

HAVACILIK SEKTÖRÜ

Çarpışmaya Hazırlanın

Mayıs 2020

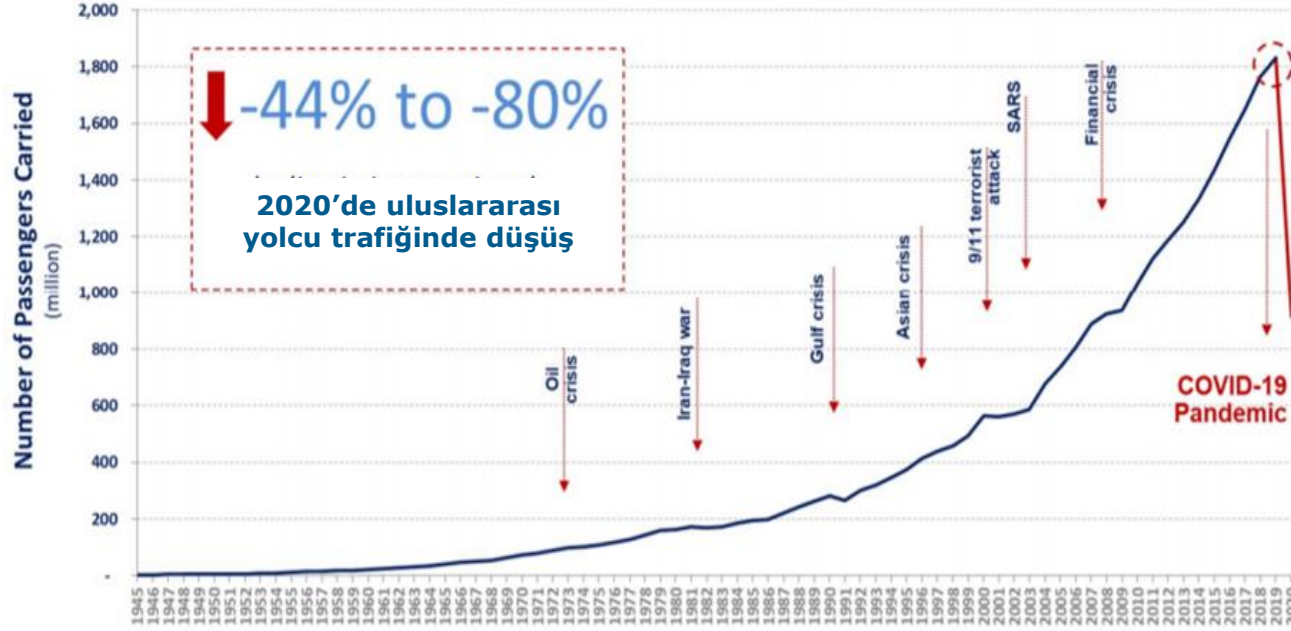
Covid-19 Salgını ve Havacılık Sektörü

1

- Salgının olumsuz etkileri ilk olarak havacılık hisselerinde görüldü.** 2019 Aralık ayında ilk Çin'in Wuhan şehrinde ortaya çıkmasının ardından Şubat ayından itibaren tüm dünyaya yayılan Covid-19 salgınından en erken ve en derin etkilenen sektör havacılık sektörü oldu. Öyle ki dünyada havayolları hisseleri yılbaşından bu yana US\$ bazında yaklaşık %40 değer kaybetti.
- Düşen yolcu talebi ve yere indirilen uçaklar** Havayolları salgının hızla yayılmasıyla düşen yolcu talebi ve doluluk oranları ve sonrasında uçuş kısıtlamaları ile filolarındaki uçakları yere indirerek kapasite düşürdüler. Global havayolu sektöründe başa baş doluluk oranının %70'ler seviyesinde olduğu bilinmekte.
- 2019'daki yolcu trafiğinin 2023 yılında yakalanabilecek** Covid-19 salgını kontrol altına alabilecek antikor testi, ilaç tedavisi ve /ya aşının bulunamadığı halde 2019'daki yolcu trafiğinin ancak 2023 yılında yakalanabileceğine dair fikirbirliği oluşmuş durumda.
- Salgın sürecinde havayollarını çok zor süreçler bekliyor.** Yolcu talebindeki canlanma beklentisinin yavaş olması ile birlikte düşen karlılıkla birlikte global havayolları bilet iptal bedelleri, uçak siparişleri, filo yönetimi, çalışan maliyetleri ve finansal kiralama ödemeleri karşısında likidite problemleri yaşamaya başladı. ABD ve Avrupa'daki birçok devlet havayolları sektörüne çeşitli destekler açıkladı.
- Türkiye'de de sektöre destek paketi açıklandı** Türkiye'de ise iç hat uçuşlarda KDV 3 ay süreyle %18'den %1'e indirilmesi, 3 ay süreyle kısa dönem çalışma ödeneği ve bilet iadelerinin uçuşlar başladıktan 2 ay sonra talep edilebileceğine dair kararlar sektör için bu zamana kadar açıklanan destekler.
- Sektörde yeni normal nasıl olacak?** Fiyat odaklı değil sağlık güvenliğine duyarlı yolcular, sosyal mesafe - uçuş öncesi artan sağlık kontrolleri ile uçuşun karmaşık hale gelmesi, yolcu kompozisyonunda değişiklik, havayolları için artan maliyetler, artan maliyetlere rağmen zayıf talep nedeniyle maliyetleri bilet fiyatlarına yansıtmakta zorluklar, ve global havayolları pazarında olası konsolidasyonlar sektörde yeni normal olacağı benziyor.
- Covid-19 salgının olası olumsuz etkilerini takibimizdeki havacılık hisse değerlemelerine yansıtık.** TAVHL ve DOCO'da tavsiyemizi AL olarak yinelerken, THYAO için tavsiyemizi TUT'a, PGSUS için ise SAT'a indirdik. Covid-19 ile ilgili antikor testi, tedavi ilacı ve aşının bulunması yolcu talebinde canlanmanın öngörümüzden önce olması değerlemelerimize yukarı yönlü risk unsurudur.

Şirket	Cari Fiyat	Hedef Fiyat		Tavsiye		Getiri Potansiyeli	Piyasa Değeri (TL mn)	Ort. İşlem Hacmi (\$ mn) 3 AY	FD / FAVÖK	
		Eski	Yeni	Eski	Yeni				2021T	2022T
Türk Hava Yolları	10,58	11,90	10,00	AL	TUT	-5%	14.600	172,3	7,8x	3,8x
Pegasus Hava Yolları	50,90	54,00	39,60	AL	SAT	-22%	5.207	47,9	12,8x	3,7x
TAV Havalimanları	17,05	22,46	21,60	AL	AL	27%	6.194	12,3	11,6x	5,9x
DO & CO Aktiengesellschaft	315,00	452,18	417,00	AL	AL	32%	3.181	4,3	9,3x	7,6x

**Dünya Uluslararası Yolcu Trafiği Gelişimi
1945 - 2020**



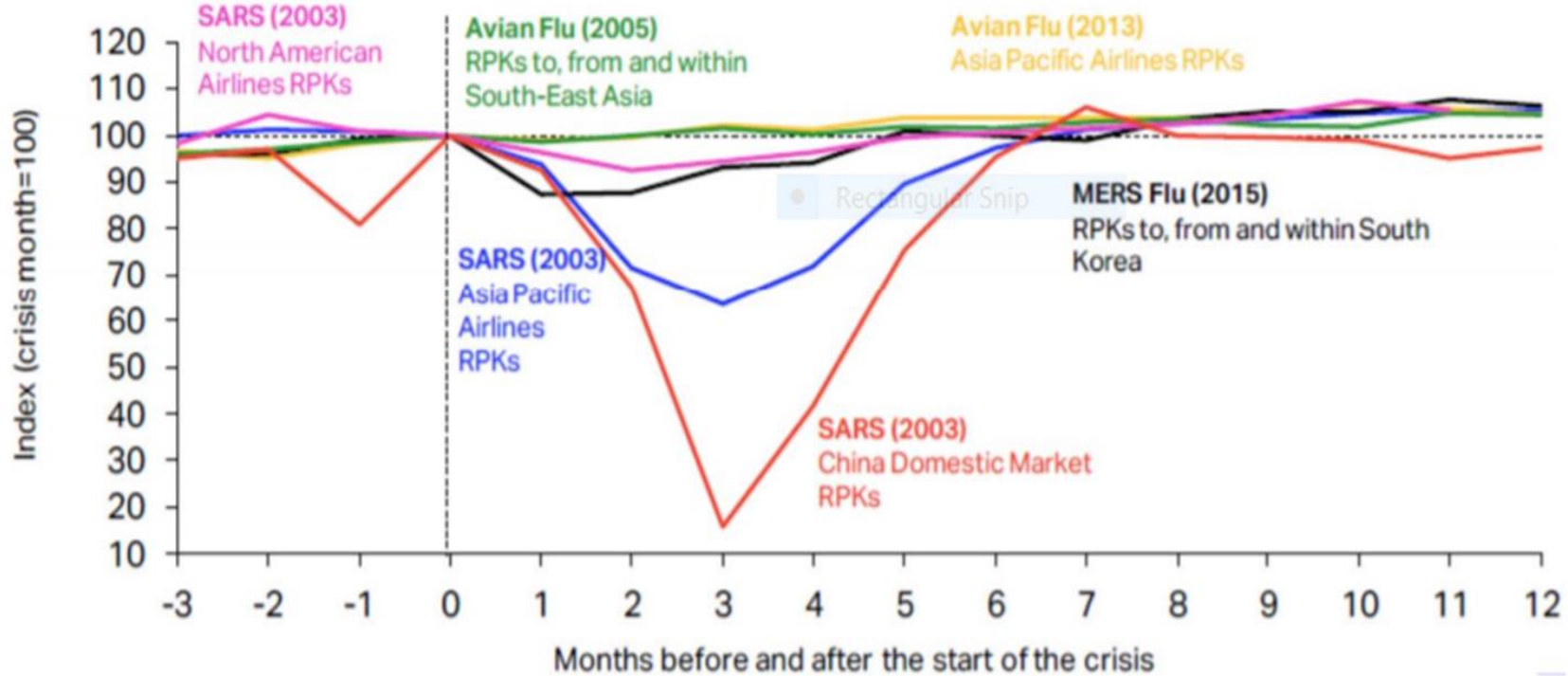
Kaynak: ICAO

- **ICAO** : Global kapasitede %37-%71 azalma, dış hat yolcu sayısında %44 - %80 azalma. En büyük kapasite kesintileri Avrupa, Afrika ve Asya/Pasifik'de bekleniyor. En fazla yolcu düşüşleri Avrupa sonrasında Asya/Pasifik'de tahmin ediliyor. Avrupa ve Asya/Pasifik bölgelerinin havacılık gelirlerinin 2/3'den fazlası eriyecek (1 Mayıs)
- **IATA** : Global toplam RPK'da (dış hat + iç hat) %48 düşüş, yolcu gelirlerinde US\$314 milyar (%55) düşüş (14 Nisan 2020)
- **ACI** : Global havaalanı yolcu sayılarında %40 düşüş, havaalanı gelirlerinde %45 düşüş (1 Nisan)
- **UNWTO** : Uluslararası turizm gelirleri 2019'daki 1.5 trilyon dolara kıyasla 2020'de 300 - 450 milyar dolar azalacak, dünyadaki destinasyonların %96'ı seyahat kısıtlamalarına maruz.

