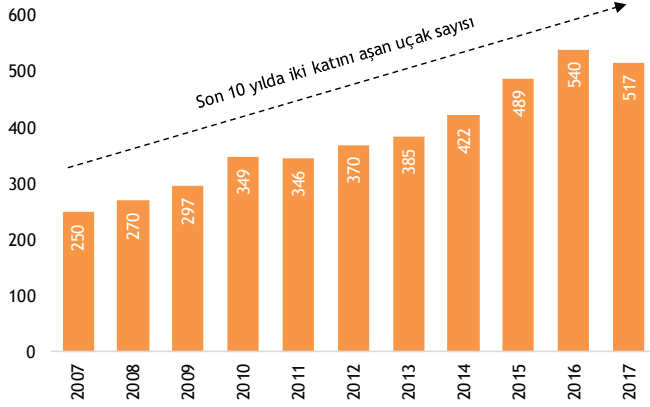
Grafik 9: İstanbul Yeni Havalimanı

Kaynak: İGA

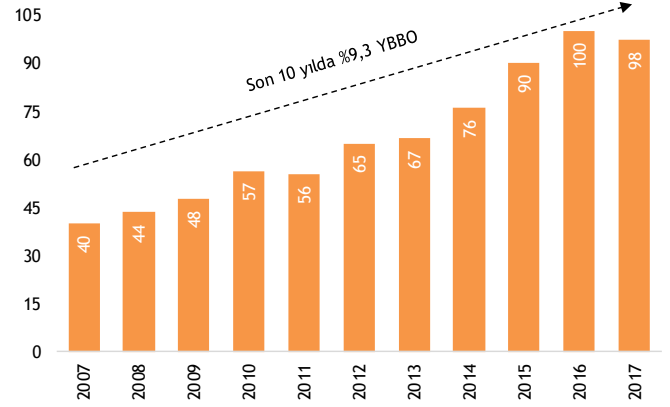
24 Eylül 2018 Pazartesi

Bir Bakışta Türk Havacılık Sektörü

Grafik 10: Uçak Sayısı Gelişimi

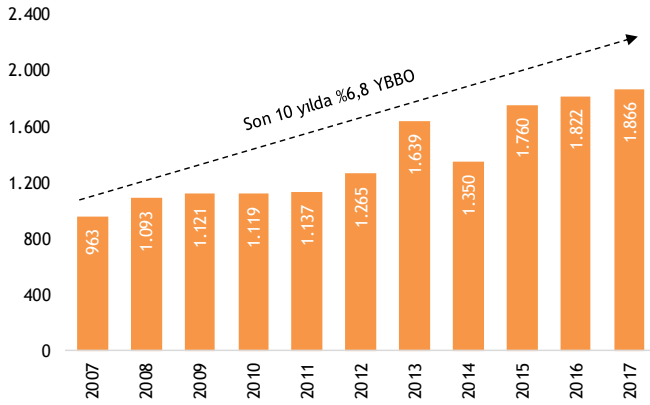


Grafik 11: Koltuk Kapasitesi (bin)

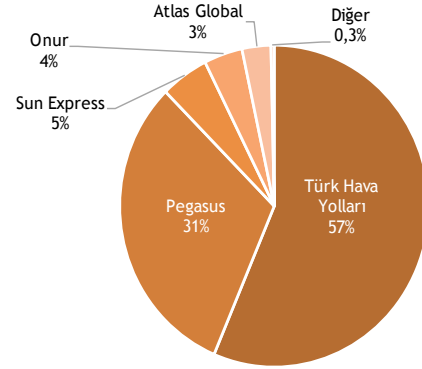


Kaynak: Sivil Havacılık Genel Müdürlüğü 2017 Faaliyet Raporu, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Grafik 12: Kargo Kapasitesi (bin KG)

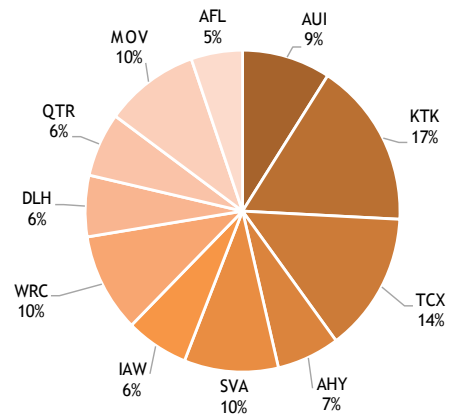
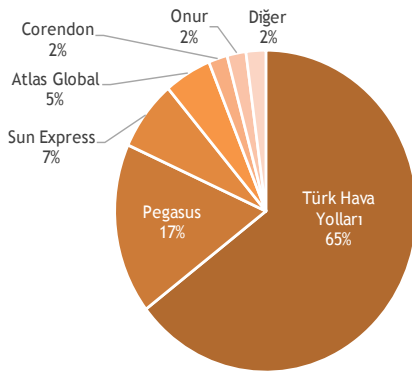


Grafik 13: İç Hat Yolcu Trafiği Türk Şirketleri Payları (2017)



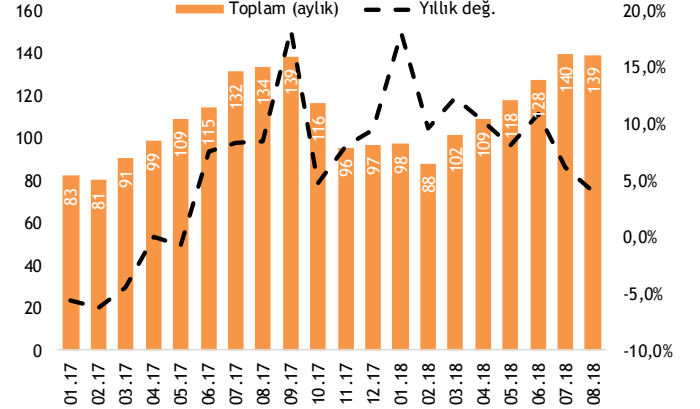
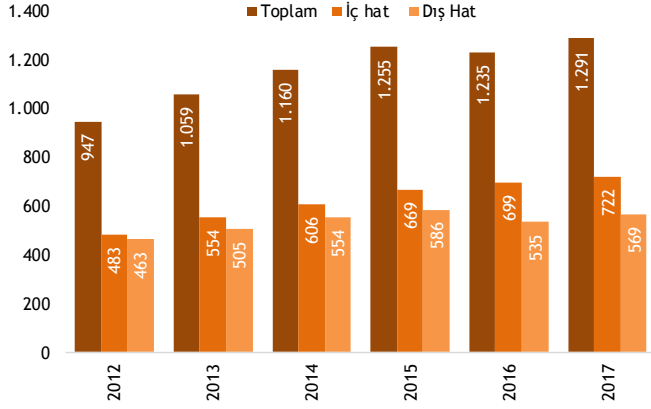
Kaynak: Sivil Havacılık Genel Müdürlüğü 2017 Faaliyet Raporu, DHMİ, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Grafik 14-15: Dış Hat Yolcu Trafiği Türk Şirketleri Payları ve Yabancı Şirket Payları (2017)

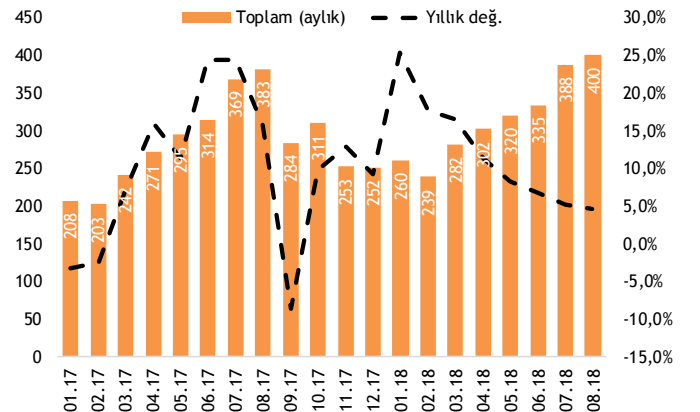
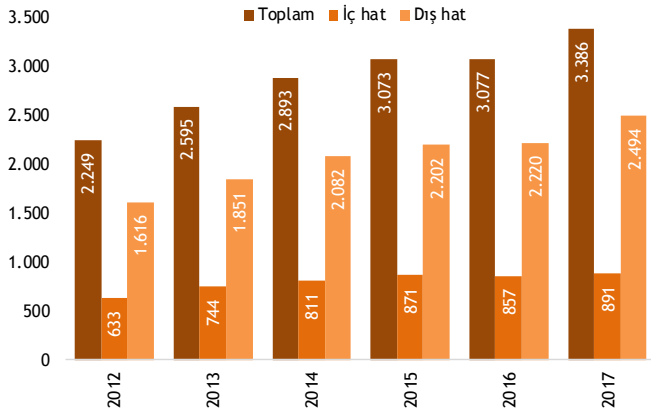


Kaynak: DHMİ, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

24 Eylül 2018 Pazartesi

Grafik 16-17: Türkiye Geneli Havalimanları Ticari Uçak Trafiği (bin)

Kaynak: DHMİ, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Grafik 18-19: Türkiye Geneli Havalimanları Yük Trafiği (bin)*

Kaynak: DHMİ, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

*Bagaj+Kargo+Posta (Ton)

Tablo 1: Türkiye'nin Havayolu Yolcu Trafiği Bazında Avrupa'daki Yeri

Ülkeler	2003	2014	2015	2016	2017
İngiltere	1	1	1	1	1
Almanya	3	2	2	2	2
İspanya	2	5	4	3	3
Türkiye	7	3	3	5	4
Fransa	4	4	5	4	5
İtalya	5	6	6	6	6
Rusya	8	7	7	7	7
Hollanda	6	8	8	8	8
Yunanistan	-	19	-	10	9
Norveç	9	9	9	9	10

Kaynak: DHMİ, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Tablo 2: Türkiye'nin Havayolu Yolcu Trafiği Bazında Dünyadaki Yeri

Ülkeler	2003	2014	2015	2016	2017
ABD	1	1	1	1	1
Çin	8	2	2	2	2
İngiltere	2	4	4	4	3
Hindistan	15	7	7	5	4
Japonya	3	3	3	3	5
Almanya	5	6	5	7	6
İspanya	4	11	9	6	7
Brezilya	9	5	6	8	8
Türkiye	18	9	8	11	9
Fransa	6	10	11	10	10
İtalya	7	12	12	12	11
Kanada	10	15	15	15	12
G. Kore	12	16	17	17	13
Tayland	17	17	16	16	14
Meksika	13	18	18	18	15

Kaynak: DHMİ, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Yurt içi havayolu şirketleri için temel riskler nelerdir?

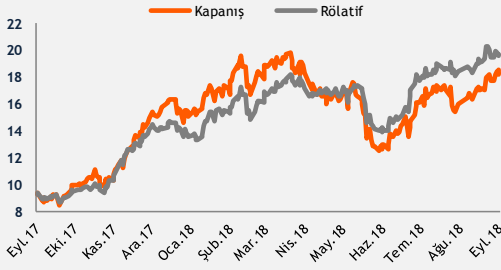
- **Güvenlik algısında kötüleşme** - Terör olayları, iç karışıklıklar ve savaş gibi güvenlik endişelerini artıran gelişmeler, havayolu yolcu talebini olumsuz yönde etkileyebilir.
- **Politik ilişkilerde bozulma** - Türkiye ile yabancı turist potansiyelinin yüksek olduğu ülkeler arasındaki politik ilişkilerde yaşanacak bozulmalar, havayolu yolcu talebini olumsuz yönde etkileyebilir. Ayrıca, küresel ticaret savaşları nedeniyle ülkelerin karşılıklı yaptırım uygulamaları, havayolu şirketlerinin başta kargo segmenti olmak üzere operasyonlarını olumsuz yönde etkileyebilir.
- **Makroekonomik koşullarda zayıflama** - Ekonomik aktivitede yaşanacak kötüleşmeler, yolcu talebinin düşük maliyetli havayolu şirketlerine kaymasına neden olabilir. Öte yandan, düşük maliyetli havayolu şirketlerini kullanan ve fiyat hassasiyeti yüksek kişilerin ise seyahat etme taleplerini olumsuz yönde etkileyebilir.
- **Petrol fiyatlarında sert yükselişler** - Yakıt giderleri, havayolu şirketlerinin en önemli gider kalemidir. 2017 yılında Türk Hava Yolları (THY) ve Pegasus (PGS)'un yakıt giderlerinin toplam operasyonel giderleri içerisindeki payı sırasıyla %28,2 ve %30,7 seviyesinde gerçekleşmiştir. Her iki şirket de yakıt giderlerini kontrol altında tutmaya yönelik belirli oranlarda korunma (hedge) politikası yürütseler de, petrol fiyatlarında yaşanacak sert yükselişler, yoğun rekabet ve talep unsurlarının etkisiyle bilet fiyatlarına birebir yansıtılamadığı durumlarda şirketlerin operasyonel kârlılıkları açısından risk oluşabilmektedir.
- **Nitelikli personel yetersizliği** - THY, 2Ç18 sonu itibarıyla 325 uçaklık filosunu 2023 yılı sonunda 475 adet seviyesine, PGS ise Ağustos sonu itibarıyla 83'den 2022 yılsonu itibarıyla 115'e yükseltmeyi planlamaktadır. Söz konusu kapasite artışları nedeniyle, havayolu şirketlerinin önümüzdeki dönemde ciddi anlamda uçuş personeline ihtiyaçları doğacak. İkinci pilot olmak için yaklaşık 2 senelik bir eğitim sürecinin gerektiğini, birinci pilot olmak içinse belirli uçuş saatini doldurmak dâhil önemli şartların yerine getirilmesi gerektiğini göz önünde bulundurduğumuzda, gelecekte oluşacak olası bir pilot yetersizliği havayolu şirketlerinin faaliyetleri açısından risk oluşturabilir.

24 Eylül 2018 Pazartesi

Sektör	: Havacılık
Şirket	: Türk Hava Yolları
Hisse Kodu	: THYAO
Fiyat (TL)	: 18,5
Hedef Fiyatı (TL)	: 26,6
Yükselme Potansiyeli	: 43,5%
Öneri / Kısa Vade	: Endeksin Üzerinde Getiri
Öneri / Uzun Vade	: AL
Hisse Adedi (mn)	: 1.380
HAO (%)	: 50,0%

1933 yılında kurulan ve ana faaliyet konusu yurt içi ve yurt dışında yolcu ve kargo hava taşımacılığı olan Türk Hava Yolları, Türkiye'nin Bayrak Taşıyıcı hayayolu şirketidir. Haziran/2018 sonu itibarıyla toplamda 122 ülkeye gerçekleştirdiği uçuşlar ile THY, dünyada en fazla ülkeye uçan havayolu ünvanına sahiptir. Şirketin Haziran/2018 sonu itibarıyla 325 adet olan toplam uçak filosunun 92'si geniş gövdeli, 215'i dar gövdeli ve 18'i kargo tipi uçaklardan oluşmaktadır.

Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	15,81	42,98	100,54
Rölatif %	6,59	38,70	112,85
En Yüksek (TL)	18,53	18,53	19,77
En Düşük (TL)	16,00	12,60	8,43

Yatırımcı Takvimi

3Ç18 Finansal Sonuçları

9 Kasım (Tahmini)

Analist : Mehtap İLBİ
İletişim : 0212 403 41 60
: mehtap.ilbi@vakifyatirim.com.tr

THY - Yeni evinde, yeni zirvelere...

Türk Hava Yolları (THY), 2018 yılının ilk yarısında birim giderlerinde yaşanan planlı normalleşmeye rağmen, güçlü talep ve yolcu kompozisyonundaki iyileşmenin desteğiyle operasyonel kârlılığa güçlü büyüme kaydetti. Yüksek sezon olması nedeniyle 3Ç18'de de operasyonel performanstaki iyileşmenin devam edeceğini tahmin ediyoruz. Jeopolitik gelişmeler nedeniyle petrol fiyatlarında yaşanan yükseliş ve İstanbul Yeni Havalimanı'na taşınmadan dolayı oluşacak olası operasyonel aksaklıklar, kısa vadede risk taşısa da, Şirketin İstanbul Yeni Havalimanı ile birlikte desteklenecek uzun vadeli büyüme potansiyeline odaklanılması gerektiğine inanıyoruz. THY için hedef çarpan yöntemine göre yaptığımız değerlendirme sonucunda 12 aylık hedef fiyatımızı 26,6 TL olarak belirliyor, uzun vadeli önerimizi "AL", kısa vadeli önerimizi "Endeksin Üzerinde Getiri" olarak başlatıyoruz.

mn TL	Ciro	FAVÖK	Net Kâr	F/K (x)	FD/FAVÖK (x)
2015	28.645	4.372	2.910	8,8	13,4
2016	29.607	2.413	-233	-109,8	24,3
2017	39.982	6.787	814	31,4	8,6
2018T	63.388	10.047	2.717	9,4	5,8
2019T	75.070	12.076	3.436	7,4	4,9
2020T	84.671	13.435	3.721	6,9	4,4

■ **İstanbul Yeni Havalimanı ile büyüme hikâyesi baştan yazılacak** - Tamamlandığında dünyanın en önemli havacılık merkezlerinden biri olacağına inandığımız İstanbul Yeni Havalimanı'nın, THY'nin başta transit yolcu segmenti olmak üzere büyümesinin itici gücü olacağını düşünüyoruz. Toplamda 4 fazda tamamlanacak olan İstanbul Yeni Havalimanı'nın mevcut durumdaki havalimanı kapasite sorununu kademeli bir şekilde azaltarak, THY'nin i) kârlı destinasyonlarda yeni slot hakkı elde edebilmesine, ii) daha fazla trafik aksına uçuş planlayabilmesine, iii) yabancı havayolu şirketleri ile ikili anlaşmalar yoluyla dış hatta daha rekabetçi hale gelebilmesine, iv) kargo kapasitesini artırarak bu pazardaki büyüme potansiyelinden faydalanabilmesine ve v) hizmet kalitesini iyileştirmesine imkân sağlayacağını düşünüyoruz.

