

Havacılık Sektörü

Pozitif gidişatın sürmesini bekliyoruz – Havacılık sektörü hisselerindeki olumlu hisse performansının devam etmesini beklemekteyiz. Trafik verilerindeki iyileşmenin kapasite kesintileri ve borçluluk oranlarında düşüşle birlikte gerçekleşiyor olması şirketlerin karlılığında çok önemli bir sıçramaya neden olacak ve bu da hisselerdeki olumlu trendin devam etmesini sağlayacaktır diye düşünüyoruz. Piyasa beklentilerinin şirketlerin karlılığı konusunda fazla muhafazakar kaldığını düşünmekteyiz.

Havacılık sektöründeki küresel talep 2017’de daha olumlu – Küresel havayolu yolcu talebi 2017’ye hızlı bir giriş yaptı. 2017 yılının ilk altı ayında Ücretli Yolcu Km (RPK) yüzde 7,9 oranında artış gösterdi, ki bu uzun dönem RPK büyüme oranı olan yüzde 5,5’in oldukça üzerinde ve son 12 yılda gerçekleşen en yüksek büyüme oranıdır. Küresel talebin güçlü olması havayolu şirketlerinin transfer yolcu trafiğini olumlu yönde etkileyecektir.

Türk Hava Yolları <AL> – Yolcu doluluk oranlarındaki iyileşme, başarılı maliyet azaltıcı adımlar, düşük petrol fiyatları ve avro’da gözlenen değer artışı THY’nin faaliyet karlılığını olumlu yönde etkilemektedir. Ayrıca yönetimin uzun yıllardır sürdürdüğü agresif büyüme odaklı stratejiden karlılık odaklı stratejiye geçişi de şirketin karlılığının iyileşmesine neden olacaktır. Yılbaşıdan beri güçlü bir hisse performansı göstermesine rağmen (yüzde 81 artış) THY için hala yükselme potansiyeli öngörmekteyiz. Borçluluk oranında yaşanacak iyileşme ve kapasite artışıdaki yavaşlama, trafik verilerindeki iyileşmenin hisse ve karlılık üzerine etkisini artıracaktır.

Pegasus <AL> – Başarılı bir şekilde uyguladığı düşük maliyetli havayolu iş modeli nedeniyle Pegasus, ülkede gözlenen güçlü talepten en fazla olumlu etkilenecek şirketlerden birisi olacaktır. Ayrıca son dönemde gerçekleştirilen uçak satışları da nakit akışı konusunda oluşan endişeleri azaltmıştır. Pegasus’un trafik verilerindeki yükseliş ve finansallarında gözlenen iyileşme piyasa beklentilerini muhtemelen geçecektir diye düşünüyoruz. Şirket için hedef hisse değerimiz 30,8 liradır.

TAV Havalimanları <TUT> – Yolcu sayılarındaki artış, Suudi Arabistan’da kazanılan yeni işletme hakları, Medine’de hisse alımı ve olası yeni işletme hakları hisse üzerindeki olumlu trendin devam etmesini sağlayacaktır. Ayrıca şirket avro’daki değerlenmeden olumlu yönde etkilenmektedir. Ancak bütün bu olumlu gelişmelerin hisse fiyatına, ki son bir yılda yüzde 110 artış kaydetmiştir, yansıdığını düşünmekteyiz. Bu nedenle şirket için tavsiyemiz TUT’dur.

Hisse	THYAO	PGSUS	TAVHL
Tavsiye	AL	AL	TUT
Hedef fiyat	TL10.6	TL30.8	TL23.1
Hisse fiyatı (-aa-17)	TL9.07	TL25.04	TL21.76
Getiri potansiyeli	%17	%23	%6

Fiyat performansı	THYAO	PGSUS	TAVHL
TL			
1 Ay	%8	%31	%14
3 Ay	%48	%53	%48
YBB	%81	%77	%62

BIST 100’e göre performans			
1 Ay	-%1	%19	%4
3 Ay	%27	%31	%26
YBB	%29	%26	%16

Değerleme	THYAO	PGSUS	TAVHL
F/K			
2017T	18.6x	11.5x	10.1x
2018T	5.9x	12.5x	7.9x
FD/FAVOK			
2017T	7.8x	10.0x	5.8x
2018T	6.2x	10.8x	4.7x
Temettü verimi			
2017T	0.0%	0.0%	3.2%
2018T	0.0%	0.0%	5.0%

Erol Danis, Ph.D, CFA

+90 212 355 2675

erol.danis@tacirler.com.tr

Türk Havayolları

Yükselişe devam

Yolcu doluluk oranlarındaki iyileşme, başarılı maliyet azaltıcı adımlar, düşük seyreden petrol fiyatları ve avro'da gözlenen artış THY'nin faaliyet karlılığını olumlu yönde etkilemektedir. Ayrıca yönetimin uzun yıllar uyguladığı agresif büyüme odaklı stratejiden karlılık odaklı stratejiye dönüşü de şirketin karlılığını olumlu yönde etkileyecektir. Yılbaşından beri güçlü bir hisse performansı göstermesine rağmen (yüzde 81 artış) THY için hala yükselme potansiyeli öngörmekteyiz. Borçluluk oranında yaşanabilecek iyileşme ve kapasite artışındaki yavaşlama, trafik verilerindeki iyileşmenin hisse ve karlılık üzerine etkisini artıracaktır.