Covid-19 – Eşi benzeri yok

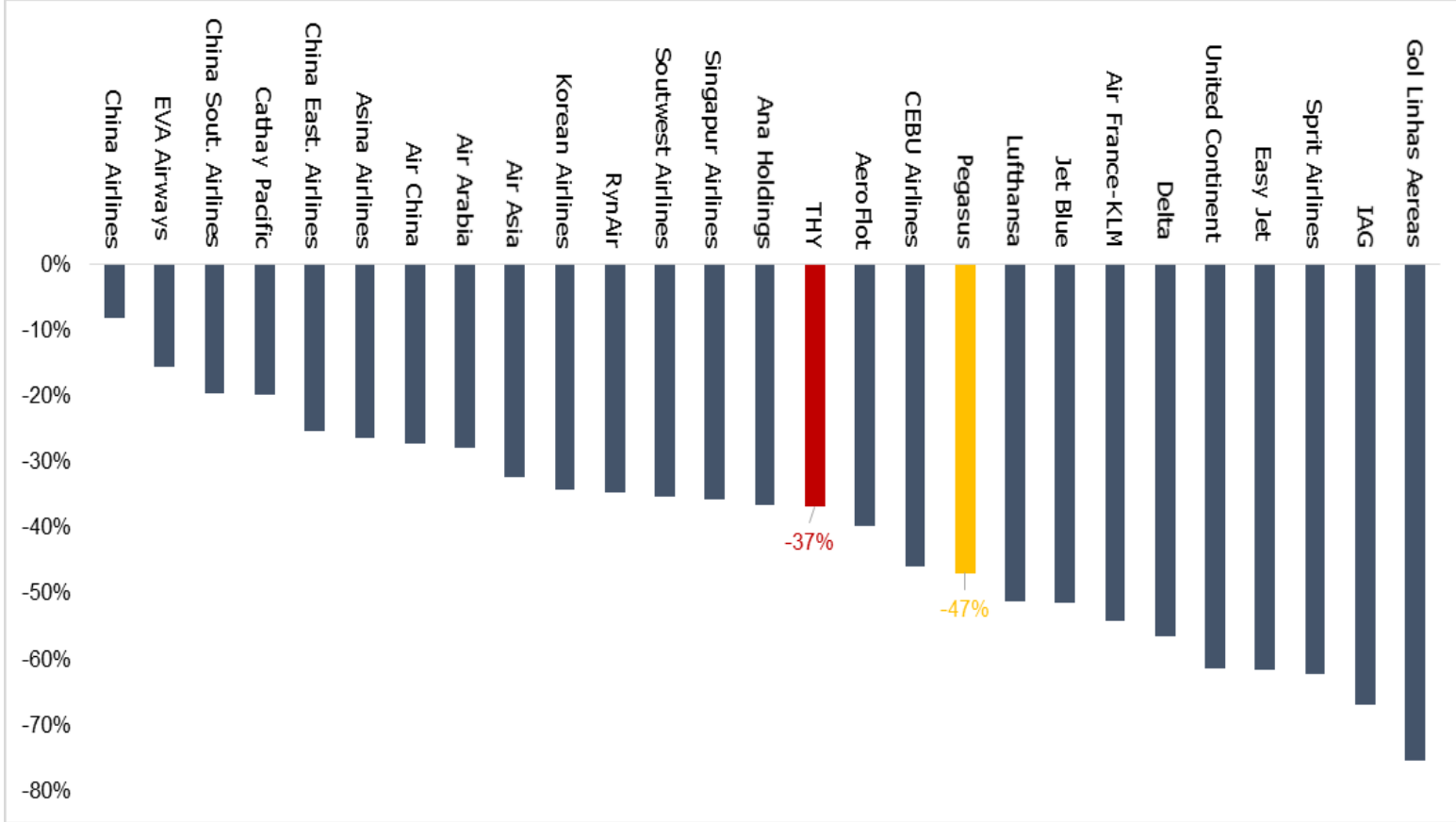
SARS salgını Asya/Pasifik RPK'larında %8 düşüğe ve 6 milyar dolar ciro kaybına neden olmuştu. SARS sonrası görülen 6 aylık talepte canlanma COVID-19 için beklenmiyor. IATA'nın yaptığı araştırmada, yakın zamanda seyahat edenlerin %40'ı tekrar seyahat etmek için virüs kontrol atına alındıktan sonra en az 6 ay beklemeyi tercih ediyor.

Geçmiş salgınların havacılık sektörüne etkileri



Yılbaşından bu yana Havayolu Hisselerinin US\$ bazında performansları

4



Dünyada havayolu hisselerinin yılbaşından bu yana dolar bazında değer kaybının ortalaması %40.

THYAO'deki değer kaybı ortalamaya yakınken, PGSUS'un Covid-19 öncesi kendi sorunları nedeniyle (SAW yeni frekans başvuru kısıtlaması, uçak kazası) değer kaybı başlamıştı.

Kaynak: Bloomberg

Global oyuncular Covid-19 ile nasıl mücadele ediyor? Geleceği nasıl öngörüyor?

5

	Air France - KLM	Alitalia	American Airlines	Cathay Pacific	Çin'in 3 büyükleri	Delta Air Lines	Deutsche Lufthansa	EasyJet	Emirates and Etihad	IAG	Norwegian Air & SAS	Ryanair	Singapore Airlines	United Airlines	Türk Hava Yolları	Pegasus Hava Yolları
Devlet Yardımı	Fransa ve Hollanda hükümetlerinden 11 milyar € aldı	Kamulaştırıldı. Devlet Haziran'da yönetime geçecek. 2017'den bu yana 2.1 milyar € destek aldı	5.8 milyar \$ bordro yardımı alacak. 4.75 milyar \$ federal kredi için görüşüyor	Kurtarma yok, ancak Hong Kong havacılık endüstrisine havaalanı ücretleri ve diğer ücretlerden feragat de dahil olmak üzere 340 milyon \$ paket verdi.	China Southern Airlines Co., China Eastern Airlines Corp. ve Air China Ltd. için kurtarma hizmeti açıklanmadı.	Bordro yardımı için 5,4 milyar \$ alacak. Ayrıca 4.6 milyar \$ federal kredi için başvuruyor, ancak Eylül ayına kadar kredi alıp almayacağına karar verecek	Almanya, İsviçre, Avusturya ve Belçika hükümetleri birlikte 10 milyar € bir kurtarma arayışında. (1 saat te 1 milyon Euro yakıyor. 4 milyar Euro nakit pozisyonu var)	İngiltere hükümetinin Covid Kurumsal Finansman Tesisi ile 750 milyon \$ topladı	Dubai, Emirates için mali destek sağlayacağını söyledi. Abu Dabi merkezli Etihad için kurtarma işlemi duyurulmadı	Iberia ve Vueling kolları için İspanyol hükümet destekli kredilerde 1,1 milyar € temin etti	Norwegian kredi garantilerinde ki 290 milyon dolarlık paketi zorluyor. SAS, İsveç ve Danimarka'dan 300 milyon \$ ve Norveç'ten 146 milyon \$ destek aldı.	Avrupa'nın en büyük indirimli havayolu şirketi devlet desteği almadı ve başka taşıyıcının da almaması gerektiğini söyledi.	Hükümetin sahip olduğu, en büyük hissedar Temasek Holdings, yeni hisse senedi çıkararak 6,2 milyar \$ destek planı açıkladı.	ABD hibeleri ve düşük faizli kredilerde 5 milyar \$ almayı bekliyor ve ABD Hazinesi'nden 4,5 milyar \$'a kadar borçlanma başvurusunda bulundu.	Açıklanan kurtarma planı yok, ama CB'nin sözlü desteği var. İç hat uçuşlarda KDV oranı %18'den %1'e indirildi. Devlet garantili kredi kullanımı olabilir. Havaalanı ücretlerinde veya diğer ücretlerde indirim olabilir.	Açıklanan kurtarma planı yok. Havacılık ile ilgili vergi ve devlet ödemelerinde erteleme, indirim ve bir süre feragat olabilir.
İstihdam	2.000 kişiyi işten çıkarmayı planlıyor, ücretsiz izin programı uyguluyor	6800 kişi işten çıkaracak	39.000 çalışan gönüllü erken emeklilik, çalışma süresinde düşüş ve izin hakkını kullandı. İşgücü değerlendiriliyor	Personelden 30 Haziran'a kadar izin programına katılması istendi	Açıklanan istihdam kesintisi yok	Delta'nın iş gücünün üçte birinden fazlası veya 37.000 kişi 30 günden bir yıla kadar ücretsiz izin aldı.	Grup, krizden kurtulmak için işgücünü (10.000) küçültmenin gerekebileceğini söylüyor. Çalışan maaşları %90 oranında ödemeye uzun süre devam edemeyeceğini açıkladı	Yere indirilen uçaklarda ki personel izin programına çıkarıldı. İşgücü küçültmeyle ilgili henüz açıklama yok.	Emirates'te maaşlar kesildi, ancak işten çıkarmaların olmayacağı söyleniyor. Etihad ise iş kesintilerini "önlenebilir" konusunda uyardı.	BA, 22.000 personeli izin programında; 12.000 istihdam kesintisi planlanıyor. Londra Gatwick havaalanında ki ikincil merkezini de kapatmayı düşünüyor.	SAS işgücünün % 40'ını (5000) küçültüyor. Norwegian yaklaşık 1.500 pilotu ve 3.000'den fazla kabin ekibini iflas korumasına yerleştirdi.	Toplam işgücünün % 15'inde (3000) kesintiye gidiyor	Her ay değişen günlerde pilotlar için zorunlu ücretsiz izin. Toplamda yaklaşık 10.000 çalışan etkilenecek.	Çalışanlar için gönüllü izin ve daha az çalışma saatleri. İyileşme olmazsa 30 Eylül'de federal bordro desteği sona erdiğinde iş kesintileri olabilir.	Kısa dönem çalışma ödeneğini kullanıyor. Sürenin 3 ay'dan 6 aya çıkmasını bekliyor. Personel maaşlarını %10'unu ödüyor. İstihdam kesintisi açıklanmadı. Sendikalarla anlaşmayı hedefliyor.	Kısa dönem çalışma ödeneğini kullanıyor. Kısa dönem çalışma ödeneğinin bitimi sonrası şirket ücretsiz izin uygulamasına geçmeyi planlıyor.
CEO'lann talepte canlanma beklentisi	2019 seviyesine gelmesi 2 - 3 yıl		Talebin geri gelmesinin uzun bir süre baskı altında olmasını bekliyor	Tahmin yapmanın imkansız olduğunu söylüyor	Tahmin yapmayı bıraktılar	Talepte iyileşme 3 yıl alabilir. İyileşme yolcuların hem fiziksel hem de finansal olarak güvenli bir şekilde seyahat etmeye başladıklarına olan inancına bağlı.	Normale dönüş 2023'e kadar sürebilir. Filoyu 100 uçak küçültmeyi düşünüyor, sipariş iptalleri için üreticiler ile görüşüyor. En son 65 yıl önce 2. Dünya savaşında uçuları uzun süre durdurmuş. Yeni normalde sektörde eski büyüme dinamiklerinin olmayacağını düşünüyor.	2022'den önce kriz öncesi seviyelere gelmek zor	2023'den önce talep eski seviyelerine gelemes	2019 seviyesine gelmesi çok uzun zaman alabilir.	Norwegian, filosunun çoğunun 2021'de de yerde kalacağını ve 2022'ye kadar iyileşme beklemiyor. SAS, yıllarca durgun talep için hazırlanacağını söylüyor.	Talep 18 ay boyunca sabit kalabilir.	Normale dönüş belirsiz	2021'de sıfır gelir olasılığı için planlama yapıyor. Talebin ne zaman geri döneceği belirsiz.	Talebin geri gelmesi 2-3 yıl sürebilir.	4Q21'de 4Q19'deki yolcu trafiğine ulaşmayı bekliyor



Zayıf Yolcu Trafiği , kompozisyon değişecek

- Yolcu trafiğinin 2019 seviyelerine gelmesinin 3 yıl süreceğinde görüş birliği var. Havayollarının yolcuları öncelikle uçuşun sağlık açısından güvenli olduğuna ikna etmesi gerekecek.
- İç hat yolcu trafiğindeki canlanma dış hat yolcu trafiğine göre daha hızlı olacak. Ülkelerin Covid-19 krizinden çıkışları farklı farklı zamanlarda olacağı için dış hat uçuşlardaki uçuş izinleri değişecek.
- Yolcu kompozisyonu değişecek. Dijitalleşme, online toplantılar (remote video-conferencing) iş seyahatlerini azaltacak. Görece daha karlı "Business" yolcunun payı düşecek.

Maliyetler artacak

- Covid-19 önlemleri havayollarının maliyetlerini arttıracak. 11 Eylül sonrası güvenlik önlemlerinin arttırması gibi.
- Uçuş öncesi sağlık kontrolleri, testleri. 'Covid-19 Free' sağlık karneleri.
- Kabin ekibine koruyucu ekipman.
- Artan uçak içi hijyeni
- Sosyal mesafe -> Orta koltuğun boş bırakılması -> max %60 doluluk oranı-> ~70% break-even doluluk oranının altında
- Uçuş destinasyon sayılarında azalma.
- Uçak siparişlerinde iptaller, ertemeler

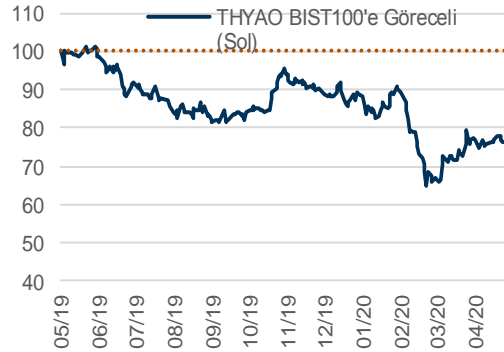
Bilet Ücretleri: Farklı görüşler var

- **Fiyatlar yolcu çekmek için düşecek:** Yolcuların fiyat duyarlı olacağını düşünmüyoruz. Uçuşun sağlık açısından güvenli olup olmadığına karşı duyarlı olacak yolcular.
- **Covid-19 öncesi fiyatlar korunmaya çalışılacak :** Talep oldukça hassas olduğu için fiyatların korunmaya çalışılacağını düşünmüyoruz.
- **Bilet fiyatlarında artış** -> Kapasite düşüş + artan maliyetler > Sosyal mesafe için orta koltuğun boş bırakıldığında, asgari kar elde etmek için bile fiyatların en az %50 artması gerekiyor (IATA). Pandeminin ekonomik etkileri serveti eriteceğinden, insanlar yakın /orta zamanda bilet fiyatlarına çok para ödemek istemeyecekler.