■ **Yolcu kompozisyonunda iyileşme** - THY'nin kârlı yolcu segmenti olarak öne çıkan Kuzey Avrupa kaynaklı noktadan-noktaya (point-to-point) yolcu sayısında bu yılın ilk yarısında yaşanan iyileşme, ücretli yolcu verimini olumlu yönde etkilemekte ve operasyonel kârlılığı desteklemektedir. Güvenlik algısında bir bozulma olmadığı sürece, Avrupa ile ilişkilerde son dönemde yaşanan güçlenmenin THY'nin yolcu kompozisyonundaki iyileşmenin devamına katkıda bulunacağını tahmin ediyoruz.

■ **Değerleme ve öneri** - THY hisseleri BIST100 endeksinde göre yılbaşından bu yana %39 oranında olumlu ayrılmıştır. Öte yandan, 2018 ve 2019 yıllarına ilişkin tahminlerimize göre Şirket hisseleri 5,8x ve 4,9x FD/FAVÖK çarpanları ile uluslararası havayolu şirketlerine kıyasla sırasıyla %6,6 ve %11,3 oranlarında; 9,4x ve 7,4x F/K ile de %21,5 ve %34 oranlarında iskontolu işlem görmektedir. 2019 tahminlerimize göre 6,0x FD/FAVÖK ile değerlediğimiz THY hisseleri için 12 aylık hedef fiyatımızı 26,6 TL olarak belirliyor, uzun vadeli önerimizi "AL", kısa vadeli önerimizi "Endeksin Üzerinde Getiri" olarak başlatıyoruz.

■ **Riskler** - Güvenlik endişelerinde artış, ana pazarlarla olan politik ilişkilerde bozulma, petrol fiyatlarında sert yükselişler, yolcu kompozisyonunda kötüleşme, beklentimizin üzerinde oluşacak yatırım harcamaları ve borçluluk, İstanbul Yeni Havalimanı'nda fazlaların öngörülen zamanda tamamlanamaması, değerlememize, tahminlerimize ve tavsiyemize yönelik aşağı yönlü riskler arasında öne çıkmaktadır.

24 Eylül 2018 Pazartesi

Gelir Tablosu (mn TL)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Satış Gelirleri (net)	28.645	29.607	39.982	63.388	75.070	84.671
FVÖK	1.857	-1.058	2.897	4.717	5.779	6.572
Amortisman Giderleri	2.515	3.471	3.889	5.330	6.297	6.863
FAVÖK	4.372	2.413	6.787	10.047	12.076	13.435
FAVKÖK	5.722	3.913	8.709	12.974	15.454	17.394
Diğer Gelir ve Giderler (Net)	580	178	832	-146	243	265
Finansal Gelir ve Giderler (Net)	901	215	-3.729	-2.079	-2.646	-3.101
VÖK	3.830	-178	1.018	3.396	4.295	4.651
Vergiler	-920	-54	-204	-679	-859	-930
Net Dönem Kârı	2.910	-233	814	2.717	3.436	3.721
HBK (TL)	6,2	-0,6	2,2	12,0	16,1	18,5

Bilanço (mn TL)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Nakit ve Benzerleri	2.617	5.159	7.132	15.864	13.311	12.687
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	1.052	1.334	2.233	3.855	4.384	4.998
Stoklar	628	763	728	1.457	1.453	1.880
Duran Varlıklar	38.490	52.401	54.948	98.718	114.801	133.764
Maddi Duran Varlıklar	33.191	47.422	49.040	86.482	99.918	115.568
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	258	259	249	400	441	512
Toplam Aktifler	47.638	65.074	68.647	134.022	156.926	183.160
Finansal Borçlar	22.239	36.048	34.198	64.174	75.939	89.270
Kısa Vadeli	2.945	8.522	6.514	11.495	12.028	12.389
Uzun Vadeli	19.294	27.526	27.684	52.679	63.911	76.880
Ticari Borçlar	1.949	2.169	3.229	5.848	6.397	7.590
Kısa Vadeli	1.949	2.169	3.229	5.848	6.397	7.590
Uzun Vadeli	0	0	0	0	0	0
Özkaynaklar	14.090	17.899	20.171	39.631	46.861	54.778
Ana Ortaklığa ait Özkaynaklar	14.090	17.899	20.171	39.631	46.861	54.778
Azınlık payları	0	0	0	0	0	0
Net Borç	19.622	30.889	27.066	48.311	62.628	76.583

Nakit Akım Tablosu (mn TL)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
VÖK	3.830	-178	1.018	3.396	4.295	4.651
Amortisman	2.515	3.471	3.889	5.330	6.297	6.863
İşletme sermayesi ihtiyacı	233	-252	191	104	-9	118
Vergi	-920	-54	-204	-679	-859	-930
Yatırım Harcamaları	-2.009	-2.655	-3.094	-4.553	-5.222	-6.013
Temettü Ödemesi (Brüt)	0	0	0	0	0	0
Bedelli Sermaye Artırımı	0	0	0	0	0	0
ΔBorçlanma Değişimi	8.484	13.809	-1.850	29.976	11.764	13.331
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	-10.990	-11.598	2.023	-24.843	-18.819	-18.645
Yıl Boyunca Yaratılan Nakit	12.133	14.140	-50	33.575	16.266	18.020
Dönemsonu Nakit	2.617	5.159	7.132	15.864	13.311	12.687

Büyüme (%)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Satış	18,2%	3,4%	35,0%	58,5%	18,4%	12,8%
FAVÖK	44,3%	-44,8%	181,3%	48,0%	20,2%	11,3%
Net Dönem Kârı	57,4%	-108,0%	-449,5%	233,9%	26,5%	8,3%

Çarpanlar (x)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
FD/Satışlar	2,0	2,0	1,5	0,9	0,8	0,7
FD/FAVÖK	13,4	24,3	8,6	5,8	4,9	4,4
F/K	8,8	-109,8	31,4	9,4	7,4	6,9
PD/DD	1,8	1,4	1,3	0,6	0,5	0,5

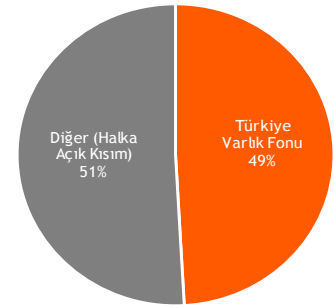
Finansal Rasyolar	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Özsermaye Kârlılığı (%)	25,0%	-1,5%	4,3%	9,1%	7,9%	7,3%
FAVÖK Marjı (%)	15,3%	8,1%	17,0%	15,9%	16,1%	15,9%
FAVKÖK Marjı (%)	20,0%	13,2%	21,8%	20,5%	20,6%	20,5%
Net Kâr Marjı (%)	10,2%	-0,8%	2,0%	4,3%	4,6%	4,4%
Net Borç/Özsermaye (x)	1,4	1,7	1,3	1,2	1,3	1,4
Net Borç/FAVÖK (x)	4,5	12,8	4,0	4,8	5,2	5,7
KV Borç/UV Borç (%)	15,3%	31,0%	23,5%	21,8%	18,8%	16,1%
Özsermaye/Aktif Toplamı (%)	29,6%	27,5%	29,4%	29,6%	29,9%	29,9%
Cari Oran (x)	0,8	0,8	0,8	1,1	1,2	1,2
Brüt Nakit Temettü Dağıtım Oranı (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Şirket	Türk Hava Yolları
Hisse Kodu	THYAO - THYAO TL, THYAO IS
Vakıf Yatırım Öneri	AL
Kapanış (TL)	18,5
Hedef Fiyat (TL)	26,6
Mevcut Piyasa Değeri (mn TL)	25.571
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	36.700
Yükselme Potansiyeli	43,5%

Türk Hava Yolları Hakkında

1933 yılında kurulan ve ana faaliyet konusu yurt içi ve yurt dışında yolcu ve kargo hava taşımacılığı olan Türk Hava Yolları, Türkiye'nin Bayrak Taşıyıcı hayayolu şirkettir. Haziran/2018 sonu itibarıyla toplamda 122 ülkeye gerçekleştirdiği uçuşlar ile THY, dünyada en fazla ülkeye uçan havayolu ünvanına sahiptir. Şirketin Haziran/2018 sonu itibarıyla 325 adet olan toplam uçak filosunun 92'si geniş gövdeli, 215'i dar gövdeli ve 18'i kargo tipi uçaklardan oluşmaktadır.

Ortaklık Yapısı



SWOT Analiz

Güçlü Yönler

- Türkiye'nin bayrak taşıyıcı ve lider havayolu şirketi
- 122 ülke ile dünyada en fazla ülkeye uçan havayolu
- Artan kargo gelirleri ile riski dağıtan gelir yapısı
- Yurt dışı pazarlarda artan bilinirlik
- Yakıt ve kur riskine yönelik korunma stratejisi

Zayıf Yönler

- Turizm sektöründeki gelişmelere yüksek hassasiyet
- Yüksek finansal borçluluk
- Operasyonlarda yüksek dönemsel etki

Fırsatlar

- Turizm sektöründe iyileşmenin devamı
- Noktadan-noktaya ve business class yolcu sayısında artış
- Petrol fiyatlarında kalıcı gerileme/istikrarlı fiyat hareketleri
- Kârlı yeni dış hat açılışları
- Transit yolcu segmentinde büyüme
- İstanbul Yeni Havalimanı

Tehditler

- Güvenlik endişelerinde artış
- Ana pazarlarla olan politik ilişkilerde bozulma
- Petrol fiyatlarında sert yükseliş
- Yoğun rekabet
- Nitelikli personel kıtlığı

Neden AL önerisi veriyoruz?

Yeni havalimanı ile büyüme hikâyesi yeniden yazılacak...

- **İstanbul Yeni Havalimanı, büyüme hikâyesinin itici gücü olacak** - 29 Ekim'de açılması beklenen İstanbul Yeni Havalimanı, THY'nin yeni merkez üssü olacak. Tüm fazları tamamlandığında dünyanın en önemli havacılık merkezlerinden biri olmasını beklediğimiz İstanbul Yeni Havalimanı'nın THY'nin önümüzdeki dönemde yazacağı büyüme hikâyesinin en önemli yönlendiricisi olacağını düşünüyoruz. Beklentimizin dayanak noktaları şöyledir;
 - **Yeni slot hakları alabilecek** - Atatürk Havalimanı'ndaki kapasite sorunu nedeniyle THY, kârlı transit yolcu potansiyeli yüksek gelişen Asya ülkelerinde (özellikle Çin ve Hindistan) slot kısıtlarına maruz kalabilmektedir. Bu nedenle, daha geniş kapasiteye sahip olacak İstanbul Yeni Havalimanı'nın, THY'nin kârlı hatları uçuş ağına eklemesinde önemli rol oynayacağını tahmin ediyoruz.
 - **Saatlik trafik hareketi artacak** - Atatürk Havalimanı'nda konma ve kalkış sayısı itibarıyla 72 ile sınırlı olan saatlik trafik hareket sınırı, İstanbul Yeni Havalimanı'nda ilk etapta 96'ya, 1 yıl sonra devreye alınması beklenen 3.pist ile de 144'e çıkacak. Sadece 3 pisti kapsayan ilk faz ile birlikte THY'nin 1 saate koyabileceği uçuş sayısının iki katına çıkmasına imkân sağlayacak olan İstanbul Yeni Havalimanı'nın, Şirketin daha fazla trafik aksına uçuş planlamasına olanak tanıyacağını öngörüyoruz.
 - **Potansiyel stratejik anlaşmalar** - İstanbul Yeni Havalimanı'nın kapasite kısıtlarını azaltacak olmasının, THY'nin yabancı havayolu şirketleri ile JV gibi stratejik ortaklıklar kurarak Asya yolcularını İstanbul üzerinden Orta ve Doğu Avrupa'ya taşıma fırsatı sunacağını düşünüyoruz.
 - **Kargo kapasitesi büyüyecek** - Şirketin mevcut durumda kargo terminalinin kapasitesi 1,3 mn ton olup, İstanbul Yeni Havalimanı'nda 2023 yılı itibarıyla 4 mn tona çıkması beklenmektedir. Artan kargo kapasitesinin, kârlı bir segment olarak Şirketin bu alandaki büyümesini hızlandırarak operasyonel kârlılığına da olumlu yansıtacağını tahmin ediyoruz.
 - **Filo optimizasyonu** - İstanbul Yeni Havalimanı ile artacak kapasite, Şirketin uzun menzil uçuşları için gerekli geniş gövde uçakları filosuna eklemesine imkân tanıyacak. THY'nin bu yıldan itibaren alacağı yakıt verimliliği yüksek yeni nesil geniş gövde uçakların, mevcut filo kompozisyonunu besleyecek koltuk konfigürasyonları ile uzun menzilde kârlılığı yüksek hatlara frekans sayısını artırmasına yardımcı olacağını tahmin ediyoruz.
 - **Tercih edilebilirliği artacak** - İstanbul Yeni Havalimanı'nın, coğrafi konumunun yanı sıra sahip olacağı büyük ölçekli alışveriş merkezi ile transit yolcuları çekmede önemli bir cazibe merkezi olacağını düşünüyoruz.

24 Eylül 2018 Pazartesi

- **Sonuç olarak,** İstanbul Yeni Havalimanı ile THY'nin yeni bir büyüme hikâyesi yazacağını, özellikle de transit yolcu segmentindeki büyümesini hızlandırarak küresel pazar payı artışının ana yönlendiricisi olacağını öngörüyoruz.
- **Yolcu kompozisyonunda iyileşme** - THY'nin en kârlı yolcu tipi noktadan-noktaya (point-to-point) yolcudur. Söz konusu kategoride, 2016 yılında yaşanan yıllık bazda %12'lik daralma ile THY'nin yolcu kompozisyonunda bozulma yaşanmıştır. Ancak, Ortadoğu ve Uzakdoğu kaynaklı talebin etkisiyle 2017 yılında başlayan toparlanma, 2018 yılının ilk yarısında kârlılığı görece yüksek Kuzey Avrupa kaynaklı talebin etkisiyle daha da güçlenmiştir. Temmuz ayında OHAL uygulamasına son verilmesi ile güvenlik algısında yaşanan iyileşme ve AB ile ilişkilerin son dönemde daha da güçlenmesinin desteği ile Kuzey Avrupa kaynaklı noktadan-noktaya yolcu talebindeki artış eğiliminin devam ederek, ücretli yolcu verimini olumlu yönde etkilemesini bekliyoruz.
- **Aktif kapasite ve maliyet yönetimi** - THY'nin en önemli gider kalemi yakıt olup, toplam operasyonel giderleri içerisindeki payı 2017 yılı itibarıyla %28,2 seviyesindedir (6A18'de %30,4). Bu nedenle operasyonel kârlılığının yakıt fiyatlarına hassasiyeti yüksektir. Her ne kadar Şirket korunma (hedge) stratejisi ile yakıt maliyetini kontrol altında tutmaya çalışsa da tamamen kontrol edememektedir. Bu nedenle, aktif kapasite yönetimi ve maliyet azaltıcı aksiyonlarla yakıt hariç birim giderlerini kontrol altında tutmaya çalışmaktadır. Söz konusu aksiyonların, uçak tipi, frekans sayısı ve kârlı hat açılışları/kârlı olmayanların kapatılması gibi uygulamalarla özellikle de 2017 yılında belirginleştiğini görmüştük. Söz konusu uygulamaların yanı sıra, önümüzdeki dönemde filoya girecek yakıt verimliliği yüksek yeni nesil uçakların (%15-%18 aralığında yakıt tasarrufu sağlıyor), birim giderlerinde öngördüğümüz artışın sınırlı kalmasına yardımcı olacağını tahmin ediyoruz.

THY için AL önerimizdeki temel riskler nelerdir?

- **Dış hat yolcu trafiğinde zayıflama** - THY'nin toplam yolcu ve kargo gelirlerinin ağırlıklı kısmı yurt dışı gelirlerden oluşmaktadır (2017: %87,6, 6A18: %88,7). Bu nedenle dış hat yolcu ve kargo trafiğinde yaşanacak olası bir zayıflama birim gelirleri olumsuz yönde etkileyerek, tavsiyemiz üzerinde risk oluşturabilir.
- **Yolcu kompozisyonunda bozulma** - THY'nin en kârlı yolcu tipi noktadan-noktaya (point-to-point) ve business class yolcularıdır. Her iki yolcu tipinde yaşanacak olası talep daralması, ücretli yolcu verimini olumsuz yönde etkileyerek tavsiyemiz üzerinde risk yaratabilir.
- **Petrol fiyatlarında sert yükselişler/düşüşler** - THY, 24 aylık azalan basamaklı riskten korunma stratejisi ile yakıt maliyetini kontrol altında tutmaya çalışmaktadır. Ancak, yoğun rekabet ve zayıf talep koşullarında petrol fiyatlarında yaşanan sert yükselişlerin bilet fiyatlarına birebir yansıtılamadığı durumlar, Şirketin operasyonel kârlılığını olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Öte yandan, petrol fiyatlarında yaşanan sert düşüşler de yüksek maliyetli hedge nedeniyle, kısa süreli de olsa operasyonel kârlılık üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturabilmektedir. Bu nedenle, petrol fiyatlarında yaşanacak sert dalgalanmalar, tavsiyemizi riske sokabilir.
- **Kur hareketleri** - THY operasyonel olarak € uzun pozisyona sahiptir. Bu nedenle operasyonel kârlılığın, €'nun \$ ve TL karşısındaki hareketine hassasiyeti yüksektir. Bilançoda ise, 2Ç18 sonu itibarıyla TL, € ve ¥ cinsi borçlarından kaynaklan 5,8 mlr \$ karşılığı açık pozisyonu bulunmaktadır. Söz konusu para birimlerinin \$'a karşı değer kazanmaları net kârın olumsuz yönde etkilenmesine ve hisse fiyatının baskı altında kalmasına neden olabilir. Bu nedenle, kurlarda yaşanacak sert hareketler, tavsiyemiz üzerinde risk oluşturabilir.
- **İkincil halka arzın gündeme gelmesi** - T.C. Başbakanlık Özelleştirme İdaresi Başkanlığı, THY'nin sermayesinde sahip olduğu paylardan %23'lük kısmını 2004 yılında ve %28,75'lik kısmını da 2006 yılında halka arz etmişti. Böylece ÖİB'in THY sermayesindeki payı %49,12'ye gerilemiş ve Şirketin kamu tüzel kişiliği de sona ermişti. Öte yandan, ÖİB'in THY'nin sermayesinde sahip olduğu A grubu hissenin %49,12'lik payının tamamı 3 Şubat 2017 tarihinde Türkiye Varlık Fonu Yönetimi A.Ş.'ye devredilmiştir. Yeni bir ikincil halka arzın yakın zamanda gündeme gelme ihtimalini düşük buluyoruz. Ancak, Şirketin büyüme stratejileri doğrultusunda bu yönde alınacak bir karar hisse fiyatında baskı oluşturarak tavsiyemizi riske sokabilir.