Yolcu sayısındaki artış karlı segmentlerden gelmektedir.

1Ç2017'de yolcu sayısında gözlenen yüzde 8'lik daralmanın ertesinde yolcu sayısında Nisan ayında %8, Mayıs ayında %5 ve Haziran ayında ise %13 oranında artış gösterdi. Daha da önemlisi, son aylarda gözlenen bu artış, daha karlı bir segment olan direk yolcu kategorisinden gelmektedir. Önümüzdeki aylarda gözlenecek iyi bir baz etkisinin de yardımıyla yolcu sayıları yüksek oranda artışa devam edecek ve bu da şirket üzerindeki yatırımcı güvenini de olumlu tutacaktır.

Yönetim'in odak noktası "büyüme"den "karlılığa" dönmüştür.

THY'de yeni yönetimin odak noktası büyümeden karlılığa ve maliyet azaltıcı adımlara geçmiştir. Son beş yılda koltuk kapasitesi yıllık yüzde 15 civarında büyümüşken 2017 yılında kapasite yüzde 1 düşüş gösterecek, 2018'de ise sadece yüzde 0,3 civarında büyüme kaydedecektir. Kapasite artışında yaşanacak yavaşlama, doluluk oranlarındaki artışla birleşince şirketin karlılığında çok önemli bir artışın yaşanmasına neden olacaktır diye düşünüyoruz.

Değerleme: THY Fiyat/Defter değeri açısından (0,6x) bakıldığında yurtdışı benzerlerine göre en ucuz havayolu olarak gözükmemekte. Yılbaşından itibaren hissede görülen yüzde 81'lik artışa rağmen, THY hisselerinde hala yükselme potansiyeli var gözüküyor. Trafik verilerindeki iyileşme devam ettiği sürece hissenin performansı da olumlu olarak devam edecektir. Şirket için tavsiyemizi AL ve hedef değerimiz de TL10,6 olarak başlatıyoruz.

Tavsiye

Hedef fiyat

Getiri potansiyeli

AL

TL10.6

17%

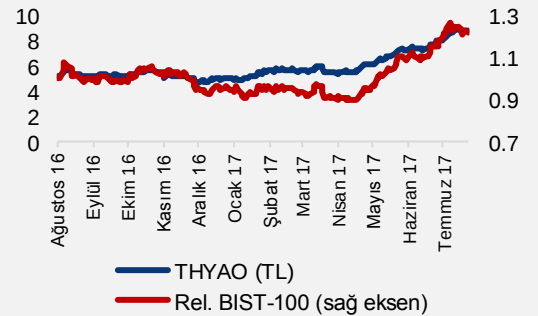
Hisse bilgileri

Hisse Kodu	THYAO TI
Hisse fiyatı (15-05-2017)	9.1
Hisse fiyat aralığı (52 haftalık)	4.6 / 9.0
Piyasa Değeri (TL mn - USD mn)	12,517 - 3,546
Hisse adedi (mn) & halka açıklık oranı	1380.0 - 50%
Ortalama işlem hacmi	1 Ay 3 Ay 12 Ay
USD mn	160.7 154.4 122.7

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	8%	48%	81%
USD	11%	49%	81%
BIST-100'e göre performans	-1%	27%	29%

Tahminler (TL mn)	2016	2017T	2018T
Net satışlar	29,468	37,399	43,820
FAVÖK	2,446	5,610	6,794
Net kâr	-47	672	2,137

Değerleme	2016	2017T	2018T
F/K	-266.3x	18.6x	5.9x
F/DD	0.7x	0.7x	0.6x
FD/FAVÖK	17.3x	7.8x	6.2x
FD/Net satışlar	1.4x	1.2x	1.0x
Temettü verimi	0.0%	0.0%	0.0%