Global havayolu pazarı

- Global havayolları pazarın konsolidasyon kaçınılmaz
- Toplam kapasite düştüğünden, havayolları Boeing'in Dreamliner ve Airbus'ın A330 gibi daha küçük ve yönetilebilir jetlerini A380 gibi devler karşısında tercih edecek.
- Uçuş destinasyon sayılarında azalma. Ana rotalar kalacak.
- Kayıp yolcu trafiğini dengelemek isteyen tüm ticari havayollarından gelen kargo operasyonlarındaki artış, deniz taşımacılığını azaltabilecek bir fiyat savaşına yol açabilir.
- LCC için gelecek daha mı sancılı olacak? Ya da esnek maliyet yapısı ve dar gövdeli uçaklara sahip filolarıyla krizden daha rahat çıkış.

THYAO			TUT
Fiyat □	10.58	3A Hac.mn □	168.4
Hedef Fiyat □	10.00	Yılıçi Rel.	-16%
Getiri Pot.	-6%	Yabancı	30%
Mutlak Değer □	2019G	2020T	2021T
Net Kar	4,535	-6,561	-3,291
Satışlar	75,118	36,196	58,921
FAVÖK	11,993	5,230	10,151
Net Borç	64,721	98,127	108,352
Oranlar	2019G	2020T	2021T
F/K	3.2	-2.2	-4.4
FD/FAVÖK	6.6	15.2	7.8
FD/Satışlar	1.06	2.19	1.35
Aktif Karlılık	4%	-4%	-2%
Özserm. Karlılık	13%	-16%	-9%
Net Borç/FAVÖK	5.40	18.76	10.67
Net Borç/Özserm.	1.59	2.44	3.32
Büyüme	20/19%	21/20%	19/22 CAGR%
Net Kar	n.m	n.m	8%
FAVÖK	-56%	94%	20%
Satışlar	-52%	63%	8%
Yurtdışı İskonto	2020	2021	
F/K	n.m	n.m	
FD/FAVÖK	46%	42%	



THY'de Mevcut Durum

- Şubat ayının başında ilk Çin'e olan uçuşları durduran THY, sonraki aylarda kademli olarak tüm uçuşlarını durdurdu. THY 28 Mayıs'da tekrar uçmaya başlayacak.
- THY'nin uçuş yasağının sonlanması sonrasında yönelik basında çıkan Haziran, Temmuz ve Ağustos aylarını içeren uçuş taslağına göre, Haziran ayında yurt içinde tüm meydanlara uçuşlar planlanırken yurt dışında ise 19 ülkeye haftalık 75 frekans uçuş planlandı. Yasağın ardından ilk etapta uçuşların %60'ının icra edileceği planlanıyor.
- THY'nin 2019 sonu itibariyle US\$2.5 milyar nakdi bulunuyor. Şirketin ayrıca bankalarda US\$2.5-US\$2.8 milyar kredi limiti bulunuyor.

THY'nin rakiplere göre avantajları neler?

- Salgından en çok etkilenen Business segmentinin yolcu gelirlerinde payı THY'de ~%20'ler seviyesinde. Bu rakam Lufthansa'da %40'lar seviyesinde.
- Avrupalı havayollarınının business amaçlı yolcu tipinin daha çok olduğu, THY'nin ise yolcu profilinin daha çok leisure ve ethnic ağırlıklı olduğu ve bu yolcu tipinde toparlanmanın daha hızlı olacağı düşünülüyor.
- Hedge oranı THY'de %48 seviyesinde idi. Yakıt tüketimi azalınca bunun bir anlamı kalmadı ama THY'nin "collar yöntemi" (two way collar hedge option) ile sabitlediği brent petrol taban fiyatı varil başına US\$35. Dolayısıyla, petroldeki düşüşten bu seviyeye kadar faydalanabiliyor.
- THY'nin 2019 sonunda bilet rezervasyonlarıyla ilişkili ertelenmiş gelirleri US\$797milyon. Bilet iadeleri ile ilgili Avrupa'da henüz alınmış bir karar yok.
- THY'de istihdam kesintisi henüz yok, maaşların %10'unu karşılıyor. Sendika ve personelle ücret kesintileri için anlaşmayı umuyor. Avrupa'da sendikaların eli daha güçlü.

- THY krize 4Ç19'de başlattığı tasarruf önlemleriyle girdi. Şirketin ikram hizmetlerinde, yer hizmetlerinde ve havaalanı giderlerinde kesinti sağlamak amacıyla taraflarla yaptığı anlaşmalarda olumlu sonuca yaklaştığını öğrendik.
- THY'nin 2023 sonuna kadar teslim alacağı 176 adet uçak siparişi var. Şirket bunların iptali/ertelenmesi ile ilgili Boeing ve Airbus ile görüşüyor.

Devlet THY'yi desteleyeceğini söyledi. ? Ama nasıl?

- Devlet garantisi ile banka kredileri olabilir.
- Havacılık ile ilgili vergi ve devlet ödemelerinde erteleme, indirim ve bir süre feragat olabilir.

THY 1.5 milyar TL'ye kadar hisse geri alım programı açıkladı ancak bu zamana kadar kullanılmadı

THYAO için tavsiyemizi AL'dan TUT'a çekiyoruz

- THY'yi 6.5x Firma Değ./FAVÖK çarpanı ile değerlendiriyoruz. 2020 – 2023 yıllarının ortalama düzeltilmiş FAVÖK rakamını kullanıyoruz.
- THYAO için hisse başına **10.0TL** (Önceki :11.90TL) hedef fiyatımız getiriye işaret etmediğinden tavsiyemizi **TUT'a** çekiyoruz. Hisse yılbaşından bu yana endeksin %16 altında performans gösterirken, son bir ayda endeksi %4 yendi.
- **Yukarı yönlü riskler** : Covid-19 ile ilgili antikor testi, tedavi ilacı ve aşının bulunması yolcu talebinde canlanmanın öngörümüzden önce olmasını sağlayacaktır.
- **Aşağı yönlü riskler:** Salgında olası ikinci dalgayla birlikte 3Ç20'te planlanan aksine uçuş duruşlarının aynen devam etmesi hisse üzerinde en önemli kısa dönemli risk unsuru.

Başlıca Varsayımlar

	2018	2019	2020T	2021T	2022T	2023T
Yolcu Sayısı (milyon)	75,17	74,28	30,00	44,86	61,78	74,25
% değişim	10%	-1%	-60%	50%	38%	20%
İç Hat	32,94	30,44	18,58	24,81	27,03	30,26
% değişim	9%	-8%	-39%	34%	9%	12%
Dış Hat	42,22	43,84	11,42	20,05	34,76	43,99
% değişim	10%	4%	-74%	76%	73%	27%
ASK (milyar km)	182	188	76	109	159	188
% değişim	5%	3%	-60%	44%	46%	18%
Doluluk Oranı	81,9%	81,6%	61,7%	70,4%	77,3%	81,6%
% değişim	2,8ppt	-0,3ppt	-20,0ppt	8,8ppt	6,9ppt	4,3ppt
İç Hat	85,3%	86,2%	67,2%	75,2%	84,2%	86,2%
% değişim	1,3ppt	0,8ppt	-19,0ppt	8,0ppt	9,0ppt	2,0ppt
Dış Hat	81,4%	81,0%	60,0%	69,3%	76,3%	81,0%
% değişim	3,1ppt	-0,4ppt	-21,0ppt	9,3ppt	7,0ppt	4,7ppt
Filo	332	350*	352*	345	345	350
Yield (US\$)	7,3	7,3	7,1	7,2	7,4	7,6
% değişim	6,6%	-0,4%	-3,0%	1,8%	2,5%	2,5%
İç Hat (TL)	27,6	32,3	40,4	45,4	48,1	52,5
% değişim	22%	17%	25%	12%	6%	9%
Dış Hat (US\$)	7,6	7,5	7,5	7,5	7,6	7,8
% değişim	9%	-1%	0%	0%	1%	2%
CASK-ex fuel (US\$)	4,35	4,67	6,49	5,77	4,85	4,74
% değişim	3%	7%	39%	-11%	-16%	-2%
CASK (US\$)	6,42	6,74	7,83	7,24	6,52	6,64
% değişim	9%	5%	16%	-8%	-10%	2%

- Kapasite, doluluk oranı ve yolcu sayılarının 2023’de kriz önceki seviyelerine ulaşabileceğini öngörüyoruz. İç hat seferlere dış hat seferlere nazaran daha önce başlanacağını tahmin ediyoruz.
- THY 2020 için sipariş ettiği 28 uçağın 11’ini teslim aldı. Geri kalan 17 uçağın üretiminin tamamlanmış olacağı varsayımıyla 2020’de kalanların da teslim alınacağını düşünüyoruz. 2021 – 2023 döneminde ise teslimatı planlanan toplam 159 uçağın sadece 33’ünü teslim alacağını düşünüyoruz. Ancak uçak çıkışlarıyla birlikte filo sayısı 2023’de değişmiyor.
- Yolcuların fiyat duyarlı değil, sağlık önlemlerine duyarlı olacağını düşünüyoruz. Dış hat bilet fiyatlarının maliyetlerdeki artışa rağmen 2020 – 2021 sabit kalacağını öngörüyor, 2022 – 2023 yıllarında talebin canlanmasıyla sınırlı artış olabileceğini düşünüyoruz.
- İç hat biletlerdeki KDV indiriminin (%18’den %1’e) 2020’de iç hat bilet fiyatlarına yansıtılabileceğini düşünüyoruz. KDV indiriminin 2022’den itibaren kaldırılacağını varsaydık.
- İstihdam kesintisi öngörmüyoruz. Ücret kesintileri, kısa dönem çalışma ödeneği, tüm iş taraflarıyla pazarlık sonucu giderlerdeki elde edilebilecek indirimle rağmen Covid-19 önlemleri, sabit giderler, doluluk oranında düşüş neticesinde CASK-ex fuel’de 2020’de %39 artış öngörüyoruz ve 2023’de bile kriz öncesi seviyenin biraz üzerinde kalabileceğini düşünüyoruz.
- Petrol fiyatının 2020’deki US\$35’dan 2023’de US\$60 yükseleceğini varsayıyoruz.

* 2019’da teslim alınan 11 Boeing Max uçağının 2022’de uçabileceğini varsayıyoruz.

