



İHY İzmir Havayolları Anonim Şirketi
Değerleme Raporu

İçindekiler

Yönetici Özeti	4
Makroekonomik Görünüm	10
Sektör Hakkında	12
Şirket Hakkında	14
İzair	16
Ekler	30

Gökhan Altun

Ortak

Ofis tel: +90 (212) 366 60 27

Mobil tel: +90 (533) 597 60 27

E-posta: galtun@deloitte.com

Süheyl Bilgel

Müdür Yardımcısı

Ofis tel: +90 (212) 366 60 00

Mobil tel: +90 (535) 103 50 35

E-posta: sbilgel@deloitte.com

Önemli Uyarı

Bu rapor, Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş. yönetimi tarafından rapor tarihi itibarı ile tarafımıza iletilen bilgiler ışığında hazırlanmıştır. Raporumuz, yalnızca Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş. yönetimi ve hissedarlarını değerleme çalışmamızın bulguları konusunda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır.

Bu raporun içeriği ya da bu rapora dayalı olarak yapılabilecek herhangi bir işlem hakkında DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş. sorumluluk taşımamaktadır.

Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş.
Aeropark, Yenişehir Mah. Osmanlı Bul. No: 11/A Kurtköy 34912 Pendik – İstanbul/Türkiye

DRT Kurumsal Finans

Danışmanlık Hizmetleri A.Ş.

Deloitte Values House
Maslak No1
34398 İstanbul
Tel: +90 (212) 366 60 00
www.deloitte.com.tr

18 Eylül 2018

IHY İzmir Havayolları A.Ş. Değerleme Çalışması

Sayın Barbaros Kubatoglu,

IHY İzmir Havayolları A.Ş.'nin ("İzair" veya "Şirket") değerleme çalışmasını içeren raporumuz ekte görüşlerinize sunulmuştur.

Bu rapor, DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş. ("Deloitte") tarafından Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş. ("Pegasus") yönetiminin talebi üzerine planlanan bir birleşme işlemi kapsamında İzair'in %100 hissesinin ve azınlık hissesinin 30 Haziran 2018 tarihi itibarı ile değerleme analizi ve buna göre tahmini gerçeğe uygun değer aralığının hesaplanması amacıyla düzenlenmiştir.

Bu rapor, 31 Temmuz 2018 tarihinde Deloitte ve Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş. arasında imzalanan değerleme hizmet sunumu sözleşmesinde ("Sözleşme") yer alan maddelere uygun olarak hazırlanmıştır.

Değerleme çalışması, Sözleşme'de belirtilen hizmetlerin kapsamına uygun olarak Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş. yönetimi tarafından paylaşılan operasyonel öngörüler ve varsayımlar baz alınarak hazırlanmıştır. Dolayısıyla rapor kapsamında kullanılan finansal bilgilerin doğruluğuna ilişkin bir denetim görüşü sunulmayacaktır.

Bu rapor, Sözleşme kapsamında, Pegasus yönetimi için hazırlanmıştır. Pegasus yönetimine teslim edilen raporun mülkiyeti münhasıran ve sadece Pegasus'a ait olacaktır. Pegasus, Deloitte'un önceden alınmış yazılı izni olmaksızın değerleme raporunu yasal kurumlar ve düzenleyici otoritelerin dışında kalan üçüncü kişilere açıklayamaz. Deloitte, Pegasus'un raporu paylaşacağı üçüncü kişilerin, rapora dayalı alacakları kararlardan ve bu kararların sonuçlarından hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Saygılarımızla,

Gökhan Altun

Ortak

DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş.

DELOITTE TOUCHE TOHMATSU LIMITED Üye Şirketi

Yönetici Özeti

Yönetici Özeti	4
Makroekonomik Görünüm	10
Sektör Hakkında	12
Şirket Hakkında	14
İzair	16
Ekler	30

Yönetici Özeti | Amaç ve Kapsam

Raporun amacı ve kapsamı

- Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş. ("Pegasus") tarafından alınan bilgiye göre, Pegasus'un %98,63 oranında iştirak etmiş olduğu İzair ile bütün aktif ve pasifi ile birlikte 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun II-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği, 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu ve 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'nun ilgili hükümleri uyarınca kolaylaştırılmış usulde birleşmesine karar verilmiştir.
- İzair'in azınlık hissedarlarının planlanan birleşme işlemi sonrasında elde edecekleri Pegasus hisse adedinin tespiti amacıyla İzair'in hisse değerinin tespit edilmesi gerekmektedir.
- Bu rapor, DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş. ("Deloitte") tarafından Pegasus yönetiminin talebi üzerine yukarıda belirtilen işlem kapsamında İzair'in %100 hissesinin ve azınlık hissesinin gerçeğe uygun değer aralığının tahmin edilmesi amacıyla düzenlenmiştir. Çalışma kapsamında değerlendirme tarihi 30 Haziran 2018 ("Değerleme Tarihi") olarak kabul edilmiştir.
- Gerçeğe uygun değer tanımı "piyasa katılımcıları arasında ölçüm tarihinde olağan bir işlemde, bir varlığın satışından elde edilecek veya bir borcun devrinde ödenecek fiyat" olarak kabul edilmiştir. Yukarıdaki tanımdan anlaşıldığı üzere, gerçeğe uygun değer, değerlendirme konusu hisselerin serbest piyasadaki olası alış-satış fiyatına her zaman eşit olmayabilir.
- Raporumuz sadece Şirket ortaklarının kullanımı için hazırlanmıştır. Rapora dayanarak hareket edecek herhangi bir başka taraf ya da taraflara karşı sorumluluk kabul etmemekteyiz.
- Raporun amacı ve kapsamına ilişkin detaylı açıklamalar sayfa 31'de sunulmaktadır.

Yönetici Özeti | Amaç ve Kapsam

Kullanılan değerleme yaklaşımları

Değerleme çalışmasında aşağıda belirtilen değerleme yöntemleri kullanılarak İzair'in %100 hissesinin ve azınlık hissesinin gerçeğe uygun değeri belirlenmiştir.

1- Gelir yaklaşımı

- Gelir yaklaşımında bir şirketin değeri, o şirket için gelecek nakit akımlarının öngörülmesiyle hesaplanmaktadır.

İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

- İndirgenmiş Nakit Akımı ("İNA") yöntemi, bir şirketin gelecek için öngörülen net nakit akımlarının, belirlenen bir iskonto oranı ile değerleme tarihine indirgenmesi esasına dayanır.
- İNA çalışmasına temel teşkil eden finansal projeksiyonlar, Şirket yönetimi ile yapılan görüşmeler neticesinde hazırlanmıştır. Gelir ve gider varsayımlarına ilişkin detaylar raporun ilerleyen bölümlerinde paylaşılmaktadır.

2- Piyasa yaklaşımı

- Piyasa yaklaşımında bir şirketin değeri benzer şirketlerin satın alma işlemlerinde ortaya çıkan değerleme çarpanları ile halka açık benzer şirketlerin değerleme çarpanları kullanılarak tahmin edilmektedir.
- İzair'in mevcut faaliyetlerini tek başına sürdürebilme yeteneğinin ve operasyon süresinin sınırlı olmasından dolayı işletmenin sürekliliği varsayımı altında gerçekleşen benzer işlemler ile halka açık benzer şirketler piyasa yaklaşımı kapsamında kullanılmamıştır. İzair'in mevcut durumu düşünüldüğünde piyasa yaklaşımı kapsamında sadece İzair hisselerine ilişkin gerçekleşen güncel hisse alım/satım işlemi kullanılmıştır.

Benzer İşlemler Yöntemi

- Benzer İşlemler Yöntemi'nde 15.06.2017 tarihinde Air Berlin PLC'nin ("Air Berlin") İzair'deki %29,51 hisselerinin Pegasus tarafından satın alındığı işlem tutarı kullanılmıştır.