Erol Danış, Ph.D, CFA

+90 212 355 2675

erol.danis@tacirler.com.tr

Tahminler – Türk Havayolları -TLmn

Bilanço	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Nakit ve benzerleri	2,617	5,159	6,419	9,766	12,611
Ticari alacaklar	1,052	1,334	1,693	1,984	2,257
Stoklar	628	763	912	1,049	1,175
Diğer dönen varlıklar	4,849	5,414	6,642	7,807	9,043
Dönen varlıklar	9,148	12,673	15,671	20,611	25,093
Finansal yatırımlar	718	1,034	1,189	1,367	1,573
Maddi duran varlıklar	33,191	47,422	49,891	50,521	56,506
Maddi olmayan duran varlıklar	294	303	333	367	403
Diğer duran varlıklar	4,287	3,642	3,643	3,681	3,755
Duran varlıklar	38,490	52,401	55,056	55,936	62,237
Toplam varlıklar	47,638	65,074	70,727	76,548	87,330
Kısa vadeli borçlanmalar	2,945	8,522	10,191	11,720	13,126
Ticari borçlar	1,949	2,169	2,594	2,983	3,341
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	6,354	5,141	6,554	7,817	9,108
Kısa vadeli yükümlülükler	11,248	15,832	19,338	22,520	25,574
Uzun vadeli borçlanmalar	19,294	27,526	28,871	29,055	33,480
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	3,006	3,817	3,947	4,264	4,704
Uzun vadeli yükümlülükler	22,300	31,343	32,817	33,319	38,184
Özkaynaklar	14,090	17,899	18,571	20,709	23,571
Ana ortaklığa ait	14,088	17,896	18,567	20,704	23,565
Kontrol gücü olmayan paylar	2	3	4	5	6
Toplam kaynaklar	47,638	65,074	70,727	76,548	87,330
Net borç	19,622	30,889	32,643	31,009	33,995
Net işletme sermayesi	-1,772	204	104	45	33
Net işletme sermayesi (operasyon)	-269	-72	12	50	92
Yatırılan sermaye	31,713	47,929	50,328	50,933	56,942
Oranlar					
Karlılık					
Özsermaye kârlılığı	25.8%	-0.3%	3.7%	10.9%	13.9%
Net kâr	10.4%	-0.2%	1.8%	4.9%	6.2%
Aktif devri	0.7x	0.5x	0.6x	0.6x	0.6x
Kaldıraç	3.4x	3.5x	3.7x	3.7x	3.7x
Aktif kârlılığı	7.5%	-0.1%	1.0%	2.9%	3.8%
Yatırılan sermaye kârlılığı	6.0%	-2.1%	2.2%	3.9%	5.3%
Kaldıraç					
Net borç/toplam varlıklar	47%	55%	55%	53%	53%
Net borç/özsermaye	1.39	1.73	1.76	1.50	1.44
Net borç/FAVÖK	4.40	12.63	5.82	4.56	4.19

Gelir tablosu	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Net satışlar	28,752	29,468	37,399	43,820	49,864
Brüt kâr	5,793	3,417	6,246	7,992	9,740
Faaliyet giderleri	3,869	4,441	4,891	5,534	6,197
Esas faaliyet kârı	1,924	-1,024	1,355	2,458	3,543
FAVÖK	4,458	2,446	5,610	6,794	8,116
FAVÖKK	5,809	3,934	7,290	8,472	10,037
Net diğer gelir	562	159	183	210	242
Net finansman geliri	1,425	867	-698	3	60
Vergi öncesi kâr	3,911	2	841	2,671	3,845
Vergi gideri	918	49	168	534	769
Net kâr	2,993	-47	672	2,137	3,076

Nakit akış tablosu	2015	2016	2017T	2018T	2019T
FAVÖK	4,458	2,446	5,610	6,794	8,116
Vergi gideri	385	-205	271	492	709
Yatırımlar	8,754	10,142	2,571	2,113	8,032
İşletme sermayesi değişir	221	1,976	-100	-59	-12
Serbest nakit akışı	-4,902	-9,467	2,868	4,249	-612

Büyüme ve marjlar	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Net satışlar	19.0%	2.5%	26.9%	17.2%	13.8%
FAVÖK	53.2%	-45.1%	129.4%	21.1%	19.5%
Net kâr	64.5%	a.d.	a.d.	217.8%	43.9%

Brüt marj	20.1%	11.6%	16.7%	18.2%	19.5%
Esas faaliyet kâr marjı	6.7%	-3.5%	3.6%	5.6%	7.1%
FAVÖK marjı	15.5%	8.3%	15.0%	15.5%	16.3%
Net marj	10.4%	-0.2%	1.8%	4.9%	6.2%
Serbest nakit akışı marjı	-17.0%	-32.1%	7.7%	9.7%	-1.2%

Hisse başına (TL)	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Net kâr	2.17	-0.03	0.49	1.55	2.23
Özsermaye	10.21	12.97	13.46	15.01	17.08
Temettü	0.00	0.00	0.00	0.00	0.15

Değerleme	2015	2016	2017T	2018T	2019T
F/K	4.2x	-266.3x	18.6x	5.9x	4.1x
F/DD	0.9x	0.7x	0.7x	0.6x	0.5x
FD/FAVOK	7.0x	17.3x	7.8x	6.2x	5.5x
FD/Net satışlar	1.1x	1.4x	1.2x	1.0x	0.9x
Temettü verimi	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%
Serbest nakit akışı verimi	-39.2%	-75.6%	22.9%	33.9%	-4.9%