Kaynak: İş Yatırım Tahminleri

Projeksiyonlar

US\$ mn	2018	2019	2020T	2021T	2022T	2023T
Satış Gelirleri	12.855	13.229	5.131	7.609	11.341	14.052
% değişim	17%	3%	-61%	48%	49%	24%
Kargo Gelirleri Payı	13%	13%	33%	24%	17%	15%
İştirak Kar/Zararı	123	82	-67	-38	58	126
FAVÖK	2.256	2.106	741	1.311	2.520	3.149
% değişim	21%	-7%	-65%	77%	92%	25%
FAVKÖK	2.851	2.417	878	1.427	2.593	3.202
% değişim	19%	-15%	-64%	62%	82%	23%
Net Kar/Zarar	753	788	-930	-425	689	1.247
Net Borç	8.453	10.896	13.084	13.565	13.820	14.813
Net Borç/FAVÖK	3,7x	5,2x	17,6x	10,3x	5,5x	4,7x
Düzeltilmiş FAVÖK	2.379	2.188	675	1.273	2.578	3.276

* **Düzeltilmiş FAVÖK: FAVÖK + İştirak Kar/Zarar**

Kaynak: İş Yatırım Tahminleri

Değerleme

Ortalama Düzeltilmiş FAVÖK (2020 - 2023T) (US\$ mn)	1.950
Hedef EV/EBITDA Çarpanı	6,5x
Hedef Değer (US\$ mn)	1.782
Hedef Değer (TL mn)	13.796
Hedef Hisse Fiyatı, TL	10,00
Cari Hisse Fiyatı TL	10,58
Getiri Potansiyeli	-6%

Nakit Yakımı

US\$ mn	2020T
Net Kar/Zarar	-930
(+) Amortisman	1.534
(+) İşletme Sermayesindeki Değişim	-116
(-) Nakdi Yatırım Harcamaları	-1.821
Nakit Değişimi (1)	-1.334
(-) Bilet geri ödemeleri	-797
Nakit Değişimi (2)	-2.131

Türk Hava Yolları: Finansallar

Gelir Tablosu (mn □)	2018G	2019G	2020T	2021T	2022T
Net Satış Gelirleri	62.853	75.118	36.196	58.921	93.981
Brüt Kar (Zarar)	13.569	13.079	-162	5.692	19.376
Operasyonel Giderler	7.423	9.710	5.426	8.015	11.503
Esas Faaliyet Karı	6.146	3.369	-5.588	-2.323	7.873
Diğer Faaliyet Gelir/Gider	1.188	2.653	-102	408	1.717
Net Finansman Gelir (Gideri)	-2.100	-966	-2.721	-2.303	-2.266
Vergi Giderleri (Gelirleri)	1.189	520	-1.851	-928	1.611
Net Kar	4.045	4.535	-6.561	-3.291	5.712
FAVÖK	11.400	13.781	5.230	10.151	20.881
FAVKÖK	13.740	13.706	6.195	11.047	21.491

Büyümler & Opr. Perf.	2018G	2019G	2020T	2021T	2022T
Faaliyet Kar Marjı	9,8%	4,5%	-15,4%	-3,9%	8,4%
FAVÖK Marjı	18,1%	18,3%	14,4%	17,2%	22,2%
FAVKÖK Marjı	21,9%	18,2%	17,1%	18,7%	22,9%
Net Kar Marjı	6,4%	6,0%	-18,1%	-5,6%	6,1%
Özkaynak Karlılığı	15,7%	12,6%	a.d	a.d	15,7%
Aktif Karlılığı	4,6%	3,5%	a.d	a.d	3,1%
Yatırım Sermayesi Karlılığı	6,7%	3,5%	-3,6%	-1,3%	4,3%
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	15,3%	17,3%	8,5%	29,0%	26,4%
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	-2,2%	10,0%	3,4%	20,9%	15,2%

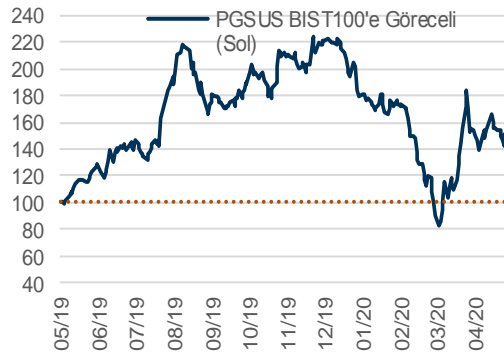
Rasyo Analizi	2018G	2019G	2020T	2021T	2022T
Düzeltilmiş F / K (x)	3,6	3,2	a.d	a.d	2,6
FD / FAVÖK (x)	7,0	5,8	15,2	7,8	3,8
FD / FAVKÖK (x)	5,8	5,8	12,8	7,2	3,7
FD / Satışlar (x)	1,3	1,1	2,2	1,3	0,8
PD / Defter Değeri (x)	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Nakit Akışı / PD	a.d	51%	8%	84%	98%
Hisse Başı Kazanç (□)	2,93	3,29	n.m	n.m	4,14
Temettü Verimi	0%	0%	0%	0%	0%
Net Borç (Nakit) (mn □)	44.463	64.721	98.127	108.352	118.662
Net Borç / FAVÖK (x)	3,9	4,7	18,8	10,7	5,7
Net Borç / Özsermaye (x)	1,4	1,6	2,4	3,3	2,9

Kaynak: İş Yatırım

Bilanço (mn □)	2018G	2019G	2020T	2021T	2022T
Dönen Varlıklar	23.706	28.339	14.646	21.124	29.805
Nakit ve Nakit Benzerleri	8.606	12.328	7.239	8.838	9.398
Ticari Alacaklar	3.002	3.205	1.544	2.514	4.010
Stoklar	1.000	1.723	1.010	1.478	2.072
Diğer Dönen Varlıklar	8.365	8.706	4.852	8.294	14.325
Duran Varlıklar	85.370	118.532	150.156	152.667	167.328
Maddi Duran Varlıklar	73.219	102.534	141.857	139.686	146.460
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	494	563	680	559	477
Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	11.657	15.181	7.620	12.422	20.391
Toplam Varlıklar	109.076	146.871	164.801	173.791	197.133
Kısa Vadeli Yükümlülükler	27.246	35.417	38.634	61.881	79.703
Finansal Borçlar	12.460	18.450	29.767	50.265	64.952
Ticari Borçlar	5.375	6.708	3.931	5.755	8.067
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	9.438	10.259	4.937	5.861	6.684
Uzun Vadeli Yükümlülükler	50.546	70.659	85.933	79.235	77.201
Finansal Borçlar	43.342	60.976	75.599	66.926	63.108
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	7.177	9.683	10.333	12.310	14.092
Özkaynaklar	31.284	40.795	40.235	32.674	40.230
Toplam Kaynaklar	109.076	146.871	164.801	173.791	197.133

Nakit Akım (mn □)	2018G	2019G	2020T	2021T	2022T
İşletme Faal. Kay. Net Nakit	9.613	13.029	3.067	17.059	24.810
Düzeltilme Öncesi Kar	4.045	4.536	-6.561	-3.291	5.712
Amortisman & İtfa Payları	5.254	8.624	10.818	12.475	13.008
İşletme Sermayesindeki Değ.	-2.066	1.701	403	-386	-222
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	2.380	-1.832	-1.593	8.261	6.311
Yatırım Faal. Kay. Nakit	-11.027	-5.513	-1.832	-4.743	-10.533
Sabit Sermaye Yatırımları	-5.325	-5.652	-6.150	-1.271	-3.697
Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	-5.702	139	4.319	-3.472	-6.836
Serbest Nakit Akım	-1.414	7.516	1.236	12.316	14.277
Finansman Faal. Kay. Nakit	2.888	-3.794	-7.410	-10.957	-13.801
Finansal Borçlardaki Değişim	8.363	5.035	4.774	4.824	2.008
Temettü Ödemeleri	0	0	0	0	0
Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-5.475	-8829	-12.185	-15.781	-15.809
Net Nakit Değişimi	1.474	3.722	-6.175	1.359	476

PGSUS	SAT		
Fiyat □	50.90	3A Hac.mn □	47.5
Hedef Fiyat □	39.60	Yılıçi Rel.	-32%
Getiri Pot.	-22%	Yabancı	12%
Mutlak Değer □	2019G	2020T	2021T
Net Kar	1,333	-2,279	-1,959
Satışlar	11,025	4,249	6,919
FAVÖK	3,632	233	1,097
Net Borç	6,568	15,701	17,824
Oranlar	2019G	2020T	2021T
F/K	3.9	-2.3	-2.7
FD/FAVÖK	3.9	60.4	12.8
FD/Satışlar	1.28	3.32	2.04
Aktif Karlılık	8%	-10%	-7%
Özserm. Karlılık	29%	-51%	-77%
Net Borç/FAVÖK	1.81	67.28	16.25
Net Borç/Özserm.	1.23	4.46	11.43
Büyüme	20/19%	21/20%	19/22 CAGR%
Net Kar	n.m	n.m	-72%
FAVÖK	-94%	370%	1%
Satışlar	-61%	63%	4%
Yurtdışı İskonto	2020	2021	
F/K	n.m	n.m	
FD/FAVÖK	n.m	n.m	



Covid-19 'un ilk olumsuz etkileri 1Ç20 sonuçlarında görüldü

- Pegasus Havayolları 1Ç20'de €46 milyon zarar açıkladı. 1Ç20'de yolcu sayısı %10 düşerken, gönüllü bilet iptal bedellerindeki artış kaynaklı yan gelirlerin katkısının artması ile toplam ciro € bazında sadece %1 geriledi. Birim gelirler güçlü Ocak ve Şubat ayları sayesinde kuvvetli seyretti. Uçuş kısıtlamaları ASK'da düşüşe neden olurken maliyetlerin sabit kısmı yakıt hariç CASK rakamının %11 artmasına neden oldu.
- Şirketin nakit pozisyonu 2019 sonundaki €652 milyon'dan zayıf faaliyet performansı ve 1Ç20'de yakıt hedge kontratlarının yeniden değerlemeleri ile ilgili yapılan €103 milyon nakdi teminat ödemesi ve €80 milyon yatırım harcaması nedeniyle €482 milyona geriledi. Net borç pozisyonu ise 2019 sonundaki € 965 milyondan 1Ç20 sonunda € 1,203 'milyona yükseldi.
- Pegasus Hava Yolları'nın 1Ç20'de filosu 1 uçak girişi – 2 uçak çıkışı ile 83 uçağa ulaştı. Yılın geri kalanında nette girecek 11 uçak ile filo 94'e ulaşacak. Şirket 2020'deki tüm uçak teslimatları için finansman anlaşmalarını 2019 Ekim ayında tamamlamış. Pegasus'un 2020 – 2024 arası 71 yeni uçak teslimatı bulunuyor. Şirket orjinal filo planında aynı dönemde 46 uçak çıkışıyla birlikte 2024'de 108 adet uçağa ulaşmayı planlıyordu.

Covid-19 salgını krizi ile nasıl mücadele ediyor?

- Şirketin en önemli odağı nakit pozisyonunu korumak. 2020 bütçelerine göre aylık €50 milyon (€25 milyon finansal lease ödemeleri; €20 milyon ücret ödemeleri; €5 milyon genel gider) nakit harcaması olduğunu belirten şirket kısa dönem çalışma ödeneği ve uçuş saatlerinin olmaması/azalması pilot maaşlarındaki düşüş ile ücret ödemelerini 2/3 oranında azaltarak toplam nakit harcamasını €35 milyona düşürmüştü.
- Kısa dönem çalışma ödeneğinin bitimi sonrası şirket ücretsiz izin uygulamasına geçmeyi planlıyor. İş ortaklarıyla indirimler için pazarlıklarda bulunuyor.
- Anlaşılacak finansman koşulları aynen devam ederse ve Airbus uçakları teslim edebilirse, 2020'de (16 uçak girişi – 6 uçak çıkışı) ve 2021'de (17 uçak girişi – 8 uçak çıkışı) uçak girişlerinde erteleme öngörünmüyor. 2022'de teslim edilmesi planlanan 18 uçaktan 7 A320, A321 olarak değiştirilip teslimatı 2023'e kaydırıldı.

Beklentiler

- Şirket 4Ç21'de 4Q19'deki kapasitesine ulaşabileceğini düşünüyor ki, yıllık bazda bakıldığında bu beklenti yolcu trafiğinin 2022 – 2023 yıllarında 2019 seviyesini yakalayacağına işaret ediyor.
- Şirket orta koltuğun boş bırakılmasının hijyen /sosyal mesafeye katkısı bulunmuyacağını düşünüyor. Uçağa binene kadar 'hijyen zinciri' nin önemini vurguluyor.
- Yan gelirlerin payında düşüş öngörmüyor. Yan gelirlerin içinde bagaj aşımı en büyük paya sahipken, ikram hizmetlerinin payı sadece %5.
- Pegasus Havayolları'nın 1Ç20 sonunda bilet rezervasyonlarıyla ilişkili nakit (uçuş puanı dışı) ertelenmiş gelirleri €60milyon.
- Hedge oranı azalan yakıt tüketimi ile birlikte 2020'de %100 ve hedge fiyatı \$60.
- Havacılık ile ilgili vergi ve devlet ödemelerinde erteleme, indirim ve bir süre feragat olabilir.

PGSUS için tavsiyemizi AL'dan SAT'a çekiyoruz

- PGSUS'u 5.0x Firma Değ./FAVÖK çarpanı ile değerlendiriyoruz. 2020 – 2023 yıllarının ortalama FAVÖK rakamını kullanıyoruz.
- PGSUS için hisse başına revize **39.60TL** hedef fiyatımız düşüş potansiyeline işaret ettiğinden tavsiyemizi SAT'a çekiyoruz. Hisse yılbaşından bu yana ve son bir ayda endeksin, sırasıyla %32 ve %18 altında performans gösterdi.
- **Yukarı yönlü riskler** : Covid-19 ile ilgili antikor testi, tedavi ilacı ve aşının bulunması yolcu talebinde canlanmanın öngörümüzden önce olmasını sağlayacaktır.
- **Aşağı yönlü riskler:** Salgında olası ikinci dalgayla birlikte 3Ç20'te planlanan aksine uçuş duruşlarının aynen devam etmesi hisse üzerinde en önemli kısa dönemli risk unsuru.