Değerleme ve öneri

- Havayolu taşımacılığı sektörü, politik gelişmeler, güvenlik algısı, petrol fiyatları ve döviz kurlarındaki gelişmelere yüksek hassasiyeti nedeniyle, öngörülebilirliğin düşük olduğu bir sektördür. Bu nedenle, THY için hedef fiyatı hesaplarken İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yönteminin sağlıklı sonuçlar doğurmayacağını düşünerek, hedef çarpan modelini kullanmayı tercih ettik. Hedef fiyat hesaplamamızda, 2019 yılına ilişkin FAVKÖK tahminimize büyüme ve operasyonel kârlılığa ilişkin beklentilerimizi göz önünde bulundurarak 6x FD/FAVKÖK hedef çarpanı uyguladık. Bu doğrultuda, THY için 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başı 26,6 TL olarak belirliyor, mevcut fiyata göre sunduğu %43,5 oranındaki getiri potansiyelini de göz önünde bulundurarak uzun vadeli önerimizi “AL”, kısa vadeli önerimizi “Endeksin Üzerinde Getiri” olarak başlatıyoruz.

Türk Hava Yolları Hedef Çarpan Değerlemesi (mn TL)

Hedef FD/FAVKÖK (x)	6,00
FAVKÖK (2019T)	15.454
Hedef FD	92.726
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	20,1%
FD - 30 Haziran 2018	70.469
Net borç (2Ç18)*	41.272
Özsermaye değeri - 30 Haziran 2018	29.196
12A Hedef Özsermaye Değeri	36.700
Ödenmiş sermaye	1.380
12A Hedef Fiyat (TL)	26,6
Mevcut hisse fiyatı (TL)	18,5
Yükseliş potansiyeli	43,5%

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

*Operasyonel kira borcu ile düzeltilmiş

■ Değerlememize ilişkin başlıca riskler ve potansiyeller şöyledir;

- Başta dış hat olmak üzere yolcu trafiğinde beklentimizin altında/üzerinde yaşanacak gerçekleştirmeler.
- Doluluk oranları, ücretli yolcu verimi ve birim gelirlerin beklentimizin altında/üzerinde gerçekleşmesi.
- Petrol fiyatlarının beklentimizin üzerinde seyrederek yakıt giderlerinde yaratacağı artışların, yoğun rekabet nedeniyle bilet fiyatlarına aynı doğrultuda yansıtılamaması.
- Yakıt hariç birim giderlerin beklentimizin üzerinde/altında gerçekleşmesi.
- Şirketin operasyonel olarak € uzun pozisyonuna sahip olması nedeniyle, €'nun TL ve \$'a karşı değer kaybetmesi/kazanması.
- Yatırım harcamaları ve net borç pozisyonunun beklentimizin üzerinde/altında gerçekleşmesi.
- Havalimanı işletmeciliği alanında faaliyet göstermeye yönelik atılacak somut girişimler.

24 Eylül 2018 Pazartesi

Benzer Şirketler Çarpan Analizi

- THY hisseleri BIST100 endeksine göre yılbaşından bu yana %39 oranında olumlu ayrılmıştır. Öte yandan, 2018 ve 2019 yıllarına ilişkin tahminlerimize göre Şirket hisseleri 5,8x ve 4,9x FD/FAVÖK çarpanları ile uluslararası havayolu şirketlerine kıyasla sırasıyla %6,6 ve %11,3 oranlarında; 9,4x ve 7,4x F/K ile de %21,5 ve %34 oranlarında iskontolu işlem görmektedir. THY'nin İstanbul Yeni Havalimanı ile güçleneceğine inandığımız büyüme potansiyelini göz önünde bulundurarak, söz konusu çarpanların cazip giriş seviyesine işaret ettiğini düşünüyoruz.

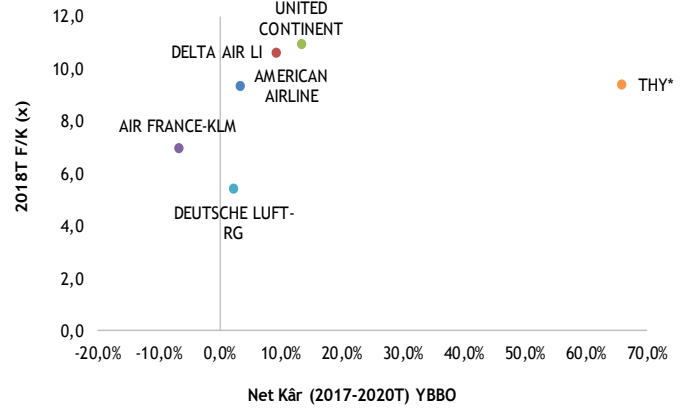
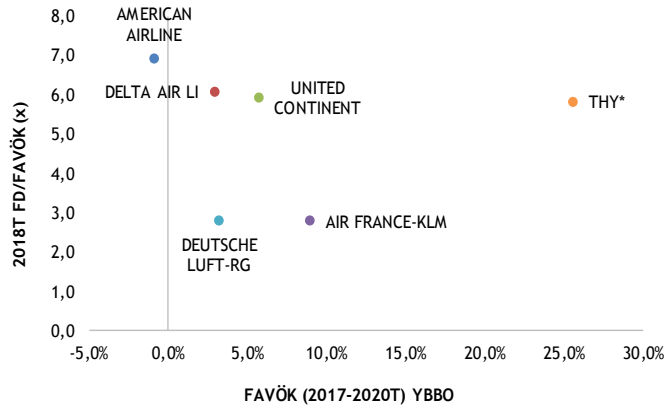
Şirket	Piyasa Değeri (mn \$)	FD/Satış (x)			FD/FAVÖK (x)			F/K (x)		
		2017	2018T	2019T	2017	2018T	2019T	2017	2018T	2019T
Asya Pasifik Ortalama	9.300	1	1,2	1,1	7,4	6,9	6,1	12,5	16,9	11,2
Asya Pasifik Medyan	9.912	1	0,9	0,9	7,1	7,6	6,2	13,0	13,7	11,8
AIR ARABIA PJSC	n.m.	1,6	1,5	1,5	6,1	6,0	6,0	7,1	8,2	8,7
AIR CHINA LTD-A	16.629	1,7	1,5	1,4	7,2	7,9	6,5	12,3	16,7	10,7
ANA HOLDINGS INC	12.325	0,9	0,9	0,8	5,9	5,6	5,3	10,5	12,7	11,8
CATHAY PAC AIR	5.752	1,1	0,9	0,9	13,2	7,9	6,2	n.m.	41,4	12,8
CHINA EAST AIR-A	11.481	2,1	1,8	1,6	8,8	8,4	7,0	13,8	18,9	13,0
CHINA SOUTHERN-A	11.500	1,6	1,4	1,3	9,1	9,9	8,1	15,4	19,2	12,1
QANTAS AIRWAYS	7.379	0,8	0,7	0,7	4,0	4,0	3,9	8,9	9,9	9,5
SINGAPORE AIRLIN	8.342	0,8	0,8	0,8	5,1	5,2	4,7	15,9	13,7	13,3
THAI AIRWAYS INT	988	0,9	0,9	0,8	7,1	7,6	7,2	16,2	11,4	9,1
Amerika Ortalama	14.639	1,1	1,0	1,0	5,9	6,6	5,6	11	14	11
Amerika Medyan	7.435	1,0	1,0	0,9	6,0	6,2	5,5	11	12	11
AVIANCA HOLDINGS	759	0,9	0,8	0,8	6,6	6,3	5,3	n.m.	n.m.	n.m.
COPA HOLDIN-CL A	3.322	1,5	1,3	1,2	6,1	6,2	5,4	9,0	9,2	8,2
ALASKA AIR GROUP	8.648	1,2	1,1	1,1	5,4	7,8	6,1	10,5	16,7	11,6
AMERICAN AIRLINE	20.078	0,9	0,9	0,8	6,1	6,9	6,1	8,3	9,4	7,9
DELTA AIR LI	41.210	1,2	1,1	1,0	5,9	6,1	5,5	11,8	10,6	9,3
JETBLUE AIRWAYS	6.223	0,9	0,8	0,7	4,2	5,2	4,6	10,6	12,0	11,4
SOUTHWEST AIR	36.541	1,7	1,7	1,6	7,7	8,3	7,2	17,4	15,1	12,8
SPIRIT AIRLINES	3.296	1,6	1,3	1,1	7,9	7,8	6,4	14,4	14,2	11,3
UNITED CONTINENT	24.518	0,9	0,8	0,8	5,8	5,9	5,4	12,1	11,0	9,7
WESTJET AIRLINES	1.794	0,7	0,6	0,6	3,6	5,2	3,9	8,1	30,6	12,4
Avrupa Ortalama	8.129,0	0,8	0,7	0,6	4,3	4,0	5,6	7,9	8,1	7,1
Avrupa Medyan	5.878,2	0,5	0,5	0,5	3,4	3,1	3,0	6,1	7,0	5,6
AEROFLOT	1.853	0,2	0,2	0,2	2,3	3,1	2,0	5,0	8,1	5,3
AIR FRANCE-KLM	4.510	0,4	0,4	0,4	3,4	2,8	2,8	4,2	7,0	5,5
DEUTSCHE LUFT-RG	12.903	0,4	0,4	0,4	2,9	2,8	2,7	5,2	5,4	5,2
EASYJET PLC	7.247	1,0	0,8	0,8	8,0	5,9	5,2	16,8	12,3	10,4
INTL CONS AIRLIN	18.152	0,7	0,6	0,6	3,5	3,4	3,3	6,1	5,8	5,6
NORWEGIAN AIR SH	1.427	1,1	0,8	0,7	n.m.	n.m.	18,8	n.m.	n.m.	n.m.
RYANAIR HLDGS	17.984	2,2	2,0	1,8	7,0	7,5	7,0	10,6	12,3	11,5
SAS AB	956	0,2	0,2	0,2	3,1	2,7	2,8	7,3	6,0	6,6
Türkiye Ortalama	2.257	1	0,8	0,7	8,2	5,9	4,8	18,4	7,9	7,2
Türkiye Medyan	2.257	1	0,8	0,7	8,2	5,9	4,8	18,4	7,9	7,2
THY*	4.076	1,5	0,9	0,8	8,6	5,8	4,9	31,4	9,4	7,4
PGS*	438	1,1	0,7	0,6	7,8	6,0	4,8	5,5	6,5	7,0

Kaynak: Bloomberg (21.09.2018 itibariyle)

*Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji tahmini

24 Eylül 2018 Pazartesi

Grafik 20-21: Benzer Şirketler Karşılaştırması



Kaynak: Bloomberg (21.09.2018 itibariyle)

*Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji tahmini

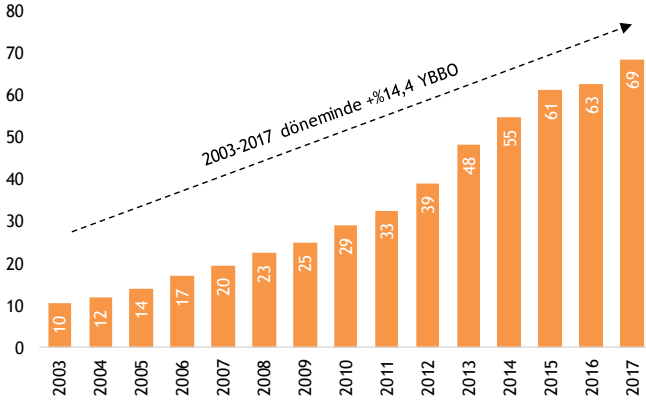
24 Eylül 2018 Pazartesi

THY ve Sektördeki Konumu

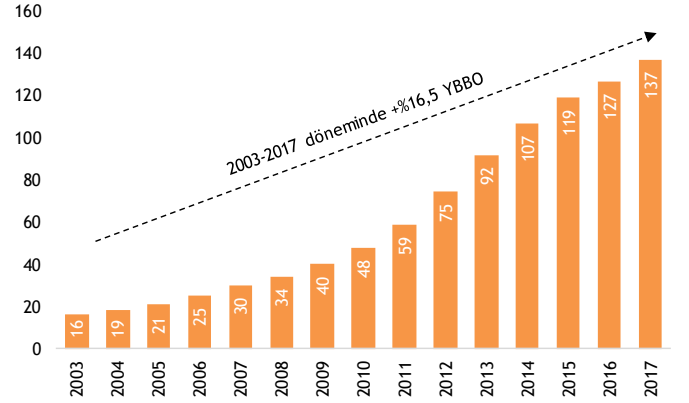
Türk havacılık sektörünün itici gücü...

- **Türkiye'nin lider havayolu şirketi** - DHMİ verilerine göre, havayolu yolcu trafiği bazında 2003 yılında Avrupa ve Dünyanın sırasıyla 7. ve 18. ülkesi konumunda bulunan Türkiye, 2017 yılında ise 4. ve 9. sırada yer almıştır. Söz konusu dönemde toplam yolcu sayısı dünyada yıllık ortalama %6,4 artışla 4 milyara ulaşırken, Türkiye'de ise yıllık ortalama +%13 gibi daha güçlü bir büyümeyle 193 milyona yükselmiştir (iç hatta +%19,4 YBBO, dış hatta +%8,9 YBBO). Türk havacılık sektöründe yaşanan söz konusu gelişimin en önemli yönlendiricisi ise Türkiye'nin bayrak taşıyıcı havayolu şirketi THY olmuştur. Söz konusu dönemde Şirketin toplam yolcu sayısı yıllık ortalama %14,4 artarak 68,6 milyona yükselmiştir (iç hatta +%13,6 YBBO, dış hatta +%15 YBBO). Toplam yolcu uçak sayısı 65'ten 313'e (kargo dâhil 329'a) yükselirken, toplam kapasitesi (AKK=Arzedilen Koltuk Km) yıllık ortalama +%15 oranında artış göstermiştir. Böylece, THY'nin AKK bazında küresel pazar payı 2003 yılındaki %0,5'ten 2017 yılında %2'ye kadar yükselmiştir.

Grafik 22: Toplam Yolcu Sayısı (mn)

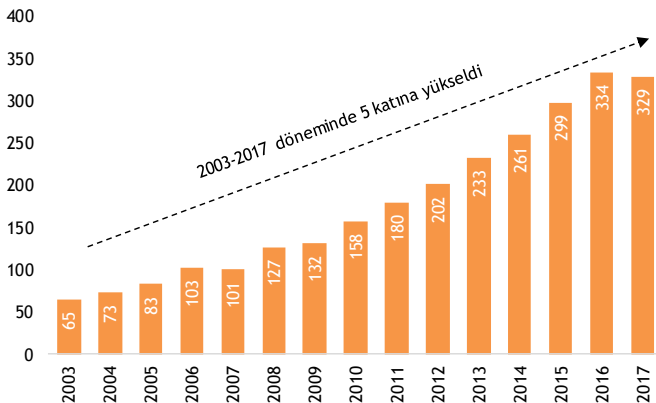


Grafik 23: Ücretli Yolcu Km (mlr)

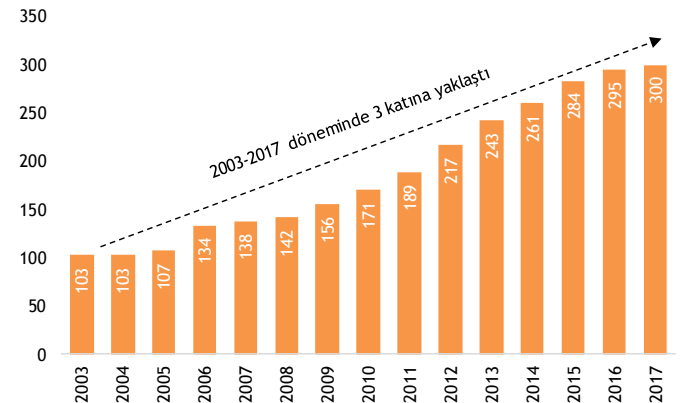


Kaynak: THY, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Grafik 24: Uçak Sayısı



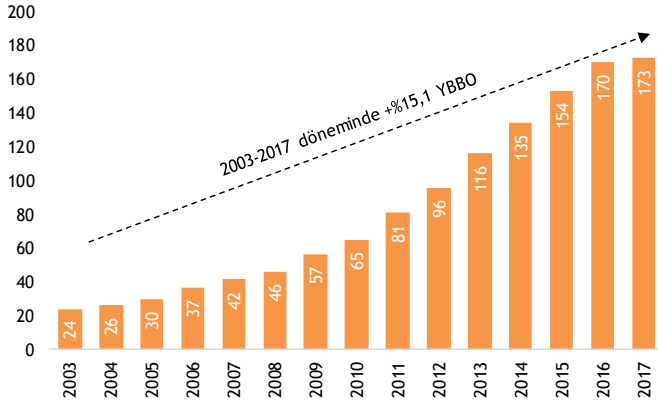
Grafik 25: Uçulan Nokta



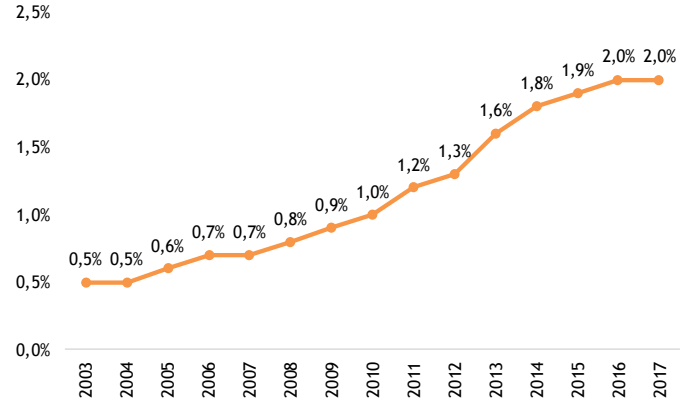
Kaynak: THY, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