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Pegasus

İyileşme beklentileri aşabilir

Başarılı bir şekilde uyguladığı düşük maliyetli havayolu iş modeli nedeniyle Pegasus, ülkede gözlenen güçlü talepten en fazla olumlu etkilenecek şirketlerden birisi olacaktır. Ayrıca son dönemde gerçekleştirilen uçak satışları da nakit akışı konusunda oluşan endişeleri azaltmıştır. Pegasus'un yolcu sayılarındaki yükseliş ve finansallarında gözlenen iyileşmenin piyasa beklentilerinin üzerinde gerçekleşeceğini düşünüyoruz. Şirket için hedef hisse değerimiz 30,8 liradır.

Yolcu doluluk oranlarındaki artış, maliyet azaltıcı önlemlerle birleşerek karlılıkta yüksek bir artışa neden olacaktır.

Pegasus'un yolcu sayılarında son aylarda artarak devam eden bir iyileşme gözlenmektedir. İlk iki aydaki yüzde 4'lük artış ertesinde Mart ayında yolcu sayısı yüzde 15, Nisan'da yüzde 19; Mayıs'ta yüzde 12 ve Haziran'da ise yüzde 20 artış kaydetmiştir.

Yılbaşından beri trafikte gözlenen rakamlar ve yılın ikinci yarısında ise baz etkisinin olumlu katkısıyla yolcu sayılarındaki büyümenin yüzde 11 olmasını bekliyoruz (yönetimin beklentisi yüzde 5-7 büyüme). Doluluk oranlarındaki yükselme, kapasite artışındaki yavaşlama ve maliyet azaltıcı önlemlerle 2017 yılında karlılığın yüksek bir artış yapmasını bekliyoruz. 2017 yılında FAVÖKK marjının %20 civarına çıkmasının olası olduğunu düşünüyoruz (2016'da %15; yönetimin 2017 beklentisi ise %15-16'dır).

Pegasus'un zamanında kalkış performansı son aylarda çok önemli ölçüde iyileşme göstermektedir. Düşük maliyetli havayolları için çok önemli bir performans olan zamanında kalkış performansı Pegasus'un müşteri memnuniyetini artıracaktır.

Kapasite optimizasyonu nakit akışı ile ilgili endişeleri hafifletti:

Pegasus Mart-Mayıs 2017 döneminde toplamda 13 uçağını 365 milyon dolar karşılığında sattığını duyurdu. Bu satışlar şirketin nakit akışı konusunda olabilecek yatırımcı endişelerini ortadan kaldıracak ve filonun yakıt tasarrufunu (filodan çıkarılan uçaklar nispeten eski uçaklardı) olumlu yönde etkileyecektir

Değerleme: Pegasus hisselerinde yılbaşından beri %77 civarında gözlenen artışa rağmen hisse için hala yükselme potansiyeli öngörmekteyiz. Şirket için öngördüğümüz kar rakamları piyasa beklentilerinin oldukça üzerindedir. Şirket için tavsiyemizi AL ve hedef hisse değerimizi de 30,8 lira olarak başlatıyoruz.

Tavsiye

Hedef fiyat

Getiri potansiyeli

AL

TL30.8

23%

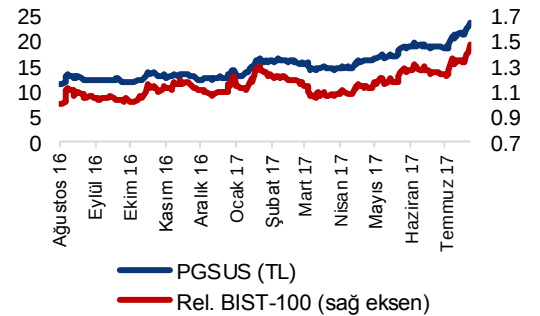
Hisse bilgileri

Hisse Kodu	PGSUS TI
Hisse fiyatı (15-05-2017)	25.0
Hisse fiyat aralığı (52 haftalık)	11.4 / 23.6
Piyasa Değeri (TL mn - USD mn)	2,561 - 726
Hisse adedi (mn) & halka açıklık oranı	102.3 - 35%
Ortalama işlem hacmi	1 Ay 3 Ay 12 Ay
USD mn	19.6 18.2 16.7

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	31%	53%	77%
USD	35%	54%	76%
BIST-100'e göre performans	19%	31%	26%

Tahminler (TL mn)	2016	2017T	2018T
Net satışlar	3,707	4,696	5,673
FAVÖK	89	458	583
Net kâr	-134	222	204