Başlıca Varsayımlar

	2018	2019	2020T	2021T	2022T	2023T
Yolcu Sayısı (milyon)	30,6	30,8	11,5	17,2	24,7	30,5
% değişim	10%	0%	-63%	50%	43%	23%
İç Hat	18,1	16,1	7,8	11,3	13,6	16,1
% değişim	7%	-11%	-52%	45%	20%	19%
Dış Hat	12,0	14,1	3,7	5,9	11,0	14,3
% değişim	14%	18%	-74%	59%	87%	29%
ASK (milyar km)	39,9	43,9	17,2	26,0	36,5	43,8
% değişim	22%	10%	-61%	52%	40%	20%
Doluluk Oranı	87,3%	88,6%	72,0%	75,2%	83,9%	88,8%
% değişim	2,7ppt	1,3ppt	-16,7ppt	3,3ppt	8,6ppt	4,9ppt
İç Hat	90,2%	92,3%	70,3%	77,9%	86,0%	92,8%
% değişim	3,0ppt	2,1ppt	-22,0ppt	7,6ppt	8,1ppt	6,8ppt
Dış Hat	83,1%	84,3%	75,6%	70,6%	81,4%	84,5%
% değişim	2,6ppt	1,2ppt	-8,7ppt	-5,0ppt	10,8ppt	3,2ppt
Filo	81	84	94	94	94	94
Yield (€)	35,7	41,2	36,1	36,4	40,6	41,7
% değişim	0%	15%	-12%	1%	12%	3%
İç Hat (TL)	98,8	132,2	166,4	190,1	203,1	221,3
% değişim	19%	34%	26%	14%	7%	9%
Dış Hat (€)	59,7	62,7	62,7	62,7	62,7	62,7
% değişim	5%	5%	0%	0%	0%	0%
Yolcu Başına Gelir (€)	11,6	14,9	11,1	10,8	14,3	15,0
CASK-ex fuel (€)	2,08	2,06	3,95	2,96	2,52	2,46
% değişim	-8%	-1%	92%	-25%	-15%	-3%
CASK (€)	3,26	3,19	5,08	3,86	3,46	3,44
% değişim	0%	-2%	59%	-24%	-10%	-1%

- Kapasite, doluluk oranı ve yolcu sayılarının 2023'de kriz önceki seviyelerine ulaşabileceğini öngörüyoruz. İç hat seferlere dış hat seferlere nazaran daha önce başlanacağını tahmin ediyoruz.
- Pegasus 2020 için sipariş ettiği 16 uçağın 6'sını teslim aldı. Geri kalan 10 uçağın üretiminin tamamlanmış olacağı varsayımıyla 2020'de kalanlarında teslim alınacağını düşünüyoruz. 2021 - 2023 döneminde ise teslimatı planlanan toplam 45 uçağın sadece 37'ünü teslim alacağını düşünüyoruz. Ancak uçak çıkışlarıyla birlikte filo sayısı 2023'de değişmiyor.
- Yolcuların fiyat duyarlı değil, sağlık önlemlerine duyarlı olacağını düşünüyoruz. Dış hat bilet fiyatlarının maliyetlerdeki artışa rağmen 2020 - 2023 sabit kalacağını öngörüyoruz.
- İç hat biletlerdeki KDV indiriminin (%18'den %1'e) 2020'de iç hat bilet fiyatlarına yansıtılabileceğini düşünüyoruz. KDV indiriminin 2022'den itibaren kaldırılacağını varsaydık.
- İstihdam kesintisi öngörmüyoruz. Ücret kesintileri, kısa dönem çalışma ödeneği, tüm iş taraflarıyla pazarlık sonucu giderlerdeki elde edilebilecek indirimle rağmen Covid-19 önlemleri, sabit giderler, doluluk oranında düşüş neticesinde CASK-ex fuel'de 2020'de %59 artış öngörüyoruz ve 2023'de bile kriz öncesi seviyenin üzerinde kalabileceğini düşünüyoruz.
- Petrol fiyatının 2020'deki US\$35'dan 2023'de US\$60 yükseleceğini varsayıyoruz.

Kaynak: İş Yatırım Tahminleri

Projeksiyonlar

€ mn	2018	2019	2020T	2021T	2022T	2023T
Satış Gelirleri	1.474	1.739	549	820	1.368	1.745
% değişim	13%	18%	-68%	49%	67%	28%
Yan Gelirlerin Payı	24%	26%	23%	23%	26%	26%
FAVÖK	391	580	30	130	416	584
% değişim	30%	49%	-95%	331%	220%	40%
Net Kar/Zarar	117	212	-295	-232	3	109
Net Borç	627	965	1.921	2.047	1.578	1.461
Net Borç/FAVÖK	1,6x	1,7x	63,7x	15,8x	3,8x	2,5x

Kaynak: İş Yatırım Tahminleri

Değerleme

Ortalama FAVÖK (2020-2023E), (€, mn)	€ 290
Hedef FD/FAVÖK Çarpanı	5,0x
Hedef Değer (€, mn)	€ 480
Hedef Değer (TL, mn)	4.051
Hedef Hisse Fiyatı (TL)	39,60
Cari Hisse Fiyatı (TL)	50,90
Getiri Potansiyeli	-22%

Nakit Yakımı

€ mn	2020T
Net Kar / Zarar	-295
(+) Amortisman	284
(+) İşletme Sermayesindeki Değişim	28
(-) Nakdi Yatırım Harcamaları	-415
Nakit Değişimi (1)	-397
(-) Yolcu Bilet Geri Ödemeleri	-60
Nakit Değişimi (2)	-457

Pegasus Hava Yolları: Finansallar

Gelir Tablosu (mn □)	2018G	2019G	2020T	2021T	2022T
Net Satış Gelirleri	8.277	11.025	4.249	6.919	12.353
Brüt Kar (Zarar)	1.263	2.699	-1.644	-1.173	1.538
Operasyonel Giderler	446	615	320	453	685
Esas Faaliyet Karı	817	2.085	-1.964	-1.626	852
Diğer Faaliyet Gelir/Gider	-17	-6	35	1	0
Net Finansman Gelir (Gideri)	-281	-656	-997	-891	-820
Vergi Giderleri (Gelirleri)	40	60	-644	-554	7
Net Kar	507	1.333	-2.279	-1.959	29
FAVÖK	1.356	3.632	233	1.097	3.761
FAVKÖK	2.214	3.632	233	1.097	3.761

Büyümler & Opr. Perf.	2018G	2019G	2020T	2021T	2022T
Faaliyet Kar Marjı	9,9%	18,9%	-46,2%	-23,5%	6,9%
FAVÖK Marjı	16,4%	32,9%	5,5%	15,9%	30,4%
FAVKÖK Marjı	26,7%	32,9%	5,5%	15,9%	30,4%
Net Kar Marjı	6,1%	12,1%	-53,6%	-28,3%	0,2%
Özkaynak Karlılığı	16,2%	29,3%	a.d	a.d	1,8%
Aktif Karlılığı	4,7%	7,7%	a.d	a.d	0,1%
Yatırım Sermayesi Karlılığı	9,5%	42,0%	-85,9%	-59,4%	28,3%
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	12,7%	32,3%	-7,3%	15,6%	30,3%
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	6,0%	27,4%	-35,7%	13,1%	19,0%

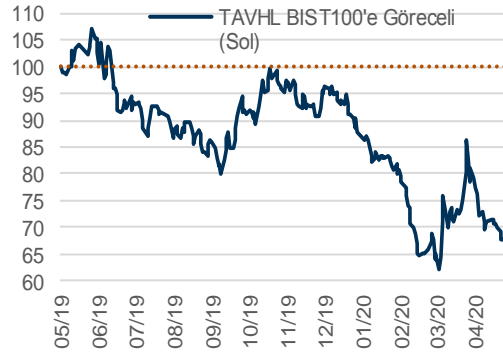
Rasyo Analizi	2018G	2019G	2020T	2021T	2022T
Düzeltilmiş F / K (x)	a.d	3,9	a.d	a.d	a.d
FD / FAVÖK (x)	10,4	3,9	a.d	12,8	3,7
FD / FAVKÖK (x)	6,4	3,9	a.d	12,8	3,7
FD / Satışlar (x)	1,7	1,3	3,3	2,0	1,1
PD / Defter Değeri (x)	1,4	1,0	1,5	3,3	3,3
Nakit Akışı / PD	9,5%	58,1%	a.d	17,5%	45,2%
Hisse Başı Kazanç (□)	4,96	13,03	n.m	n.m	0,28
Temettü Verimi	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Net Borç (Nakit) (mn □)	3.781	6.417	15.701	17.824	14.767
Net Borç / FAVÖK (x)	2,8	1,8	a.d	16,3	3,9
Net Borç / Özsermaye (x)	1,0	1,2	4,5	11,4	9,3

Kaynak: İş Yatırım

Bilanço (mn □)	2018G	2019G	2020T	2021T	2022T
Dönen Varlıklar	4.412	6.089	3.911	5.754	8.428
Nakit ve Nakit Benzerleri	2.741	4.187	1.275	2.076	3.706
Ticari Alacaklar	236	447	105	190	338
Stoklar	58	75	65	67	89
Diğer Dönen Varlıklar	1.377	1.379	2.467	3.422	4.295
Duran Varlıklar	9.253	14.970	22.161	24.277	26.300
Maddi Duran Varlıklar	8.248	13.583	21.098	23.008	25.119
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	47	80	107	96	81
Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	998	1.275	956	1.173	1.100
Toplam Varlıklar	13.665	21.059	26.072	30.030	34.728
Kısa Vadeli Yükümlülükler	3.554	4.765	6.941	10.445	11.186
Finansal Borçlar	1.457	2.295	4.271	6.505	4.648
Ticari Borçlar	584	790	727	776	889
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.514	1.681	1.943	3.164	5.649
Uzun Vadeli Yükümlülükler	6.395	10.952	15.613	18.026	21.954
Finansal Borçlar	5.065	8.461	12.890	13.592	14.037
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.330	2.491	2.723	4.434	7.916
Özkaynaklar	3.715	5.342	3.519	1.560	1.588
Toplam Kaynaklar	13.665	21.059	26.072	30.030	34.728

Nakit Akım (mn □)	2018G	2019G	2020T	2021T	2022T
İşletme Faal. Kay. Net Nakit	1.048	3.566	-310	1.078	3.746
Düzeltilme Öncesi Kar	502	1.335	-2.281	-1.961	29
Amortisman & İtf'a Payları	538	1.548	2.197	2.723	2.909
İşletme Sermayesindeki Değ.	-272	332	-290	37	58
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	-67	-139	-54	-87	-156
Yatırım Faal. Kay. Nakit	-551	-539	-1.208	-168	-1.394
Sabit Sermaye Yatırımları	-125	-144	-1.429	-541	-715
Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	-425	-395	221	372	-679
Serbest Nakit Akım	497	3.026	-1.518	910	2.352
Finansman Faal. Kay. Nakit	256	-1.580	1.432	-934	-5.853
Finansal Borçlardaki Değişim	59	-109	3.387	1.765	-2.817
Temettü Ödemeleri	0	0	0	0	0
Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-1.039	-1473	989	-3.159	-7.261
Net Nakit Değişimi	753	1.446	-2.913	801	1.630

TAVHL			AL
Fiyat □	17.05	3A Hac.mn □	12.2
Hedef Fiyat □	21.60	Yılıçi Rel.	-28%
Getiri Pot.	27%	Yabancı	75%
Mutlak Değer □	2019G	2020T	2021T
Net Kar	2,368	-682	-442
Satışlar	4,756	2,226	4,703
FAVÖK	1,780	564	1,031
Net Borç	5,409	9,880	9,241
Oranlar	2019G	2020T	2021T
F/K	2.6	-9.1	-14.0
FD/FAVÖK	6.7	21.1	11.6
FD/Satışlar	2.50	5.35	2.53
Yurtdışı İskonto	2020	2021	
F/K	n.m	n.m	
FD/FAVÖK	76%	19%	



Covid-19 'un ilk olumsuz etkileri 1Ç20 sonuçlarında görüldü

- TAV Havalimanları 1Ç20'da €56 milyon zarar açıkladı. 1Ç20'de konsolide satış gelirleri yolcu sayısındaki %23 gerilemeye paralel %22 düşüş gösterdi. FAVÖK rakamında ise € bazında %57 düşüş gerçekleşti.
- Şirket 1Ç20'de İstanbul AHL ile ilgili telafi ödemesinin ilk ödemesini olan €193 milyonu tahsil etti. Geri kalan €193 milyonun tahsilatının 1Ç21'de gerçekleşmesi bekleniyor.
- Şirketin net borç pozisyonu 2019 sonundaki €813 milyon'dan 1Ç20 sonunda €791 milyona geriledi.

Covid-19 salgını krizi ile nasıl mücadele ediyor?

- Kısa dönem çalışma ödeneğini kullanıyor. İş ortaklarından yürüttüğü görüşmeler neticesinde faaliyet giderlerinde önemli düşüş elde etti.
- Beklenti paylaşmıyor.

