

Şebnem Mermertaş
mermertass@tskb.com.tr
(212) 334 53 60

Çelebi Hava Servisi

(Analist toplantısı notları)

İZLE

CLEBI 28.30TL
İMKB 67,960

Hisse bilgileri

		CLEBI		
Hisse kodu				
Son Fiyat	28.30TL	&		18.68\$
Hedef fiyat	33.03TL	&		21.81\$
Hisse sayısı (adet)	:	24,300,000		
Piyasa değeri (mn \$)	:	454		
Hedef piyasa değeri (mn \$)	:	530		
Getiri potansiyeli	:	16.7%		
Ortalama günlük işlem hacmi (mn \$, 3 ay)		1.51		

52-Hafta Fiyat aralığı	Yüksek	Düşük
TL	28.40	20.20
\$	18.75	12.62

Performans (%)	1 ay	3 ay	YBB
TL	16.7	10.1	20.4
İMKB-100'e göre	9.0	6.8	17.0

*Yılbaşından Beri

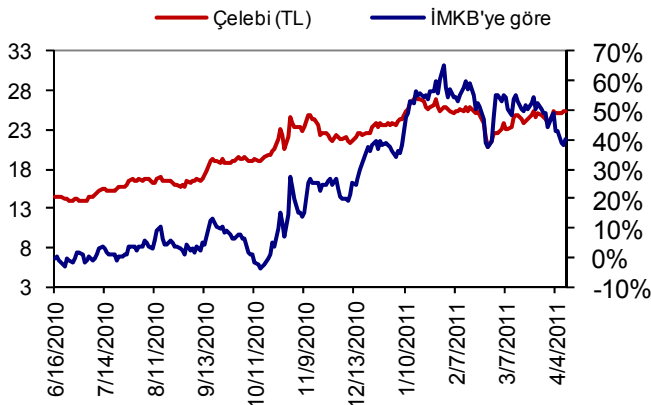
Finansal Performans

milyon TL	2009	2010	2011T
Net Satış	311	347	382
FVAÖK	104	91	107
Net Kar	28	27	54

Değerleme	Cari PD ile		
	2009	2010	2011T
F/K (x)	24.8	25.8	12.7
PD/DD (x)	5.7	6.1	5.0
FD/Satışlar (x)	2.5	2.2	2.0
FD/FVAÖK (x)	7.4	8.4	7.2

Ortaklık Yapısı

Ortak	Pay (%)
Çelebi Havacılık Holding	54.7
Çelebi Ailesi	22.6
Halka açıklık	22.7



Hindistan, Belçika, Abraaj: Haber akışı izlenmeli

Çelebi Hava (CLEBI) yılbaşından beri %20 yükselişle İMKB'ye göre %17 daha iyi performans gösterdi. Bunun nedeni şirketin yurtdışı operasyonlarında sağlayabileceği büyüme beklentisiydi. 2010'da satışları beklentilere paralel olarak %11,5 artarken, yeni operasyonların henüz kar yaratmaması ve IC ile terminal işletmesi faaliyetinin sona ermesi nedeniyle FVAÖK %12, net karı %4 düştü.

2011'de baz senaryodan hareketle şirketin %10 satış büyümesi kaydedeceğini tahmin ediyoruz. Genel merkezin taşınma masraflarının ortadan kalkması ve kira giderlerinin gerilemesiyle genel yönetim giderlerinin %9 düşeceğini hesaplıyoruz. Buna göre 2011 yılında %23 FVAÖK ve %79 net kar artışı sağlayabileceğini tahmin ediyoruz.

İlk çeyrek sonunda mevsimsel olarak şirketin zarar ya da küçük bir kar açıklamasını bekliyoruz. Ancak 2011 sonuna dair beklentilerimizin baz senaryoya göre bile oldukça pozitif olduğu görülüyor.

Şirket için 530mn dolar olarak belirlediğimiz hedef piyasa değeri 33TL hisse fiyatına ve sınırlı bir yükseliş potansiyeline işaret ediyor. Yılbaşından beri iyi bir performans göstermiş olan hisselerin pozitif beklentimize rağmen, yeni alımlar için yüksek bir seviyede olduğunu, muhtemel düşüşlerin alım yönünde değerlendirilebileceğini düşünüyoruz.