Değerleme	2016	2017T	2018T
F/K	-19.1x	11.5x	12.5x
F/DD	1.6x	1.4x	1.3x
FD/FAVOK	50.5x	10.0x	10.8x
FD/Net satışlar	1.2x	1.0x	1.1x
Temettü verimi	0.0%	0.0%	0.0%



Erol Danış, Ph.D, CFA

+90 212 355 2675

erol.danis@tacirler.com.tr

Tahminler – Pegasus -TLmn

Bilanço	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Nakit ve benzerleri	955	692	786	585	259
Ticari alacaklar	295	212	269	325	397
Stoklar	13	24	29	35	41
Diğer dönen varlıklar	571	531	624	725	847
Dönen varlıklar	1,834	1,460	1,707	1,670	1,544
Finansal yatırımlar	21	24	28	32	36
Maddi duran varlıklar	2,113	3,849	4,110	6,046	9,319
Maddi olmayan duran varlıklar	15	20	22	25	27
Diğer duran varlıklar	116	265	299	339	385
Duran varlıklar	2,264	4,158	4,460	6,442	9,768
Toplam varlıklar	4,098	5,618	6,167	8,112	11,312
Kısa vadeli borçlanmalar	209	338	399	488	573
Ticari borçlar	246	318	375	458	539
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	537	383	442	512	591
Kısa vadeli yükümlülükler	992	1,039	1,217	1,458	1,703
Uzun vadeli borçlanmalar	1,207	2,338	2,444	3,897	6,257
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	444	672	715	762	814
Uzun vadeli yükümlülükler	1,651	3,010	3,159	4,659	7,071
Özkaynaklar	1,455	1,569	1,791	1,996	2,538
Ana ortaklığa ait	1,455	1,569	1,791	1,996	2,538
Kontrol gücü olmayan paylar	0	0	0	0	0
Toplam kaynaklar	4,098	5,618	6,167	8,112	11,312
Net borç	460	1,984	2,058	3,799	6,571
Net işletme sermayesi	96	67	104	115	156
Net işletme sermayesi (operasyon)	62	-81	-78	-98	-100
Yatırılan sermaye	2,224	3,936	4,237	6,186	9,501
Oranlar					
Karlılık					
Özsermaye kârlılığı	8.6%	-8.8%	13.2%	10.8%	24.8%
Net kâr	3.2%	-3.6%	4.7%	3.6%	8.1%
Aktif devri	0.9x	0.8x	0.8x	0.8x	0.7x
Kaldıraç	2.9x	3.2x	3.5x	3.8x	4.3x
Aktif kârlılığı	3.0%	-2.8%	3.8%	2.9%	5.8%
Yatırılan sermaye kârlılığı	6.9%	-3.6%	3.4%	2.9%	5.3%
Kaldıraç					
Net borç/toplam varlıklar	35%	48%	46%	54%	60%
Net borç/özsermaye	0.32	1.26	1.15	1.90	2.59
Net borç/FAVÖK	1.30	22.18	4.50	6.51	6.71

Gelir tablosu	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Net satışlar	3,488	3,707	4,696	5,673	6,936
Brüt kâr	431	196	550	611	984
Faaliyet giderleri	254	333	375	421	467
Esas faaliyet kârı	177	-137	175	189	517
FAVÖK	353	89	458	583	980
FAVÖKK	678	556	955	1,172	1,710
Net diğer gelir	92	31	-10	-12	-15
Net finansman geliri	-87	-38	10	-16	-58
Vergi öncesi kâr	182	-144	175	161	445
Vergi gideri	71	-7	-35	-32	-89
Net kâr	113	-134	222	204	563

Nakit akış tablosu	2015	2016	2017T	2018T	2019T
FAVÖK	353	89	458	583	980
Vergi gideri	35	-27	35	38	103
Yatırımlar	121	1,444	207	2,095	3,432
İşletme sermayesi değişir	139	-29	37	11	41
Serbest nakit akışı	58	-1,298	179	-1,560	-2,597

Büyüme ve marjlar	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Net satışlar	13.2%	6.3%	26.7%	20.8%	22.3%
FAVÖK	-14.4%	-74.6%	411.3%	27.5%	67.9%
Net kâr	-21.1%	a.d.	a.d.	-8.1%	176%

Brüt marj	12.4%	5.3%	11.7%	10.8%	14.2%
Esas faaliyet kâr marjı	5.1%	-3.7%	3.7%	3.3%	7.5%
FAVÖK marjı	10.1%	2.4%	9.7%	10.3%	14.1%
Net marj	3.2%	-3.6%	4.7%	3.6%	8.1%
Serbest nakit akışı marjı	1.7%	-35.0%	3.8%	-27.5%	-37.4%

Hisse başına (TL)	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Net kâr	1.11	-1.31	2.17	2.00	5.50
Özsermaye	14.23	15.34	17.52	19.51	24.82
Temettü	0.00	0.00	0.00	0.00	0.20