TAV pandemi günlerinde yatırımlarına devam ediyor.

- TAV, geçtiğimiz hafta Kazakistan Almati Havalimanı'nı VPE Capital ile birlikte satın alma anlaşmasını imzaladığını duyurdu. TAV Kazakistan Havalimanı'nda %75'den daha az hisseye sahip olmayacak. Hisse devrinin 3Ç20'de tamamlanması bekleniyor.
- Kazakistan Orta Asya'da , yeni İpekyolu olarak tabir edilen 'Bir Kuşak Bir Yol' projesinin üzerinde yer aldığından Almati Havalimanı stratejik öneme sahip.
- Kapanış sırasında US\$20 milyon net borca sahip olması beklenen Almati Havaalanı'nı, TAV ve VPE Capital, US\$415 milyon şirket değeri ile satın aldı. 2019'de Almati Havalimanı US\$69 milyon FAVÖK elde etmişti. Satın alma FD/FAVÖK çarpanını 6.0x olarak hesaplıyoruz. Satın almanın iç verim oranının (IRR) yüksek onlu (high teens) seviyelerde olması bekleniyor.

- TAV, kira ödemesi ve imtiyaz hakkı yenileme riski olmaksızın Almati Havalimanı'nın süresiz mülkiyetine sahip olacak.
- Toplam 7 milyon yolcu kapasitesi bulunan Almatı Havalimanı'nda 2019'da 6.4 milyon yolcuya ulaşıldı. Kapasitenin 14 milyona çıkarılması için önümüzdeki iki yılda US\$150 -US\$200 milyon yatırım yapılacak.
- Satın alma + yatırım tutarı olan US\$600 milyon dolar için EBRD ve IFC ile finansman görüşmeleri sürüyor.

Hisse geri alım programı devam ediyor

- TAV hisse fiyatını desteklemek adına 12 Mart'ta 200 milyonTL'ye kadar hisse geri alım programı yaptığını açıklamıştı. Bugüne kadar şirket 27 milyon TL tutarında hisse geri aldı.

TAVHL için AL tavsiyemizi sürdürüyoruz

- TAVHL için parçaların toplamı değerlendirme methoduyla hesapladığımız hisse başına revize **21.60TL** hedef fiyatımız %27 getiriye işaret ediyor. TAVHL değerlememiz Kazakistan Almati Havaalanı'nı içeriyor. Hisse için AL tavsiyesini koruyoruz.
- **Yukarı yönlü riskler** : Covid-19 ile ilgili antikor testi, tedavi ilacı ve aşının bulunması yolcu talebinde canlanmanın öngörümüzden önce olmasını sağlayacaktır.
- **Aşağı yönlü riskler**: Salgında olası ikinci dalgayla birlikte 3Ç20'te planlanan aksine uçuş duruşlarının aynen devam etmesi hisse üzerinde en önemli kısa dönemli risk unsuru.

Yolcu Sayıları Projeksiyonu

	2019	2020T	2021T	2022T	2023T
Toplam Yolcu Sayısı (milyon)	89	37	55	78	88
% büyüme	-41%	-59%	51%	41%	12%
Esenboga Havaalanı *	13,7	5,5	8,2	11,5	5,6
Dış Hat	2,3	0,5	0,8	1,3	0,9
İç Hat	11,4	5,0	7,4	10,2	4,7
Izmir Havaalanı	12,4	5,0	7,5	10,4	12,4
Dış Hat	3,3	1,0	1,7	2,6	3,3
İç Hat	9,0	4,0	5,8	7,8	9,1
Gazipasa Havaalanı	1,1	0,4	0,6	0,9	1,1
Dış Hat	0,6	0,2	0,3	0,5	0,6
İç Hat	0,5	0,3	0,3	0,4	0,5
Milas-Bodrum Havaalanı	4,3	1,7	2,6	3,6	4,3
Dış Hat	1,9	0,4	0,7	1,2	1,9
İç Hat	2,5	1,4	1,9	2,4	2,5
Antalya Havaalanı	35,7	12,8	19,5	27,9	35,8
Dış Hat	28,6	8,6	14,0	21,4	28,7
İç Hat	7,1	4,2	5,5	6,5	7,1
Medine	8,4	3,3	5,0	7,0	8,4
Tunus (Monastır&Enfidha)	3,0	1,2	1,8	2,6	3,1
Gürcistan (Tbilisi&Batumi)	4,3	1,7	2,6	3,6	4,3
Makedonya (Skopje&Ohrid)	2,7	1,1	1,6	2,2	2,7
Zagreb Havaalanı	3,4	1,4	2,1	2,9	3,5
Almati Havaalanı		2,6	3,8	5,2	6,4
Yolcu Başına Ort. Duty Free Harcm.	€ 6,8	€ 6,2	€ 6,4	€ 6,6	€ 6,8
Yolcu Başına Ort. Catering Harcm.	€ 0,9	€ 0,8	€ 0,8	€ 0,8	€ 0,9

€ m n	2019	2020T	2021T	2022T	2023T
Satış Gelirleri	749	288	557	792	968
% değişim		-62%	94%	42%	22%
FAVÖK	280	73	122	222	328
% değişim		-74%	67%	82%	47%
FAVÖK Marjı	37%	25%	22%	28%	34%
Net Kr	373	-88	-52	33	144
Net Borç	813	1.209	1.061	972	835
Net Borç/FAVÖK	2,9x	16,6x	8,7x	4,4x	2,5x

- Yolcu sayılarının 2020'de ~%60 düşeceğini ve 2019 seviyelerini 2023'de yakalayacağını tahmin ediyoruz.
- Kazakistan Havalimanı'nın 4Ç20'den itibaren tahminlerimize kattık.
- Alım gücünün gerileyeceği düşüncesiyle yolcu başına duty free harcaması ve catering harcamalarında da 2020'de azalma öngörüp 2019 seviyelerine 2023'de yakalayacağını tahmin ettik.

* Ankara Esenboğa imtiyaz sözleşmesi Mayıs 2023'de bitiyor.

İş Kolu	Sektör	TAV Payı (%)	Değerleme Methodu	Hedef Değer (EUR mn)	Hedef NAD (EUR mn)
TAV İstanbul	Havaalanı Terminali	100%	Telafi Ödemesi	-24	-24
TAV Ankara	Havaalanı Terminali	100%	İNA	-34	-34
TAV İzmir	Havaalanı Terminali	100%	İNA	19	19
TAV Bodrum	Havaalanı Terminali	100%	İNA	-66	-66
TAV Gazipasa	Havaalanı Terminali	100%	İNA	17	17
TAV Tunisie	Havaalanı Terminali	100%	İNA	-104	-104
TAV Georgia	Havaalanı Terminali	80%	İNA	260	208
TAV Macedonia	Havaalanı Terminali	100%	İNA	60	60
TAV Medina	Havaalanı Terminali	50%	İNA	-140	-70
TAV Zagreb	Havaalanı Terminali	15%	Özkaynak	153	23
TAV Antalya	Havaalanı Terminali	49%	İNA	354	173
TAV Almaty	Havaalanı Terminali	75%	İNA	426	319
Havalimanları Toplam				920	521
ATU	Duty-free	50%	İNA	37	18
BTA	Catering	67%	İNA	23	16
SPV - HAVAS	Yer Hizmetleri	100%	İNA	250	250
Hizmetler Toplam				310	284
Solo Net Nakit					398
Almatı Havalimanı Satınalma bedeli (%75 pay)					-274
Hedef Değer (EUR mn)					930
Hedef Hisse Fiyatı (TL)					21,60
Getiri Potansiyeli					27%

Nakit Yakımı

€ mn	2020T
Net Kar / Zarar	-88
(+) Amortisman	50
(+) İşletme Sermayesindeki Değişim	21
(-) Nakdi Yatırım Harcamaları	-24
(-) Almatı Havaalanı Satınalma bedeli (%75 share)	-269
(+) İstanbul AHL Telafi Ödemesi 1. Taksit	193
Nakit Değişimi	-117

TAV Havalimanları : Finansallar

21

Gelir Tablosu (m n €)	2018G	2019G	2020T	2021T	2022T
Net Satış Gelirleri	697	749	288	557	792
Operasyonel Giderler	518	576	265	512	679
Esas Faaliyet Karı	179	181	23	45	114
İştiraklerden Kar/Zarar	46	33	-20	-13	8
Net Finansman Gelir (Gideri)	-118	-95	-112	-113	-114
Vergi Giderleri (Gelirleri)	27	39	-13	-10	0
<i>Devam Eden Faaliyetlerden Net Kar</i>	<i>81</i>	<i>81</i>	<i>-95</i>	<i>-71</i>	<i>7</i>
<i>Durdurulan Faaliyetlerden Net Kar</i>	<i>185</i>	<i>300</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Azınlık Payları	11	7	7	19	25
Ana Ortaklık Payları	255	373	-88	-52	33
FAVÖK	254	280	73	122	222

Operasyonel Performans	2018G	2019G	2020T	2021T	2022T
Faaliyet Kar Marjı	25,7%	24,2%	8,0%	8,1%	14,4%
FAVÖK Marjı	36,4%	37,4%	25,3%	21,9%	28,0%
Net Kar Marjı	36,6%	49,8%	-30,6%	-9,4%	4,1%
Özkaynak Karlılığı	24,7%	31,9%	-7,1%	-4,7%	3,0%
Aktif Karlılığı	7,4%	10,2%	-2,3%	-1,4%	0,9%
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	59,0%	18,5%	24,3%	67,9%	40,9%
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	-8,9%	24,8%	-77,8%	46,7%	25,7%

Rasyo Analizi	2018G	2019G	2020T	2021T	2022T
Düzeltilmiş F / K (x)	4,3x	2,6	-9,1	-14,0	21,0
FD / FAVÖK (x)	8,3x	6,7x	21,1x	11,6x	5,9x
FD / Satışlar (x)	7,8x	7,4x	19,8x	10,2x	7,2x
PD / Defter Değeri (x)	6,0x	4,7x	5,3x	5,7x	5,7x
Nakit Akışı / PD	-1%	3%	-4%	4%	3%
Hisse Başı Kazanç (□)	1,6x	2,3x	-0,5x	-0,3x	0,2x
Temettü Verimi	8,1%	6,9%	0%	0%	0%
Net Borç (Nakit) (m n €)	808	813	1.209	1.061	972
Net Borç / FAVÖK (x)	3,2x	2,9x	16,6x	8,7x	4,4x
Net Borç / Özsermaye (x)	0,8x	0,6x	1,0x	1,0x	0,9x

Bilanço (m n €)	2018G	2019G	2020T	2021T	2022T
Dönen Varlıklar	906	1.078	1.047	834	934
Nakit ve Nakit Benzerleri	623	653	536	501	555
Ticari Alacaklar	150	116	118	114	119
Stoklar	9	9	7	7	9
Diğer Dönen Varlıklar	124	300	386	211	251
Duran Varlıklar	2.545	2.765	2.748	2.718	2.653
Havaalanı İmtiyaz Sözl. Hakkı	1.567	1.582	1.790	1.726	1.662
Maddi Duran Varlıklar	231	264	240	279	290
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	11	14	12	13	3
Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	736	905	705	699	697
Toplam Varlıklar	3.451	3.843	3.795	3.552	3.587
Kısa Vadeli Yükümlülükler	830	901	1.074	924	910
Finansal Borçlar	483	527	747	606	533
Ticari Borçlar	46	56	43	55	53
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	301	319	283	263	324
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.589	1.632	1.560	1.549	1.584
Finansal Borçlar	948	939	997	957	993
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	641	693	563	592	590
Özkaynaklar	1.032	1.310	1.163	1.080	1.095
Toplam Kaynaklar	3.451	3.843	3.795	3.552	3.587

Nakit Akım (m n €)	2018G	2019G	2020T	2021T	2022T
İşletme Faal. Kay. Net Nakit	412	139	70	378	324
Düzeltilme Öncesi Kar	266	381	-95	-58	0
Amortisman & İtfa Payları	74	99	50	77	108
İşletme Sermayesindeki Değ.	3	-157	-12	15	-9
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	68	-184	128	344	225
Yatırım Faal. Kay. Nakit	-474	47	-294	-118	-120
Sabit Sermaye Yatırımları	-92	-67	-24	-118	-120
Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	-382	114	-269	0	0
Serbest Nakit Akım	-62	186	-224	260	204
Finansman Faal. Kay. Nakit	270	-155	107	-294	-151
Finansal Borçlardaki Değişim	300	46	278	-181	-37
Temettü Ödemeleri	-101	-133	-60	0	0
Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	72	-68	-112	-113	-114
Net Nakit Değişimi	208	30	-117	-34	53