Kullanılan değerleme yaklaşımları

3- Maliyet yaklaşımı

- Maliyet yaklaşımı, bir varlığın değerinin yenileme veya yerine koyma maliyetinden yüksek olamayacağı prensibine dayanmaktadır. Bu kapsamda, değerleme konusu varlığın benzer bir varlık ile değiştirilmesi ya da değerleme tarihindeki piyasa koşulları altında tekrar üretilmesine ilişkin maliyetlerin tahmin edilmesi yoluyla hesaplanmaktadır.
- Değerleme konusu varlığın şirket hissesi olması durumunda gerçeğe uygun değer bilançodaki varlık ve yükümlülüklerin net piyasa değerine eşittir.
- Maliyet yaklaşımı statik bir yaklaşım olup, şirketin varlıkları ile gelecekte yaratabileceği potansiyeli değerleme sonucuna gerektiği şekilde yansıtmamaktadır.

Düzeltilmiş net aktif değer yöntemi

- Düzeltilmiş net aktif değer yöntemine göre şirketin gerçeğe uygun değeri bilançodaki varlık ve yükümlülüklerinin net piyasa değerine eşittir.

Yönetici Özeti | Temel İNA Varsayımları

#	Varsayımlar	Açıklama
1	Projeksiyonlar	Değerleme çalışmasında Şirket yönetimi tarafından hazırlanan ve Temmuz 2018 - Aralık 2022 dönemini kapsayan projeksiyonlar kullanılmıştır. İzair'in finansal tablolarında kullanılan geçerli para birimi Avrodur. Aldığımız bilgilere göre ise, gelirlerinin tümü ve giderlerinin büyük bir bölümü ABD doları bazındadır. Bu sebeple değerleme ABD Doları bazında yapılmış olup, değerleme sonucu değerleme tarihindeki geçerli kur üzerinden TL'ye çevrilmiştir.
2	Uçak filosu	30 Haziran 2018 tarihi itibarıyla İzair uçak filosunda 1 adet finansal kiralama ile satın alınan ve 5 adet faaliyet kiralaması yoluyla kiralaan toplam 6 uçak bulunmaktadır. Faaliyet kiralaması yoluyla alınmış olan uçakların (TC-IZK, TC-IZD, TC-IZE, TC-IZG, TC-IZI) 2019-2022 dönemi boyunca kira süreleri bittikçe faaliyet kiralaması şirketlerine peyderpey teslimi öngörülmektedir. Projeksiyon dönemi sonunda ise Pegasus'tan finansal kiralama yoluyla alınan uçağın (TC-IZJ) satışı öngörülmektedir.
3	Hasılat	İzair uçaklarını tüm hizmetleriyle birlikte Pegasus'a wet-lease yoluyla kiralamaktadır. Şirket yönetimi tarafından saatlik wet-lease ücretinin Kasım-Mart döneminde 2,300 USD ve Nisan-Ekim döneminde ise 2,464 USD olacağı belirtilmiştir. 2017 yılında gerçekleşen uçuş saatleri baz alınarak projeksiyon dönemi boyunca uçakların aylık ortalama 335 saat uçuş gerçekleştireceği varsayılmıştır. Wet-lease gelirleri projeksiyon döneminde öngörülen uçak sayıları, aylık ortalama uçuş saati ve saatlik wet-lease ücreti çarpımıyla hesaplanmıştır.
4	Satışların maliyetleri	Satışların maliyetleri 2018 yılı için nominal olarak Şirket yönetimi tarafından sunulmuştur. Satışların maliyeti, faaliyet kiralaması, motor kiralaması, bakım, personel, sigorta, eğitim ve mürettebat giderlerini kapsamaktadır. Faaliyet kiralaması giderleri, faaliyet kiralaması sözleşmesine bağlı olarak ABD Doları cinsinden belirlenmiştir. Diğer giderler faaliyet kiralaması süresine göre uçak ve kabin ekibi sayısına bağlı olarak hesaplanmıştır. Motor kiralaması ile bakım giderleri ABD Doları cinsinden hesaplanırken diğer giderler TL olarak hesaplanmış ve 2019-2022 dönemi için TL enflasyon uygulanmıştır.
5	Operasyonel giderler	Şirket yönetimi tarafından, operasyonel giderler 2018 yılı için nominal olarak paylaşılmıştır. 2018-2022 dönemine ilişkin yönetim, teknik, yer hizmetleri, kokpit ve kabin personel sayıları filoda yer alan uçak sayısına bağlı olarak Şirket yönetimi tarafından belirlenmiştir. Operasyonel giderler personel maaşları, genel giderler ile pazarlama ve reklam giderlerini kapsamaktadır. Personel maaşları ile genel giderler toplam personel sayısına ve TL enflasyon oranına bağlı olarak hesaplanırken pazarlama ve reklam giderlerine sadece TL enflasyon oranı uygulanmıştır.
6	Karlılık oranı	Faaliyet kiralaması yoluyla alınan uçakların kiralama şirketlerine teslimi nedeniyle FAVÖK 2019 yılında 10,5 milyon ABD Doları seviyesinden 2022 yılında 2,7 milyon ABD Doları seviyesine gerilemesi öngörülmektedir. Aynı dönem için FAVÖK marjı %21 ile %25 seviyelerinde yer alırken amortisman giderlerinden kaynaklı olarak FVÖK marjının 2019 yılında %13'den 2022 yılında -%12'ye gerilemesi öngörülmektedir.

Yönetici Özeti | Temel İNA Varsayımları

#	Varsayımlar	Açıklama
7	İşletme sermayesi	- Net ticari işletme sermayesi ticari alacaklar, stoklar ile Pegasus'tan uçak bakım hizmeti ve yedek parça satın alımlarına ilişkin oluşan ticari borçları kapsamaktadır. - Diğer dönen varlıkların önemli kısmını faaliyet kiralama şirketlerine yapılan ön ödemelere ilişkin alacaklar oluşturmaktadır. Diğer kısa vadeli yükümlülükler ise gayri nakdi bakım giderlerine ilişkin ayrılan teslim bakım karşılıkları ile çalışanlara sağlanan faydalar kapsamındaki borç ve karşılıkları kapsamaktadır.
8	Yatırımlar ve Amortisman	Projeksiyon dönemi boyunca yeni uçak alımı planlanmamaktadır. Sahip olunan uçağın ekonomik ömrü 23 yıl olarak kabul edilirken diğer maddi ve maddi olmayan duran varlıkların ekonomik ömrü 5 yıl olarak varsayılmıştır.
9	AOSM	Finansal projeksiyonlara paralel olarak AOSM, USD bazında hesaplanmıştır. Risksiz yatırım getiri oranı olarak, değerlendirme tarihi itibarıyla TCMB tarafından USD cinsinden ihraç edilen 5 yıllık devlet tahvili getiri oranı kullanılmıştır. Beta ve borç/özkaynak oranı için Damodoran'ın gelişmekte olan ülkeler veri setindeki hava taşımacılığı sektörü ortalamaları kullanılmıştır. İzair'in şirket risk primi ve borç primi sırasıyla %3,7 ve %2,7 olarak kabul edilmiştir. İndirgenmiş nakit akımı yönteminde kullanılan AOSM oranı, bu varsayımlar altında %11,7 olarak hesaplanmıştır.

Yönetici Özeti | Değerleme Sonuçları

Değerleme Sonuçları

TL'000	Ağırlık	Sonuç	Düşük	Yüksek
Gelir Yaklaşımı	25%	98,367	94,999	101,879
İndirgenmiş Nakit Akımı	100%	98,367	94,999	101,879
Piyasa Yaklaşımı	25%	62,483	59,043	65,923
Benzer İşlem	100%	62,483	59,043	65,923
Maliyet Yaklaşımı	50%	73,246	69,806	76,686
Düzeltilmiş Net Aktif Değer	100%	73,246	69,806	76,686
Değerleme Sonucu (TL'000)		76,835	73,413	80,293
Hisse Adedi ('000)	5,900,000			
Hisse Fiyatı (TL/'000 hisse)		13.02	12.44	13.61
Eksi: Azınlık İskontosu*	16.7%			
Azınlık Hisse Fiyatı (TL/'000 hisse)		10.85	10.37	11.34
Azınlık Hisselerinin Payı	1.4%			
Azınlık Hisse Adedi ('000)	81,129			
Azınlık Hisselerinin Değeri (TL)		880,450	841,237	920,074

* Azınlık iskontosu, azınlık pay sahiplerinin şirket operasyonları ve politikası üzerinde sahip olabileceği kontrol durumu ile ilgilidir. Azınlık hissedarları, şirket yönetim kurulu üzerinde kontrol sahibi olamazlar ve varlıkların satın alımı, satışı veya tasfiyesi gibi kararları veto edemezler. Belirtilen bu sebeplerden dolayı, kontrol gücü olmayan bir hisseyi değerlendirirken azınlık iskontosu uygulanmaktadır. Azınlık iskontosu şirketin %100 hisse değerinden kontrol priminin arındırılmasını sağlayan oranı temsil etmektedir. Kontrol primi %20 olarak varsayılmakta olup kontrol primi içeren şirket değerini kontrol priminden arındırmak için %16,7 (%20/%120) oranında iskonto uygulanmıştır.