Değerleme	2015	2016	2017T	2018T	2019T
F/K	22.6x	-19.1x	11.5x	12.5x	4.5x
F/DD	1.8x	1.6x	1.4x	1.3x	1.0x
FD/FAVOK	8.5x	50.5x	10.0x	10.8x	9.3x
FD/Net satışlar	0.9x	1.2x	1.0x	1.1x	1.3x
Temettü verimi	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%
Serbest nakit akışı verimi	2.3%	-50.7%	7.0%	-60.9%	-101%

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

TAV Havalimanları

Mevcut değerleme yükseliş potansiyelini sınırlıyor

Yolcu sayılarındaki artış, Suudi Arabistan'da kazanılan yeni işletme hakları, Medine'de hisse alımı ve olası yeni işletme hakları hisse üzerindeki olumlu trendin devam etmesini sağlayacaktır. Ayrıca şirket Euro'daki değer artışından olumlu yönde etkilenmektedir. Ancak bütün bu olumlu gelişmelerin hisse fiyatına, ki son bir yılda yüzde 101 artış kaydetmiştir, yansıdığını düşünmekteyiz. Bu nedenle şirket için tavsiyemiz TUT'dur.

Yolcu trafiğinde iyileşme: Havacılık sektörünün tamamında gözlemlendiği gibi TAV'ın yolcu sayılarında da son aylarda belirgin bir iyileşme gözlenmektedir. 1Ç17'de % 2'lik daralmanın ertesinde 2Ç17'de TAV'ın yolcu sayısında %8'lik, Temmuz ayında ise %17'lik artış gözükmemektedir. Yılbaşından beri gözlenen gelişmeler (ilk yedi ayda %5 artış) ve bundan sonraki aylarda baz etkisinin olumlu olacağını düşündüğümüzde 2017 yılında toplam yolcu sayısının yönetimin %4-5 artış beklentisinin üst bandında gerçekleşeceğini kolaylıkla söyleyebiliriz.

Euro'nun değerlendirilmesinden olumlu yönde etkilenmektedir. TAV Havalimanları'nın faaliyet karlılığı Euro'nun diğer para birimlerine göre değer kazanmasından olumlu yönde etkilenmektedir (gelirlerinin %53'ü Euro cinsi, maliyetlerinin ise sadece %9'u Euro cinsidir). Tarihsel olarak TAV hisse senedi ile Euro'nun TL'ye karşı değeri arasında yakın bir ilişki vardır. Yolcu trafiği konusundaki endişelerin kalkmasıyla bu ilişki eskiden olduğu gibi önem kazanabilir.

Potansiyel işletme hakkı kazanımları: Suudi Arabistan'da bulunan üç havalimanının işletme hakkının kazanılması ertesinde TAV Havalimanları yeni hak kazanımları için çaba harcamaktadır. Medine havalimanında ortaklık oranının %50'ye çıkarılması, Pakistan'da ve Küba'da bulunan havalimanlarının işletme ve geliştirme hakkının kazanılması ve Sabiha Gökçen Havalimanına ortak olmak TAV'ın hedefleri arasındadır ve bunların kazanılması hisse üzerinde olumlu bir etki edecektir.

Değerleme: TAV Havalimanları konusunda olumlu görüşlerimize rağmen geçtiğimiz bir yılda hisse senedinin %110 oranında artış göstermesi nedeniyle bu olumlu gelişmelerin hisse fiyatına yansımış olduğunu düşünüyoruz. Hisse için hedef değer olarak 23,1 lira öngörmekteyiz. Hedef değere göre sınırlı yükseliş potansiyeli nedeniyle hisse ile ilgili tavsiyemiz TUT'dur.

Tavsiye

Hedef fiyat

Getiri potansiyeli

TUT

TL23.1

6%

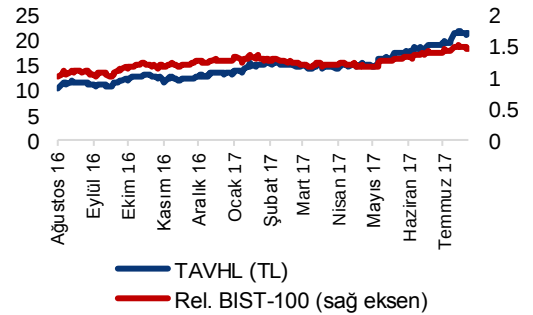
Hisse bilgileri

Hisse Kodu	TAVHL TI
Hisse fiyatı (15-05-2017)	21.8
Hisse fiyat aralığı (52 haftalık)	10.3 / 21.5
Piyasa Değeri (TL mn - USD mn)	7,905 - 2,240
Hisse adedi (mn) & halka açıklık oranı	363.3 - 40%
Ortalama işlem hacmi	1 Ay 3 Ay 12 Ay
USD mn	6.9 9.3 8.6