24 Eylül 2018 Pazartesi

Grafik 26: Arzedilen Koltuk Km (mlr)



Grafik 27: Küresel Pazar Payı*

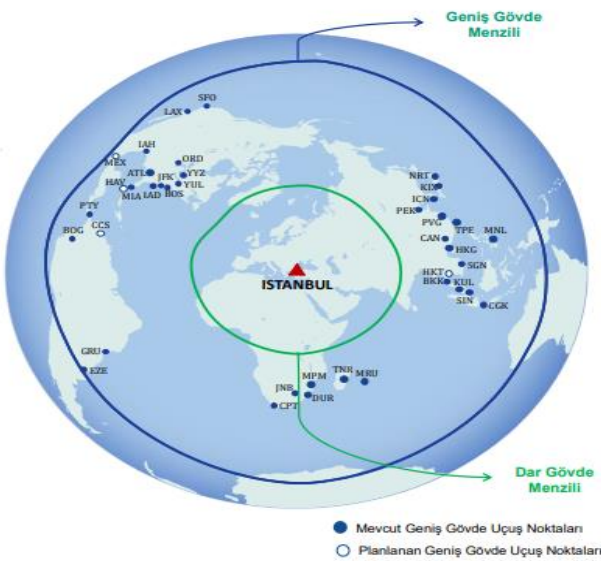


Kaynak: THY, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

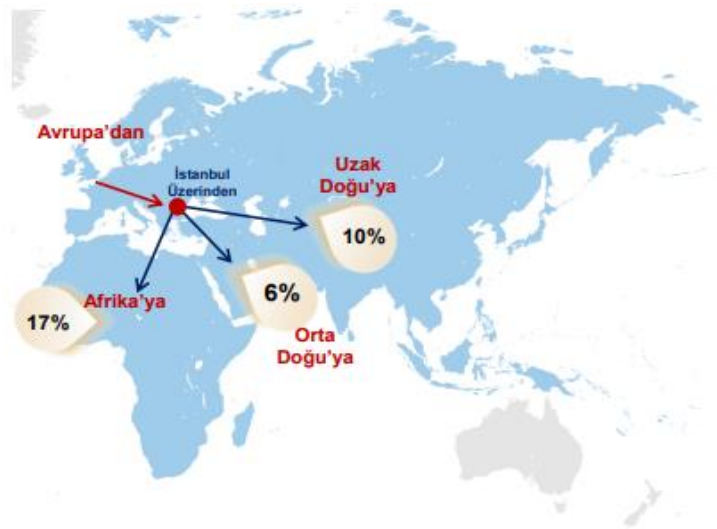
*Arzedilen Koltuk Km'ye göre

- **Dünyada en fazla ülkeye uçan havayolu şirketi** - 2003 yılsonu itibariyle dünyada 103 noktaya uçuş gerçekleştiren THY, 2Ç18 sonu itibariyle 122 ülkeyi kapsayan 303 noktaya gerçekleştirdiği uçuşlarla dünyanın en fazla ülkeye uçan havayolu şirketi unvanını korumuştur. Şirket, 2Ç18 sonu itibariyle Avrupa'da 43 ülke ve 114 şehir, Afrika'da 35 ülke ve 53 şehir, Ortadoğu'da 13 ülke ve 34 şehir, Amerika'da 8 ülke ve 17 şehir, Uzakdoğu'da 22 ülke ve 36 şehir uçuşlar gerçekleştirmektedir. Söz konusu yaygın uçuş ağına en önemli destekleyicilerinden biri, İstanbul'un Asya, Avrupa ve Ortadoğu'nun kesiştiği önemli bir coğrafi konumda yer almasıdır. Buna göre, 255 yurt dışı destinasyondan 201'i ile dünya dış hat trafiğinin %40'ını kapsayan Avrupa, Ortadoğu, Orta Asya, Kuzey ve Doğu Afrika'nın tamamı (tüm yolcu yükü ile birlikte) İstanbul'dan dar gövde erişim menziline sahiptir. Bu avantajın da yardımıyla THY, Avrupa, Ortadoğu, Afrika ve Uzakdoğu'dan dünyaya sağlanan başlangıç ve bitiş noktası çifti cinsinden bağlantı sayısına göre lider havayolu şirketi konumundadır.

Grafik 28: İstanbul'dan Dar ve Geniş Gövde Erişim Menzili



Grafik 29: Detour* Avantajı



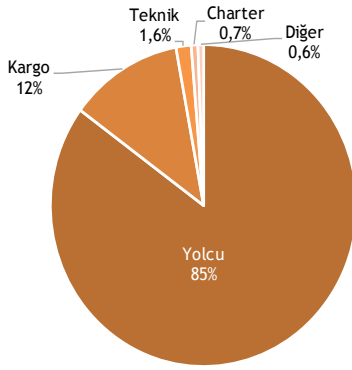
Kaynak: THY (2Ç18 sonu itibariyle), Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

*Detour: Direkt uçuş ile karşılaştırıldığında uçuş mesafesinde meydana gelen artış olup, 6 bin adet şehir kullanılarak hesaplanmıştır (2017 sonu itibariyle)

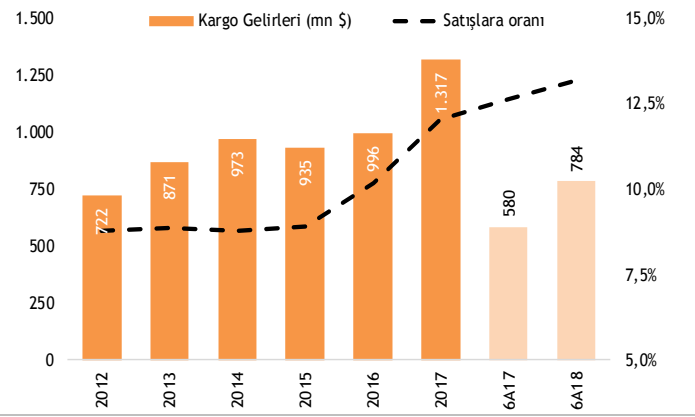
24 Eylül 2018 Pazartesi

- **Kargo gelirlerinin payında artış** - THY'nin net satış gelirlerinin ağırlıklı kısmı yolcu gelirlerinden oluşurken (2017: %85,8, 6A18: %84,4), kargo gelirlerinin toplam gelirler içindeki payı son yıllarda yükseliş eğilimi sergilemektedir. Buna göre, son 5 yıllık dönemde kargo gelirlerinin payı ~%9'dan %12'ye kadar yükselmiştir (6A18: %13,2). Böylece Şirketin küresel kargo gelirleri içerisinde 2009 yılı itibarıyla %0,6 olan payı 2017 yılında %2,4'e yükselmiştir. THY, küresel kargo taşımacılığı pazarındaki payını artırarak, bu alanda dünyada ilk 3 firmadan biri olmayı hedeflemektedir. Bu doğrultuda Şirket, geleneksel hava kargo taşımacılığı hizmetine kapıdan kapıya ekspres/kurye taşıma iş modelini de entegre etme amacıyla Haziran/2018'de Çin merkezli ZTO ve Hong Kong merkezli PAL Air ile iyi niyet anlaşması imzalamıştır. Kargo gelirlerinin artan payının, yolcu talebine yüksek hassasiyeti bulunan gelir ve kârlılık yapısında gerek çeşitliliğin artması gerekse de söz konusu göstergelerde büyümenin istikrarlı hale gelmesi açısından destekleyici olacağını düşünüyoruz.

Grafik 30: Segment Bazında Gelir Dağılımı (2017)



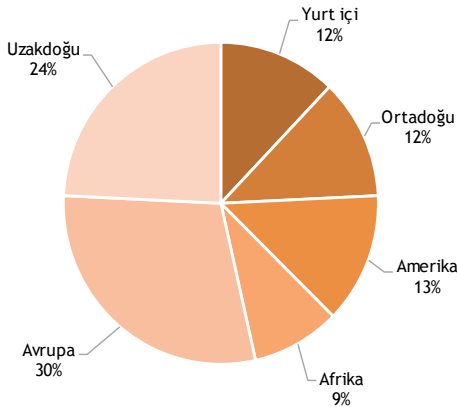
Grafik 31: Kargo Gelirleri (mn \$)



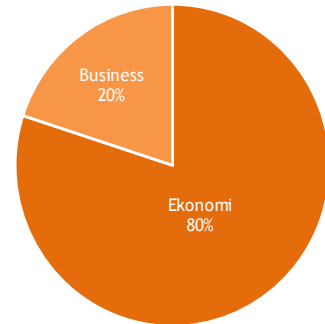
Kaynak: THY, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

- Şirketin tarifeli yolcu ve kargo gelirlerinin ağırlıklı kısmı yurt dışı kaynaklı olup (2017: %87,6, 6A18: %88,7), en yüksek ağırlığa sahip ilk iki bölge Avrupa (2017: %29, 6A18: %29,7) ve Uzakdoğu'dur (2017: %24,1, 6A18: %24). Yolcu sınıfı bazında ise, 2Ç18 sonu itibarıyla gelirlerinin %78 ile ağırlıklı kısmı ekonomi sınıfından oluşmakta olup, daha kârlı business sınıfının payı ise %22 seviyesindedir. Şirket, servis kalitesini geliştirerek Business Class yolcu gelirlerinin payını artırmayı hedeflemektedir.

Grafik 32: Bölgesel Gelir Dağılımı (2017)*



Grafik 33: Yolcu Sınıfı Bazında Gelir Dağılımı (2017)

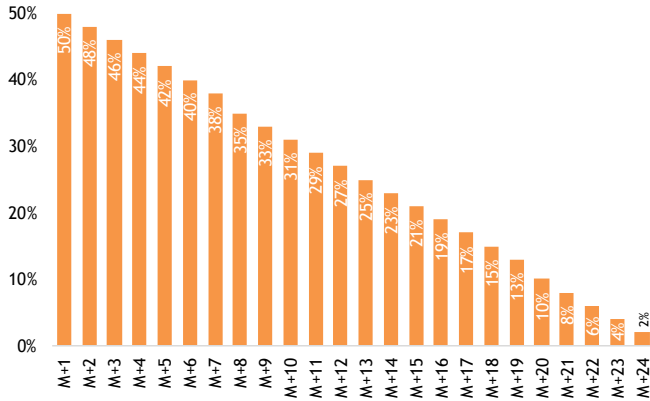
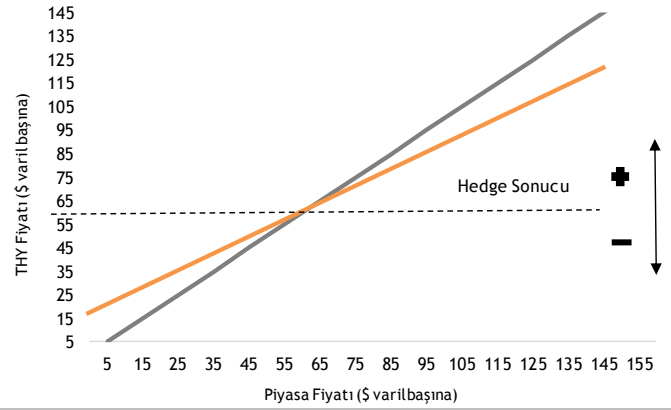


Kaynak: THY, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

*Sadece tarifeli yolcu ve kargo gelirlerini içermektedir

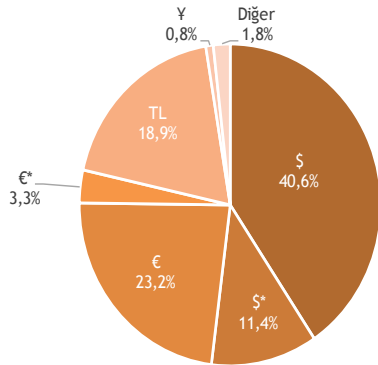
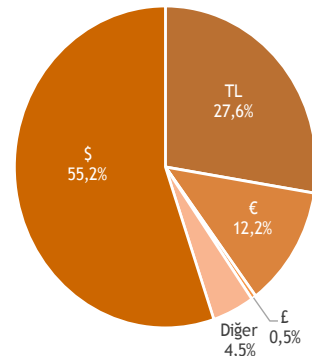
24 Eylül 2018 Pazartesi

- **Yakıt ve kur riskinden korunma politikası** - THY yakıt giderlerini kontrol altında tutmak amacıyla korunma (hedge) politikası yürütmektedir. Buna göre, 24 aylık azalan basamaklı riskten korunma stratejisi kapsamında ham petrol bazlı opsiyon ve swap işlemleri yapan Şirket, takip eden ayın tüketiminin %60'ını yönetmeyi hedeflemektedir. Şirketin Temmuz-Aralık 2018 ve 2019 yılının tamamına ilişkin mevcut riskten korunma oranları sırasıyla %50 (11 mn varil) ve %22 (10 mn varil) seviyesindedir.

Grafik 34: Akaryakıt Riskinden Korunma Politikası**Grafik 35: Hedge'in Akaryakıt Fiyatına Etkisi***

Kaynak: THY, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji
*2Ç18 sonu itibariyle

- Şirketin, %85 oranında korelasyonu bulunan döviz kurları dâhil olmak üzere 2Ç18 sonu itibariyle gelirlerinin yaklaşık %86'sı döviz cinsinden olup (%57,5'i \$, %27'si €) giderlerinin ise yaklaşık %74'ü döviz cinsindendir (%54,4'ü \$, %12,3'ü €). Bu nedenle, operasyonel kârlılığının döviz kurlarındaki dalgalanmalara karşı hassasiyeti yüksektir.
- THY, aylık olarak azalan katmanlı kur riskinden korunma stratejisi ile 24 ay vadeli kontratlarla TL için %30 ve \$ için %25-35 oranında korunma hedeflemekte olup, ayrıca açık pozisyon durumuna göre esnek strateji uygulamaktadır. 2Ç18 sonu itibariyle Şirketin 2018 yılına ilişkin €/ \$'da 1,1946 ortalama fiyatlı %24 oranında (2019 için 1,2278 ortalama fiyatlı %13 oranında) ve €/TL'de 4,8692 ortalama fiyatlı %29 oranında (2019 için 5,3926 ortalama fiyatlı %18 oranında) hedge pozisyonu bulunmaktadır.

Grafik 36: Döviz Kuruna Göre Gelir (2017)**Grafik 37: Döviz Kuruna Göre Gider (2017)**

Kaynak: THY, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji
*\$ ve € ile %85 korelasyonu olan döviz kurları

24 Eylül 2018 Pazartesi

- **Bağlı ortaklıklar ve iş ortaklıkları** - Şirketin 2Ç18 sonu itibarıyla havacılık sektörünün çeşitli alanlarında faaliyet gösteren 3 adet bağlı ortaklığı ve 9 adet iş ortaklığı bulunmaktadır.
- THY, havalimanı işletmeciliği ve yatırımları alanlarında faaliyet göstermek üzere Kasım/2017'de 50 bin TL nakit sermayeli THY Havaalanı Gayrimenkul Yatırım ve İşletme A.Ş.'yi kurmuştur. Hatırlatmak gerekirse, THY'nin Sabiha Gökçen Havalimanı'nda pay alımı yapabileceği yönünde yakın zamanda basında haberler çıkmıştır. Söz konusu haberlere istinaden Şirket, yurt içinde veya yurt dışında faaliyet gösteren havalimanlarında yatırım amaçlı ortaklık için araştırma yapmakta olduğunu, ancak henüz kesinleşen bir anlaşma süreci bulunmadığını açıklamıştır.

Tablo 3: Bağlı Ortaklıklar*

Şirket Unvanı	Faaliyet Konusu	Ortaklık Oranı	Kayıtlı Olduğu Ülke
THY Teknik A.Ş.	Teknik Bakım	100%	Türkiye
THY Uçuş Eğitim ve Havalimanı İşletme A.Ş.	Eğitim & Havaalanı İşletme	100%	Türkiye
THY Havaalanı Gayrimenkul Yatırım ve İşletme A.Ş.	Havaalanı Yatırım	100%	Türkiye

Kaynak: THY, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji
*2Ç18 sonu itibarıyla

Tablo 4: İş Ortaklıkları*

Şirket Unvanı	Ana Faaliyet Konusu	Ortaklık Oranı	Sahip Olunan Oy Hakkı	Şirketin ve Faaliyetin Yeri
Sun Express	Hava Taşımacılığı	50%	50%	Türkiye
Turkish DO&CO	İkram Hizmetleri	50%	50%	Türkiye
TEC	Teknik Bakım	49%	49%	Türkiye
TGS	Yer Hizmetleri	50%	50%	Türkiye
THY Opet	Havacılık Yakıtları	50%	50%	Türkiye
Goodrich	Teknik Bakım	40%	40%	Türkiye
Uçak Koltuk	Uçak Kabin İçi Ürünleri	50%	50%	Türkiye
TCI	Uçak Kabin İçi Ürünleri	50%	50%	Türkiye
Vergi İade Aracılık	KDV İade ve Danışmanlık	30%	30%	Türkiye

Kaynak: THY, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji
*2Ç18 sonu itibarıyla

Finansal Tablo Analizi

THY'nin fonksiyonel para birimi \$ olup, finansal tabloların analizini \$ bazlı rakamlar üzerinden yaptığımız raporumuzda bilgi amaçlı olarak TL rakamlara ayrıca yer vermekteyiz.

