

**Küresel havacılık sektörü, güçlü GSYİH büyümesi, artan yolcu talebi ve dirençli operasyonel performans sayesinde güçlü bir toparlanma yaşamaktadır.** Buna rağmen, yüksek personel ve kiralama maliyetleri ve jeopolitik gerilimler gibi zorluklarla karşı karşıya olduğu görülmektedir. Küresel havacılık trafiği 2023 yılında, pandemi öncesi (2019) seviyelerinin %94.1'ine ulaşmış durumda ve en son IATA tahminlerine göre 2024'te %9.7 büyümeye ile 2019 rakamlarını aşması beklenmektedir.

**Türk havacılık sektörü, pandemi sonrası toparlanmada öncülük etti.** Türk havayolu şirketleri, sektör ortalamasının üzerinde filo büyüme beklentileri ve güçlü kargo performansları ile cazip bir konuma sahiptir. Jeopolitik zorluklar ve kalıcı enflasyon ana risk faktörleri olarak karşımıza çıkmaktadır. Bahse konu havaalanı işletmecisi, coğrafi olarak dağılmış operasyonları ve yatırım harcama döngüsünün sonlarına yaklaşması ile ön plana çıkmaktadır. Türk havacılık trafiği, küresel benzerlerinin önünde pandemi öncesi rakamlara ulaşmıştır. Türk Hava Yolları, Ocak-Haziran döneminde %80.8 doluluk oranı (yıllık %0.8 düşüş) kaydederken, Pegasus Havayolları %87.3 doluluk oranı (yıllık %4.7 artış) sundu. Tav Havalimanları aynı dönemde yolcu trafiğinde %17 yıllık artış kaydetti. Artan koltuk kapasiteleri ve yüksek doluluk oranlarına karşılık güçlü bir TL, havayolları için ana engel olarak görünmektedir. Ancak, devam eden turizm sezonu, havacılık sektörü için güçlü bir yıl ima etmektedir. RASK-CASK makası, her iki havayolu için de yılın ilk yarısındaki rakamlara istinaden 2023'e kıyasla daralma gösterebilir.

**Türk Hava Yolları için "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyesi ile araştırma kapsamımıza alıyoruz.** INA (%25) ve benzer şirket çarpanlarından (%75) oluşan hibrit değerlememiz, mevcut döviz kurlarında hisse başına 406,00 TL adil değere işaret ederek %31'lik bir yukarı yönlü potansiyel sunmaktadır. Hisse senedi şu anda 2024T FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarıyla sırasıyla 3,7x ve 3,9x ile işlem görmektedir. Devlet havayolu şirketini, agresif 10 yıllık strateji planı ve pandemi sonrası dönemde yakalanan daha yüksek pazar payının projeksiyon dönemi boyunca sürdürüleceğini öngörmemiz nedeniyle beğeniyoruz.

**Pegasus için "Endekse Paralel Getiri" tavsiyesi ile araştırma kapsamımıza alıyoruz.** INA (%25) ve benzer şirket çarpanlarından (%75) oluşan hibrit değerlememiz, mevcut döviz kurlarında hisse başına 229 TL adil değere işaret ederek %5'lik bir aşağı yönlü potansiyel sunmaktadır. 2024T FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarıyla sırasıyla 7,3x ve 8,9x ile işlem görmektedir. Olumlu yanlar arasında süregelen yolcu kapasitesinin uluslararası uçuşlara kanalize edilmesi ve daha yüksek beklenen yan gelirlerden oluşmaktadır.

**Tav Havalimanları için "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyesi ile araştırma kapsamımıza alıyoruz.** INA (%25) ve benzer şirket grup çarpanlarından (%75) oluşan birleşik değerlememiz, mevcut döviz kurlarında hisse başına 395,00 TL adil değere işaret ederek %41'lik bir yukarı yönlü potansiyel sunmaktadır. Hisse senedi şu anda 2024T EV/FAVÖK ve F/K çarpanlarıyla sırasıyla 8,6x ve 14,2x ile işlem görüyor. TAV Havalimanları, trafik hacmi artışı öngörülen bölgelerde büyüyen havalimanı portföyü ile diğer havalimanı işletmecilerinden ayrışırken yatırım harcamalarının sonuna yaklaşmış olması ve bağlı ortaklıkları ile nakit akışı üretim potansiyeli dikkat çekicidir.

## ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ



## Şirket Raporu

## Hisse Bilgileri

Sektör	Taahhütlük ve Lojistik
Bloomberg / Reuters Kodu	THYAO.TI / THYAO.IS
Fiyat (TL/hisse)	309,75
Hedef Fiyat (USD/hisse)	12,33
Hedef Fiyat (TL/hisse)	406,00
Potansiyel Getiri	31%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	203,00-330,00
Piyasa Değeri (milyon TL)	427.455
Firma Değeri (milyon TL)	675.933
Fili Dolaşım PD (milyon TL)	213.728
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	1.380
Dolaşımdaki Paylar	%50
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	%24,66
3 Ay Önce	%30,02

## ENDEKSE PARALEL GETİRİ



## Şirket Raporu

## Hisse Bilgileri

Sektör	Taahhütlük ve Lojistik
Bloomberg / Reuters Kodu	PGSUS.TI / PGSUS.IS
Fiyat (TL/hisse)	241,90
Hedef Fiyat (USD/hisse)	6,38
Hedef Fiyat (TL/hisse)	229,00
Potansiyel Getiri	-5%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	130,74-257,00
Piyasa Değeri (milyon TL)	120.950
Firma Değeri (milyon TL)	211.201
Fili Dolaşım PD (milyon TL)	52.009
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	500
Dolaşımdaki Paylar	%43
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	%20,99
3 Ay Önce	%23,43

## ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ



## Şirket Raporu

## Hisse Bilgileri

Sektör	Taahhütlük ve Lojistik
Bloomberg / Reuters Kodu	TAVHLT.TI / TAVHLT.IS
Fiyat (TL/hisse)	279,25
Hedef Fiyat (EUR/hisse)	11,02
Hedef Fiyat (TL/hisse)	395,00
Potansiyel Getiri	41%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	102,50-290,75
Piyasa Değeri (milyon TL)	101.446
Firma Değeri (milyon TL)	144.336
Fili Dolaşım PD (milyon TL)	48.694
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	363
Dolaşımdaki Paylar	%48
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	%47,12
3 Ay Önce	%46,80

Yunus Yenikalaycı

Uzman

arastirma@gedik.com

+ 90 216 453 0000

## TÜRK HAVA YOLLARI

**Türk Hava Yolları, bayrak taşıyıcı bir havayolu şirketi olarak hizmet vermektedir.** 1933 yılında kurulan devlet havayolu şirketi, iştirakleriyle birlikte havacılık sektöründe önemli bir oyuncu haline gelmiştir. Mayıs 2024 itibarıyla 456 uçaklık bir filoya sahip olan şirket, 130 ülkede destinasyonlarla geniş bir ağa hizmet vermektedir ve dünyanın en geniş uçuş ağına sahiptir. Havayolu şirketinin ana iş kollarının ve stratejik iştiraklerinin dikey entegrasyonu, operasyonel olarak verimli bir genel varlık sağlamaktadır.