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	14%	48%	62%
USD	18%	49%	62%
BIST-100'e göre performans	4%	26%	16%

Tahminler (EUR mn)	2016	2017T	2018T
Net satışlar	1,092	1,121	1,177
FAVÖK	428	434	477
Net kâr	127	189	242

Değerleme	2016	2017T	2018T
F/K	14.9x	10.1x	7.9x
F/DD	2.3x	2.0x	1.7x
FD/FAVÖK	6.4x	5.8x	4.7x
FD/Net satışlar	2.5x	2.3x	1.9x
Temettü verimi	5.5%	3.2%	5.0%



Erol Danış, Ph.D, CFA

+90 212 355 2675

erol.danis@tacirler.com.tr

Tahminler – TAV Havalimanları -EURmın

Bilanço	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Nakit ve benzerleri	212	317	474	697	941
Ticari alacaklar	98	130	133	140	147
Stoklar	11	9	9	10	10
Diğer dönen varlıklar	596	334	310	285	261
Dönen varlıklar	919	793	930	1,137	1,365
Finansal yatırımlar	106	94	140	179	201
Maddi duran varlıklar	210	230	182	132	81
Maddi olmayan duran varlıklar	16	14	13	13	12
Diğer duran varlıklar	2,056	1,970	1,977	1,943	1,911
Duran varlıklar	2,387	2,308	2,312	2,266	2,205
Toplam varlıklar	3,306	3,101	3,242	3,404	3,570
Kısa vadeli borçlanmalar	612	566	566	566	566
Ticari borçlar	50	56	57	60	63
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	299	326	332	344	356
Kısa vadeli yükümlülükler	961	948	956	970	985
Uzun vadeli borçlanmalar	857	674	674	674	674
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	676	670	670	670	670
Uzun vadeli yükümlülükler	1,532	1,344	1,344	1,344	1,344
Özkaynaklar	813	809	942	1,090	1,241
Ana ortaklığa ait	808	810	937	1,085	1,236
Kontrol gücü olmayan paylar	6	-1	5	5	5
Toplam kaynaklar	3,306	3,101	3,242	3,404	3,570
Net borç	1,256	923	766	543	299
Net işletme sermayesi	358	94	67	36	5
Net işletme sermayesi (operasyon)	59	83	85	89	94
Yatırılan sermaye	584	338	262	181	98
Oranlar					
Karlılık					
Özsermaye kârlılığı	26.9%	15.7%	21.6%	23.8%	23.3%
Net kâr	19.4%	11.6%	16.8%	20.5%	22.1%
Aktif devri	0.4x	0.3x	0.4x	0.4x	0.4x
Kaldıraç	3.8x	3.9x	3.6x	3.3x	3.0x
Aktif kârlılığı	7.0%	4.0%	6.0%	7.3%	7.8%
Yatırılan sermaye kârlılığı	45.1%	56.0%	91.2%	138.6%	240.1%
Kaldıraç					
Net borç/toplam varlıklar	44%	40%	38%	36%	35%
Net borç/özsermaye	1.54	1.14	0.81	0.50	0.24
Net borç/FAVÖK	2.69	2.16	1.77	1.14	0.58

Gelir tablosu	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Net satışlar	1,079	1,092	1,121	1,177	1,233
Faaliyet giderleri	697	770	779	793	814
Esas faaliyet kârı	382	323	342	384	419
FAVÖK	467	428	434	477	515
FAVÖKK	600	580	643	685	726
Net diğer gelir	21	17	18	20	22
Net finansman geliri	-103	-109	-108	-108	-108
Vergi öncesi kâr	299	231	252	295	333
Vergi gideri	90	104	63	54	61
Net kâr	210	127	189	242	272

Nakit akış tablosu	2015	2016	2017T	2018T	2019T
FAVÖK	467	428	434	477	515
Vergi gideri	76	65	68	77	84
Yatırımlar	86	81	43	44	44
İşletme sermayesi değişir	-217	-264	-27	-31	-31
Serbest nakit akışı	522	546	349	387	417

Büyüme ve marjlar	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Net satışlar	9.8%	1.2%	2.6%	5.0%	4.8%
FAVÖK	17.0%	-8.5%	1.3%	9.9%	8.0%
Net kâr	-4.0%	-39.4%	48.5%	28.0%	12.6%

Esas faaliyet kâr marjı	35.4%	29.5%	30.5%	32.6%	34.0%
FAVÖK marjı	43.3%	39.2%	38.7%	40.5%	41.7%
Net marj	19.4%	11.6%	16.8%	20.5%	22.1%
Serbest nakit akışı marjı	48.4%	50.0%	31.1%	32.9%	33.8%

Hisse başına (EUR)	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Net kâr	0.58	0.35	0.52	0.66	0.75
Özsermaye	2.24	2.23	2.59	3.00	3.42
Temettü	0.29	0.29	0.17	0.26	0.33

Değerleme	2015	2016	2017T	2018T	2019T
F/K	9.1x	14.9x	10.1x	7.9x	7.0x
F/DD	2.3x	2.3x	2.0x	1.7x	1.5x
FD/FAVOK	6.5x	6.4x	5.8x	4.7x	3.9x
FD/Net satışlar	2.8x	2.5x	2.3x	1.9x	1.6x
Temettü verimi	5.5%	5.5%	3.2%	5.0%	6.4%
Serbest nakit akışı verimi	27.5%	28.8%	18.4%	20.4%	22.0%

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon Avro olarak ifade edilmiştir.