Gelirler

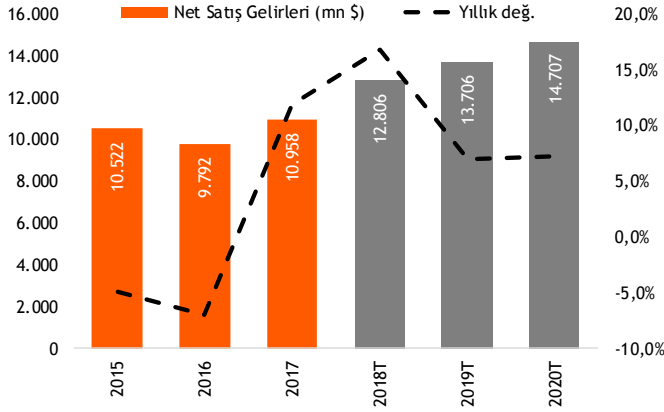
- Rusya ile yaşanan uçak krizi ve artan güvenlik endişelerinin etkisiyle THY için olumsuz geçen 2016 yılının ardından 2017 yılında başlayan toparlanma, bu yılın ilk yarısında daha da güçlenmiştir. Şirketin 6A18'de toplam yolcu sayısı yıllık bazda ~%18 artarken, yolcu doluluk oranı 4,5 puan artarak %80,4'e yükselmiştir. Güçlü talep ortamının yanı sıra, Şirketin Kuzey Avrupa kaynaklı noktadan-noktaya yolcu sayısındaki artışın desteğiyle iyileşen ücretli yolcu verimi, gelir büyümesinin en önemli destekleyicilerinden biri olmuştur. Böylece 6A18'de toplam yolcu gelirleri \$ bazında yıllık %28 ile güçlü büyüme göstermiştir. Kargo operasyonlarında da olumlu performans sergileyen Şirketin 6A18'de kargo gelirleri \$ bazında yıllık %35,2 artarken, toplam satış gelirleri içerisindeki payı %12,6'dan %13,2'ye yükselmiştir. Böylece Şirketin toplam net satış gelirleri \$ bazında yıllık %29,2 artarak 5,9 mlr \$'a, birim gelirleri de (RASK) yıllık bazda %18,2 artarak 6,74 \$cent'e yükselmiştir.
- Gelir tarafında kaydedilen söz konusu olumlu performansın, yüksek sezon olması nedeniyle 2018 yılının 3.çeyreğinde de devam etmesini, son çeyrekte ise normalleşmesini bekliyoruz. Bu doğrultuda, 2018 yılının tamamında net satış gelirlerinin yıllık bazda ~%17 artarak 12,8 mlr \$ seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz (TL bazında +%58,5). 2019 yılında ise yüksek baz etkisi nedeniyle \$ bazında yıllık büyüme hızının %7'ye gerileyeceğini (TL bazında +%18,4'e) öngörüyoruz.

THY - Özet Operasyonel Göstergeler	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Uçak Sayısı (Dönem Sonu)	299	334	329	328	353	393
Yolcu Sayısı (mn)	61	63	69	75	80	84
Yıllık değ.	11,8%	2,5%	9,2%	9,6%	5,7%	5,4%
Yurt içi	26	27	30	33	35	37
Yurt dışı	35	35	39	42	45	47
Arzedilen Koltuk Km (mlr)	154	170	173	183	193	205
Yıllık değ.	14,0%	10,9%	1,6%	5,6%	5,7%	6,0%
Yurt içi	20	21	22	24	26	27
Yurt dışı	134	150	151	159	168	178
Doluluk Oranı (%)	77,6%	74,5%	79,1%	81,3%	81,3%	81,2%
Yurt içi	83,3%	82,1%	84,0%	85,2%	85,0%	84,4%
Yurt dışı	76,8%	73,4%	78,4%	80,7%	80,8%	80,7%
Birim Gelirler (\$cent)	6,8	5,7	6,3	7,0	7,1	7,2
Birim Giderler (\$cent)	6,4	6,0	5,9	6,5	6,5	6,6
Yakıt (\$cent)	2,0	1,6	1,7	2,0	2,0	2,0
Yakıt Hariç (\$cent)	4,5	4,4	4,2	4,5	4,5	4,6

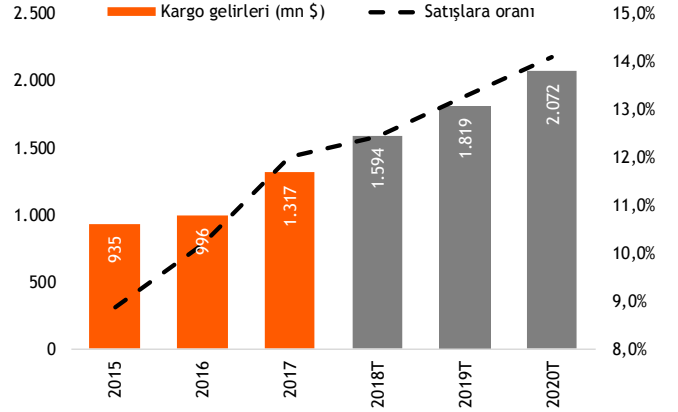
Kaynak: THY, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

24 Eylül 2018 Pazartesi

Grafik 38: Net Satış Gelirleri (mn \$)



Grafik 39: Kargo Gelirleri (mn \$)

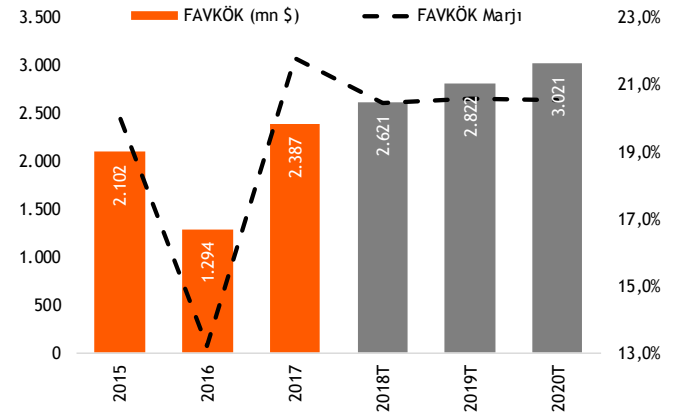
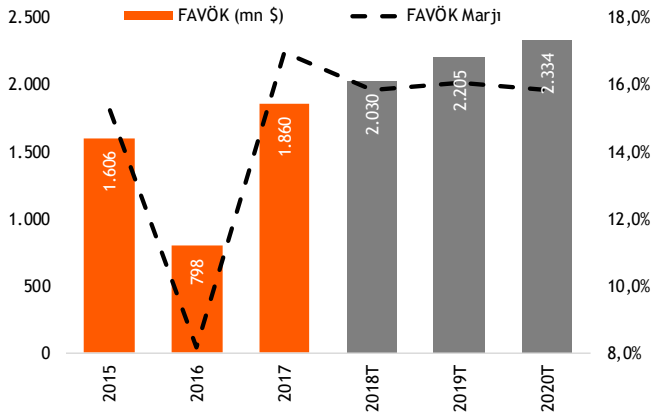


Kaynak: THY, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Operasyonel Kârlılık

- Artan yakıt fiyatlarının etkisiyle THY'nin birim yakıt giderleri 6A18'de yıllık bazda %22,8 artarak 2 \$cent'e yükselirken, personel ve ikram giderlerindeki normalleşmenin ağırlıklı etkisiyle yakıt hariç birim giderleri de yıllık bazda %6,7 artarak 4,5 \$cent'e yükselmiştir. Böylece toplam birim giderleri (CASK) geçen yılın aynı dönemine göre yaklaşık %11 artarak 6,43 \$cent'e ulaşmıştır. Ancak, artan birim giderlerine rağmen, güçlü talep artışı ve ücretli yolcu verimindeki iyileşme, operasyonel kârlılıkta büyümeyi desteklemiştir. Böylece, Şirketin 6A18'de FAVKÖK'ü yıllık bazda %61,3 artarak 1,1 mlr \$'a, FAVKÖK marjı da yıllık bazda 3,7 puan artışla %18,4'e yükselmiştir.
- Geçen yıldan gelen yüksek baz etkisi nedeniyle, 2018 yılının tamamında FAVKÖK'ün yıllık bazda %9,8 artarak 2,6 mlr \$ (TL bazında +%49), FAVKÖK marjının da yıllık bazda 1,3 puan düşüşle %20,5 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. 2019 yılında ise FAVKÖK'te yıllık bazda %7,6'lık büyüme (TL bazında +%19) ile FAVKÖK marjının bu yıla benzer seviyede gerçekleşmesini bekliyoruz.

Grafik 40-41: Operasyonel Kârlılık



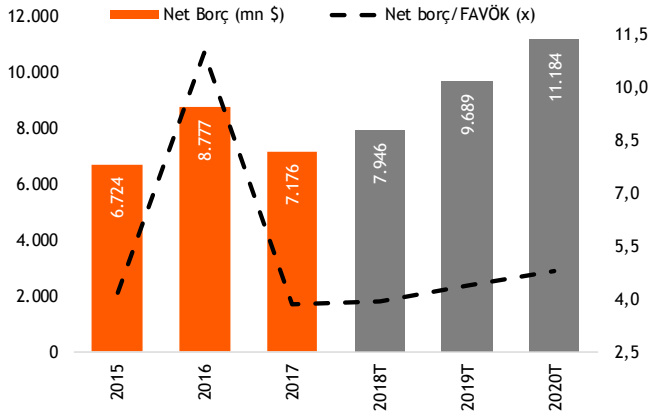
Kaynak: THY, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

24 Eylül 2018 Pazartesi

Borçluluk

- THY'nin uçak alımlarından kaynaklı olarak 2Ç18 sonu itibariyle 9,5 mlr \$ karşılığı toplam kira borcu bulunmaktadır (%81'i finansal, %19'u operasyonel kira). Finansal kiralama borçlarının %41'i €, %34'ü ¥ ve %22'si \$ cinsinden olup, ortalama 11 yıl vadeli ve %76 ile ağırlıklı kısmi sabit faizlidir (ağırlıklı ortalama faiz oranı %2,95). Şirketin 2Ç18 sonu itibariyle operasyonel kira borcu hariç 7,3 mlr \$ olan net borç pozisyonunun, 2018 ve 2019 yıllarında gerçekleşecek uçak alımlarının da etkisiyle sırasıyla 7,9 mlr \$ (48,3 mlr TL) ve 9,7 mlr \$ (62,6 mlr TL) seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

Grafik 42: Net Borç Pozisyonu



Tablo 5: Finansal Kiralama Borçları

Finansal Kiralama Borçları (mn \$)*	Toplam Borç	Borç Vadesi	Yıllık Ortalama Borç Ödemesi
USD	1.667	10-12 yıl	294
EUR	3.189	10-12 yıl	434
JPY	2.603	10-11 yıl	260
CHF	253	12 yıl	30
Toplam	7.713		1.018

Kaynak: THY, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

*2Ç18 sonu itibariyle

2011-2023 Uçak Alımları*

Filo Gelişimi	Tip	Teslim Edilen								Teslim Edilecek						
		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Toplam	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Toplam
Geniş Gövde	A350-900											5	4	8	8	25
	B787-9										6	9	6	4		25
	A330-300	3	3	2	6	7	5		26							
	B777-3ER	7			4	7	6	1	25							
	Toplam	10	3	2	10	14	11	1	51		6	14	10	12	8	50
Dar Gövde	B737-900ER	2	7	1		5			15							
	B737-9 MAX										5	5				10
	B737-800	2	2	6	10		20		40							
	B737-8 MAX									7	12	19	15	12		65
	A321	8	7	9		13	10		47							
	A321 NEO									3	18	18	20	18	15	92
	A319	6							6							
	Toplam	18	16	16	10	18	30		108	10	35	42	35	30	15	167
Kargo	A330-200F	1	1	2		1	2	1	8							
	B777F							2	2	3						3
	Toplam	1	1	2		1	2	3	10	3						3
Genel Toplam		29	20	20	20	33	43	4	169	13	41	56	45	42	23	220
Yılsonu Filo		180	202	233	261	299	334	329		328	353	393	434	466	475	

Kaynak: THY, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

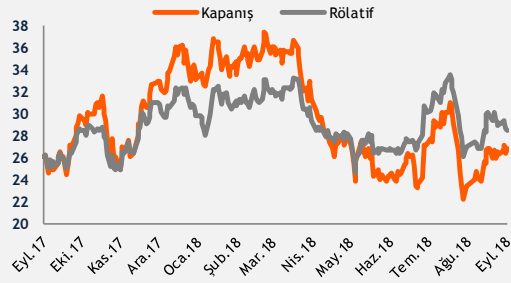
*30.06.2018 itibariyle

24 Eylül 2018 Pazartesi

Sektör	: Havacılık
Şirket	: Pegasus Hava Taşımacılığı
Hisse Kodu	: PGSUS
Fiyat (TL)	: 26,8
Hedef Fiyatı (TL)	: 41,1
Yükselme Potansiyeli	: 53,1%
Öneri / Kısa Vade	: Endeksin Üzerinde Getiri
Öneri / Uzun Vade	: AL
Hisse Adedi (mn)	: 102
HAO (%)	: 35,0%

1990 yılında charter uçuşlarla havacılık sektörüne giren Pegasus, 2005 yılı başında Esas Holding tarafından devralınmıştır. Türkiye'nin lider düşük maliyetli havayolu şirketi olan Pegasus'un merkez üssü İstanbul Sabiha Gökçen Havalimanı'dır. Mevcut durumda Şirket 42 ülkede 109 uçuş noktasına (yurt içi: 39, yurt dışı: 70) hizmet vermektedir. Ağustos/2018 itibarıyla Şirket, 49'u Boeing tipi, 34'ü Airbus tipi olmak üzere toplamda 83 adetlik uçak filosuna sahiptir.

Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	14,51	9,82	2,84
Rölatif %	5,39	6,54	9,15
En Yüksek (TL)	27,14	31,00	37,34
En Düşük (TL)	23,44	22,24	22,24

Yatırımcı Takvimi

3Ç18 Finansal Sonuçları

9 Kasım (Tahmini)

Analist İletişim : Mehtap İLBİ
: 0212 403 41 60
: mehtap.ilbi@vakifyatirim.com.tr

PGS - Düşük maliyet, yüksek potansiyel...

Pegasus (PGS), başta iç hat olmak üzere sektörde yaşanan yoğun rekabete rağmen yıllar itibarıyla pazar payını artırmayı başarmıştır. Sahip olduğu düşük maliyetli iş modeli ile fiyat hassasiyeti yüksek tüketici grubunun yanı sıra iyileşen hizmet kalitesinin de desteğiyle daha fazla kesime hitap edebilir hale gelen PGS'nin, pazar payındaki yükseliş eğiliminin önümüzdeki dönemde de sürmesini bekliyoruz. Şirketin kâr marjı yüksek yan gelirlerinin toplam net satış gelirleri içerisindeki payının artmaya devam ederek, operasyonel kârlılığı destekleyeceğini tahmin ediyoruz. Yakıt maliyetindeki artışı operasyonel performans açısından önemli bir risk unsuru olarak görmekle birlikte, Şirket yönetiminin "3C programı" kapsamında birim giderler, nakit yönetimi ve kapasiteyi iyileştirme odaklı aldığı aksiyonların, operasyonel kârlılığı desteklemeye devam edeceğini öngörüyoruz. PGS için hedef çarpan yöntemine göre yaptığımız değerlendirme sonucunda 12 aylık hedef fiyatımızı 41,1 TL olarak belirliyor, uzun vadeli önerimizi "AL", kısa vadeli önerimizi "Endeksin Üzerinde Getiri" olarak başlatıyoruz.

mn TL	Ciro	FAVÖK	Net Kâr	F/K (x)	FD/FAVÖK (x)
2015	3.488	353	113	24,3	16,3
2016	3.707	89	-134	-20,5	64,3
2017	5.349	735	502	5,5	7,8
2018T	8.127	954	424	6,5	6,0
2019T	9.934	1.198	395	7,0	4,8
2020T	11.059	1.372	473	5,8	4,2

■ **3C programının operasyonel kârlılığa olumlu katkısı sürecektir** - Şirket yönetiminin 3C programı (CASK, Cash, Capacity) çerçevesinde aldığı önlemlerin desteği ile € bazında yakıt dışı birim giderleri 2017 yılında yıllık bazda %9,3, 6A18'de ise %12,5 oranında gerilemiştir. Son dönemde artan yakıt maliyetinin birim giderler üzerinde yarattığı olumsuz etkinin, 3C önlemlerinin devamı ile telafi edilebileceğini düşünüyoruz. Ayrıca, %15-%18 arasında yakıt tasarrufu sağlayan A321neo tipi uçakların gelecek yıldan itibaren filoya dâhil olmaya başlamasıyla, operasyonel verimliliğe olumlu katkıda bulunacağını düşünüyoruz.

■ **Yan gelirlerin payında artışın devamını bekliyoruz** - Artan doluluk oranları ve bu yıl içerisinde devreye alınması beklenen yeni ürünlerin desteğiyle, yan gelirlerin payında artışın devam ederek, operasyonel kârlılığı destekleyeceğini tahmin ediyoruz. 2012-2017 döneminde %12'den ~%22'ye kadar yükselen yan gelirlerin toplam net satış gelirleri içindeki payının, 2020 yılı itibarıyla ~%30'a ulaşmasını bekliyoruz.

■ **Değerleme ve öneri** - PGS hisseleri, 2018 ve 2019 yıllarına ilişkin tahminlerimize göre 6x ve 4,8x FD/FAVÖK çarpanları ile uluslararası havayolu şirketlerine kıyasla sırasıyla %3,5 ve %12,3; 6,5x ve 7x F/K ile de %46 ve %38,2 oranlarında iskontolu işlem görmektedir. Ayrıca, iş modeli itibarıyla benzerlik gösterdiği uluslararası şirketlere göre ise 2018 ve 2019 yıllarına ilişkin tahminlerimiz itibarıyla FD/FAVÖK bazında %2,4 ve %11; F/K bazında ise %47,3 ve %38,2 oranlarında iskontolu işlem görmektedir. Şirket hisselerini değerlendirirken 2019 yılına ilişkin FAVÖK tahminimize 5x FD/FAVÖK hedef çarpanı uygulayarak, 12 aylık hedef fiyatımızı 41,1 TL olarak belirliyor, uzun vadeli önerimizi "AL", kısa vadeli önerimizi "Endeksin Üzerinde Getiri" olarak başlatıyoruz.