**Trafik hacmi büyümesi güçlü kalmaya devam ediyor.** Yolcu trafiği için yüksek sezon, iç hat yolcu sayısının yıllık %5.0 artışla 14.89 milyona, uluslararası yolcu sayısının ise %4.7 artışla 25.69 milyona ulaşmasıyla ılımlı sonuçlarla başladı ve toplamda %4.8 artışla yılın ilk yarısında 40.58 milyona ulaştı. Yılın ilk yarısında doluluk oranındaki hafif düşüşe rağmen (%80.8) AKK'daki %10.2 artışa paralel olarak (100.02 milyar), yönetim, 2033 yılına kadar 171 milyon yolcu hedefleyerek önümüzdeki on yıl içinde %7.4 YBBO öngörmektedir.

**2024'ün ilk çeyreğinde, toplam gelir yıllık %10 artarak 4,769 milyon USD'ye yükseldi,** ancak işletme giderlerinin %14 artması neticesinde 28 milyon USD net operasyonel zarar yaşandı. Buna rağmen, diğer gelirler ve 58 milyon USD tutarındaki ertelenmiş vergi geliri ile desteklenen şirket, 1Ç23'teki 233 milyon USD'lik net kâra kıyasla hafif bir düşüşle 226 milyon USD net kâr açıkladı. Ciro'nun, yıllık %0.4 artışla 21,027 milyon USD'ye ulaşarak 2024 mali yılı için yatay kalmasını bekliyoruz, 2025 beklentilerimiz ise %5.2'lik ciro büyümesine işaret etmektedir.

**2024 yılında filonun genişlemesine rağmen net borcun FAVÖK'e oranının 1.2x'e düşmesini bekliyoruz.** 2024 yılında şirketin net borcunun 6,746 milyon USD'ye ulaşmasını, kaliteli serbest nakit üretimi sayesinde 2025 yılında ise 5,452 milyon USD olmasını bekliyoruz. Tahmin dönemi boyunca düşük kaldıraç kullanımı varsaydık.

**Riskler: (1)** Jeopolitik gerilimlerin yolcu trafiğine olumsuz yansıması **(2)** Yakıt girdilerinde öngörülme fiyatlaması **(3)** Uçak teslimat gecikmelerine paralel olarak kiralama giderlerinde artışlar **(4)** Rölatif olarak güçlü TL'nin turizm trafiğinde olumsuz etkileri.

**Türk Hava Yolları'nı "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyesi ile araştırma kapsamına alıyoruz.** Şirket için hazırladığımız İNA (%25 ağırlık) ve benzer şirket analizi (%75 ağırlık) hisse başına mevcut döviz kurlarından 395.00TL hedef fiyat ve %31 artış potansiyeline işaret etmektedir. Şirket hisseleri halihazırda 2024 beklentilerine göre 3.6x FD/FAVÖK ve 3.9x F/K çarpanlarından işlem görmektedir.

(USD mn)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Ciro	18.426	20.942	21.027	22.114	22.747
Düzeltilmiş FAVÖK	4.947	5.525	5.427	5.689	5.830
Net Kar	-179	6.021	3.289	3.433	3.457
Düzeltilmiş FAVÖK Marjı	26,8%	26,4%	25,8%	25,7%	25,6%
Net Kar Marjı	-1,0%	28,8%	15,6%	15,5%	15,2%
F/K (x)	-72,5	2,2	3,9	3,8	3,8
FD/Düzeltilmiş FAVÖK(x)	4,5	3,8	3,6	3,2	3,0
FD/Satışlar(x)	1,2	1,0	0,9	0,8	0,8
Özsermaye Karlılığı	-1,8%	47,6%	19,5%	17,6%	15,7%
PD/DD (x)	1,3	0,8	0,7	0,6	0,6
Net Borç/Düzeltilmiş FAVÖK	1,9	1,5	1,2	1,0	0,7
Temettü Verimi(x)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

## ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ

## Şirket Raporu

## Hisse Bilgileri

Sektör	Taşımacılık ve Lojistik
Bloomberg / Reuters Kodu	THYAO.TI / THYAO.IS
Fiyat (TL/hisse)	309,75
Hedef Fiyat (USD/hisse)	12,33
Hedef Fiyat (TL/hisse)	406,00
Potansiyel Getiri	31%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	203,00-330,00
Piyasa Değeri (milyon TL)	427.455
Firma Değeri (milyon TL)	675.933
Fili Dolaşım PD (milyon TL)	213.728
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	1.380
Dolaşımdaki Paylar	%50
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	%24,66
3 Ay Önce	%30,02

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	34.677	30.949	33.339	37.338
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	10.846.714	9.536.974	10.433.573	9.969.709
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	307,25-316,50	295,75-316,50	295,75-330,00	203,00-330,00

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	-%2	%2	%24	%39
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	-%5	-%12	-%11	-%17

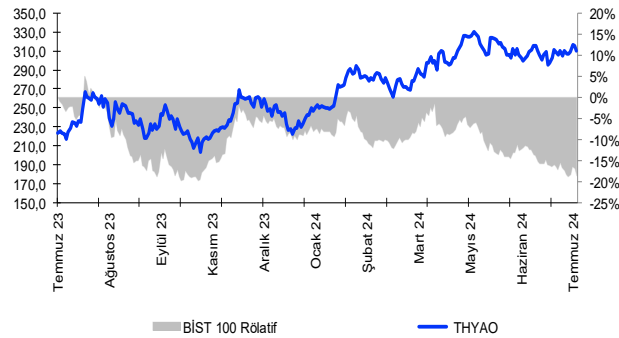
Ortaklık Yapısı	Sermayedeki Payı (%)
Fili Dolaşım	50,88
TÜRKİYE VARLIK FONU	49,12

## Şirket Özeti

Şirketin ana faaliyet konusu yurt içi ve yurt dışında yolcu ve kargo hava taşımacılığı yapmaktır.