Global Havayolu Şirketleri Çarpan Tablosu

Şirket	Öneri	Pot.	Kapanış TL	Hedef	BLP Hed.	BLP Pot.	PD m\$	F/K			FD/FAVÖK			FD/Satış			
								2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	
PGSUS	SAT	-22%	50,90	39,60	71,72	49%	710	n.a	n.a	n.a	60,4	12,8	3,7	3,3	2,0	1,1	
THYAO	TUT	-6%	10,58	10,00	12,29	17%	2.100	n.a	n.a	2,6	15,2	7,8	3,8	2,2	1,3	0,8	
Türkiye Ort.											2,6	37,8	10,3	3,8	2,8	1,7	1,0
Prim/İskonto											-68%	268%	94%	-16%	116%	65%	9%
Yurtdışı Ort.								22,4	10,8	8,0	10,3	5,3	4,5	1,3	1,0	0,9	
Karşılaştırmalı Şirket	Şirket	Ülke	BLP Hed.	BLP Pot.	PD m\$	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022			
EZJ LN Equity	EASYJET PLC	BRITAIN	834,22	72%	2.352		11,9	5,0	35,1	2,9	2,2	0,6	0,4	0,3			
IAG LN Equity	INTL CONS AIRLIN	BRITAIN	360,42	114%	4.086		2,9	2,1	14,4	2,5	2,2	0,8	0,5	0,5			
753 HK Equity	AIR CHINA LTD-H	CHINA	6,66	37%	12.303		8,0	7,3	10,6	6,0	5,9	2,4	1,7	1,6			
AF FP Equity	AIR FRANCE-KLM	FRANCE	4,49	16%	1.786			3,0		2,9	2,2	0,7	0,4	0,4			
LHA GR Equity	DEUTSCHE LUFT-RG	GERMAN	7,09	-9%	4.031		6,6	3,5		2,7	2,1	0,5	0,3	0,3			
293 HK Equity	CATHAY PAC AIR	HONG KONG	10,05	13%	4.516		15,5	10,2	11,0	5,9	5,5	1,6	1,2	1,1			
RYA LN Equity	RYANAIR HLDGS	IRELAND	12,50	45%	10.122	10,1		7,9	5,5	10,5	4,8	1,2	1,9	1,2			
9202 JT Equity	ANA HOLDINGS INC	JAPAN	2.792,86	21%	7.474	22,6		13,7	6,2		5,5	0,7	0,9	0,7			
AFLT RX Equity	AEROFLOT	RUSSIA	93,17	29%	1.091		6,1	4,3	5,4	3,6	3,3	1,4	0,9	0,8			
1055 HK Equity	CHINA SOUTHERN AIR	CHINA	4,69	45%	8.395		7,6	7,2	11,2	6,8	8,4	2,2	1,6	1,5			
SIA SP Equity	SINGAPORE AIRLIN	SINGAPORE	4,35	14%	3.172	34,6		17,5	5,5	11,4	4,1	0,9	1,2	0,8			
020560 KS Equity	ASIANA AIRLINES	SOUTH KOREA	4.350,00	19%	667				9,9	6,1	7,2	1,5	1,3	1,2			
003490 KS Equity	KOREAN AIR LINES	SOUTH KOREA	24.888,89	32%	1.460		14,5	21,8	8,6	6,4	6,3	1,6	1,4	1,3			
2610 TT Equity	CHINA AIRLINES	TAIWAN	5,50	-32%	1.457				5,9	4,2		1,1	0,8				
2618 TT Equity	EVA AIRWAYS CORP	TAIWAN	11,20	2%	1.784		26,2		4,2	3,1		0,9	0,8				
DAL US Equity	DELTA AIR LI	UNITED STATES	34,66	79%	12.361		6,2	4,7		3,8	3,3	1,4	0,9	0,7			
UAL US Equity	UNITED CONTINENT	UNITED STATES	36,40	79%	5.896		15,0	3,9		6,2	3,7	1,2	0,8	0,6			
670 HK Equity	CHINA EASTERN AIR	CHINA	3,82	43%	8.319		9,0	7,3	10,4	5,9	5,6	2,3	1,6	1,5			

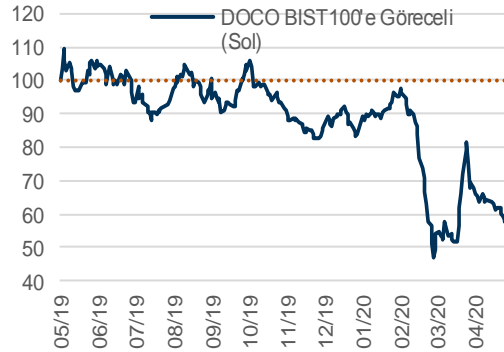
Kaynak: Bloomberg

Global Havalimanı Şirketleri Çarpan Tablosu

Şirket	Öneri	Pot.	Kapanış TL	Hedef	BLP Hed.	BLP Pot.	PD mn\$	F/K			FD/FAVÖK			FD/Satış			
								2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	
TAVHL	AL	27%	17,05		21,60	26,27	55%	892	n.a	n.a	21,0	21,1	11,6	5,9	5,3	2,5	1,7
Türkiye Ort.											21,0	21,1	11,6	5,9	5,3	2,5	1,7
Prim/İskonto											53%	73%	17%	-22%	33%	-24%	-46%
Yurtdışı Ort.											20,1	15,8	13,7	12,2	9,9	7,6	4,0
Karşılaştırmalı Şirket	Şirket	Ülke	BLP Hed.	BLP Pot.	PD mn\$	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022			
ADP FP Equity	ADP	FRANCE	109,72	50%	7.822		20,5	14,6	18,8	8,7	7,7	4,2	3,0	2,8			
SATS SP Equity	SATS LTD	SINGAPORE	3,46	26%	2.151	16,4		22,3	11,6	29,1	13,1	1,8	2,5	2,0			
FRA GR Equity	FRAPORT AG	GERMANY	43,98	25%	3.509		12,8	9,8	18,3	8,3	7,3	3,3	2,4	2,2			
600004 CH Equity	GUANGZHOU BAIY-A	CHINA	17,20	26%	3.987		21,1	16,5	13,2	8,1	7,1	4,0	2,9	2,7			
FLU AV Equity	FLUGHAFEN WIEN	AUSTRIA	32,25	26%	2.315		17,3	13,6	14,3	7,5	6,4	4,2	3,1	2,9			
ASURB MM Equity	AERO DEL SURES-B	MEXICO	325,12	36%	3.012	19,6	14,7	14,4	10,5	8,8	8,2	5,7	5,2	5,2			
GAPB MM Equity	AERO DEL PACIF-B	MEXICO	205,35	47%	3.279	19,3	15,2	13,5	9,7	8,0	7,3	5,3	4,5	4,2			
OMAB MM Equity	GRUPO AEROPORTUA	MEXICO	133,00	51%	1.448	13,8	11,0	9,9	8,0	6,7	5,9	5,2	4,2	3,7			
MAHB MK Equity	MALAYSIA AIRPORT	MALAYSIA	6,07	28%	1.816		18,0	14,8	7,6	6,1	5,7	2,9	2,4	2,3			
694 HK Equity	BEIJING CAPITAL	CHINA	6,04	22%	2.930	36,9	18,6	15,0	9,6	7,6	7,2	2,9	2,6	2,4			

Kaynak: Bloomberg

DOCO		AL	
Fiyat □	315.00	3A Hac.mn □	4.4
Hedef Fiyat □	417.01	Yılıçi Rel.	-36%
Getiri Pot.	32%	Yabancı	25%
Mutlak Değer □	2019T	2020T	2021T
Net Kar	154	6	154
Satışlar	6,040	4,343	6,717
FAVÖK	671	475	764
Net Borç	1,877	2,582	2,899
Oranlar	2019T	2020T	2021T
F/K	17.0	n.m	21.8
FD/FAVÖK	8.0	13.7	9.3
FD/Satışlar	0.89	1.50	1.06
Aktif Karlılık	3%	0%	2%
Özserm. Karlılık	11%	0%	7%
Net Borç/FAVÖK	2.80	5.02	3.50
Net Borç/Özserm.	1.01	0.94	0.96
Büyüme	20/19%	21/20%	19/22 CAGR%
Net Kar	-96%	1990%	17%
FAVÖK	-42%	47%	15%
Satışlar	-41%	42%	12%
Yurtdışı İskonto	2020	2021	
F/K	n.m	38%	
FD/FAVÖK	-7%	-10%	



Havayolu şirketlerine göre avantajları var mı?

- Şirketin kısa vadeli risklere karşı havayolu şirketlerine göre daha korunaklı olduğunu düşünüyoruz.
- Müşteriler ile yapılan uzun vadeli iş sözleşmeleri Şirket'in öngörülebilirliğini attırmakta ve aşağı yönlü risklere karşı koruma sağlamakta.
- Değişken giderler toplam giderlerin yaklaşık %85-90'ını oluşturuyor.
- THY ile yapılan cost-plus anlaşma karlılık üzerinde koruma sağlıyor. Bu anlaşma sayesinde Turkish Do&Co'ya ait tüm maliyetler (kira gibi sabit maliyetler de dahil) belirli bir kar marjı ile telafi edilmekte.
- Şirket'in neredeyse tüm havayolu işletmeleri (IAG Grubu başta olmak üzere) ile aylık sabit ödeme anlaşması bulunmakta. Ek olarak, BA ile yapılan 10 yıllık anlaşmaya göre verilen ikram hizmeti azalsa da belirli sabit maliyetler havayolu tarafından karşılanmakta.

Covid-19 salgını krizi ile nasıl mücadele ediyor?

- Şirketin yaptığı açıklamaya göre bu süreçte operasyonların sağlıklı bir şekilde sürdürülebilmesi için gerekli nakit ihtiyacı güvence altına alınmış durumda.
- Personel ve üretilen maliyetlerinden tasarruf edilmesine yönelik maliyet azaltma çalışmaları devam etmektedir.
- Şirket personel giderleri için devlet destekli kısa çalışma ödeneği uygulamalarından faydalanıyor. Türkiye'de bu destek brüt maaşın %60'ı seviyesindeyken, Avrupa'da %90 seviyelerine çıkıyor. Şirket'in 2019/20 mali yılı 9 aylık finansallarına göre personel giderlerinin toplam satışlar içerisindeki payı %33.
- Yönetim Kurulu Genel Kurul'da 2019/2020 mali yılı ile ilgili kar dağıtımını yapılmamasını teklif edecek. Toplantı yasağı nedeniyle 15 Temmuz'da yapılması planlanan Olağan Genel Kurul daha sonra belirlenecek ileri bir tarihe ertelendi.
- Şirket 2020/2021 mali yılı için henüz beklentilerini paylaşmadı.

Satışlar (mn EUR)	2018/19	2019/20T	2020/21T	2021/22T	2022/23T	2023/24T
Havayolu İkrâm Hizmetleri	598	670	395	552	661	776
% değişim	4.2%	12.0%	-41.1%	40.0%	19.7%	17.3%
Uluslararası Organizasyon İkrâm Hizmetleri	130	152	95	137	152	167
% değişim	5.3%	17.1%	-37.4%	44.0%	11.0%	9.9%
Restoranlar, Yolcu Salonları & Otel	120	130	72	107	126	145
% değişim	-26.9%	8.2%	-45.0%	49.0%	18.0%	15.0%

FAVÖK (mn EUR)	2018/19	2019/20T	2020/21T	2021/22T	2022/23T	2023/24T
Havayolu İkrâm Hizmetleri	56	66	37	55	71	85
% değişim	-7.6%	16.7%	-42.9%	47.4%	29.3%	19.4%
Uluslararası Organizasyon İkrâm Hizmetleri	16	22	14	20	22	24
% değişim	35.6%	31.7%	-36.0%	44.0%	11.0%	9.9%
Restoranlar, Yolcu Salonları & Otel	8	18	10	15	18	21
% değişim	-27.1%	137.0%	-45.0%	52.1%	18.0%	15.0%

	2018/19	2019/20T	2020/21T	2021/22T	2022/23T	2023/24T
Toplam Satış Gelirleri	848	952	561	796	939	1087
% değişim	-1.6%	12.2%	-41.0%	41.8%	18.0%	15.8%
Diğer Operasyon Gelirleri	21	24	14	21	25	29
FAVÖK	80	106	61	91	112	130
% değişim	-26.3%	31.4%	-41.9%	47.4%	23.3%	16.8%
% FAVÖK marjı	9.5%	11.1%	10.9%	11.4%	11.9%	12.0%
Net Kar	26	24	1	18	27	33
Net Borç	79	296	334	343	337	338
Net Borç / FAVÖK	0.98x	2.80x	5.43x	3.79x	3.02x	2.59x

* 2019/20 faaliyet döneminde UFRS16 standartları uygulanmaya başlanmıştır.