■ **Riskler** - Güvenlik endişelerinde artış, ana pazarlarla olan politik ilişkilerde bozulma, petrol fiyatlarında sert yükseliş, yan gelirlerin payında düşüş, beklentimizin üzerinde oluşacak yatırım harcamaları ve borçluluk, Sabiha Gökçen Havalimanı'ndaki kapasite sorunun artarak devam etmesi, değerlememize, tahminlerimize ve tavsiyemize yönelik aşağı yönlü riskler arasında öne çıkmaktadır.

24 Eylül 2018 Pazartesi

Gelir Tablosu (mn TL)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Satış Gelirleri (net)	3.488	3.707	5.349	8.127	9.934	11.059
FVÖK	177	-137	405	469	569	665
Amortisman Giderleri	176	227	330	485	629	707
FAVÖK	353	89	735	954	1.198	1.372
FAVKÖK	678	556	1.308	1.829	2.265	2.543
Diğer Gelir ve Giderler (Net)	92	31	57	93	50	62
Finansal Gelir ve Giderler (Net)	-107	-66	-31	-123	-184	-204
VÖK	182	-144	603	476	443	531
Vergiler	-71	7	-102	-53	-49	-59
Net Dönem Kârı	113	-134	502	424	395	473
HBK (TL)	3,5	-4,9	22,2	29,5	28,9	36,4

Bilanço (mn TL)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Nakit ve Benzerleri	955	692	1.988	2.922	3.486	3.249
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	295	212	187	715	357	859
Stoklar	13	24	31	62	56	76
Duran Varlıklar	2.264	4.158	4.991	9.618	11.090	12.783
Maddi Duran Varlıklar	2.113	3.849	4.663	9.082	10.488	12.104
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	15	20	24	37	39	40
Toplam Aktifler	4.098	5.618	8.088	15.249	17.178	19.460
Finansal Borçlar	1.415	2.677	3.608	7.101	8.053	9.204
Kısa Vadeli	209	338	897	1.477	1.558	1.709
Uzun Vadeli	1.207	2.338	2.711	5.625	6.495	7.496
Ticari Borçlar	246	318	394	639	714	792
Kısa Vadeli	246	318	394	639	714	792
Uzun Vadeli	0	0	0	0	0	0
Özkaynaklar	1.453	1.569	2.485	4.064	4.653	5.337
Ana Ortaklığa ait Özkaynaklar	1.455	1.575	2.506	4.102	4.692	5.378
Azınlık payları	-3	-6	-21	-37	-39	-41
Net Borç	460	1.984	1.620	4.179	4.567	5.956

Nakit Akım Tablosu (mn TL)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
VÖK	182	-144	603	476	443	531
Amortisman	176	227	330	485	629	707
İşletme sermayesi ihtiyacı	10	154	77	-414	446	-459
Vergi	-71	7	-102	-53	-49	-59
Yatırım Harcamaları	-66	-197	-170	-266	-321	-347
Temettü Ödemesi (Brüt)	0	0	0	0	0	0
Bedelli Sermaye Artırımı	0	0	0	0	0	0
ΔBorçlanma Değişimi	61	1.261	932	3.493	951	1.152
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	-195	-1.571	-373	-2.788	-1.535	-1.762
Yıl Boyunca Yaratılan Nakit	293	1.308	1.669	3.722	2.099	1.524
Dönemsonu Nakit	955	692	1.988	2.922	3.486	3.249

Büyüme (%)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Satış	13,2%	6,3%	44,3%	51,9%	22,2%	11,3%
FAVÖK	-14,4%	-74,6%	721,7%	29,8%	25,6%	14,5%
Net Dönem Kârı	-21,1%	-218,2%	-475,6%	-15,5%	-7,0%	19,9%

Çarpanlar (x)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
FD/Satışlar	1,6	1,6	1,1	0,7	0,6	0,5
FD/FAVÖK	16,3	64,3	7,8	6,0	4,8	4,2
F/K	24,3	-20,5	5,5	6,5	7,0	5,8
PD/DD	1,9	1,7	1,1	0,7	0,6	0,5

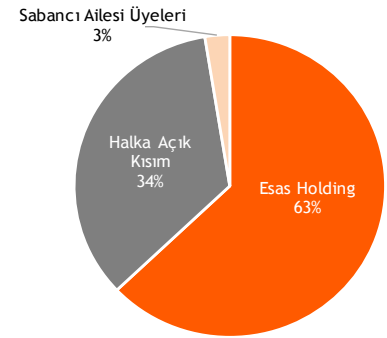
Finansal Rasyolar	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Özsermaye Kârlılığı (%)	8,7%	-8,9%	24,8%	13,0%	9,1%	9,5%
FAVÖK Marjı (%)	10,1%	2,4%	13,7%	11,7%	12,1%	12,4%
FAVKÖK Marjı (%)	19,4%	15,0%	24,4%	22,5%	22,8%	23,0%
Net Kâr Marjı (%)	3,2%	-3,6%	9,4%	5,2%	4,0%	4,3%
Net Borç/Özsermaye (x)	0,3	1,3	0,7	1,0	1,0	1,1
Net Borç/FAVÖK (x)	1,3	22,2	2,2	4,4	3,8	4,3
KV Borç/UV Borç (%)	17,3%	14,5%	33,1%	26,3%	24,0%	22,8%
Özsermaye/Aktif Toplamı (%)	35,4%	27,9%	30,7%	26,7%	27,1%	27,4%
Carı Oran (x)	1,8	1,4	1,7	1,5	1,5	1,5
Brüt Nakit Temettü Dağıtım Oranı (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Şirket	Pegasus Hava Taşımacılığı
Hisse Kodu	PGSUS - PGSUS T1, PGSUS IS
Vakıf Yatırım Öneri	AL
Kapanış (TL)	26,8
Hedef Fiyat (TL)	41,1
Mevcut Piyasa Değeri (mn TL)	2.745
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	4.203
Yükselme Potansiyeli	53,1%

Pegasus Hakkında

1990 yılında charter uçuşlarla havacılık sektörüne giren Pegasus, 2005 yılı başında Esas Holding tarafından devralınmıştır. Türkiye'nin lider düşük maliyetli havayolu şirketi olan Pegasus'un merkez üssü İstanbul Sabiha Gökçen Havalimanı'dır. Mevcut durumda şirket 42 ülkede 109 uçuş noktasına (yurt içi: 39, yurt dışı: 70) hizmet vermektedir. Ağustos/2018 itibarıyla şirket, 49'u Boeing tipi, 34'ü Airbus tipi olmak üzere toplamda 83 adetlik uçak filosuna sahiptir.

Ortaklık Yapısı



SWOT Analiz

Güçlü Yönler

- Türkiye'nin lider düşük maliyetli havayolu şirketi
- 5,6 yıllık yaş ortalaması ile genç filo yapısı
- Yan gelirlerin toplam ciroda artan payı
- Etkin maliyet yönetimi
- Yakıt ve kur riskine yönelik korunma stratejisi

Zayıf Yönler

- Turizm sektöründeki gelişmelere yüksek hassasiyet
- Yüksek borçluluk
- Operasyonlarda yüksek dönersellik etkisi

Fırsatlar

- Turizm sektöründe iyileşmenin devam etmesi
- Kârlı yeni hat açılışları
- Petrol fiyatlarında kalıcı gerileme/istikrarlı fiyat hareketleri
- SAW'da kapasite genişletici aksiyonlar

Tehditler

- Makroekonomik koşullarında kötüleşme
- Politik ilişkilerde bozulma
- Güvenlik endişelerinde artış
- Petrol fiyatlarında sert yükseliş
- Rekabetin daha da artması

Neden AL önerisi veriyoruz?

Yoğun rekabet ortamında pazar payı kazanıyor...

- **Sektörün en hızlı büyüyen, segmentinde lider havayolu şirketi** - PGS, bayrak taşıyıcı havayolu şirketi olarak THY'nin avantajlı konuma sahip olduğu yurt içi pazarda 2008 yılında %14 olan pazar payını 2017 yılı itibarıyla ~%31'e kadar yükseltmiştir. Şirketin, düşük maliyetli iş modeli ile fiyat hassasiyeti yüksek gelir grubuna hitap eden uçuş imkânı sunma politikasının, pazar payı kazanımının en önemli destekleyicisi olduğunu düşünüyoruz. PGS'nin, düşük fiyatlı ve zamanında kalkış performansı yüksek hizmet sunma hedefi doğrultusunda aldığı aksiyonların desteğiyle, iç talepte öngördüğümüz büyüme potansiyelinden fayda sağlamaya ve pazar payı kazanımına devam edeceğini tahmin ediyoruz.
- **Etkin maliyet, kapasite ve nakit yönetimi** - PGS, 2016 yılından itibaren birim giderler (CASK), nakit (Cash) ve kapasiteyi (Capacity) kapsayan önemli parametrelerde "3C programı" olarak tanımladığı bir dizi aksiyon planı uygulamaya başlamıştır. Söz konusu aksiyonlar arasında öne çıkanlar i) organizasyonun yeniden gözden geçirilmesi, ii) pazarlama faaliyetlerinin dijital platformlara kaydırılması, iii) pek çok gider kaleminde TL'ye geçiş ve iv) tek tip filoya dönüşüm stratejisi olmuştur. Bu uygulamaların desteğiyle Şirketin € bazında yakıt hariç birim giderlerinde 2017 yılında ve bu yılın ilk yarısında yıllık bazda sırasıyla %9,3 ve %12,5 oranlarında kayda değer düşüş yaşanmıştır. Önümüzdeki dönemde "3C programı" kapsamında önlemlerin devam ederek, operasyonel kârlılığı destekleyici etkisini sürdüreceğini tahmin ediyoruz.
- **Yan gelirlerdeki artışın, operasyonel kârlılığa desteği sürecek** - Düşük fiyat sunma politikası nedeniyle PGS, birim gelirlerden ziyade kâr marjı yüksek yan gelirleri artırmayı hedeflemektedir. Bagaj, havalimanı check-in, koltuk seçimi ve uçak içi ikram satışları, Şirketin en önemli yan gelir kalemleri arasında yer almaktadır. Yan gelirlerin toplam gelirler içindeki payı 2012 yılındaki %12 seviyesinden 2017 yılında ~%22'ye kadar yükselmiştir (6A18: %26,6). Şirket, teknolojiyi de kullanarak yeni yan ürünler geliştirmekte olup (otel+uçuş hizmeti, indirim kulübü üyeliği, uçak içi eğlence hizmeti gibi), söz konusu ürünlerin de desteğiyle yan gelirlerin toplam gelirler içindeki payının artmaya devam ederek 2020 yılı itibarıyla ~%30'a yükselmesini ve operasyonel kârlılığı desteklemesini bekliyoruz.
- **Tek tip uçaklı filoya dönüşüm, operasyonel verimliliği artıracak** - PGS, Ağustos/2018 itibarıyla 49'u Boeing ve 34'ü Airbus olmak üzere toplamda 83 uçaklı bir filoya sahiptir. İki tip uçaktan oluşan filo, yarattığı pilot, teknisyen ve teknik bakım maliyetinin yanı sıra, uçak arızalanmalarında koltuk kapasitelerindeki farklılıklardan dolayı değişim esnekliğini sınırlamaktadır. Söz konusu kısıtlar nedeniyle Şirket, tek tip uçak ekonomisinden yararlanmak amacıyla önümüzdeki dönemde filosunu tamamen Airbus'a dönüştürmeyi hedeflemektedir. Tek tip uçak filosuna dönüşümün operasyonel verimliliği artırmasını beklerken, en önemli katkının ise 2019 yılından itibaren filoya dâhil olmaya başlayacak A321neo tipi uçaklarla sağlanacağını düşünüyoruz. A321neo tipi uçak, yakıt kullanımında %15-%18 arasında tasarruf sağlarken, filodaki diğer uçak tiplerine göre sahip olduğu daha yüksek koltuk kapasitesi ile de avantaj sağlamaktadır (A321neo uçaklar 239 koltuk kapasitesine sahip iken, A320-200 ve A321neo uçaklar 180, B737-800 uçaklar 189 koltuk kapasitesine sahiptir).

- SAW'daki kapasite sorunun çözümü, operasyonel performansı destekleyecek - PGS'nin merkez üssü olarak kullandığı Sabiha Gökçen Havalimanı'nda (SAW), mevcut durumda tek pistli yapı nedeniyle kapasite sıkıntısı yaşanmaktadır. SAW'da 2. pistin 2019 yılı ortalarında tamamlanarak 1.pistin bakıma alınması ve her iki pistin 2020 yılının ortalarında aktif olarak devreye alınması beklenmektedir. Kısa vadede olmasa da öngörüldüğü şekilde 2020 yılı itibariyle SAW'ın iki pistli yapıya kavuşmasının, kapasite kaynaklı sorunları azalarak PGS'nin zamanında kalkış (on-time) performansı başta olmak üzere operasyonel göstergelerine olumlu yansıyacağını tahmin ediyoruz.

PGS için AL önerimizdeki temel riskler nelerdir?

- **Yurt içi talepte zayıflama** - PGS'nin yolcu gelirleri açısından iç talebe bağımlılığı THY'ye görece yüksektir. 6A18 sonu itibarıyla iç hat tarifeli gelirlerin net satış gelirleri içerisindeki payı THY'de %11 iken, PGS'de %25,4 seviyesindedir. Bu nedenle, yurt içi talepte yaşanacak olası bir zayıflama, tavsiyemize yönelik risk oluşturabilir.
- **Petrol fiyatlarında sert yükselişler** - PGS'nin, en önemli gider kalemi yakıt olup, (6A18'de toplam operasyonel giderlerinin -%35'ini oluşturmaktadır), operasyonel kârlılığın petrol fiyatlarına hassasiyeti yüksektir. Şirket, fiyattan bağımsız olmak üzere zorunlu olarak 12 aylık tüketiminin %50'sini katmanlı bir şekilde opsiyon ve swap araçları kullanarak hedge ederken, ek olarak %10 oranında ilave hedging yapabilmektedir. Ancak Şirket, iş modelinin gerektirdiği düşük fiyatlı hizmet sunma politikası ve yoğun rekabet nedeniyle hedge edilmeyen yakıt maliyetinde yaşanan artışları aynı doğrultuda ve eş zamanlı olarak bilet fiyatlarına yansıtamamaktadır. Bu nedenle, petrol fiyatlarında yaşanacak sert yükselişler, Şirketin operasyonel kârlılığı üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturarak tavsiyemize yönelik risk oluşturabilir.
- **Kur hareketleri** - 6A18 sonu itibarıyla PGS'nin gelirlerinin %38'i TL, %30'u \$ ve %29'u € cinsinden olup, giderlerinin ise %56 ile ağırlıklı kısmı \$, %22'si € ve %20'si TL cinsindendir. Bu nedenle, TL ve €'nın \$ karşısında değer kaybetmesi, operasyonel kârlılığını olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Şirket kur riskini aktif olarak yönetmeye çalışsa da yönetilemeyen \$ bazlı giderlerde yaşanacak artışlar, tavsiyemize yönelik risk oluşturabilir. Ayrıca, Şirketin 2Ç18 sonu itibarıyla finansal borçlarından kaynaklanan \$ cinsi açık (80,6 mn \$) ve alacaklarından kaynaklanan TL cinsi uzun pozisyonu (363,4 mn TL) bulunmaktadır. Buna göre, €/ \$'de yükseliş/düşüş ve €/TL'de düşüş/yükseliş, net kârını olumlu/olumsuz yönde etkileyerek hisse fiyatında dalgalanmalara yol açabilir ve tavsiyemize yönelik risk oluşturabilir.
- **SAW'daki kapasite sorununun devam etmesi** - Sabiha Gökçen Havalimanı'ndaki kapasite sorunu nedeniyle başta zamanında kalkış performansı olmak üzere PGS'nin operasyonel performansı olumsuz etkilenmektedir. SAW'da 2.pistin devreye alınmasında yaşanacak gecikmeler, Şirket operasyonlarını olumsuz yönde etkilemeye devam ederek tavsiyemiz üzerinde risk oluşturabilir.

Değerleme ve öneri

- Havayolu taşımacılığı sektörü, politik gelişmeler, güvenlik algısı, petrol fiyatları ve döviz kurlarındaki gelişmelere olan yüksek hassasiyeti nedeniyle, öngörülebilirliğin düşük olduğu bir sektördür. Bu nedenle, PGS'nin hedef fiyatını hesaplarken İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yönteminin sağlıklı sonuçlar doğurmayacağını düşünerek, hedef çarpan modelini kullanmayı tercih ettik.
- Hedef değer hesaplarken, PGS için 2019 yılına ilişkin FAVKÖK tahminimize büyüme ve kârlılık öngörülerimizi dikkate alarak 5x hedef FD/FAVKÖK uyguladık. Bu doğrultuda, PGS için 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başı 41,1 TL olarak belirliyor, mevcut fiyata göre sunduğu ~%53 oranındaki getiri potansiyelini de göz önünde bulundurarak uzun vadeli önerimizi "AL", kısa vadeli önerimizi "Endeksin Üzerinde Getiri" olarak başlatıyoruz.