## Hisse Performansı

Kaynak: Gedik Yatırım



\* 22/07/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Yunus Yenikalaycı

Uzman

arastirma@gedik.com

+ 90 216 453 0000

## Görsel 1 – Değerleme Sonucu

(USD mn)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
<b>Ciro</b>	<b>21.027</b>	<b>22.114</b>	<b>22.747</b>	<b>23.334</b>	<b>23.923</b>	<b>24.512</b>	<b>25.103</b>	<b>25.693</b>	<b>26.284</b>	<b>26.875</b>
Büyüme (%)	0,4%	5,2%	2,9%	2,6%	2,5%	2,5%	2,4%	2,4%	2,3%	2,2%
<b>Düzeltilmiş FAVÖK</b>	<b>5.427</b>	<b>5.689</b>	<b>5.830</b>	<b>6.023</b>	<b>6.194</b>	<b>6.362</b>	<b>6.485</b>	<b>6.604</b>	<b>6.718</b>	<b>6.828</b>
Marj (%)	25,8%	25,7%	25,6%	25,8%	25,9%	26,0%	25,8%	25,7%	25,6%	25,4%
Esas Faaliyet Karı	2.713	2.934	2.952	3.045	3.122	3.199	3.276	3.353	3.430	3.507
Kaldıraçsız Vergi	0	0	0	761	780	800	819	838	857	877
Teorik Vergi Oranı (%)	0%	0%	0%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
<b>VKNİK</b>	<b>2.713</b>	<b>2.934</b>	<b>2.952</b>	<b>2.284</b>	<b>2.341</b>	<b>2.399</b>	<b>2.457</b>	<b>2.515</b>	<b>2.572</b>	<b>2.630</b>
NOPAT Marjini	13%	13%	13%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Yatırım Harcamaları	1.584	1.641	1.701	1.764	1.830	1.882	1.935	1.988	2.043	2.098
Amortisman	2.094	2.087	2.174	2.237	2.294	2.346	2.394	2.437	2.476	2.511
Net İşletme Sermayesindeki Değişim	176	23	22	26	28	30	31	33	34	36
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>3.047</b>	<b>3.357</b>	<b>3.403</b>	<b>2.731</b>	<b>2.778</b>	<b>2.834</b>	<b>2.884</b>	<b>2.930</b>	<b>2.971</b>	<b>3.007</b>
Hedef Borç/Özkaynak	44%	41%	39%	37%	36%	34%	33%	32%	31%	30%
Teorik Vergi Oranı	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Risksiz Getiri Oranı	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
Hisse Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Özsermaye Maliyeti	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
Borçlanma Maliyeti	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
AOSM	12,3%	12,4%	12,4%	11,4%	11,4%	11,5%	11,5%	11,6%	11,6%	11,7%
İskonto Faktörü	95%	85%	75%	67%	60%	54%	48%	43%	39%	35%
<b>NBD</b>	<b>2.894</b>	<b>2.839</b>	<b>2.561</b>	<b>1.828</b>	<b>1.670</b>	<b>1.529</b>	<b>1.396</b>	<b>1.272</b>	<b>1.156</b>	<b>1.048</b>

## İNA Varsayımları

AOSM	11,4%
Risksiz Getiri Oranı	7,7%
Terminal Büyüme Oranı	3,0%
SNA'nın NBD (USD mn)	18.194
Terminal Değerin NBD (USD mn)	12.448
Operasyonların NBD (USD mn)	30.642
Net Borç (USD mn)	7.673
Azınlık Payları (USD mn)	0
<b>İNA'dan gelen Adil Özkaynak Değeri (USD mn)</b>	<b>22.952</b>

## Sonuçlar

İNA'dan Gelen Adil Özkaynak Değeri (USD mn)	22.952
Benzer Şirketlerden Gelen Adil Özkaynak Değeri (USD mn)	15.036
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri (USD mn)	17.015
<b>Adil Değer (EUR), Ağırlıklandırılmış, Pay Başı</b>	<b>12,33</b>
<b>Adil Değer (TRL), Ağırlıklandırılmış, Pay Başı</b>	<b>406</b>
Fiyat (TRL)	309,75
Yükseliş Potansiyeli	31%

## Görsel 2 – Benzer Şirketler Analizi

Şirket	Hisse Kodu	Ülke	2024T			
			FD/FAVÖK	F/K	FD/Satışlar	PD/DD
International Consolidated Air	IAG LN Equity	İNGİLTERE	3,3x	4,3x	0,6x	1,8x
Air France-KLM	AF FP Equity	FRANSA	2,6x	2,5x	0,4x	#N/A N/A
American Airlines Group Inc	AAL US Equity	ABD	6,1x	5,5x	0,7x	#N/A N/A
Copa Holdings SA	CPA US Equity	PANAMA	4,0x	5,7x	1,3x	1,5x
Japan Airlines Co Ltd	9201 JP Equity	JAPONYA	4,6x	12,1x	0,7x	1,2x
China Airlines Ltd	2610 TT Equity	TAYVAN	4,4x	11,6x	0,9x	1,6x
Air China Ltd	601111 CH Equity	ÇİN	8,9x	88,9x	1,8x	2,9x
Deutsche Lufthansa AG	LHA GR Equity	ALMANYA	3,0x	5,8x	0,3x	0,6x
Singapore Airlines Ltd	SIA SP Equity	SİNGAPUR	4,9x	8,1x	1,3x	1,4x
Air New Zealand Ltd	AIR NZ Equity	YENİ ZELANDA	3,7x	12,9x	0,5x	0,9x
Korean Air Lines Co Ltd	003490 KS Equity	GÜNEY KORE	3,5x	6,8x	0,7x	0,8x
<b>Türk Hava Yollari AO</b>	<b>THYAO TI Equity</b>	<b>TÜRKİYE</b>	<b>4,4x</b>	<b>4,8x</b>	<b>0,9x</b>	<b>0,8x</b>
<b>Medyan'a göre Prim/İskonto</b>			<b>5%</b>	<b>-24%</b>	<b>27%</b>	<b>-43%</b>
Ortalama			4,4x	14,1x	0,8x	1,3x
<b>Medyan</b>			<b>4,2x</b>	<b>6,3x</b>	<b>0,7x</b>	<b>1,3x</b>

Kaynak: Bloomberg

## Görsel 3 – Finansallar

Gelir Tablosu (USD mn)	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
<b>Gelirler</b>	<b>20.942</b>	<b>21.027</b>	<b>22.114</b>	<b>22.747</b>	<b>23.334</b>	<b>23.923</b>
Maliyetler (COGS)	-16.060	-16.175	-16.939	-17.455	-17.910	-18.362
<b>Brüt Kar</b>	<b>4.882</b>	<b>4.851</b>	<b>5.175</b>	<b>5.291</b>	<b>5.424</b>	<b>5.561</b>
Faaliyet Giderleri	-2.209	-2.138	-2.241	-2.339	-2.379	-2.439
<b>Diğer Gelirler Hariç Faaliyet Karı</b>	<b>2.673</b>	<b>2.713</b>	<b>2.934</b>	<b>2.952</b>	<b>3.045</b>	<b>3.122</b>
Diğer Giderler / Gelirler	186	129	101	167	131	139
<b>Finansal Giderler / Gelirler</b>	<b>-320</b>	<b>-306</b>	<b>-330</b>	<b>-335</b>	<b>-323</b>	<b>-317</b>
Vergi Öncesi Kar	3.641	3.072	3.275	3.378	3.448	3.540
<b>Vergi Gelir / Gider</b>	<b>2.380</b>	<b>217</b>	<b>157</b>	<b>78</b>	<b>-252</b>	<b>-258</b>
Net Kar	6.021	3.289	3.433	3.457	3.196	3.282

<b>Esas Faaliyet Karı (Core EBIT)</b>	<b>2.673</b>	<b>2.713</b>	<b>2.934</b>	<b>2.952</b>	<b>3.045</b>	<b>3.122</b>
Teşvikler	817	620	668	704	740	778
Amortisman ve İtfa	2.035	2.094	2.087	2.174	2.237	2.294
<b>Düzeltilmiş FAVÖK (USD mn)</b>	<b>5.525</b>	<b>5.427</b>	<b>5.689</b>	<b>5.830</b>	<b>6.023</b>	<b>6.194</b>