Değerleme Sonucu

- İzair'in %100 hissesi ve azınlık hissesi için yapılan değerleme çalışmasının sonuçları yandaki tabloda sunulmuştur. Değerleme çalışması kapsamında hazırlanan finansal tablolar ve projeksiyonlar İzair'in faaliyetlerinin ekonomik özünü yansıtacak şekilde ABD Doları cinsinden hazırlanmıştır. Değerleme sonuçları değerlendirme tarihi olan 30 Haziran 2018 TL/ABD\$ kurundan (4.59) TL'ye çevrilmiştir. Gelir, piyasa ve maliyet yaklaşımları uygulanarak elde edilen değerlendirme sonuçlarına göre İzair'in 30 Haziran 2018 itibarıyla %100 hissesinin gerçeğe uygun değerinin **73,4 – 80,3 milyon TL** aralığında ve azınlık hissesinin gerçeğe uygun değerinin **841,2 – 920,1 bin TL** aralığında olduğu tahmin edilmektedir.
- İndirgenmiş nakit akım yöntemi İzair'in gelecekteki nakit akımlarını dikkate alan detaylı bir analize dayanmaktadır. İNA değer aralığına, AOSM duyarlılık analizleri yapılarak ulaşılmıştır. İNA yönteminin geleceğe yönelik subjektif varsayımlar içermesi nedeniyle fiili sonuçlar ile projekte edilmiş sonuçlar arasında farklılıklar olması ve buna bağlı olarak değerlendirme sonucunun değişmesi muhtemeldir. Ayrıca, tarife planlama, ekip planlama ve rezervasyon sistemi gibi temel havayolu sistem altyapılarının olmaması, kendine ait uçuş ağının/izinlerinin bulunmaması ve uçak tedariki anlamında Pegasus garantörlüğüne ihtiyaç duyması faktörlerine bağlı olarak İzair'in Pegasus'tan bağımsız olarak kendi başına faaliyet göstermeye ehil olmadığı düşünüldüğünden İNA yönteminin değerlendirme çalışmasındaki ağırlığı düşük tutulmuştur.
- Piyasa yaklaşımı kapsamında benzer işlem olarak 15.06.2017 tarihinde AirBerlin'in İzair'deki %29,51 hisselerinin Pegasus tarafından satın alındığı işlem kullanılmıştır. İşlem tutarına, kontrol primi ile işlem ve değerlendirme tarihleri arasındaki özsermaye defter değerindeki değişim eklenerek gerçeğe uygun piyasa değeri elde edilmiştir.
- Maliyet yaklaşımı kapsamında düzeltilmiş net aktif değer yöntemi kullanılmıştır. Söz konusu yöntem İzair'in gelecekteki beklentilerine yer vermemekte olup, Şirket'in 30 Haziran 2018 bilançosundaki varlık ve yükümlülüklerin net piyasa değerini yansıtmaktadır. Değerleme çalışmasında bilançodaki uçağın (TC-IZJ) güncel pazar değeri dikkate alınmıştır. Söz konusu uçağın değeri, IBA Group Limited tarafından tespit edilmiş olup diğer varlık ve yükümlülüklerin defter değerlerinin gerçeğe uygun piyasa değerine eşit olduğu varsayılmaktadır.

Makroekonomik Görünüm

Yönetici Özeti	4
Makroekonomik Görünüm	10
Sektör Hakkında	12
Şirket Hakkında	14
İzair	16
Ekler	30

Makroekonomik Görünüm | Temel göstergeler

Makroekonomik Göstergeler

				Tahmin				
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Reel GSYİH artışı (%)	6.0%	3.3%	7.3%	4.0%	4.6%	3.9%	4.4%	4.2%
GSYİH (ABD\$milyar)	858	862	848	805	882	963	1,053	1,154
Döviz kuru ABD\$/TL (dönem sonu)	2.91	3.52	3.78	4.52	4.61	4.77	4.87	4.94
Döviz kuru ABD\$/TL (ortalama)	2.72	3.02	3.65	4.31	4.54	4.69	4.82	4.91
Döviz kuru €/TL (dönem sonu)	3.17	3.71	4.53	5.45	5.53	5.79	5.99	6.20
Döviz kuru €/TL (ortalama)	3.02	3.34	4.12	5.22	5.45	5.67	5.83	6.09
Tüketici fiyat endeksi TL (ortalama)	7.7%	7.8%	11.1%	11.9%	10.5%	9.5%	8.3%	8.0%
Tüketici fiyat endeksi ABD\$ (ortalama)	0.1%	1.3%	2.1%	2.4%	2.4%	1.3%	1.8%	1.9%

Kaynak: EIU (30.06.2018)

GSYİH büyümesi

- Devletin uyarıcı önlemleri, kredi garantileri, bankaların kredileri uzatması yönündeki baskısı, gelişen ihracat rekabeti ve dünya genelinde artan talep ile reel GSYİH artışı 2016 yılında %3.3 iken 2017 yılında %7.3 seviyesine ulaşmıştır. EIU, Rusya tarafından Türkiye'ye uygulanan yaptırımların sona ermesi, TL'nin değer kaybetmesinin ihracat üzerindeki olumlu etkisi ve kuvvetli yurtdışı talebi ile birlikte 2018-2023 döneminde ürün ve servis ihracatının artacağını öngörmektedir. Reel GSYİH artışı 2017 yılında %7,3 iken, 2018-2022 döneminde ortalama %4,2 seviyelerinde gerçekleşmesi beklenmektedir.

Enflasyon

- Enflasyon, Merkez Bankası'nın orta vadeli enflasyon hedefi olan %5'in üstünde seyretmeye devam etmektedir. EIU, küresel emtia fiyatlarının toparlanması ve TL'nin değer kaybetmeye devam etmesiyle enflasyonun 2018 yılında %11,9 olarak gerçekleşmesini beklemektedir. EIU, enflasyonun kademeli olarak azalarak 2022 yılı sonunda %8,0 seviyesinde seyretmesini beklemektedir.

Döviz kurları

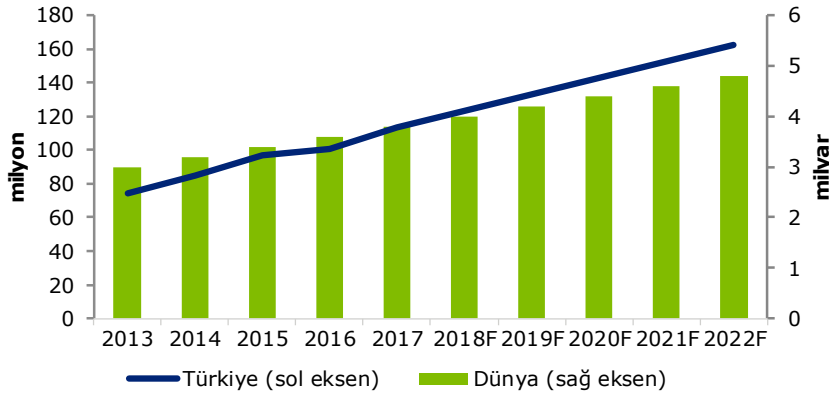
- EIU, uluslararası sermaye akımlarındaki belirsizlikleri, Türkiye'nin içinde bulunduğu politik gerginliğin ve Türkiye'nin çevresinde gelişmekte olan jeopolitik karşılıkların yatırımcı güvenine etkisini döviz kuru beklentilerini etkileyen önemli risk unsurları olarak görmektedir. EIU, 2017-2022 döneminde nominal olarak TL'nin sürekli değer kaybetmesini beklemektedir. 2017 yılında 3,65 olan ortalama TL/ABD\$ kurunun, 2022 yılında 4,91 seviyesine ulaşması beklenmektedir.