Yatırım Merkezlerimiz

Genel Müdürlük

Nispetiye Cad. B-3 Blok Kat: 7-9
Akmerkez Etiler - İSTANBUL
0 212 355 46 46

Adana

Cemal Paşa Mah. Gazipaşa Bul.
Cemal Uğurlu Apt. Kat: 1 D: 4 ADANA

(0 322) 457 77 55

Ankara

Remzi Oğuz Arık Mah. Tunalı Hilmi Cad.
Yaprak Apt. No: 94 Kat: 2 D: 9
Kavaklıdere Çankaya - ANKARA

(0 312) 435 18 36

Antalya

Şirinyalı Mah. İsmet Gökşen Cad. Özden
Apt. No:82/6 Muratpaşa - ANTALYA

(0 242) 248 45 20

Bakırköy

İstanbul Cad. Bakırköy İş Merkezi No:
6 Kat: 4 D: 14 Bakırköy - İSTANBUL

(0 212) 570 52 59

Bursa

Muradiye Mah. Çekirge Cad. Koçer Apt.
No: 49 Kat: 2 D: 4 Osmangazi - BURSA

(0 224) 225 64 10

Denizli

Saraylar Mah. 2. Ticari Yol No: 32 Kat: 5
DENİZLİ

(0 258) 265 87 85

Erenköy

Bağdat Cad. Çubukçu Apt. No: 333
Kat: 2 D: 4 Kadıköy - İSTANBUL

(0 216) 348 82 82

Gaziantep

İncilipinar Mah. Gazimuhtarpaşa Bul.
Kepkepzade Park İş Merkezi B Blok No:
18 Kat: 1 D: 5 GAZİANTEP

(0 342) 232 35 35

Girne

Şehit Necati Gürkaya Mevkii Çağdaş Apt.
Kat: 1 D: 1 Girne - KKTC

(0 392) 815 14 55-55-56

İzmir

Şair Eşref Bul. Ragıp Şanlı İş Merkezi
No: 6 Kat: 3 D: 306 Çankaya - İZMİR

(0 232) 445 01 61

İzmit

Hürriyet Cad. Kaya İşhanı No: 39/5 İzmit -
KOCAELİ

(0 262) 323 11 33

İzmit İrtibat

Ömerağa Mah. Alemdar Cad. İ. Kolaylı
Apt. No: 8 Kat: 2 İzmit KOCAELİ

(0 262) 260 01 01

Karadeniz Ereğli

Murtaza Mah. Hamamüstü Sok. İ. Esat
Taneri İş Merkezi No: 19 Kat: 2
Karadeniz Ereğli - ZONGULDAK

(0 372) 316 40 50

Kartal

Üsküdar Cad. Cevat Kayacan Apt. No:
26 Kat: 4 D: 8 Kartal - İSTANBUL

(0 216) 306 22 71 - 306 22 06

Kayseri

Cumhuriyet Mah. Sultan Hamam Cad.
Kavuncu İş Merkezi No: 17 Kat: 1 D: 2
KAYSERİ

(0 352) 221 08 68 - 222 82 51

Mersin

Çankaya Mah. Bahri Ok İş Merkezi B
Blok No: 78 MERSİN

(0 324) 238 11 89

Uyarı Notu

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Yatırım Danışmanlığı hizmeti talep edilmesi halinde; yatırımcının Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi imzalamış olması, Yerindelik Testi'ni tamamlamış ve risk grubunun belirlemiş olması zorunludur.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor herhangi bir sürede belirli bir getirinin sağlanacağına dair bir taahhüt içermemekte olup, zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yorum ve tavsiyelerde değişiklikler söz konusu olabilir. Bu raporda bahsedilen yatırım araçlarının fiyatları ve değerleri yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak hareket edebilir ve netice itibarıyla yatırımcılar anaparalarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu raporda yer alan geçmiş performans verileri gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bu raporda yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemektedir. Raporlardaki yorumlardan, bilgilerin tam veya doğru olmaması ve/veya güncellenme nedeniyle doğabilecek maddi ve manevi zararlardan Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Aksi halde, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. uğramış olduğu bütün zarar ve ziyanı talep etme hakkını saklı tutar.