Kaynak: Şirket Finansalları, Gedik Yatırım Araştırma

Bilanço (USD mn)	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
<b>Nakit ve Nakit Benzerleri</b>	<b>683</b>	<b>1.027</b>	<b>1.690</b>	<b>2.803</b>	<b>3.463</b>	<b>3.994</b>
Ticari Alacaklar	856	997	1.079	1.141	1.203	1.266
<b>Envanter</b>	<b>418</b>	<b>401</b>	<b>420</b>	<b>433</b>	<b>444</b>	<b>455</b>
Kullanım Hakkı Varlıkları	16.928	17.952	19.027	20.154	21.336	22.574
<b>Maddi Duran Varlıklar</b>	<b>6.075</b>	<b>6.230</b>	<b>6.385</b>	<b>6.540</b>	<b>6.694</b>	<b>6.848</b>
Diğer Varlıklar	10.711	12.004	12.993	13.369	13.764	14.197
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>35.671</b>	<b>38.611</b>	<b>41.594</b>	<b>44.439</b>	<b>46.904</b>	<b>49.335</b>
Uzun Vadeli Kiralama Borçları	10.052	10.107	10.156	10.200	10.237	10.268
<b>Gelecek Dönem Gelirleri</b>	<b>2.705</b>	<b>2.842</b>	<b>2.912</b>	<b>2.983</b>	<b>3.053</b>	<b>3.124</b>
Diğer Borçlar	7.351	7.487	7.757	8.000	8.250	8.493
<b>Toplam Borçlar</b>	<b>20.108</b>	<b>20.436</b>	<b>20.825</b>	<b>21.182</b>	<b>21.540</b>	<b>21.884</b>
Özsermaye	15.563	18.175	20.769	23.257	25.363	27.450
<b>Net Borç / (Nakit)</b>	<b>8.220</b>	<b>6.746</b>	<b>5.452</b>	<b>4.357</b>	<b>3.724</b>	<b>3.206</b>

Kaynak: Şirket Finansalları, Gedik Yatırım Araştırma

Finansal Oranlar	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
F/K (x)	2,2	3,9	3,8	3,8	4,1	4,0
FD/FAVÖK(x)	3,8	3,6	3,2	3,0	2,8	2,6
FD/Satışlar (x)	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7
Özsermaye Getirisi (RoE)	47,6%	19,5%	17,6%	15,7%	13,2%	12,4%
PD/DD (x)	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5
Net Borç/Düzeltilmiş FAVÖK	1,5	1,2	1,0	0,7	0,6	0,5
Temettü Verimi (x)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Kaynak: Şirket Finansalları, Gedik Yatırım Araştırma

## PEGASUS HAVA YOLLARI

**Pegasus, büyüyen uluslararası koltuk kapasitesi ile dikkat çeken bir havayolu şirketidir.** 1991 yılında kurulan şirketin 105 uçağı bulunmakta olup çoğunluğu finansal kiralama ile temin edilmiştir. 2024'te filoya katılacak yeni uçakların çoğunun Airbus neo tiplerinde olacağı ve yıl sonuna kadar toplam uçak sayısının 118'e ulaşması beklenmektedir. Sipariş defteri büyük ölçüde A320NEO-A321NEO uçaklardan oluşmaktadır. Firma, son yıllarda önemli miktarda koltuk trafiğini uluslararası uçuşlara kaydırarak koltuk tahsis politikalarında görünür bir değişim yapmıştır.

**Yılbaşından bu yana, yolcu sayısı %23 artarak (2023 yılına kıyasla) 17.43 milyona ulaşmıştır.** Ocak-Haziran ayları arasında, iç hat yolcu sayısı %25 artarak (2023 yılına kıyasla) 6.70 milyona ulaşırken, uluslararası yolcu sayısı %22 artarak 10.72 milyona ulaşmıştır. Şirketin yılbaşından bugüne doluluk oranı 4.7 puan artarak %87.30'a ulaşırken, Arz edilen koltuk kilometresi (AKK) %19 artarak 31.09 milyara olmuştur.

**Yüksek sezon, yüksek trafik büyümesi ve optimal doluluk oranı ile ön plana çıkmaktadır.** 1Ç24'te, toplam yolcu sayısı yıllık bazda %28 artarak 8.1 milyona ulaşmış, uluslararası yolcu sayısı yıllık bazda %32 artmıştır. Gelir %17 artarak 519 milyon EUR'ya ulaşırken, maliyetler %26 artmış ve bu da EUR 39 milyon FAVÖK'e yol açarak yıllık bazda %44 düşüş göstermiştir. Net zarar 103 milyon EUR olmuştur. Şirket, esas olarak işletme sermayesindeki değişiklikler nedeniyle faaliyetlerden 142 milyon EUR serbest nakit akışı sağlamıştır. Pegasus Havayolları'nın uluslararası trafikte güçlü hacim büyümesi ve birimbaşılı gelir artışı göstermesini bekliyoruz.

**2024T'de Gelir ve Düzeltilmiş FAVÖK'ün sırasıyla 2,968 milyon EUR ve 857 milyon EUR'ya ulaşmasını bekliyoruz.** Buna göre, uluslararası yolcu büyümesinin daha yüksek olmasıyla birlikte toplam yolcu sayısının 37,8 milyona ulaşmasını bekliyoruz. Ek gelir katkısının yanı sıra hafifçe daha yüksek doluluk oranı, düşük maliyetli taşıyıcı (LCC) için projeksiyonlarımızda EUR cinsinden %11.1'lik gelir artışına zemin hazırlamaktadır.

**Riskler: (1)** Hem bölgesel hem de yerel olarak diğer düşük maliyetli taşıyıcılar tarafından artan rekabet, marj daralmalarına yol açabilir. **(2)** Uçak üretiminde süregelen arz tarafı sorunları **(3)** emtia fiyatlarında dalgalanmalar **(4)** Güçlü TL ortamının devam etmesi daha düşük turizm talebi ile sonuçlanabilir.

**Pegasus Hava Yollarını "Endekse Paralel Getiri" tavsiyesi ile araştırma kapsamına alıyoruz.** Şirket için hazırladığımız İNA (%25 ağırlık) ve benzer şirket analizi (%75 ağırlık) mevcut döviz kurundan hisse başına 229.00TL hedef fiyat ve %5 azalış potansiyeline işaret etmektedir. Şirket hisseleri halihazırda 2024 beklentilerine göre 7.3x FD/Düzeltilmiş FAVÖK ve 8.9x F/K çarpanlarından işlem görmektedir.

(EUR mn)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Net Ciro	2.449	2.670	2.968	3.216	3.424
Düzeltilmiş FAVÖK	835	838	857	940	1.014
Net Kar	431	790	379	419	408
Brüt Marj	28,1%	24,0%	23,4%	23,5%	23,2%
Düzeltilmiş FAVÖK Marjı	34,1%	31,4%	28,9%	29,2%	29,6%
Net Kar Marjı	17,6%	29,6%	12,8%	13,0%	11,9%
F/K (x)	7,8	4,3	8,9	8,0	8,3
FD/Düzeltilmiş FAVÖK(x)	7,1	7,8	7,3	6,7	6,3
FD/Satışlar(x)	2,4	2,5	2,1	2,0	1,9
Özsermaye Karlılığı	47,6%	61,2%	18,5%	16,1%	13,6%
PD/DD (x)	3,7	2,0	1,4	1,2	1,1
Net Borç/Düzeltilmiş FAVÖK	3,0	3,8	3,4	3,1	3,0
Temettü Verimi(x)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