Sektör Hakkında

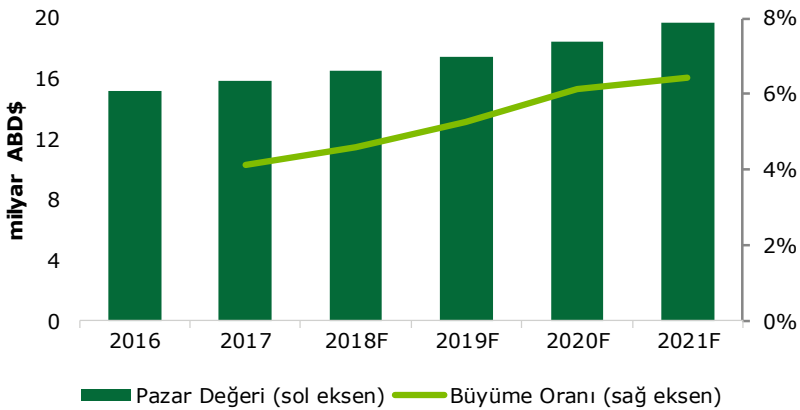
Yönetici Özeti	4
Makroekonomik Görünüm	10
Sektör Hakkında	12
Şirket Hakkında	14
İzair	16
Ekler	30

Sektör Hakkında | Uçak Kiralama Sektörü

Yolcu Sayısı



Global wet-lease sektörü



Uçak Kiralama Sektörü

- Global havayolu sektör hacmi 2017'de %4,5 büyüyerek 3,8 milyar yolcuya ulaşmıştır. Sektör hacmi 2013-2017 arasında %6,1 YBBO kaydetmişken MarketLine raporuna göre sektör hacminin 2017-2022 arasında %4,9 YBBO ile büyüyerek 2022'de 4,8 milyar yolcuya ulaşmasını öngörmektedir.
- Türkiye havayolu sektör hacmi ise 2017'de %12,8 büyüyerek 113,2 milyon yolcuya ulaşmıştır. Sektör hacmi 2013-2017 yılları arasında 2016 yılındaki düşüşe rağmen %11,1 YBBO ile büyürken, MarketLine raporuna göre sektör hacminin 2017-2022 yılları arasında %7,5 YBBO oranında büyüyerek 2022 yılında 162,4 milyon yolcuya ulaşmasını beklemektedir.
- Global uçak kiralama sektörü wet-leasing ve dry-leasing olarak iki segmente ayrılmaktadır. Wet-leasing uçakların mürettebat, bakım ve sigorta hizmetleriyle beraber kiralanması olarak tanımlanırken, dry-leasing uçakların mürettebat ve diğer hizmetler olmadan kiralanması şeklinde tanımlanmaktadır.
- Technavio raporuna göre 2016 yılında wet-leasing segmenti global uçak kiralama pazarının %57,32'sini oluşturmaktadır.
- Technavio raporu, wet-leasing segmenti pazar değerinin %5,31 YBBO ile 2016 yılındaki 19,69 milyar dolar seviyesinden 2021 yılında 15,20 milyar dolara çıkmasını beklemektedir.

Şirket Hakkında

Yönetici Özeti	4
Makroekonomik Görünüm	10
Sektör Hakkında	12
Şirket Hakkında	14
İzair	16
Ekler	30

Şirket Hakkında | Genel

Ana Faaliyet Alanı

2005 yılında İzmir merkezli havayolu şirketi olarak kurulan İzair, Pegasus işbirliğiyle beraber 2006 yılında ortak uçuşlara başlamıştır.

Yıllar içerisinde ortaklık modeli yerini wet-lease modeline bırakmış olup, 2012-2013 döneminde Air Berlin ve Pegasus Havayolları ile işbirliği içerisinde yürütülen Air Berlin Türkiye Projesi haricinde filosunda yer alan uçakları wet-lease yoluyla kiraya vererek faaliyetlerini sürdürmüştür.

Uçak Filosu ve Personel

İzair filusunda Boeing 737-800 tipinde 6 uçak bulunmakta ve 6 uçaklık filo ile blok saat başına ücretlendirme ile gelir elde edilmektedir.

31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla İzair filosundaki 1 adet uçak finansal kiralama yoluyla Pegasus'tan satın alınmış olup diğer uçaklar faaliyet kiralaması yoluyla kiralanmıştır. Faaliyet kiralaması ile alınan uçakların 2020-2022 döneminde teslim edilmesi planlanmaktadır.

31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla İzair personel sayısı 265 kişidir.

Havayolu İşletme Ruhsatı (AOC)

İzair genel havacılık faaliyetlerinde bulunmak üzere SHGM tarafından verilen Havayolu İşletme Ruhsatı (AOC) sahibidir.

Havayolu İşletme Ruhsatı, İzair'in havayolu taşımacılığında uçuş gerçekleştirebilecek yeterli bilgi ve donanımına sahip olduğunu ifade etmektedir.

Ortaklık Yapısı

İzair'in ortaklık yapısında Pegasus hakim ortak olarak yer alırken azınlık hissedarlar %1,38 hisse sahibi konumundadır. Pegasus ilk olarak 2007 yılında İzair hisselerinin %20'sini satın alırken Ekim 2010'da İzair hisselerinin %72,57'sini satın almıştır.

Pegasus ortaklığı sonucu yapılan yönetim değişikliği itibarıyla İzmir Hava Yolları'nda da Pegasus Hava Yolları'nda olduğu gibi düşük maliyet stratejisi benimsenmiştir. Almanya ve Türkiye arasındaki turistik charter ve tarifeli uçuşlar düzenlemek amacıyla Eylül 2012'de Air Berlin, Pegasus hisselerinin %46,82'sini alarak İzair'e ortak olmuştur. Sermaye artırım kararı alınan Mayıs 2013 tarihli genel kurul sonrası İzair hisse dağılımı; Pegasus %69,12, Air Berlin %29,51 ve diğer %1,38 olarak gerçekleşmiştir.

2017 yılında Air Berlin'in yaşamış olduğu finansal sıkıntılardan dolayı, Pegasus Air Berlin'e ait olan hisseleri satın alarak İzair'deki payını %98,62'ye yükseltmiştir.

İzair Ortaklık Yapısı

Ortaklar	Hisse Payı
Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş.	98.62%
Azınlık Hisse Sahipleri	1.38%
Ahmet Küçükbaş	0.12%
Halil Küçükbaş	0.12%
Hulusi Gürbüz Salgar	0.12%
İlhan Özer	0.09%
Diğer	0.93%

İzair

Yönetici Özeti	4
Makroekonomik Görünüm	10
Sektör Hakkında	12
Şirket Hakkında	14
İzair	16
Ekler	30

İzair | Gelir Tablosu

Gelir Tablosu

ABD\$ '000	2015	2016	2017	30 Haziran 2018
Hasılat	73,836	69,345	63,916	28,328
Satışların maliyeti (-)	(61,068)	(67,982)	(54,428)	(28,290)
Faaliyet kiralaması giderleri (-)	(22,305)	(24,920)	(21,618)	(10,647)
Bakım giderleri (-)	(23,818)	(25,430)	(17,159)	(10,178)
Personel giderleri (-)	(11,595)	(14,639)	(12,498)	(5,987)
Amortisman giderleri (-)	(1,925)	(2,521)	(2,521)	(1,084)
Yer hizmetleri ve istasyon giderleri (-)	(1,079)	(112)	(53)	(191)
Diğer giderler (-)	(346)	(360)	(579)	(204)
Brüt Kar	12,768	1,364	9,488	38
Pazarlama satış ve dağıtım giderleri (-)	(37)	(97)	(57)	(29)
Genel yönetim giderleri (-)	(2,059)	(2,417)	(2,153)	(997)
Personel giderleri (-)	(1,339)	(1,244)	(842)	(517)
Amortisman giderleri (-)	(193)	(386)	(563)	(171)
Diğer giderler (-)	(528)	(787)	(749)	(309)
Toplam faaliyet giderleri	(2,096)	(2,514)	(2,210)	(1,026)
Diğer faaliyet gelirleri/(giderleri) (net)	1,223	5,295	5,895	1,969
FVÖK	11,895	4,145	13,173	980
Finansman gelirleri	130	78	181	64
Finansman giderleri (-)	(4,981)	(3,655)	(3,482)	(1,467)
Vergi Öncesi Dönem Karı/(Zararı)	7,045	567	9,872	(423)
Vergi gideri	(84)	(478)	(1,442)	-
Ertelenmiş vergi gideri	-	-	-	(1,041)
Dönem Karı/(Zararı)	6,960	89	8,429	(1,464)
<i>Hasılat büyümesi (%)</i>	<i>n/a</i>	<i>(6.1%)</i>	<i>(7.8%)</i>	<i>(11.4%)</i>
<i>FVÖK Marjı</i>	<i>16.1%</i>	<i>6.0%</i>	<i>20.6%</i>	<i>3.5%</i>