- Havayolu ikram sözleşmelerinin yapısı gereği gelir yaratımı hem uçakların kalkışına hem de yolcu sayısına göre belirleniyor. Bu nedenle özellikle kısa vadede uçuş sayıları önemli olacaktır.
- 2020/21 finansal yılı için, uçuşların kademeli olarak Haziran ayı içerisinde başlayacağı varsayımı ile yılın geri kalanı için yolcu sayılarında %65 düşüş öngörüyoruz. Bu süreçte ikram hizmeti verilen uçuş sayısının ise %30 düşüş göstermesini bekliyoruz.
- Şirket gelir yaratmadığı durumda her ay 8.5 mn EUR nakit yakıyor (Türkiye operasyonları hariç).
- Uzun vadeli iş kontratları nedeniyle DOCO'nun öngörülebilirliğinin yüksek olduğunu düşünüyoruz.
- Önümüzdeki sene toplu etkinliklerin devam etmesi ile Uluslararası Organizasyon İkrâm Hizmetleri iş kolunda iyileşmenin daha belirgin olmasını bekliyoruz.
- Yolcu sayılarındaki artış ile birlikte 2019/20 yılının sonunda devreye giren yeni BA & Iberia sözleşmelerinin (normal şartlarda her yıl 250 mn EUR ciro katkısı yapması bekleniyordu.) de büyümeye katkı sağlamasını bekliyoruz.
- Havayolu şirketlerinin likidite sıkıntısı yaşayacağı öngörüsüyle DOCO'nun alacak günlerinde artış bekliyoruz. Bu da şirketin işletme sermayesini arttıracaktır.
- Londra Heathrow Havalimanı'nda inşa edilen mutfak için yatırımın büyük kısmı tamamlandı. Bu nedenle 2020/21'de yatırım harcamalarında belirgin bir düşüş öngörüyoruz.

İNA Yöntemiyle Değerleme

DCF - € mn	2018/19	2019/20T	2020/21T	2021/22T	2022/23T	2023/24T	Sonsuz Değer
Gelirler	848	952	561	796	939	1087	
FVÖK	51	53	15	43	59	70	
FVÖK Marjı	6.1%	5.6%	2.7%	5.4%	6.3%	6.5%	
(-) Vergi	-12	-13	-4	-11	-15	-18	
(+) Amortisman	29	52	46	48	53	60	
(+/-) İşletme Sermayesindeki Değişim	7	-19	-24	3	10	0	
(-) Sermaye Yatırımları	-42	-95	-39	-40	-38	-43	
Serbest Nakit Akımı	33	-22	-6	43	69	69	1,402
AOSM	6.0%	7.3%	7.9%	8.1%	8.1%	8.1%	
İskonto Oranı		1.02	1.10	1.19	1.28	1.39	
Bugünkü Değer	33	-21	-5	36	53	50	1,011
Sonsuz Büyüme Oranı	3.0%						
Net Borç	€ 312						
Azınlık Payları (15x F/K)	€ 120						
Hedef Piyasa Değeri (12 aylık)	€ 773						
Hedef Fiyat - EUR	€ 79						
Hedef Fiyat - TL	TRY 614						

Harmanlanmış Değerleme (%50 -%50)

Hedef Fiyat - EUR	€ 54
Hedef Fiyat - TL	TRY 417
Artış Potansiyeli	32%

- DOCO'yu %50-%50 ağırlık verdiğimiz İNA ve Benzer Şirket Çarpanı yöntemleriyle değerlendiriyoruz
- Varsayımlarımız ve makro tahminlerimizdeki değişiklikler sonucu güncellenmiş hisse başı 417 TL hedef fiyatımız (önceki: 452 TL) %32 artış potansiyeline işaret ediyor. AL tavsiyemizi devam ettiriyoruz.

Benzer Şirket Çarpanlarına Göre Değerleme

Ortalama FD/FAVÖK	11.6x
Ortalama F/K	19.2x
Hedef Değer (50/50)	276
Hedef Fiyat - EUR	€ 28
Hedef Fiyat - TL	TRY 219

Benzer Şirket Çarpanları

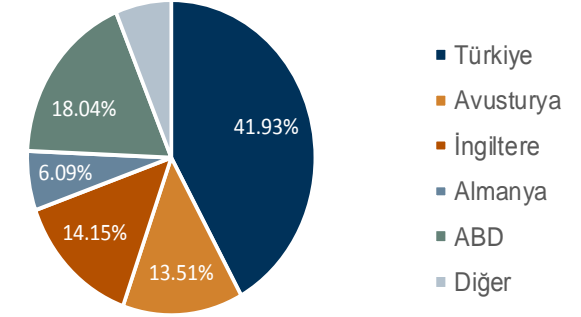
	F/K			FD/FAVÖK			Ülke
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	
TAV HAVALIMANLAR		7.28	5.71	8.4	5.2	4.4	TURKEY
SATS LTD	17.78		24.15	12.5	31.4	14.1	SINGAPORE
SODEXO	28.66	15.01	12.82	14.8	9.4	8.6	FRANCE
COMPASS GROUP	33.87	16.63	14.71	16.1	10.4	9.5	ENGLAND
SAUDI AIRLINES CATERI		17.14	13.08	26.1	11.7	9.6	SAUDI ARABIA
Medyan	28.66	15.82	13.08	14.81	10.40	9.51	
DO & CO	454.62	21.75	14.64	13.7	9.3	7.6	
İskonto/Prim	1486%	38%	12%	-7%	-10%	-20%	

- Salgının olası bir ikinci dalga ile devam etmesi sonucu planlanan uçuşların yapılamaması, seyahat kısıtlamalarının ve sosyal mesafe önlemlerinin devam etmesi kısa vadeli risk unsuru.
- Salgının ile birlikte iş pratiklerinin değişmesi sonucu iş seyahatlerinin azalmasını uzun vadeli bir risk unsuru olarak görüyoruz. Doco'nun satış gelirlerinin yaklaşık %60'ı business ve ve first class uçuşlardan elde ediliyor.
- Bu sıkıntılı süreçte, havayolu şirketlerinin maliyet düşürmek adına ikram hizmetlerini azaltma yoluna gitmesi olası. Fakat biz bu durumun daha çok kısa mesafeli uçuşlar için risk unsuru olacağını düşünüyoruz.
- Müşterilerin iflasa yada küçülmeye gitmesi bir diğer risk faktörü olabilir. Şuana kadar sektör özelinde açıklanmış bir devlet desteği olmaması nedeniyle Avrupalı havayolu şirketlerinin daha büyük bir risk altında olabilir.

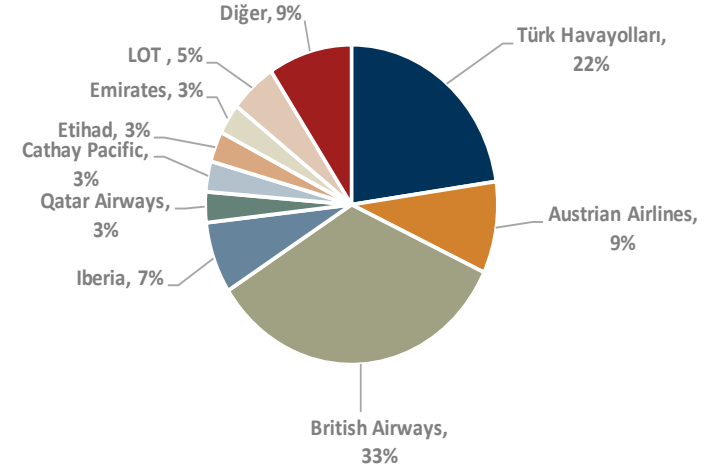
Havayolu İkram Hizmetleri Gelir Kırılımı

	Uzun mesafe	Kısa mesafe	Toplam
Ekonomi (%)	33%	7%	40%
Business & First Class (%)	42%	18%	60%
	75%	25%	

Havayolu İkram Hizmetleri Segmeti Gelirlerinin Coğrafi Kırılımı – 2Ç 2019/20



Havayolu İkram Hizmetleri Segmeti Gelirlerinin Müşteri Bazlı Kırılımı



DO & CO AKTIENGESELLSCHAFT: Finansallar

	2017 / 2018A	2018 / 2019A	2019 / 2020E	2020 / 2021E	2021 / 2022E
Gelir Tablosu (m n €)					
Net Satış Gelirleri	861	848	952	561	796
Diğer operasyonel gelirler	23	21	24	14	21
Ticari mal maliyeti	-369	-362	-404	-236	-337
Personel giderleri	-288	-282	-317	-189	-266
Diğer operasyonel giderler	-144	-145	-149	-90	-124
Esas Faaliyet Karı	51	51	53	15	43
Net Finansman Gelir (Gideri)	-3	-3	-8	-9	-7
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	46	49	45	6	36
Vergi Giderleri (Gelirleri)	13	12	11	2	9
Azınlık Payları	9	11	10	4	8
Net Kar	24	26	24	1	19
FAVÖK	83	80	106	61	91

	2017 / 2018A	2018 / 2019A	2019 / 2020E	2020 / 2021E	2021 / 2022E
Operasyonel Performans					
Faaliyet Kar Marjı	5.9%	6.1%	5.6%	2.7%	5.4%
FAVÖK Marjı	9.7%	9.5%	11.1%	10.9%	11.4%
Net Kar Marjı	2.8%	3.1%	2.6%	0.2%	2.4%
Özkaynak Karlılığı	1.0%	12.9%	10.7%	0.3%	6.8%
Aktif Karlılığı	0.4%	4.5%	3.3%	0.1%	2.3%
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	4.9%	6.5%	7.3%	7.3%	5.5%
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	-5.1%	1.2%	-2.7%	0.3%	0.5%

	2017 / 2018A	2018 / 2019A	2019 / 2020E	2020 / 2021E	2021 / 2022E
Rasyo Analizi					
Düzeltilmiş F / K (x)	16.9	15.6	17.0	a.d	21.8
FD / FAVÖK (x)	10.1	10.5	8.0	13.7	9.3
FD / Satışlar (x)	1.0	1.0	0.9	1.5	1.1
PD / Defter Değeri (x)	2.1	2.0	1.7	1.5	1.5
Nakit Akışı / PD	a.d	2.4%	a.d	0.4%	0.9%
Hisse Başı Kazanç (□)	1.25	1.35	1.25	0.05	0.97
Temettü Verimi	1.6%	1.1%	0.0%	0.1%	1.4%
Net Borç (Nakit) (mn €)	73	79	296	308	317
Net Borç / FAVÖK (x)	0.9	1.0	2.8	5.0	3.5
Net Borç / Özsermaye (x)	0.3	0.3	1.0	0.9	1.0

	2017 / 2018A	2018 / 2019A	2019 / 2020E	2020 / 2021E	2021 / 2022E
Bilanço (m n €)					
Dönen Varlıklar	253	306	337	269	261
Nakit ve Nakit Benzerleri	76	70	88	83	67
Ticari Alacaklar	112	111	130	131	131
Stoklar	26	33	35	21	28
Diğer Dönen Varlıklar	45	98	89	43	44
Duran Varlıklar	314	277	543	543	575
Özkaynak Yönt. Değ. Yat.	7	7	7	7	7
Maddi Duran Varlıklar	233	193	446	446	460
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	53	49	47	47	48
Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	20	28	43	43	60
Toplam Varlıklar	573	588	887	820	845
Kısa Vadeli Yükümlülükler	152	157	248	152	179
Finansal Borçlar	0	0	60	62	64
Ticari Borçlar	77	89	93	54	65
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	76	68	96	36	51
Uzun Vadeli Yükümlülükler	172	174	346	342	336
Finansal Borçlar	152	154	324	329	320
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	20	20	22	12	16
Özkaynaklar	248	258	292	327	329
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	201	210	243	276	277
Nakit Akım (m n €)					
İşletme Faal. Kay. Net Nakit	42	55	69	41	43
Düzeltilme Öncesi Kar	33	37	34	5	27
Amortisman & İtfa Payları	33	29	52	46	48
İşletme Sermayesindeki Değ.	-15	7	-19	-24	3
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	-9	-18	2	15	-34
Yatırım Faal. Kay. Nakit	-86	-45	-95	-39	-40
Sabit Sermaye Yatırımları	-76	-42	-95	-39	-40
Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	-11	-3	0	0	0
Serbest Nakit Akım	-44	10	-26	2	4
Finansman Faal. Kay. Nakit	-17	-13	44	-7	-20
Finansal Borçlardaki Değişim	-2	-5	60	2	-13
Temettü Ödemeleri	-8	-8	-8	0	0
Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-7	0	-8	-9	-7
Net Nakit Değişimi	-67	-6	18	-6	-16

Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.