## ENDEKSE PARALEL GETİRİ

## Şirket Raporu

## Hisse Bilgileri

Sektör	Taahhüt ve Lojistik
Bloomberg / Reuters Kodu	PGSUS.TI / PGSUS.IS
Fiyat (TL/hisse)	241,90
Hedef Fiyat (EUR/hisse)	6,38
Hedef Fiyat (TL/hisse)	229,00
Potansiyel Getiri	-5%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	130,74-257,00
Piyasa Değeri (milyon TL)	120.950
Firma Değeri (milyon TL)	211.201
Filli Dolaşım PD (milyon TL)	52.009
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	500
Dolaşımdaki Paylar	%43
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	%20,99
3 Ay Önce	%23,43

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	7.329	7.780	10.707	11.134
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	1.842.375	1.849.541	2.316.108	1.940.007
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	241,90-257,00	219,20-257,00	188,54-257,00	130,74-257,00

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	%2	%28	%65	%58
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	-%2	%11	%18	-%5

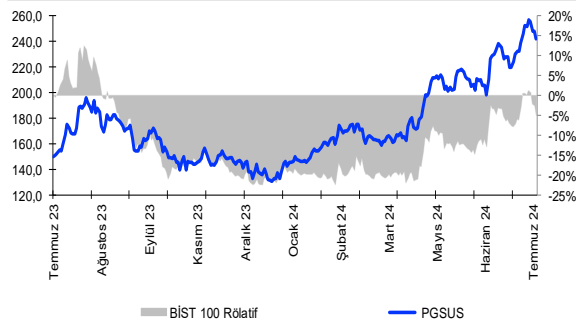
Ortaklık Yapısı	Sermayedeki Payı (%)
Esas Holding A.Ş.	56,66
Filli Dolaşım	43,34

## Şirket Özeti

Pegasus, Türkiye'nin lider düşük maliyetli (low-cost) hava yolu taşıyıcısıdır. Pegasus, 1990 yılından itibaren charter uçuşlarla havacılık sektöründe faaliyet göstermiştir. Pegasus, 2005 yılı başında Esas Holding tarafından devralınması ile birlikte iş modelini değiştirmiş ve düşük maliyetli ağ taşıyıcısı (low-cost network carrier) iş modelini ilk kez uygulayarak genç bir uçak filosuyla düşük fiyatlı ve zamanında kalkış performansını yüksek hizmet sunumuna odaklanmıştır.

## Hisse Performansı

Kaynak: Gedik Yatırım



\* 22/07/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Yunus Yenikalaycı

Uzman

arastirma@gedik.com

+ 90 216 453 0000

## Görsel 4 – Değerleme Sonucu

(EUR mn)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
<b>Ciro</b>	<b>2.968</b>	<b>3.216</b>	<b>3.424</b>	<b>3.616</b>	<b>3.794</b>	<b>3.958</b>	<b>4.109</b>	<b>4.246</b>	<b>4.371</b>	<b>4.484</b>
Büyüme (%)	11,1%	8,4%	6,5%	5,6%	4,9%	4,3%	3,8%	3,3%	2,9%	2,6%
<b>Düzeltilmiş FAVÖK</b>	<b>857</b>	<b>940</b>	<b>1.014</b>	<b>1.089</b>	<b>1.163</b>	<b>1.235</b>	<b>1.310</b>	<b>1.322</b>	<b>1.326</b>	<b>1.327</b>
Marj (%)	28,9%	29,2%	29,6%	30,1%	30,7%	31,2%	31,9%	31,1%	30,3%	29,6%
Esas Faaliyet Karı	560	607	637	678	711	742	770	796	819	840
Kaldıraçsız Vergi	0	0	0	169	178	185	192	199	205	210
Teorik Vergi Oranı (%)	0%	0%	0%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
<b>VKNİK</b>	<b>560</b>	<b>607</b>	<b>637</b>	<b>508</b>	<b>533</b>	<b>556</b>	<b>577</b>	<b>597</b>	<b>614</b>	<b>630</b>
NOPAT Margın	19%	19%	19%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%
Yatırım Harcamaları	104	112	125	132	138	119	123	127	131	135
Amortisman	307	321	330	337	341	343	344	343	340	337
Net İşletme Sermayesindeki Değişim	-24	-12	-11	-9	-8	-8	-7	-7	-6	-5
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>788</b>	<b>828</b>	<b>853</b>	<b>721</b>	<b>744</b>	<b>788</b>	<b>805</b>	<b>819</b>	<b>830</b>	<b>838</b>

Hedef Borç/Özkaynak	66%	63%	61%	58%	56%	53%	51%	50%	49%	47%
Teorik Vergi Oranı	0%	0%	0%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Risksiz Getiri Oranı	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
Hisse Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Özsermaye Maliyeti	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%
Borçlanma Maliyeti	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%
AOSM	10,9%	11,0%	11,0%	9,6%	9,7%	9,8%	9,9%	10,0%	10,0%	10,1%
İskonto Faktörü	96%	86%	78%	70%	64%	58%	53%	48%	44%	40%
<b>NBD</b>	<b>753</b>	<b>713</b>	<b>662</b>	<b>504</b>	<b>475</b>	<b>458</b>	<b>426</b>	<b>394</b>	<b>363</b>	<b>334</b>

## İNA Varsayımları

AOSM	11,43%
Risksiz Getiri Oranı	7,15%
Terminal Büyüme Oranı	3,00%
SNA'nın NBD (EUR mn)	5.082
Terminal Değerin NBD (EUR mn)	4.848
Operasyonların NBD (EUR mn)	9.930
Net Borç (EUR mn)	3.176
<b>İNA'dan gelen Adil Özkaynak Değeri (EUR mn)</b>	<b>6.754</b>

## Sonuçlar

İNA'dan Gelen Adil Özkaynak Değeri (EUR mn)	6.754
Benzer Şirketlerden Gelen Adil Özkaynak Değeri (EUR mn)	1.999
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri (EUR mn)	3.188
<b>Adil Değer (EUR), Ağırlıklandırılmış, Pay Başı</b>	<b>6,38</b>
<b>Adil Değer (TRL), Ağırlıklandırılmış, Pay Başı</b>	<b>229</b>
Fiyat (TRL)	241,90
Yükseliş Potansiyeli	-5%

## Görsel 5 – Benzer Şirketler Analizi

Şirket	Hisse Kodu	Ülke	2024T			
			FD/FAVÖK	F/K	FD/Satışlar	PD/DD
Wizz Air Holdings Plc	WIZZ LN Equity	MACARİSTAN	7,1x	9,8x	1,5x	143,1x
Allegiant Travel Co	ALGT US Equity	ABD	6,0x	18,7x	0,9x	0,6x
Southwest Airlines Co	LUV US Equity	ABD	6,8x	32,2x	0,5x	1,5x
Controladora Vuela Cia de Avia	VOLARA MM Equity	MEKSİKA	4,2x	8,1x	1,2x	0,6x
JetBlue Airways Corp	JBLU US Equity	ABD	13,9x	#N/A N/A	0,7x	0,7x
Aegean Airlines SA	AEGN GA Equity	YUNANİSTAN	3,8x	7,2x	0,9x	1,8x
Spirit Airlines Inc	SAVE US Equity	ABD	#N/A N/A	#N/A N/A	1,3x	1,1x
Azul SA	AZUL4 BZ Equity	BREZİLYA	4,5x	#N/A N/A	1,4x	#N/A N/A
Ryanair Holdings PLC	RYA ID Equity	IRLANDA	5,5x	9,7x	1,2x	2,6x
Gol Linhas Aereas Inteligentes	GOLL4 BZ Equity	BREZİLYA	5,1x	0,8x	1,2x	#N/A N/A
Cebu Air Inc	CEB PM Equity	FİLİPİNLER	6,5x	3,8x	1,6x	2,5x
<b>Pegasus Hava Tasimacılığı AS</b>	<b>PGSUS TI Equity</b>	<b>TÜRKİTE</b>	<b>7,0x</b>	<b>12,6x</b>	<b>1,9x</b>	<b>1,6x</b>
<b>Medyan'a göre Prim/İskonto</b>			<b>16%</b>	<b>30%</b>	<b>58%</b>	<b>2%</b>
Ortalama			6,4x	11,4x	1,2x	15,6x
<b>Medyan</b>			<b>6,0x</b>	<b>9,7x</b>	<b>1,2x</b>	<b>1,6x</b>