Gelir Tablosu

- Şirket yönetimi tarafından 2015, 2016 ve 2017 yıllarına ilişkin yıllık ve 2018 yıllarına ilişkin 6 aylık UFRS kapsamında hazırlanmış gelir tablosu yan tarafta sunulmuştur.
- İzair'in hasılatının tamamı Pegasus'a kiralanan uçaklardan elde edilen wet-lease gelirlerinden oluşmaktadır. 2015 yılında 73,8 milyon ABD Doları olan gelirler %13 azalarak 2017 yılında 63,9 milyon ABD Doları seviyesine gerilemiştir. Wet-lease gelirleri 2018 yılını ilk yarısında 28,3 milyon ABD Doları olarak gerçekleşmiştir.
- Satışların maliyetinin %95'ini faaliyet kiralama giderleri ile wet-lease kapsamındaki bakım ve personel giderleri oluşturmaktadır. 2015 yılında 61,1 milyon ABD Doları olan satışların maliyeti %11 azalarak 2017 yılında 54,4 milyon ABD Doları olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemdeki düşüşün önemli bölümü bakım giderlerindeki azalıştan kaynaklanmaktadır.
- Faaliyet giderleri pazarlama, satış ve genel yönetim giderlerini kapsamaktadır. 2018 yılının ilk yarısında faaliyet giderleri 1,0 milyon ABD Doları olarak gerçekleşmiştir. Diğer faaliyet gelirleri ve giderleri ise faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı geliri, şüpheli alacak tahsilat geliri ile diğer gelir ve giderleri kapsamaktadır.
- Finansman giderlerinin büyük bir kısmı finansal kiralama ile alınan uçak için Pegasus'a ödenen faiz giderlerinden oluşmaktadır. Finansman giderlerinin kalan kısmı ise kur farkı ve komisyon giderlerini içermektedir.
- 2016 yılında turizm sektöründe yaşanan daralmadan dolayı dönem karı 0,09 milyon ABD Doları seviyesine gerilerken sektördeki toparlamaya bağlı olarak 2017 yılında dönem karı 8,4 milyon ABD Doları seviyesine çıkmıştır. Uçuş saatlerinin yaz aylarında daha fazla olmasından dolayı, 2018 yılı ilk yarısındaki dönem karı -1,5 milyon ABD Doları olarak gerçekleşmiştir.

İzair | Bilanço

Bilanço

ABD\$ '000	2015	2016	2017	30 Haziran 2018
Dönen varlıklar				
Nakit ve nakit benzerleri	1,873	981	5,122	1,257
Ticari alacaklar	1,124	-	40	28
Diğer alacaklar	2,265	16,466	16,314	20,861
Stoklar	73	60	48	40
Peşin ödenmiş giderler	1,086	1,118	1,003	1,388
Diğer dönen varlıklar	-	633	1,110	1
Toplam Dönen Varlıklar	6,420	19,257	23,637	23,575
Duran varlıklar				
Maddi duran varlıklar	24,560	32,157	33,395	30,754
Maddi olmayan duran varlıklar	149	455	314	223
Ertelenmiş vergi varlığı	3,050	2,438	1,069	-
Diğer alacaklar	1,348	1,300	640	618
Toplam Duran Varlıklar	29,108	36,350	35,417	31,595
Toplam Varlıklar	35,528	55,607	59,055	55,170
Kısa vadeli yükümlülükler				
Kısa vadeli borçlanmalar	168	-	-	-
Ticari borçlar	1,615	25,819	19,167	17,551
Çalışanlara sağlanan fayda kapsamında borçlar	399	551	882	476
Diğer borçlar	5,622	1,220	1,388	1,648
Kısa vadeli karşılıklar	706	1,462	1,595	1,279
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	-	-	3	0
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	8,509	29,052	23,035	20,954
Uzun vadeli yükümlülükler				
Diğer Borçlar	11,131	10,049	8,890	8,229
Uzun vadeli karşılıklar	4,931	5,303	5,873	6,600
Ertelenmiş vergi yükümlülüğü	-	-	-	132
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	16,062	15,352	14,763	14,961
Toplam Yükümlülükler	24,572	44,404	37,798	35,915
Özkaynaklar				
Ödenmiş sermaye	20,445	16,892	15,760	12,954
Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kayıpları	-	(38)	(35)	(29)
Yabancı para çevrim farkları	(1,443)	920	3,517	5,978
Geçmiş yıl karları/(zararları)	(14,551)	(6,647)	(6,131)	1,656
Dönem net karı/(zararı)	6,505	76	8,145	(1,305)
Toplam Özkaynaklar	10,957	11,203	21,256	19,255
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar	35,528	55,607	59,055	55,170

Bilanço

- Şirket yönetimi tarafından 2015, 2016 ve 2017 yıllarına ilişkin yıllık ve 2018 yıllarına ilişkin 6 aylık UFRS kapsamında hazırlanmış bilanço yan tarafta sunulmuştur.
- Dönen varlıkların önemli bölümünü diğer alacaklar hesabında yer alan ve faaliyet kiralama şirketlerine yapılan bakım ön ödeme alacakları oluşturmaktadır. Ön ödeme alacakları kiralanan uçakların tesliminden önce yapılacak bakım maliyetinde kullanılmaktadır. Diğer alacaklardaki artışa bağlı olarak toplam dönen varlıklar 2015 yılında 6,4 milyon ABD Doları seviyesinden 2018 ilk yarısında 23,6 milyon ABD Doları seviyesine çıkmıştır.
- Pegasus'tan finansal kiralama yöntemiyle satın alınan uçak 27,5 milyon ABD Doları ile toplam duran varlıkların %87'sini oluşturmaktadır.
- Kısa vadeli yükümlülüklerin önemli bölümünü ticari borçlar oluşturmaktadır. Ticari borçlar kapsamında Pegasus'tan alınan uçak bakım hizmeti ile çeşitli komponent ve yedek parça satın alımlarına yer almaktadır.
- Kısa ve uzun vadeli yükümlülükler altındaki diğer borçlar hesabında finansal kiralamaya ilişkin borç bulunmaktadır.
- Kısa ve uzun vadeli karşılıklar ise gayri nakdi bakım giderlerine ilişkin ayrılan teslim bakım karşılıkları ile çalışanlara sağlanan faydalar kapsamındaki borç ve karşılıkları kapsamaktadır.