Pegasus Hedef Çarpan Değerlemesi (mn TL)

Hedef FD/FAVKÖK (x)	5,00
FAVKÖK (2019T)	2.265
Hedef FD	11.324
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	20,9%
FD - 30 Haziran 2018	8.517
Net borç (2Ç18)*	5.174
Özsermaye değeri - 30 Haziran 2018	3.315
12A Hedef Özsermaye Değeri	4.203
Ödenmiş sermaye	102
12A Hedef Fiyat (TL)	41,1
Mevcut hisse fiyatı (TL)	26,8
Yükseliş potansiyeli	53%

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

*Operasyonel kira borcu ile düzeltilmiş

■ Değerlememize ilişkin başlıca riskler ve potansiyeller şöyledir;

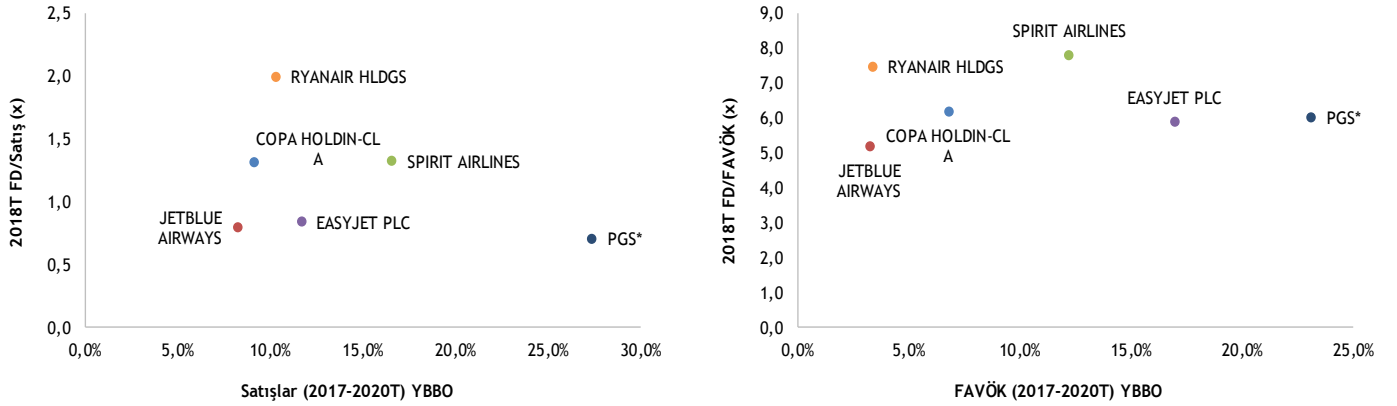
- Yolcu trafiğinde beklentimizin altında/üzerinde yaşanacak gerçekleştirmeler.
- Kâr marjı yüksek yan gelirlerin beklentimizin altında/üzerinde gerçekleşmesi.
- Petrol fiyatlarında yaşanan sert yükselişler/düşüşler nedeniyle birim yakıt giderlerinin beklentimizin üzerinde/altında gerçekleşmesi.
- Şirketin operasyonel tarafta \$ cinsi açık pozisyona sahip olması nedeniyle, \$'ın € ve TL'ye karşı değer kazanması/kaybetmesi.
- Yatırım harcamaları ve net borç pozisyonunun beklentimizin üzerinde/altında gerçekleşmesi.

24 Eylül 2018 Pazartesi

Benzer Şirketler Çarpan Analizi

- PGS hisseleri, 2018 ve 2019 yıllarına ilişkin tahminlerimize göre 6x ve 4,8x FD/FAVÖK çarpanları ile uluslararası havayolu şirketlerine kıyasla sırasıyla %3,5 ve %12,3; 6,5x ve 7x F/K ile de %46 ve %38,2 oranlarında iskontolu işlem görmektedir. Ayrıca, iş modeli itibarıyla benzerlik gösterdiği uluslararası şirketlere göre ise 2018 ve 2019 yıllarına ilişkin tahminlerimiz itibarıyla FD/FAVÖK bazında %2,4 ve %11; F/K bazında ise %47,3 ve %38,2 oranlarında iskontolu işlem görmektedir. Şirketin iç ve dış hat pazar payı kazanımının devam edeceği ve gelecek dönemde sunduğu büyüme potansiyelini göz önünde bulundurarak, iskontolu çarpanların orta-uzun vadeli yatırım için cazip olduğunu düşünüyoruz.

Grafik 43-44: Benzer Şirketler Karşılaştırması



Kaynak: Bloomberg (21.09.2018 itibarıyla)

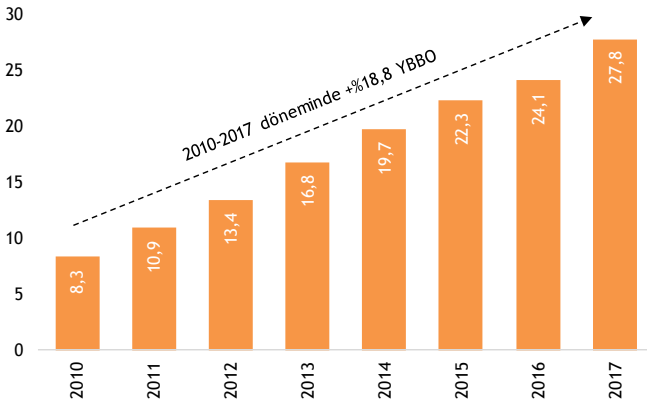
*Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji tahmini

PGS ve Sektördeki Konumu

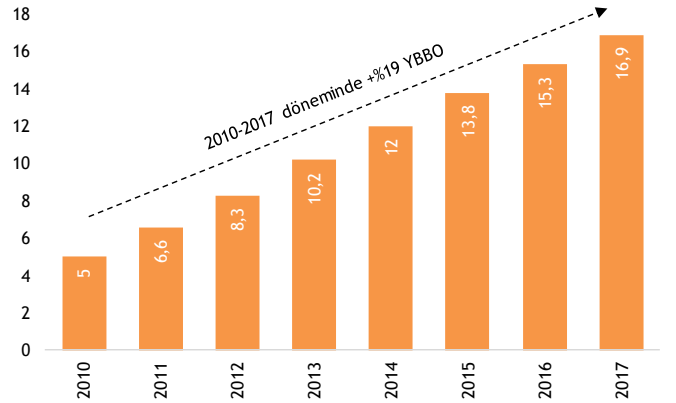
Devam eden pazar payı kazanımı...

- **Türk havacılık sektöründe fark yaratan iş modeli** - 1990 yılında charter uçuşlarla havacılık sektörüne giriş yapan PGS, 2005 yılı başında Esas Holding tarafından devralınmıştır. Ortaklık yapısındaki söz konusu değişiklik ile Şirketin iş modeli, düşük maliyetli ağ taşıyıcısı olarak değişmiştir.
- PGS, düşük fiyatlı ve zamanında kalkış performansı yüksek hizmet sunumuna odaklı stratejisi ile pazarın üzerinde büyüme performansı sergileyerek Türk havacılık sektöründeki konumunu güçlendirmeye devam etmektedir. Türkiye’de toplam yolcu sayısı 2012-2017 döneminde yıllık ortalama %8,2 artarken (iç hatta +%11,1 YBBO, dış hatta +%4,9 YBBO), söz konusu dönemde PGS’nin toplam yolcu trafiği ise yıllık ortalama %15,4 ile daha güçlü bir büyüme performansı sergilemiştir (iç hatta +%15,3, dış hatta +%14,6). Bu durum, Şirketin gerek iç hat gerekse de dış hat pazar payında artışı beraberinde getirmiştir. Buna göre PGS’nin iç hatta sahip olduğu pazar payı 2012 yılındaki %26 seviyesinden 2017 yılında -%31’e yükselirken, dış hat pazar payı %8’den %12,4’e yükselmiştir. Söz konusu yükselişte düşük bazın yarattığı etkiyi göz ardı etmemekle birlikte, bayrak taşıyıcı havayolu şirketi olarak THY’nin önemli bir rekabet avantajına sahip olduğu pazarda PGS’nin kaydettiği söz konusu gelişimi dikkate değer görüyoruz.
- **42 ülkede 109 noktaya uçuş imkânı** - PGS, merkez üssü olan Sabiha Gökçen Havalimanı’ndan (SAW) ağırlıklı olmak üzere yurt içi ve yurt dışına kısa ve orta mesafeli, noktadan-noktaya (point-to-point) ve transit yüksek sıklıkta uçuşlar gerçekleştirmeye odaklanmaktadır. Ayrıca Şirket, SAW’a ek olarak Adana, Ankara, Antalya ve İzmir’deki havalimanlarından da tarifeli seferler gerçekleştirmektedir. PGS, 2012 yılında 27 ülke ve 60 noktayı (23’ü yurt içi, 37’si yurt dışı) kapsayan uçuş ağını, 2Ç18 sonu itibarıyla 42 ülke ve 109 noktaya (39’u yurt içi, 70’i yurt dışı olmak üzere) genişletmiştir.

Grafik 45: Toplam Yolcu Sayısı (mn)



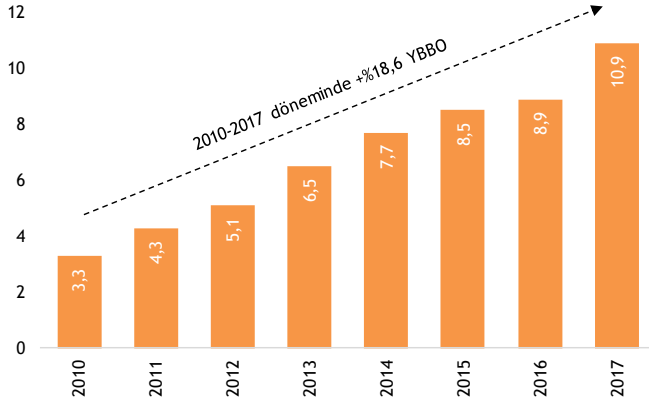
Grafik 46: İç Hat Yolcu Sayısı (mn)



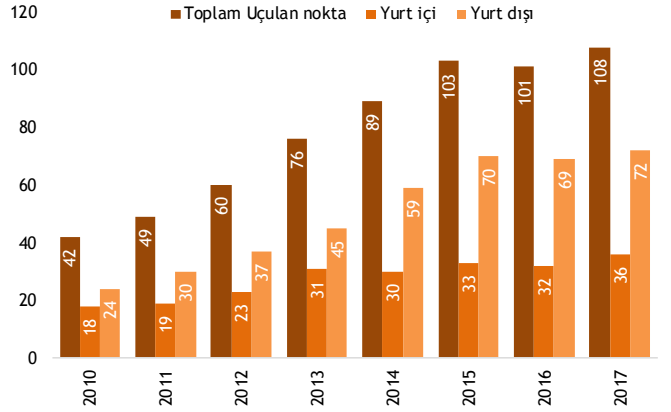
Kaynak: PGS, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

24 Eylül 2018 Pazartesi

Grafik 47: Dış Hat Yolcu Sayısı (mn)

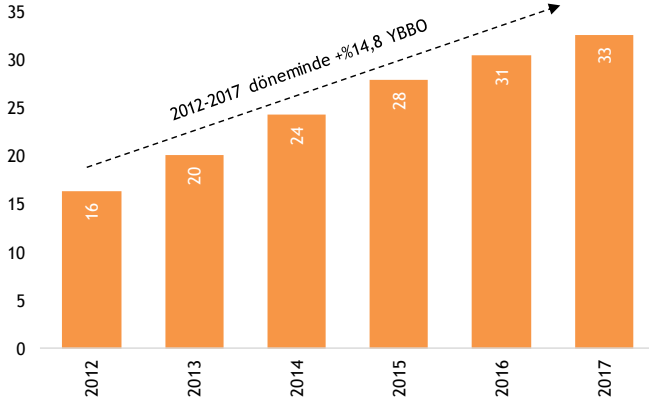


Grafik 48: Uçuş Ağı

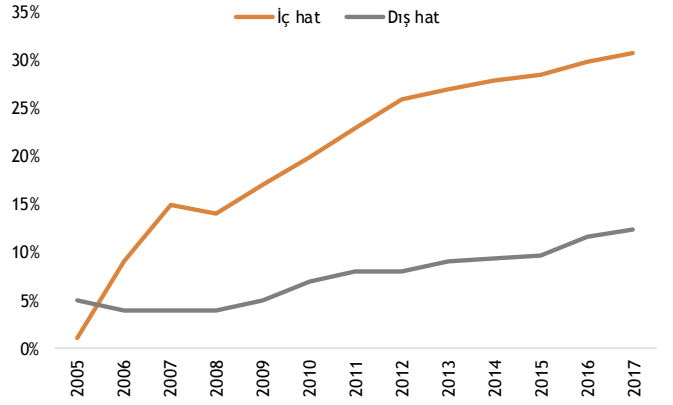


Kaynak: PGS, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Grafik 49: Arzedilen Koltuk Km (mlr)



Grafik 50: Pazar Payı Gelişimi



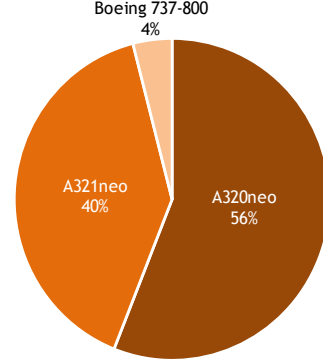
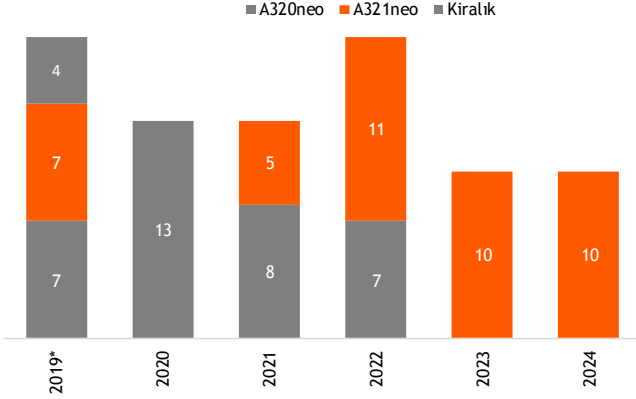
Kaynak: PGS, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

- **Genç filo yapısı** - 2012 sonu itibarıyla 40 uçaklı bir filoya sahip olan PGS, Ağustos 2018 itibarıyla 83 uçaklı ve 5,6 yıllık yaş ortalaması ile Türkiye'nin en genç filosuna sahip havayolu şirketidir. PGS'nin filosundaki uçakların 4'ü kendisine ait olup, 38'i finansal kiralama, 41'i operasyonel kiralama yoluyla alınmıştır. Şirket yönetimi, gerek maliyet unsurları gerekse de piyasa dinamikleri nedeniyle uçak alımlarında finansal ve operasyonel kiralamayı dengede tutmayı hedeflemektedir.
- PGS, mevcut durumda ağırlığı Boeing tipi uçaklardan oluşan filosunu, önümüzdeki dönemde tamamen Airbus'a dönüştürmeyi ve söz konusu dönüşümü 2024 sonu itibarıyla tamamlamayı hedeflemektedir. Bu doğrultuda Şirketin Ağustos/2018 itibarıyla, 2019-2024 dönemini kapsayan 78 adetlik uçak siparişi bulunmakta olup, ayrıca gelecek yıl 4 adet Airbus A320 neo uçak kiralamayı planlamaktadır.

24 Eylül 2018 Pazartesi

Grafik 51: Uçak Siparişleri (13.08.2018 itibariyle)

Grafik 52: Filo Dağılımı (2024 itibariyle planlanan)



Kaynak: PGS, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji
 *4 adet AirbusA320neo uçağın kiralanması planlanıyor

Uçak Tipi			2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Boeing	B737-800	Finansal Kiralama	24	14	16	16	16	16	15
		Operasyonel Kiralama	33	31	27	19	13	9	6
		Sahip Olunan	3	3	3	3	3	3	3
	B737-400	Finansal Kiralama	0	0	0	0	0	0	0
		Operasyonel Kiralama	0	0	0	0	0	0	0
		Sahip Olunan	1	1	1	1	1	1	1
Airbus	A320-200 CEO	Finansal Kiralama	0	0	0	0	0	0	0
		Operasyonel Kiralama	12	12	12	12	12	8	6
		Sahip Olunan	0	0	0	0	0	0	0
	A320-200 NEO	Finansal Kiralama	9	15	22	23	26	26	26
		Operasyonel Kiralama	0	0	0	10	20	28	35
		Sahip Olunan	0	0	0	0	0	0	0
	A321-200 NEO	Finansal Kiralama	0	0	0	6	6	11	17
		Operasyonel Kiralama	0	0	0	1	1	1	6
		Sahip Olunan	0	0	0	0	0	0	0

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Sahip Olunan	4	4	4	4	4	4	4
Finansal Kiralama	33	29	38	45	48	53	58
Operasyonel Kiralama	45	43	39	42	46	46	53
Toplam	82	76	81	91	98	103	115

Kaynak: PGS, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

- **Bağlı ortaklıklar, iştirakler ve iş ortaklıkları** - PGS, sermayesinde %99 oranında paya sahip olduğu Türkiye’de havayolu taşımacılığı alanında faaliyet gösteren “İzair” ünvanlı bağlı ortaklığı ile tüm aktif ve pasifi ile birlikte "devir alan" sıfatıyla kolaylaştırılmış usulde birleşme kararı almış olup, hali hazırda süreç devam etmektedir. Ayrıca Şirketin, Kırgızistan’da havayolu taşımacılığı alanında faaliyet gösteren %49 oranında paya sahibi olduğu “Air Manas” ünvanlı bağlı ortaklığı bulunmaktadır. PGS, %49 pay ile “Air Manas” operasyonlarını yönetme hakkına sahip olup, bu doğrultuda bağlı ortaklık olarak tam konsolidasyona tabi tutmaktadır.