Kaynak: Bloomberg



## Görsel 6 – Finansallar

Gelir Tablosu (EUR mn)	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
<b>Gelirler</b>	<b>2.670</b>	<b>2.968</b>	<b>3.216</b>	<b>3.424</b>	<b>3.616</b>	<b>3.794</b>
Maliyetler (COGS)	-2.028	-2.272	-2.461	-2.630	-2.772	-2.909
<b>Brüt Kar</b>	<b>642</b>	<b>695</b>	<b>755</b>	<b>794</b>	<b>843</b>	<b>885</b>
Faaliyet Giderleri	-122	-135	-148	-157	-166	-174
<b>Diğer Gelirler Hariç Faaliyet Karı</b>	<b>520</b>	<b>560</b>	<b>607</b>	<b>637</b>	<b>678</b>	<b>711</b>
Diğer Giderler / Gelirler	-31	-34	-38	-40	-42	-44
<b>Finansal Giderler / Gelirler</b>	<b>-164</b>	<b>-222</b>	<b>-226</b>	<b>-256</b>	<b>-271</b>	<b>-271</b>
Vergi Öncesi Kar	370	345	394	392	420	454
<b>Vergi Gelir / Gider</b>	<b>420</b>	<b>34</b>	<b>25</b>	<b>16</b>	<b>34</b>	<b>0</b>
Dönem Karı	790	379	419	408	454	454

Bilanço (EUR mn)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
<b>Nakit ve Nakit Benzerleri</b>	<b>494</b>	<b>908</b>	<b>918</b>	<b>863</b>	<b>830</b>	<b>1.031</b>
Ticari Alacaklar	51	64	69	74	78	82
<b>Peşin Ödenen Giderler</b>	<b>703</b>	<b>732</b>	<b>755</b>	<b>776</b>	<b>799</b>	<b>821</b>
Kullanım Hakkı Varlıkları	3.485	3.807	4.118	4.447	4.800	4.890
<b>Maddi Duran Varlıklar</b>	<b>319</b>	<b>377</b>	<b>385</b>	<b>393</b>	<b>401</b>	<b>408</b>
Diğer Varlıklar	1.148	1.230	1.365	1.517	1.659	1.823
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>6.200</b>	<b>7.119</b>	<b>7.611</b>	<b>8.071</b>	<b>8.566</b>	<b>9.056</b>
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	572	602	627	649	668	684
<b>Uzun Vadeli Finansal Borçlar</b>	<b>3.097</b>	<b>3.198</b>	<b>3.235</b>	<b>3.267</b>	<b>3.297</b>	<b>3.326</b>
Diğer Borçlar	853	909	940	969	995	1.020
<b>Toplam Borçlar</b>	<b>4.522</b>	<b>4.708</b>	<b>4.802</b>	<b>4.885</b>	<b>4.960</b>	<b>5.030</b>
Özsermaye	1.678	2.410	2.809	3.186	3.606	4.026
<b>Net Borç / (Nakit)</b>	<b>3.175</b>	<b>2.891</b>	<b>2.944</b>	<b>3.054</b>	<b>3.135</b>	<b>2.980</b>

Kaynak: Şirket Finansalları, Gedik Yatırım Araştırma

Finansal Oranlar	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
F/K (x)	4,3	8,9	8,0	8,3	7,4	7,4
FD/Düzeltilmiş FAVÖK (x)	7,8	7,3	6,7	6,3	6,0	5,5
FD/Satışlar (x)	2,5	2,1	2,0	1,9	1,8	1,7
Özsermaye Getirisi (RoE)	61,2%	18,5%	16,1%	13,6%	13,4%	11,9%
PD/DD (x)	2,0	1,4	1,2	1,1	0,9	0,8
Net Borç/Düzeltilmiş FAVÖK	3,8	3,4	3,1	3,0	2,9	2,6
Temettü Verimi (x)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Kaynak: Şirket Finansalları, Gedik Yatırım Araştırma

## TAV HAVALIMANLARI

**Tav Havalimanları, 8 farklı ülkede müşterilerine hizmet veren bir havalimanı işletmecisidir.** 1997 yılında kurulan firma, 3'ü karbon nötr olan 15 havalimanı işletmesinin yanı sıra havalimanı değer zincirinin her noktasına dokunan çeşitli hizmet bağlı ortaklıklarını da içerecek şekilde büyümüştür. Şirket, 2023 yılında 96 milyon yolcuya hizmet vermiştir. Güçlü yolcu trafiği beklentilerine sahip yeni ihale hedefleri, CEEMEA bölgesinde inorganik büyüme potansiyeline işareti vermektedir. İnorganik büyüme perspektifinin yanı sıra, son yıllarda güçlü turizm rakamları yüksek uluslararası yaya trafiği olarak yansımış ve ileriye dönük olarak Antalya ve Almatı, TAV'ın havalimanı portföyü için kilit unsurlardır.

**Haziran 2024 itibarıyla, şirket yılbaşından bu yana 45.87 milyon yolcuya hizmet vererek, yılbaşından bugüne %17 artış kaydetmiştir.** Uluslararası yolcu trafiği büyümesi, yüksek sezonun devam etmesi dikkat çekicidir. Ocak-Haziran rakamları, uluslararası trafikte %20 büyüme göstermektedir. Almatı uluslararası terminali Haziran başında faaliyete geçerek yolcu kapasitesini 14 milyon yolcuya çıkarmıştır. Haziran ayında, bahsi geçen havalimanı %16 yolcu hacmi artışıyla 1.03 milyon yolcu kaydetmiş ve toplam uluslararası trafik %26 artış göstermiştir. İleriye dönük olarak, yönetim Almatı'nın FAVÖK katkısının yeni kapasitesiyle birlikte yardımcı gelir beklentilerinin içsel havacılık mevsimselliğini azaltmasını öngörülmektedir. Yeni uluslararası terminalin inşaatının tamamlanmasıyla Almatı'daki yardımcı ve hizmet/yan gelir katkısı, Tav Havalimanları için marj genişlemelerini kolaylaştıracaktır. Ek olarak, Almatı 2023 yılında uluslararası hacmi 2019 rakamlarının %35 üzerinde oluşmuştur.