İzair | Gelir Tablosu Projeksiyonları

Satışlar

ABD\$ '000	6 aylık		31 Aralık itibarıyla		
	2018 P	2019 P	2020 P	2021 P	2022 P
Aylık ortalama uçuş saati	335	335	335	335	335
TC-IZJ (Finansal kiralama)	347	347	347	347	347
TC-IZK (Faaliyet kiralaması)	342	342	342	342	342
TC-IZD (Faaliyet kiralaması)	337	337	337	337	337
TC-IZE (Faaliyet kiralaması)	338	338	338	338	338
TC-IZG (Faaliyet kiralaması)	324	324	324	324	324
TC-IZI (Faaliyet kiralaması)	324	324	324	324	324
Yıllık ortalama uçak sayısı	6.0	5.3	2.5	2.0	1.2
TC-IZJ (Finansal kiralama)	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9
TC-IZK (Faaliyet kiralaması)	1.0	1.0	1.0	1.0	0.3
TC-IZD (Faaliyet kiralaması)	1.0	0.4	-	-	-
TC-IZE (Faaliyet kiralaması)	1.0	1.0	0.5	-	-
TC-IZG (Faaliyet kiralaması)	1.0	0.9	-	-	-
TC-IZI (Faaliyet kiralaması)	1.0	1.0	0.1	-	-
Yıllık toplam uçuş saati	12,071	21,326	10,193	8,047	4,761
Saatlik wetlease ücreti (ortalama)	2.41	2.40	2.40	2.40	2.40
Wetlease gelirleri	29,083	51,089	24,420	19,279	11,407

Gelir Tablosu Projeksiyonları

- 2018 – 2022 arasındaki periyodu kapsayan projeksiyon dönemine ilişkin beklentiler İzair yönetiminin varsayımlarına dayanmaktadır.
- İzair uçaklarını tüm hizmetleriyle birlikte Pegasus'a wet-lease yöntemiyle kiralamaktadır.
- Şirket yönetimi tarafından saatlik wet-lease ücretinin Kasım-Mart döneminde 2,300 USD ve Nisan-Ekim döneminde ise 2,464 USD olacağı belirtilmiştir.
- 2017 yılında gerçekleşen uçuş saatleri baz alınarak projeksiyon dönemi boyunca uçakların aylık ortalama 335 saat uçuş gerçekleştireceği varsayılmıştır.
- Wet-lease gelirleri projeksiyon döneminde öngörülen uçak sayıları, aylık ortalama uçuş saati ve saatlik wet-lease ücreti çarpımıyla hesaplanmıştır. Faaliyet kiralaması yoluyla kiralanan uçakların geri teslim edilmesine bağlı olarak wet-lease gelirlerinin 2019 yılında 51,9 milyon ABD Doları seviyesinden 2022 yılında 11,4 milyon ABD Doları seviyesine gerileyeceği tahmin edilmiştir.

İzair | Gelir Tablosu Projeksiyonları

Satışların Maliyeti

ABD\$ '000	6 aylık		31 Aralık İtibarıyla		
	2018 P	2019 P	2020 P	2021 P	2022 P
TC-IZK (Faaliyet kiralaması)	1,497	2,994	2,994	2,994	1,038
TC-IZD (Faaliyet kiralaması)	1,338	1,410	-	-	-
TC-IZE (Faaliyet kiralaması)	1,740	3,480	1,918	-	-
TC-IZG (Faaliyet kiralaması)	1,590	3,086	-	-	-
TC-IZI (Faaliyet kiralaması)	1,620	3,240	549	-	-
Faaliyet kiralaması giderleri	7,785	14,210	5,460	2,994	1,038
Yıllık ortalama uçak sayısı	6.0	5.3	2.5	2.0	1.2
Uçak başına motor kira gideri	70	140	140	140	140
Motor kira giderleri	421	744	356	281	166
Saat başına bakım gideri	0.64	0.64	0.64	0.64	0.64
Yıllık toplam uçuş saati	12,071	21,335	10,411	8,260	4,908
Bakım giderleri	7,766	13,725	6,698	5,314	3,157
Uçak başına sigorta gideri	21	45	48	51	54
Sigorta giderleri	127	241	122	102	64
Kabin ekibi personeli başına eğitim gideri	0.69	1.48	1.57	1.65	1.75
Personel eğitim gideri	154	293	148	123	77
Kabin ekibi personeli başına mürettebat gideri	0.18	0.38	0.41	0.43	0.45
Mürettebat giderleri	40	76	39	32	20

Gelir Tablosu Projeksiyonları

- Satışların maliyetleri 2018 yılı için nominal olarak Şirket yönetimi tarafından sunulmuştur.
- Satışların maliyeti, faaliyet kiralaması, motor kiralaması, bakım, personel, sigorta, eğitim ve mürettebat giderlerini kapsamaktadır.
- Faaliyet kiralaması giderleri, faaliyet kiralaması sözleşmesine bağlı olarak ABD Doları cinsinden belirlenmiştir.
- Diğer giderler faaliyet kiralaması süresine göre uçak ve kabin ekibi sayısına bağlı olarak hesaplanmıştır.
- Motor kiralaması ile bakım giderleri ABD Doları cinsinden hesaplanırken diğer giderler TL olarak hesaplanmış ve 2019-2022 dönemi için TL enflasyon uygulanmıştır.

İzair | Gelir Tablosu Projeksiyonları

Operasyonel Giderler

ABD\$ '000	6 aylık		31 Aralık İtibarıyla		
	2018 P	2019 P	2020 P	2021 P	2022 P
Personel sayısı					
Yönetim	28	28	28	28	28
Teknik	3	3	1	0	0
Yer hizmetleri	2	2	2	2	2
Kokpit	72	63	30	24	14
Kabin	153	135	65	51	30
Kabin ekibi	225	199	95	75	44
Toplam personel sayısı	257	231	126	105	74
Personel maliyeti (kişi başı ortalama)					
Yönetim	19	41	43	46	48
Teknik	21	44	47	49	52
Yer hizmetleri	15	33	35	37	39
Kokpit	49	105	111	117	124
Kabin	9	20	21	22	23
Personel maaş gideri	5,497	10,581	6,009	5,260	3,864
Satışların maliyetine ilişkin maaş giderleri	4,971	9,450	4,809	3,996	2,524
Yönetim giderlerine ilişkin maaş giderleri	527	1,132	1,200	1,264	1,340
Personel başına genel giderler	1.24	2.66	2.82	2.97	3.15
Genel giderler	319	615	354	312	233
Genel yönetim giderleri	845	1,746	1,554	1,576	1,573
Pazarlama ve reklam giderleri	27	58	61	65	69

Gelir Tablosu Projeksiyonları

- Şirket yönetimi tarafından, operasyonel giderler 2018 yılı için nominal olarak paylaşılmıştır.
- 2018-2022 dönemine ilişkin yönetim, teknik, yer hizmetleri, kokpit ve kabin personel sayıları filoda yer alan uçak sayısına bağlı olarak Şirket yönetimi tarafından belirlenmiştir. Operasyonel giderler personel maaşları, genel giderler ile pazarlama ve reklam giderlerini kapsamaktadır.
- Personel maaşları ile genel giderler toplam personel sayısına ve TL enflasyon oranına bağlı olarak hesaplanırken pazarlama ve reklam giderlerine sadece TL enflasyon oranı uygulanmıştır.

İzair | Gelir Tablosu Projeksiyonları

Gelir Tablosu

ABD\$ '000	6 aylık		31 Aralık İtibarıyla		
	2018 P	2019 P	2020 P	2021 P	2022 P
Hasılat	29,083	51,089	24,420	19,279	11,407
Faaliyet Kiralaması ve motor kira giderleri (-)	(8,206)	(14,954)	(5,816)	(3,275)	(1,204)
Bakım giderleri (-)	(7,766)	(13,725)	(6,698)	(5,314)	(3,157)
Personel giderleri (-)	(4,971)	(9,450)	(4,809)	(3,996)	(2,524)
Sigorta, personel eğitim ve mürettebat gideri (-)	(321)	(610)	(309)	(257)	(161)
Satışların maliyeti (-)	(21,264)	(38,739)	(17,632)	(12,841)	(7,047)
Brüt Kar	7,819	12,350	6,788	6,437	4,360
Pazarlama satış ve dağıtım giderleri (-)	(27)	(58)	(61)	(65)	(69)
Genel yönetim giderleri (-)	(845)	(1,746)	(1,554)	(1,576)	(1,573)
Toplam faaliyet giderleri	(872)	(1,804)	(1,615)	(1,641)	(1,642)
FAVÖK	6,947	10,545	5,173	4,796	2,718
Amortisman	(2,376)	(4,026)	(4,053)	(4,053)	(4,136)
FVÖK	4,571	6,520	1,119	743	(1,419)
Kaynak: Şirket Yönetimi, P: Projeksiyon					
Hasılat büyümesi (%)	n/a	n/a	(52.2%)	(21.1%)	(40.8%)
Brüt Kar Marjı	26.9%	24.2%	27.8%	33.4%	38.2%
FAVÖK Marjı	23.9%	20.6%	21.2%	24.9%	23.8%
FVÖK Marjı	15.7%	12.8%	4.6%	3.9%	(12.4%)

Gelir Tablosu Projeksiyonları

- Faaliyet kiralaması yoluyla alınan uçakların kiralama şirketlerine teslimi nedeniyle FAVÖK 2019 yılında 10,5 milyon ABD Doları seviyesinden 2022 yılında 2,7 milyon ABD Doları seviyesine gerilemesi öngörülmektedir. Aynı dönem için FAVÖK marjı %21 ile %25 seviyelerinde yer alırken amortisman giderlerinden kaynaklı olarak FVÖK marjının 2019 yılında %13'den 2022 yılında -%12'ye gerilemesi öngörülmektedir.