2010'dan önemli başlıklar

- ◆ 2010 yılında şirketin Çelebi-IC'nin faaliyetinin sona ermesiyle uğradığı ciro kaybı Hindistan operasyonlarıyla telafi edilirken, yeni yatırımların karlılığının düşük olması nedeniyle FVAÖK'te düşüş oldu. Çelebi-IC'nin faaliyeti 23 Eylül 2009'da sona ermişti.
- ◆ Şirketin genel merkezi Etiler'den Ümraniye'ye taşındı. Taşınma masrafları nedeniyle genel yönetim giderleri %32 artarak, net karına olumsuz etki yaptı. 2011'de taşınmanın sağladığı gider düşüşü avantajının net karına olumlu etki yapacağını düşünüyoruz.

2011 performansına etki edecek faktörler

- Hindistan'daki yer hizmetleri faaliyetinin gelişmesi, iç hat firmalarının yer hizmetlerini kendi kendilerine yapmalarını engelleyecek düzenlemenin kabul edilmesine bağlı. Düzenleme kabul edilirse, dış hat seferi yapanlar gibi iç hat firmaları da yer hizmetleri için profesyonel firmalarla anlaşmak zorunda kalacak. Bu da mevcut pazarın büyümesini sağlayacak. Şirket Hindistan'da hem Bombay'da

hem de Delhi'de yer hizmetleri yapıyor. Bombay'da iki, Delhi'de üç rakibi olan Çelebi'nin Pazar payı %30 seviyesinde bulunuyor.

- Kargo terminalini işlettiği Delhi'de 3. rakibin faaliyete geçmesi bekleniyor. Bu rakibin faaliyete geçme tarihine bağlı olarak pazar payı kaybı oluşabilir.
- Belçika National Airport işletmecisi tarafından 7 yıl süreyle bagaj elleçmesi için açılan ihaleye teklif sundu ve davet edildi. İhaleyi kazanırsa, satış büyümesi yükselebilir. Bu pozitif etkiyi 2011'de görmeyebiliriz. Ortadoğu'da diğer ihaleler şirket tarafından izleniyor.
- Satışlarına önemli katkı yapmasına rağmen, 2010'da kar etmeyen Delhi'deki yer hizmetlerinin kar etmeye başlamasının 2011'den itibaren şirketin karlılığına olumlu etki yapmasını bekliyoruz. Yer hizmetlerinde %25-%26, kargo işletmesinde %45-%47 arası yüksek karlılık beklentisi bulunuyor. Bu sayede şirketin 2010'da %25 seviyesinde olan FVAÖK marjının 2011 yılında bu seviyede gerçekleşmesi beklense de %2012'de yükselebileceğini tahmin ediyoruz.

Toplantıdan diğer notlar

Baz senaryoda şirketin %10-12, belirttiğimiz koşulların beklendiği gibi gerçekleşmesi durumunda %30-%35 satış büyümesi kaydetmesi bekleniyor.

Firma yetkilileri şirketin çok sadık müşteri portföyü olduğunu ve fiyat artışı olmadığını aktardılar. Şirketin karlılık artışı maliyetlerin kontrol edilmesi bağlı.

Yurtiçi operasyonlarında sektöre Türk Hava Yolları ve Havaş iştiraki olan TGS'nin girmesi, Sabiha Gökçen'de yer hizmetleri için ISG'nin bulunması ve güçlü oyuncu olan Havaş rekabeti büyüme ve karlılığı sınırlıyor. Çelebi mevcut durumda yurtiçi pazarda %30 paya sahip. Şirketin bundan sonraki büyümesi için dış operasyonlara ağırlık vermesi ve ihalelere katılması gerektiğini düşünüyoruz. Bu yönde yapılacak duyurular hisse fiyatına pozitif etki yaratacaktır.

Firma yetkilileri sektörün uzun vadede konsolidasyon sürecine girmesini beklediklerini açıkladılar. Bu sürecin dışında kalmamayı ve sermaye desteği almayı hedefleyen Çelebioğlu Ailesi şirketin ana ortağı olan Çelebi Havaçılık Holding'in %100 ve Çelebi Hava'nın %22,6 hissesini Abraaj Capital ile %50-%50 ortaklıkla kurulacak yeni şirkete devretmek için niyet mektubu imzaladılar. Eğer anlaşma sağlanırsa Abraaj Capital Çelebi Hava'nın halka açık kısım dışındaki hisselerin %50'sine (sermayenin %39'u) sahip olacak. Şirketin sağlayacağı sermaye desteği kısa vadede Çelebi Hava'ya nakit girişi olmayabilir ancak uzun vadede Çelebi'nin yeni satın almalarla ölçeğini büyütmesini sağlayabilir. Bu satış sonucunda yönetim değişikliği olmayacağı için çağrı gündeme gelmeyebilir.