**Faaliyet geliri, 2021G'den 2023G'ye kadar %58.38 YBBO ile etkileyici bir oranda artmıştır;** bu artış, büyük ölçüde COVID-19 sonrası beklenen ertelenmiş seyahat talebi ve ilgili yolcu hacimlerindeki canlanma ile sağlanmıştır. İleriye dönük olarak, tahmin dönemimiz için daha ılımlı bir %3.43 YBBO büyüme oranı beklerken, muhafazakâr marjlar uyguluyoruz. Sonuç olarak, 2024T'te EUR1,577 bekliyoruz, bu da %20.4 net ciro büyümesine ve %29.7 Düzeltilmiş FAVÖK marjı olarak yansımaktadır. 2024T sonrası dönemde yatırım harcamaları takvimi tamamlanmak üzere ve bu da havalimanı işletmecisi için kaliteli serbest nakit akışı üretim beklentilerine işaret etmektedir; Antalya ve Ankara yeni terminaleri ise sırasıyla 1Ç25 ve 4Ç25'te açılması beklenmektedir.

**Riskler: (1)** Güçlü TL'nin Türkiye'ye gelen turist sayısını azaltması, ileriye dönük yolcu hacmi büyümesini olumsuz etkileyebilir. **(2)** Jeopolitik gerilimlerin global havalimanları için trafik büyümesine olumsuz yansımaları.

**Tav Havalimanları'nı "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyesi ile araştırma kapsamına alıyoruz.** Şirket için hazırladığımız İNA (%25 ağırlık) ve benzer şirket analizi (%75 ağırlık) döviz kurlarında hisse başına 395TL hedef fiyat ve %41 artış potansiyeline işaret etmektedir. Şirket hisseleri halihazırda 2024 beklentilerine göre 8.6x FD/FAVÖK ve 14.2x F/K çarpanlarından işlem görmektedir.

(EUR mn)	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Ciro	1.051	1.310	1.577	1.755	1.826
Düzeltilmiş FAVÖK	322	385	469	528	546
Net Kar	131	259	199	194	181
Düzeltilmiş FAVÖK Marjı	30,6%	29,4%	29,7%	30,1%	29,9%
Net Kar Marjı	12,4%	19,7%	12,6%	11,1%	9,9%
F/K (x)	21,7	10,9	14,2	14,6	15,6
FD/Düzeltilmiş FAVÖK(x)	12,3	10,6	8,6	7,7	7,6
FD/Satışlar(x)	2,7	2,2	1,8	1,6	1,5
Özsermaye Karlılığı	11,7%	19,5%	13,0%	12,0%	11,2%
PD/DD (x)	2,3	2,0	1,7	1,7	1,7
Net Borç/Düzeltilmiş FAVÖK	3,5	3,2	2,5	2,4	2,4

## ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ



## Şirket Raporu

## Hisse Bilgileri

Sektör	Taahhüt ve Lojistik
Bloomberg / Reuters Kodu	TAVHL.TI / TAVHL.IS
Fiyat (TL/hisse)	279,25
Hedef Fiyat (EUR/hisse)	11,02
Hedef Fiyat (TL/hisse)	395,00
Potansiyel Getiri	41%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	102,50-290,75
Piyasa Değeri (milyon TL)	101,446
Firma Değeri (milyon TL)	144,336
Fili Dolaşım PD (milyon TL)	48,694
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	363
Dolaşımdaki Paylar	948
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	%47,12
3 Ay Önce	%46,80

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	2.559	2.532	3.045	4.301
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	728.596	677.505	732.117	644.261
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	279,25-290,75	248,00-290,75	194,30-290,75	102,50-290,75

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	%11	%44	%121	%158
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	%7	%24	%58	%54

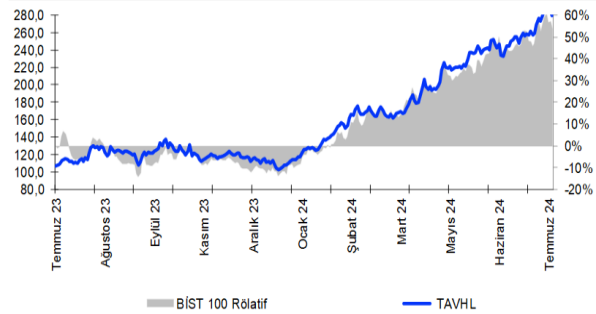
Ortaklık Yapısı	Sermayedeki Payı (%)
Others	53,88
TANK ÖWA ALPHA GMBH	46,12

## Şirket Özeti

Yurtiçi ve yurtdışında havalimanı terminal işletmeciliği ve terminal hizmetleri

## Hisse Performansı

Kaynak: Gedik Yatırım



\* 22/07/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Yunus Yenikalaycı

Uzman

arastirma@gedik.com

+ 90 216 453 0000

## Görsel 7 – Değerleme Sonucu

(EUR mn)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
<b>Ciro</b>	<b>1.577</b>	<b>1.755</b>	<b>1.826</b>	<b>1.892</b>	<b>1.934</b>	<b>1.975</b>	<b>2.016</b>	<b>2.057</b>	<b>2.097</b>	<b>2.136</b>
Büyüme (%)	20,4%	11,3%	4,0%	3,6%	2,2%	2,1%	2,1%	2,0%	1,9%	1,9%
<b>Düzeltilmiş FAVÖK</b>	<b>469</b>	<b>528</b>	<b>546</b>	<b>569</b>	<b>584</b>	<b>573</b>	<b>579</b>	<b>591</b>	<b>602</b>	<b>613</b>
Marj (%)	29,7%	30,1%	29,9%	30,1%	30,2%	29,0%	28,7%	28,7%	28,7%	28,7%
Esas Faaliyet Karı	316	357	368	389	405	394	401	414	426	439
Kaldıraçsız Vergi	25	29	29	97	101	99	100	103	107	110
Teorik Vergi Oranı (%)	8%	8%	8%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
<b>VKNİK</b>	<b>291</b>	<b>328</b>	<b>338</b>	<b>292</b>	<b>303</b>	<b>296</b>	<b>301</b>	<b>310</b>	<b>320</b>	<b>329</b>
NOPAT Margin	18%	19%	19%	15%	16%	15%	15%	15%	15%	15%
Yatırım Harcamaları	268	106	110	110	107	104	101	103	105	107
Amortisman	153	172	178	180	180	179	178	177	176	175
Net İşletme Sermayesindeki Değişim	62	19	21	17	17	16	19	20	21	22
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>113</b>	<b>375</b>	<b>386</b>	<b>345</b>	<b>358</b>	<b>355</b>	<b>359</b>	<b>364</b>	<b>370</b>	<b>375</b>

Hedef Borç/Özkaynak	53%	54%	54%	53%	54%	55%	55%	56%	57%	57%
Teorik Vergi Oranı	8,0%	8,0%	8,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Risksiz Getiri Oranı	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
Hisse Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Özsermaye Maliyeti	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Borçlanma Maliyeti	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%
AOSM	11,1%	11,1%	11,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,0%	10,0%	10,0%	9,9%
İskonto Faktörü	95%	86%	77%	70%	63%	57%	52%	47%	43%	39%
<b>NBD</b>	<b>108</b>	<b>322</b>	<b>298</b>	<b>240</b>	<b>227</b>	<b>204</b>	<b>187</b>	<b>173</b>	<b>159</b>	<b>147</b>

## İNA Varsayımları

AOSM	10,33%
Risksiz Getiri Oranı	7,15%
Terminal Büyüme Oranı	3,00%
SNA'nın NBD (EUR mn)	2.065
Terminal Değerin NBD (EUR mn)	2.180
Operasyonların NBD (EUR mn)	4.245
Net Borç (EUR mn)	1.295
Özkaynak Yöntemiyle Değerleme (EUR mn)	754
Azınlık Payları (EUR mn)	18
<b>İNA'dan gelen Adil Özkaynak Değeri (EUR mn)</b>	<b>6.276</b>