İzair | Net İşletme Sermayesi

Net İşletme Sermayesi

ABD\$ '000	2015	2016	2017	30 Haziran 2018	6 aylık 2018 P	2019 P	31 Aralık İtibarıyla 2020 P	2021 P	2022 P
Ticari alacaklar	1,124	-	40	28	893	778	372	294	174
Stoklar	73	60	48	40	51	46	21	15	8
Ticari borçlar (-)	(1,615)	(25,819)	(19,167)	(17,551)	(13,192)	(11,918)	(5,424)	(3,951)	(2,168)
Net ticari işletme sermayesi	(418)	(25,758)	(19,079)	(17,483)	(12,248)	(11,094)	(5,032)	(3,642)	(1,986)
Diğer dönen varlıklar	7,749	21,954	20,135	22,868	23,478	20,452	9,776	7,718	4,566
Diğer kısa vadeli yükümlülükler (-)	(6,238)	(7,454)	(8,582)	(8,943)	(9,182)	(7,998)	(3,823)	(3,018)	(1,786)
Net diğer işletme sermayesi	1,511	14,499	11,553	13,925	14,297	12,454	5,953	4,700	2,781
Net İşletme Sermayesi	1,093	(11,259)	(7,526)	(3,558)	2,049	1,360	921	1,058	795
Hasıllata oranı (%)	1.5%	(16.2%)	(11.8%)	(12.6%)	7.0%	2.7%	3.8%	5.5%	7.0%
Net işletme sermayesindeki değişim	na	(12,352.2)	3,732.8	3,968.3	5,606.7	(688.9)	(438.7)	136.5	(263.1)
Hasılat	73,836	69,345	63,916	28,328	29,083	51,089	24,420	19,279	11,407
Satışların maliyeti	(61,068)	(67,982)	(54,428)	(28,290)	(21,264)	(38,739)	(17,632)	(12,841)	(7,047)
Devir Hızı (Gün)									
Alacak tahsil süresi (A)	6	-	0	6	6	6	6	6	6
Stok devir süresi (B)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Borç ödeme süresi (C)	10	139	129	112	112	112	112	112	112
Nakit çevirim süresi (A + B - C)	(4)	(138)	(128)	(106)	(106)	(106)	(106)	(106)	(106)

Net İşletme Sermayesi

- Net ticari işletme sermayesi ticari alacaklar, stoklar ile Pegasus'tan uçak bakım hizmeti ve yedek parça satın alımlarına ilişkin oluşan ticari borçları kapsamaktadır.
- Diğer dönen varlıkların önemli kısmını faaliyet kiralama şirketlerine yapılan ön ödemelere ilişkin alacaklar oluşturmaktadır. Diğer kısa vadeli yükümlülükler ise gayri nakdi bakım giderlerine ilişkin ayrılan teslim bakım karşılıkları ile çalışanlara sağlanan faydalar kapsamındaki borç ve karşılıkları kapsamaktadır.
- Alacak tahsil, stok devir ve borç ödeme süreleri projeksiyon dönemi boyunca 2018 yılı ilk yarısı için hesaplanan gün sayılarına eşit olacağı varsayılmıştır.

İzair | Amortisman

Amortisman

ABD\$ '000	6 aylık		31 Aralık İtibarıyla		
	2018 P	2019 P	2020 P	2021 P	2022 P
Toplam hasılat	29,083	51,089	24,420	19,279	11,407
Yatırımlar	-	-	-	-	-
Hasılat oranı (%)	-	-	-	-	-
Maddi duran varlıklara ilişkin amortisman	(2,376)	(4,026)	(4,053)	(4,053)	(4,136)
Uçak amortisman	(1,678)	(3,327)	(3,355)	(3,355)	(3,438)
Diğer amortisman	(698)	(698)	(698)	(698)	(698)
Yatırımlara ilişkin amortisman	-	-	-	-	-
Toplam Amortisman Gideri	(2,376)	(4,026)	(4,053)	(4,053)	(4,136)
Hasılat oranı (%)	(8.2%)	(7.9%)	(16.6%)	(21.0%)	(36.3%)

Duran Varlıklar	30 Haziran İtibarıyla		
	Defter	Rayiç Değ.	Ekon. Ömür
Sahip olunan uçaklar	27,486	24,178	23.0
Komponentler ve yedek parçalar	3,161	3,161	5.0
Özel maliyetler	2	2	5.0
Döşeme ve Demirbaşlar	99	99	5.0
Taşıtlar	6	6	5.0
Maddi olmayan duran varlık	223	223	5.0
Toplam Duran Varlıklar	30,977	27,669	

Amortisman

- Projeksiyon dönemi boyunca yeni uçak alımı planlanmamaktadır.
- Sahip olunan uçağın ekonomik ömrü 23 yıl olarak kabul edilirken diğer maddi ve maddi olmayan duran varlıkların ekonomik ömrü 5 yıl olarak varsayılmıştır.
- IBA Group Limited tarafından duran varlıklar altında yer alan sahip olunan uçak için güncel piyasa değeri 24,2 milyon ABD Doları olarak hesaplanmıştır.

İzair | Net Finansal Pozisyon

Net Finansal Pozisyon

ABD\$ '000

Nakit ve nakit benzerleri	1,257
Kısa vadeli borçlanmalar	(1,192)
Finansal Borçlar	(8,229)
Net Finansal Pozisyon	(8,164)

Net Finansal Pozisyon

- Şirket'e ait 30 Haziran 2018 tarihli net finansal pozisyon yandaki tabloda gösterilmiştir.
- Net finansal pozisyonunda nakit ve nakit benzerleri ile Pegasus'tan finansal kiralama yöntemiyle satın alınan uçağa ilişkin kısa ve uzun vadeli borçlar yer almaktadır.



İzair | İNA Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımı

ABD\$ '000		6 aylık		31 Aralık İtibarıyla		
		2018 T	2019 T	2020 T	2021 T	2022 T
FVÖK		4,571	6,520	1,119	743	(1,419)
Vergi gideri	20.0%	(914)	(1,304)	(224)	(149)	-
Vergi Sonrası Faaliyet Karı		3,657	5,216	895	595	(1,419)
Artı: Amortisman ve itfa		2,376	4,026	4,053	4,053	4,136
Eksi: Yatırımlar		-	-	-	-	-
Eksi: İşletme sermayesindeki değişim		(5,607)	689	439	(137)	263
Serbest Nakit Akımı		426	9,930	5,387	4,511	2,981
İskonto Yıl Sayısı		0.25	1.00	2.00	3.00	4.00
İskonto Faktörü	11.7%	0.97	0.89	0.80	0.72	0.64
İndirgenmiş Nakit Akımı		414	8,887	4,315	3,234	1,913

İNA toplamı	18,764
Şirket Değeri	18,764
Artı/(Eksi): Sahip olunan uçağın değeri	10,817
Artı/(Eksi): Net finansal pozisyon	(8,164)
Özsermaye Değeri (ABD\$ '000)	21,417
Özsermaye Değeri (TL '000)	98,367

Sahip olunan uçağın değeri (2022)	
Uçak Satışı Bedeli (ABD\$ '000)	17,820
AOSM	11.7%
İskonto Faktörü	0.61
Sahip olunan uçağın değeri	10,817

AOSM Duyarlılık Analizi			
ABD\$ '000			
	10.7%	11.7%	12.7%
	22,181	21,417	20,683