Çelebi Hava 2010/12 Özeti

mn TL	2009	2010	Değişim (%)	2011T	Değişim (%)
Net Satış	311	347	12%	382	10%
Brüt Kar	109	125	15%	137	10%
Esas F. Karı	62	63	2%	81	29%
FVAÖK	98	88	-11%	107	23%
Net Kar	28	27	-4%	54	104%
Net Borç	44	84	92%	84	
Brüt Kar Marjı (%)	35%	36%		36%	
Faaliyet Kar Marjı (%)	20%	18%		21%	
FVAÖK Marjı (%)	32%	25%		28%	
Net Kar Marjı (%)	9%	8%		14%	

TSKB

Araştırma

research@tskb.com.tr

MECLİSİ MEBUSAN CAD. NO 81
FINDIKLI İSTANBUL 34427, TÜRKİYE
(90) 212 334 50 50 faks: (90) 212 334 52 34

Araştırma

Gündüz Fındıkçoğlu	<i>Araştırma Müdürü</i>	(212) 334 52 71	findikciog@tskb.com.tr
Şebnem Mermertaş	<i>Yönetici</i>	(212) 334 53 60	mermertass@tskb.com.tr
Sibel Alpsal	<i>Yönetici Yardımcısı</i>	(212) 334 53 65	alpsala@tskb.com.tr
Başar Yıldırım	<i>Kıdemli Uzman</i>	(212) 334 52 59	yildirim@tskb.com.tr
Övünç Mantu	<i>Kıdemli Uzman</i>	(212) 334 54 36	mantuo@tskb.com.tr

2011 Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. her hakkı mahfuzdur.

Bu doküman Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'nin yatırım bankacılığı faaliyetleri kapsamında, kişisel kullanıma yönelik olarak ve bilgi için hazırlanmıştır. Bu dokümana dayalı herhangi bir işlem yapılması tarafımızdan öngörülen bir husus değildir. Belirtilen görüşler sadece bizim güncel görüşlerimizdir. Bu raporda yer alan bilgileri makul bir esasa dayalı olarak güncelleştirirken, bu konuda mevzuat, uygunluk veya diğer başka nedenlerle amaca uygunluk tam olarak sağlanamamış olabilir.

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ve/veya bağlı kuruluşları veya çalışanları, burada belirtilen senetleri ihraç edenlere ait menkul kıymetlerle ilgili olarak bir pozisyon almış olabilir veya alabilir; menkul kıymetler üzerinde opsiyonları olabilir veya ilgili diğer bir yatırıma girebilir; bu menkul kıymetleri ihraç eden firmalara danışmanlık yapmış, hisselerinin halka arzına aracılık veya yüklenim taahhüdünde bulunmuş olabilir.

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ve/veya bağlı kuruluşları bu raporda belirtilen herhangi bir şirket için yatırım bankacılığı da dahil olmak üzere önemli tavsiyeler veya yatırım hizmetleri sağlıyor veya sağlamış olabilir.

Bu raporun ilgili olduğu yatırım fiyatı veya değeri, direkt veya indirekt olarak, yatırımcıların menfaatlerine ters düşebilir. Döviz kurlarındaki herhangi bir değişimin yatırımın değeri veya fiyatı veya bu yatırımdan sağlanan gelir üzerinde olumsuz bir etkisi olabilir. Geçmişteki performans her zaman gelecekteki performansın kılavuzu olacak demek değildir. Yatırım geliri dalgalanma gösterebilir.

Bu rapor kamuya açık bilgilere dayalıdır. Doğru veya tamam olmayan hiçbir beyan yapılmamıştır. Bu rapor söz konusu menkul kıymetlerin alınması veya satılması için bir teklif, yorum ya da yatırım tavsiyesi değildir veya bu menkul kıymetlerin alınıp satılmasına yönelik bir teklif için de bir istek veya zorlama değildir. Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ve kendisiyle bağlantılı olan diğerleri bahsedilen şirketlerin menkul kıymetleriyle ilgili pozisyon alabilirler veya bu menkul kıymetlerle ilgili işlem yapabilirler, ayrıca bu şirketler için yatırım bankacılığı hizmetleri de verebilirler.

Herhangi bir yatırım kararı yatırımcının tamamıyla kendi kişisel seçimine dayanmalıdır. Bu rapordaki bilgiler herhangi bir yatırım tavsiyesi olmayıp, raporda yer alan firmalara yatırım yapılmasından ötürü Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. hiç bir sorumluluk kabul etmez.