## Sonuçlar

İNA'dan Gelen Adil Özkaynak Değeri (EUR mn)	6.276
Benzer Şirketlerden Gelen Adil Özkaynak Değeri (EUR mn)	3.244
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri (EUR mn)	4.002
<b>Adil Değer (EUR), Ağırlıklandırılmış, Pay Başı</b>	<b>11,02</b>
<b>Adil Değer (TRL), Ağırlıklandırılmış, Pay Başı</b>	<b>395</b>
Fiyat (TRL)	279,25
Yükseliş Potansiyeli	41%

## Görsel 8 – Benzer Şirketler Analizi

Şirket	Hisse Kodu	Ülke	2024T			
			FD/FAVÖK	F/K	FD/Satışlar	PD/DD
Athens International Airport S	AIA GA Equity	YUNANİSTAN	7,6x	11,7x	4,8x	4,2x
Corp America Airports SA	CAAP US Equity	ARJANTİN	5,8x	10,7x	2,1x	2,5x
Grupo Aeroportuario del Centro	OMAB MM Equity	MEKSİKA	8,1x	13,1x	5,0x	5,8x
Malaysia Airports Holdings Bhd	MAHB MK Equity	MALEZYA	7,5x	21,1x	3,5x	2,2x
Japan Airport Terminal Co Ltd	9706 JP Equity	JAPONYA	11,7x	33,2x	2,6x	3,3x
Controladora Vuela Cia de Avia	VOLARA MM Equity	MEKSİKA	4,2x	8,1x	1,2x	0,6x
Grupo Aeroportuario del Surest	ASURB MM Equity	MEKSİKA	8,5x	13,5x	5,4x	3,3x
Fraport AG Frankfurt Airport S	FRA GR Equity	ALMANYA	10,3x	9,8x	3,2x	0,9x
Auckland International Airport	AIA NZ Equity	YENİ ZELANDA	22,4x	41,2x	15,6x	1,3x
Flughafen Zurich AG	FHZN SW Equity	İSVİÇRE	9,6x	18,0x	5,4x	2,0x
Guangzhou Baiyun International	600004 CH Equity	ÇİN	7,4x	22,3x	2,9x	1,2x
Aeroports de Paris SA	ADP FP Equity	FRANSA	9,7x	21,5x	3,3x	2,6x
Flughafen Wien AG	FLU AV Equity	AVUSTURYA	10,3x	21,2x	4,3x	2,8x

<b>TAV Havalimanlari Holding AS</b>	<b>TAVHL TI Equity</b>	<b>TÜRKİYE</b>	<b>8,7x</b>	<b>17,1x</b>	<b>2,7x</b>	<b>2,0x</b>
-------------------------------------	------------------------	----------------	-------------	--------------	-------------	-------------

<b>Medyan'a göre Prim/İskonto</b>	<b>1%</b>	<b>-3%</b>	<b>-22%</b>	<b>-14%</b>
Ortalama	9,4x	18,7x	4,4x	2,5x
<b>Medyan</b>	<b>8,6x</b>	<b>17,6x</b>	<b>3,4x</b>	<b>2,3x</b>

Kaynak: Bloomberg

## Görsel 9 – Finansallar

Gelir Tablosu (EUR mn)	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
<b>Faaliyet Gelirleri</b>	<b>1.310</b>	<b>1.577</b>	<b>1.755</b>	<b>1.826</b>	<b>1.892</b>	<b>1.934</b>
Faaliyet Giderleri	-1.063	-1.261	-1.399	-1.458	-1.503	-1.529
<b>Faaliyet Karı/Zararı</b>	<b>398</b>	<b>399</b>	<b>423</b>	<b>420</b>	<b>444</b>	<b>462</b>
Finansal Gelir/Gider (net)	-112	-166	-190	-198	-205	-210
<b>Net Parasal Pozisyon Kazancı</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Vergi Öncesi Kar/Zarar	291	237	237	226	239	253
<b>Gelir Vergisi Gideri</b>	<b>-32</b>	<b>-38</b>	<b>-43</b>	<b>-45</b>	<b>-46</b>	<b>-47</b>
Net Kar	259	199	194	181	193	206
<b>Amortisman ve Değer Düşüklüğü</b>	<b>-138</b>	<b>-153</b>	<b>-172</b>	<b>-178</b>	<b>-180</b>	<b>-180</b>
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	151	83	66	52	55	58
<b>Düzeltilmiş FAVÖK (EUR mn)</b>	<b>385</b>	<b>469</b>	<b>528</b>	<b>546</b>	<b>569</b>	<b>584</b>

Kaynak: Şirket Finansalları, Gedik Yatırım Araştırma

Bilanço (EUR mn)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
<b>Nakit ve Menkul Kıymetler</b>	<b>539</b>	<b>661</b>	<b>639</b>	<b>613</b>	<b>503</b>	<b>490</b>
Ticari Alacaklar	114	189	216	236	254	272
<b>Havalimanı İşletme Hakları</b>	<b>1.573</b>	<b>1.624</b>	<b>1.661</b>	<b>1.698</b>	<b>1.736</b>	<b>1.775</b>
Maddi Duran Varlıklar	678	700	723	746	771	796
<b>Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar</b>	<b>754</b>	<b>783</b>	<b>796</b>	<b>810</b>	<b>824</b>	<b>839</b>
Diğer Varlıklar	1.095	1.142	1.173	1.210	1.242	1.274
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>4.753</b>	<b>5.098</b>	<b>5.208</b>	<b>5.315</b>	<b>5.331</b>	<b>5.445</b>
Mevcut/Uzun Vadeli Krediler	1.786	1.844	1.884	1.922	1.864	1.899
<b>Ticari Borçlar</b>	<b>55</b>	<b>85</b>	<b>94</b>	<b>98</b>	<b>101</b>	<b>103</b>
Diğer Borçlar	1.486	1.545	1.608	1.673	1.744	1.825
<b>Toplam Borçlar</b>	<b>3.327</b>	<b>3.474</b>	<b>3.586</b>	<b>3.693</b>	<b>3.710</b>	<b>3.827</b>
Özsermaye	1.426	1.624	1.623	1.622	1.620	1.618
<b>Net Borç / (Nakit)</b>	<b>1.247</b>	<b>1.183</b>	<b>1.245</b>	<b>1.308</b>	<b>1.361</b>	<b>1.409</b>

Kaynak: Şirket Finansalları, Gedik Yatırım Araştırma

Finansal Oranlar	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
F/K (x)	10,9	14,2	14,6	15,6	14,7	13,8
FD/FAVÖK(x)	10,6	8,6	7,7	7,6	7,4	7,3
FD/Satışlar (x)	2,2	1,8	1,6	1,5	1,5	1,5
Özsermaye Getirisi (RoE)	19,5%	13,0%	12,0%	11,2%	11,9%	12,7%
PD/DD (x)	2,0	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Net Borç/FAVÖK	3,2	2,5	2,4	2,4	2,4	2,4

Kaynak: Şirket Finansalları, Gedik Yatırım Araştırma

### **YASAL UYARI**

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.