24 Eylül 2018 Pazartesi

Tablo 6: Bağlı Ortaklıklar*

Şirket Unvanı	Ana Faaliyet Konusu	Sermayedeki Pay Oranı	Şirketin ve Faaliyetin Yeri
İzair	Havayolu Taşımacılığı	99%	Türkiye
Air Manas	Havayolu Taşımacılığı	49%	Kırgızistan
Pegasus Havacılık Teknolojileri ve Ticaret A.Ş.	Simülatör Teknik Destek ve Bakım	100%	Türkiye

Kaynak: PGS, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji
*2Ç18 sonu itibarıyla

Tablo 7: İştirak ve İş Ortaklıkları*

Şirket Unvanı	Ana Faaliyet Konusu	Sermayedeki Pay Oranı	Şirketin ve Faaliyetin Yeri
PUEM	Simülatörle Eğitim	49%	Türkiye
Hitit Bilgisayar	Bilişim Sistemleri Çözümleri	50%	Türkiye

Kaynak: PGS, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji
*2Ç18 sonu itibarıyla

Finansal Tablo Analizi

PGS'nin fonksiyonel para birimi € olup, finansal tabloların analizini € bazlı rakamlar üzerinden yaptığımız raporumuzda bilgi amaçlı olarak TL bazlı rakamlara ayrıca yer vermekteyiz.

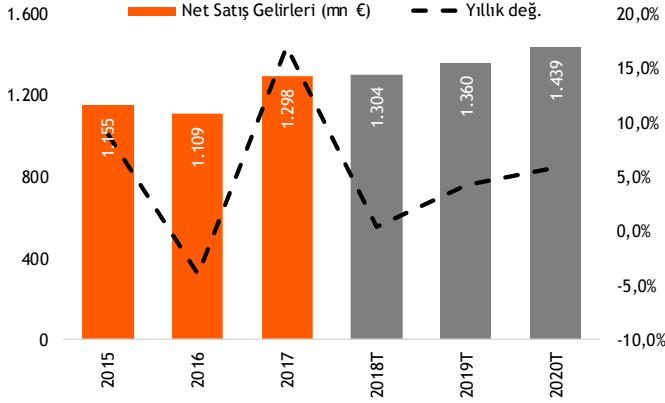
Gelirler

- 2016 yılındaki olumsuz talep koşulları nedeniyle net satış gelirlerinde %4 oranında daralma (TL bazında +%6,3) kaydeden PGS, 2017 yılında iyileşen talep ortamının desteğiyle %17 oranında büyüme kaydetmiştir (TL bazında +%44,3). 2018 yılının ilk yarısında da gerek iç hat gerekse de dış hat yolcu sayısındaki artışla birlikte iyileşen doluluk oranları ve yan gelirlerin payında devam eden yükselişin desteğiyle Şirketin net satış gelirleri 6A18'de yıllık bazda %8,2 artarak 581 mn €'ya yükselmiştir.
- İç ve dış hat doluluk oranlarında devam eden olumlu seyrin ve yan gelirlerin artan katkısı ile 3Ç18'de devam etmesini beklediğimiz olumlu ciro performansının, son çeyrekte normalleşeceğini düşünüyoruz. Bu doğrultuda, 2018 yılında net satış gelirlerinin geçen yıla göre yatay kalarak 1,3 mlr € (TL bazında +%52) seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. 2019 yılında ise, yolcu sayısındaki büyümenin (y/y +%12) ve yan gelirlerdeki artışın (€ bazında y/y +%13) desteği ile net satış gelirlerinin yıllık bazda %4,3 artarak 1,36 mlr €'ya (TL bazında +%22,2) yükseleceğini öngörüyoruz.

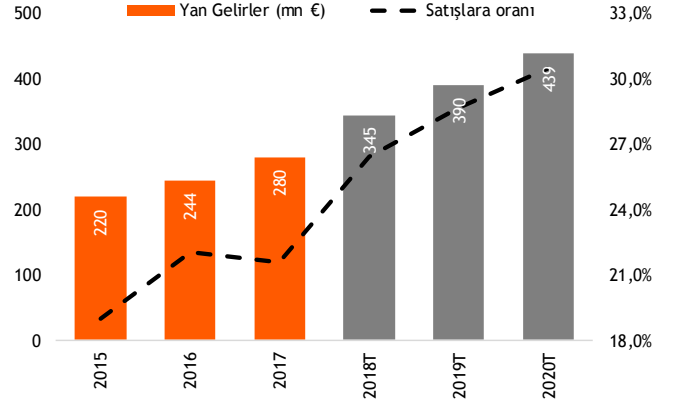
PGS - Özet Operasyonel Göstergeler	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Uçak Sayısı (Dönem Sonu)	67	82	76	81	91	98
Yolcu Sayısı (mn)	22	24	28	31	35	39
Yıllık değ.	13,2%	8,1%	15,2%	12,0%	12,0%	11,6%
Yurt içi	14	15	17	19	21	23
Yurt dışı	9	9	10	12	13	15
Charter	-	0	0	1	1	1
Koltuk Sayısı (mn)	28	31	33	36	41	45
Yurt içi	17	18	19	22	24	27
Yurt dışı	11	12	13	14	16	18
Charter	-	0	1	1	1	1
Doluluk Oranı (%)	79,0%	78,5%	84,4%	85,5%	85,9%	86,4%
Yurt içi	81,9%	82,9%	87,1%	87,3%	87,3%	87,3%
Yurt dışı	74,8%	71,5%	80,2%	82,0%	82,4%	82,8%
Birim Gelirler (€cent)	4,1	3,6	4,0	3,8	3,8	3,7
Birim Giderler (€cent)	3,9	3,8	3,7	3,6	3,5	3,5
Yakıt (€cent)	1,3	1,0	1,1	1,3	1,3	1,2
Yakıt Hariç (€cent)	2,6	2,8	2,5	2,3	2,3	2,2

Kaynak: PGS, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Grafik 53: Net Satış Gelirleri (mn €)



Grafik 54: Yan Gelirler (mn €)

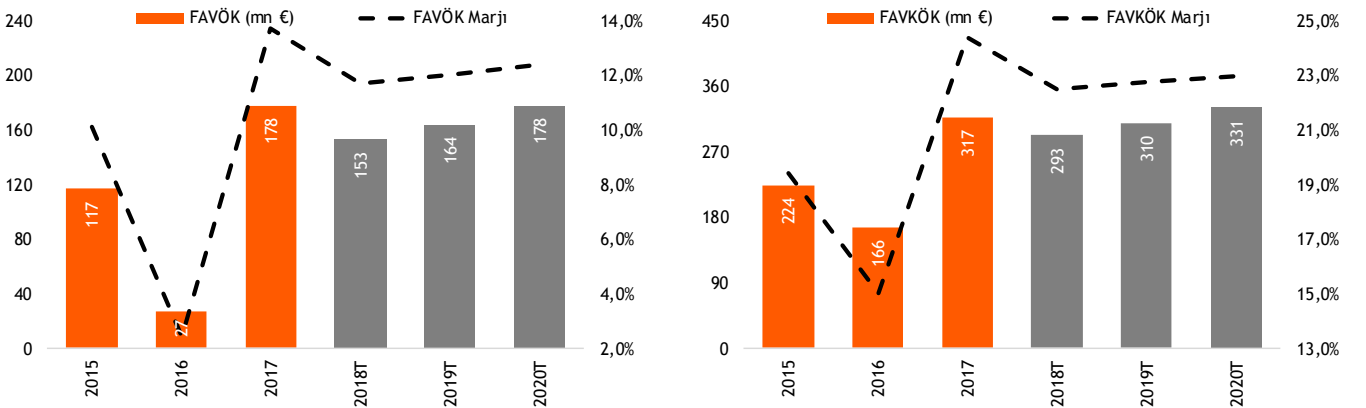


Kaynak: PGS, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Operasyonel Kârlılık

- PGS'nin, 6A18'de artan talebin de desteğiyle iyileşen dış hat birim gelirleri ve kâr marjı yüksek yan gelirlerin payında yaşanan artış, operasyonel kârlılığını desteklemiştir. Gider tarafında ise, birim yakıt giderlerindeki artışın (€ bazında y/y +%11) yarattığı olumsuz etki, Şirket yönetiminin 3C programı kapsamında aldığı önlemler sonucu yakıt dışı birim giderlerde devam eden iyileşmenin desteğiyle (€ bazında y/y -%12,5) telafi edilmiştir. Böylece Şirketin 6A18'de FAVKÖK'ü yıllık bazda %22 artarak 83 mn €'ya, FAVKÖK marjı da yıllık bazda 1,6 puan artarak %14,2'ye yükselmiştir. Geçen yılın ikinci yarısındaki güçlü büyümenin yarattığı yüksek baz etkisi nedeniyle 2018 yılının tamamında FAVKÖK'ün yıllık bazda %7,6 düşüşle 293 mn € (TL bazında +%39,8), FAVKÖK marjının da yıllık bazda 1,9 puan düşüşle %22,5 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. 2019 beklentimiz ise FAVKÖK'te yaklaşık %5,7 artış (TL bazında +%24) olup, marjın %22,8'e yükseleceği yönündedir.

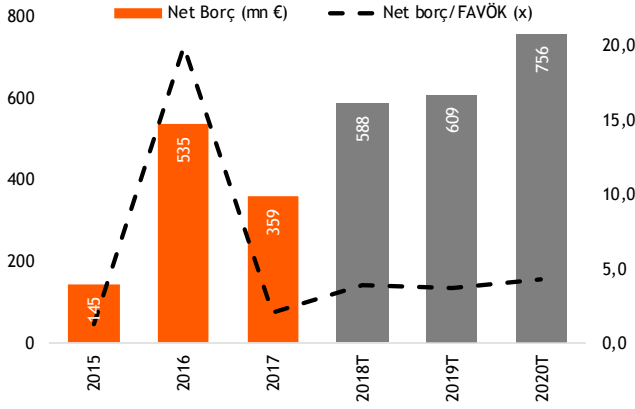
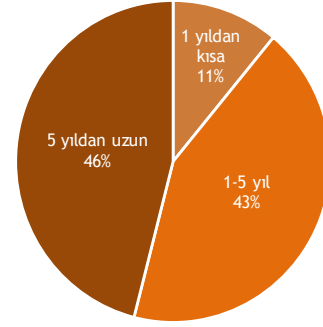
Grafik 55-56: Operasyonel Kârlılık



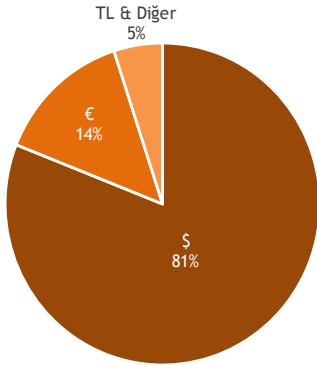
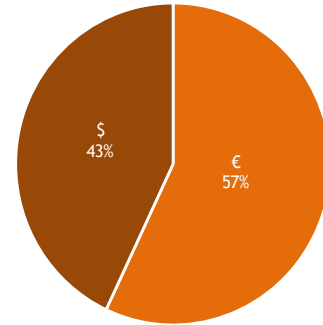
Kaynak: PGS, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Borçluluk

- Şirketin 2017 sonu itibariyle 359 mn € olan net borç pozisyonu, yeni uçak alımlarının da etkisiyle 2Ç18 sonu itibariyle 566 mn €'ya yükselmiştir. 2Ç18 sonu itibariyle Şirketin -%89 ile ağırlığı uzun vadeli olan toplam 863 mn € finansal kiralama borcu bulunmakta olup, diğer borçlarla birlikte toplam finansal borcu 958 mn € seviyesindedir.
- Şirketin önümüzdeki dönemde devam edecek yeni uçak alımları nedeniyle net borç pozisyonunda artış eğiliminin devam edeceğini tahmin ediyoruz. Bu doğrultuda, 2018 ve 2019 yıllarını sırasıyla 588 mn € (4,2 mlr TL) ve 609 mn € (4,6 mlr TL) net borç pozisyonu ile tamamlamasını bekliyoruz.

Grafik 57: Net Borç (mn €)

Grafik 58: Finansal Kiralama Borçları (6A18)


Kaynak: PGS, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Grafik 59: Nakit Yapısı (6A18)

Grafik 60: Finansal Borç Yapısı (6A18)


Kaynak: PGS, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Öneri Metodolojisi

Hisse Senedi Öneri Metodolojisi

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Vakıf Yatırım") araştırma raporlarında izleme listesinde yer alan şirketler için "Gelecek 12 aya yönelik" ve "Kısa Vadeli Öneri" olmak üzere ikili bir öneri sistemi uygulamaktadır.

1. **Gelecek 12 aya yönelik öneri:** Şirket ile ilgili yapılan detay analiz ve değerlendirme çalışması sonrası ulaşılan getiri potansiyeli dikkate alınarak ve hissenin 12 aya kadar elde tutulması durumunda sağlaması beklenen getiri oranları çerçevesinde verilmektedir.

Burada AL, TUT, SAT olmak üzere üç temel öneri veriyoruz.

Bu önerilerin hangi yüzdesel yükseliş beklentileri doğrultusunda verileceği konusunda ise dinamik bir modelleme öngörüyoruz. Buna göre;

- **TUT (T)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" kadar (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) yükseliş veya düşüş potansiyeli içermesi.
- **AL (A)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" den fazla (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) yükseliş potansiyeli içermesi
- **SAT (S)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" den fazla (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) düşüş potansiyeli içermesi.

Yukarıdaki tabloda belirlenen sınırlar, piyasanın doğası gereği geçici sürelerle ihlal edilebilir. Örneğin değerlemelerde dikkate alınmayan olumlu bir gelişmenin fiyatlanmasıyla AL önerimiz olan hisse senedi, hedef değerinin üstüne çıkabilir veya tersi bir durum söz konusu olabilir. Bu tür ihlallerin 3 aydan fazla sürmesi durumunda hedef değer ve öneri güncellemesi yayınlanması gereklidir.

Gelecek 12 aya yönelik öneri değişikliği şirket değerlemesini etkileyecek her türlü gelişme ve piyasa fiyatındaki hareketler dikkate alınarak ve şirket ile ilgili bir güncelleme raporu yayınlanarak yapılır.

Eğer değerlendirme değişimine sebep olan etken şirkete özel bir gerekçe ile değil, değerlendirme parametrelerinin (kur, faiz, büyüme, iskonto oranları vs) değişimi sonucu oluyorsa hedef değer güncellemesi tek tek şirketler için rapor yazılmaksızın topluca ve herhangi bir zamanlama kısıtlaması olmaksızın yapılabilir.

2. **Kısa Vadeli Öneri:** Hisse senedinin çeşitli gerekçelerle kısa vade için (3 ay) gelecek 12 aya yönelik öneri paralelinde hareket edeceği veya ayrıacağı düşünülmüyorsa bu görüşümüzü kısa vadeli öneriler vurgulanacaktır. Bu öneri sistemimiz ise aşağıdaki gibi üç şekildedir.
- **Endekse Paralel Getiri (EPG)** : Kısa vadede endekse veya sektör endeksine paralel getiri beklentisi
 - **Endeksin Üzerinde Getiri (EÜG):** Kısa vadede endeksin veya sektör endeksinin üzerinde getiri beklentisi
 - **Endeksin Altında Getiri (EAG)** : Kısa vadede endeksin veya sektör endeksinin altında getiri beklentisi

Endeksin üzerinde ve altında getiri için herhangi bir rölatif getiri sınırı bulunmamaktadır.

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan çalışmalarda ilgili hisse ile ilgili kullanılabilecek diğer tanımlamalar ve kısaltmalar;

- **Kapsam Dışı (KD)** - Herhangi bir hedef değer ve önerimiz olmayan hisse senetlerini ifade eder.
- **Öneri Yok (OY)** - Herhangi bir hedef değer ve önerimiz olmayan ancak izleme listemizde olan hisse senetlerini ifade eder.
- **Revize Ediliyor (RE)** - Öneri Listemizde olan ancak çeşitli gerekçelerle öneri ve hedef değerimizi güncelleme gereği duyulan şirketlerin bu geçiş periyodunda olduğunu ifade etmek için kullanılır.

Sektör Öneri Metodolojisi

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan sektör raporlarında;

- **OLUMLU** - 12 aylık dönemde sektördeki koşullarının olumlu gelişmesi
- **OLUMSUZ** - 12 aylık dönemde sektördeki fiyatlamaya ve rekabet koşullarının olumsuz gelişmesi
- **NÖTR** - 12 aylık dönemde sektörde önemli bir değişiklik yaşanmaması

Piyasa Öneri Metodolojisi

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan piyasaya yönelik strateji raporlarında;

- **AĞIRLIĞI ARTIR** - 12 aylık dönemde Piyasaya yönelik olumlu beklentiler nedeniyle hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının artırılmasını ifade eder
- **AĞIRLIĞI AZALT** - 12 aylık dönemde Piyasaya yönelik olumsuz beklentiler nedeniyle hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının azaltılmasını ifade eder
- **NÖTR** - 12 aylık dönemde Mevcut durumu değiştirecek önemli bir beklentinin olmaması durumunu ifade eder.

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan önerilerin işaret ettiği endeks hedef değeri ile piyasa önerisi paralel olmalıdır. Buna göre örneğin endeks için AĞIRLIĞI ARTIR şeklinde bir öneri yapılmışken Vakıf Yatırım izleme listesindeki hisselerin işaret ettiği yükselme potansiyelinin bu öneriyi teyit etmesi gerekmektedir.

Ayrıca Vakıf Yatırım izleme listesindeki şirketlerin adet olarak ve/veya halka açık piyasa değeri ağırlıklı olarak öneri dağılımının piyasa önerisine paralel olması beklenirken, daha dengeli bir izleme listesi oluşturulması maksadıyla herhangi bir dönemde AL ve SAT önerilerinin toplam öneriler içindeki ağırlığının %20'den az olmaması hedeflenmektedir.

Yukarıdaki her iki durum için dönemsel ve geçici ihlaller olabileceği kabul edilmekle birlikte 3 ayı geçen uyumsuzluklarda öneri revizyonu yapılması gerekliliği bulunmaktadır.

Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Sezai ŞAKLAROĞLU

Genel Müdür Yardımcısı - Hisse Senedi Strateji, SGMK

Mehmet Emin ZÜMRÜT

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

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

Tuğba SAYGIN

TUGBA.SAYGIN@vakifyatirim.com.tr

Kıdemli Analist

Bankacılık, Sigortacılık, GYO

Nazlıcan ŞAHAN

NAZLICAN.SAHAN@vakifyatirim.com.tr

Analist

Makro Ekonomi, Strateji, SGMK

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