AOSM Duyarlılık Analizi			
TL '000			
	10.7%	11.7%	12.7%
101,879	98,367	94,999	

İzair | İNA Analizi

İNA Analizi

- Şirket yönetimi tarafından hazırlanan gelir tablosu projeksiyonları doğrultusunda oluşan serbest nakit akım tahminleri ve tarafımızca hesaplanan iskonto faktörlerine bağlı olarak oluşan indirgenmiş nakit akımları hesaplanmıştır.
- Şirket yönetimi projeksiyon dönemi boyunca herhangi bir yatırım planlaması bulunmadığını belirtmiştir.
- Projeksiyon dönemi (2018-2022) faaliyet kiralama yoluyla alınan uçakların teslim tarihlerine göre belirlenmiş olup bu uçakların tamamı teslim edildikten sonra havayolu işletmeciliği yada wet-leasing operasyonlarına yönelik devam eden değer hesaplanmamıştır. Projeksiyon dönemi sonunda finansal kiralama yöntemi ile satın alınan uçağın piyasa değeri üzerinden satılacağı varsayılmıştır. IBA Group Limited tarafından sağlanan piyasa değeri analizine göre finansal kiralamayla alınan Boeing 737-800W tipi uçağın 2022 yılındaki nominal değerinin mevcut piyasa değerinin %74'üne karşılık geleceği belirtilmiştir. Buna göre mevcut piyasa değeri 24,2 milyon ABD Doları olan uçağın 2022 yılındaki nominal değeri 17,8 milyon ABD Doları olarak hesaplanmıştır.
- AOSM hesaplamalarına ilişkin detaylar Ekler bölümünde Ek A4'te sunulmuştur. Uygulanan iskonto oranının değişiklik göstermesine bağlı olarak duyarlılık çalışması oluşturulmuş ve Şirket'in değerine yönelik tahmini aralık belirlenmiştir.

İzair | Piyasa Yaklaşımı

Benzer İşlem Analizi

ABD\$ '000

İşlem Değeri (Avro '000)	1,200
İşlem Değeri (ABD\$ '000)	1,338
Pay oranı	29.5%
Şirket Değeri	4,534
Artı: Kontrol Primi	20.0%
Şirket Değeri	5,441
Artı: Özsermaye değişimi (30.06.2017 - 31.12.2017)	6,507
Artı: Özsermaye değişimi (31.12.2017 - 30.06.2018)	1,656
Hesaplanan Özsermaye Değeri (ABD\$ '000)	13,604
Hesaplanan Özsermaye Değeri (TL '000)	62,483

Benzer işlemler yöntemi

- Benzer şirketler yöntemi kapsamında, 15.06.2017 tarihinde AirBerlin'in İzair'deki %29,51 hissesinin Pegasus tarafından satın alındığı işlem tutarı kullanılmıştır. İzair'in mevcut faaliyetlerini tek başına sürdürebilme yeteneğinin ve operasyon süresinin sınırlı olmasından dolayı işletmenin sürekliliği varsayımı altında gerçekleşen benzer işlemler ile halka açık benzer şirketler piyasa yaklaşımı kapsamında kullanılmamıştır. İzair'in mevcut durumu düşünüldüğünde piyasa yaklaşımı kapsamında sadece İzair hisselerine ilişkin gerçekleşen güncel hisse alım/satım işlemi kullanılmıştır.
- Air Berlin'in İzair'deki hissesi için verilen 1,2 milyon Avro (1,34 milyon ABD Doları) tutarındaki işlem bedeli üzerine %20 kontrol primi eklenerek İzair %100 hissesinin işlem tarihindeki değeri 5,4 milyon ABD Doları olarak hesaplanmıştır.
- Şirket yönetimi tarafından verilen bilgiye göre ilgili işlem tutarı hesaplanırken İzair'in sadece Havayolu İşletme Ruhsatı (AOC) bedeli referans alınmıştır. Bu nedenle, 5,4 milyon ABD Doları olarak hesaplanan İzair'in %100 hissesinin değerinin üzerine işlem ve değerlendirme tarihleri arasındaki yatırım ve wet-lease faaliyetlerinden kaynaklı özsermaye değişimi ilave edilmiştir.

İzair | Maliyet Yaklaşımı

Düzeltilmiş Net Aktif Değer

ABD\$ '000	30 Haziran İtibarıyla		
	Defter Değeri	Düzeltilme	Rayiç Değeri
<i>Dönen varlıklar</i>			
Nakit ve nakit benzerleri	1,257	-	1,257
Ticari alacaklar	28	-	28
Diğer alacaklar	20,861	-	20,861
Stoklar	40	-	40
Peşin ödenmiş giderler	1,388	-	1,388
Diğer dönen varlıklar	1	-	1
Toplam Dönen Varlıklar	23,573	-	23,575
<i>Duran varlıklar</i>			
Maddi duran varlıklar	30,754	-	27,446
Sahip olunan uçaklar	27,486	(3,308)	24,178
Komponentler ve yedek parçalar	3,161	-	3,161
Diğer maddi duran varlıklar	107	-	107
Maddi olmayan duran varlıklar	223	-	223
Ertelenmiş vergi varlığı	-	-	-
Diğer alacaklar	618	-	618
Toplam Duran Varlıklar	31,595	(3,308)	28,287
Toplam Varlıklar	55,168	(3,308)	51,862
<i>Kısa vadeli yükümlülükler</i>			
Ticari borçlar	17,551	-	17,551
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	476	-	476
Diğer borçlar	1,648	-	1,648
Kısa vadeli karşılıklar	1,279	-	1,279
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	0	-	0
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	20,954	-	20,954
<i>Uzun vadeli yükümlülükler</i>			
Diğer Borçlar	8,229	-	8,229
Uzun vadeli karşılıklar	6,600	-	6,600
Ertelenmiş vergi yükümlülüğü	132	-	132
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	14,961	-	14,961
Toplam Yükümlülükler	35,915	-	35,915
Düzeltilmiş Net Aktif Değer (ABD\$ '000)			15,947
Düzeltilmiş Net Aktif Değer (TL '000)			73,246

Maliyet yaklaşımı

- Maliyet yaklaşımı kapsamında, düzeltilmiş net aktif değer yöntemi kullanılmıştır. Söz konusu yöntem İzair'in gelecekteki beklentilerine yer vermemekte olup, İzair hisselerinin gerçeğe uygun değerinin bilançoadaki varlık ve yükümlülüklerin net piyasa değerini yansıttığı varsaymaktadır.
- Düzeltilmiş Net Aktif Değer hesaplamasında, Şirket yönetimi tarafından sağlanan 30 Haziran 2018 tarihli bilanço kullanılmıştır. Değerleme çalışmasında, bilançoadaki maddi duran varlıklar hesabında yer alan sahip olunan uçağın değeri, IBS Group Limited tarafından tespit edilmiş ve Şirket yönetimi tarafından temin edilmiştir. Sahip olunan uçak dışındaki varlık ve yükümlülüklerin defter değerlerinin gerçeğe uygun piyasa değerine eşit olduğu varsayılmaktadır.
- 30 Haziran 2018 tarihli bilançoda 27,5 milyon ABD Doları olarak yer alan sahip olunan uçağın değeri tespit edilen güncel piyasa değeri olan 24,2 milyon ABD Doları olarak düzeltilmiştir.
- Ayrıca, İzair adına kayıtlı marka değerlerinin tamamı yasal mali tablolarında bulunmasına karşın değerini kaybettiği için UFRS mali tablolarından karşılık ayrılarak değeri sıfırlanmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca İzair markalı havayolu taşımacılığı faaliyeti öngörülmediği için marka değeri bulunmadığı kanaatine varılmış ve Düzeltilmiş Net Aktif Değer kapsamında marka değerine yer verilmemiştir.

Ekler

Yönetici Özeti	4
Makroekonomik Görünüm	10
Sektör Hakkında	12
Şirket Hakkında	14
İzair	16
Ekler	30

Ekler | A1: Kapsam ve Sınırlamalar

Raporun amacı ve kapsamı

- Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş. ("Pegasus") tarafından alınan bilgiye göre, Pegasus'un %98,63 oranında iştirak etmiş olduğu İzair ile bütün aktif ve pasifi ile birlikte 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun II-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği, 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu ve 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'nun ilgili hükümleri uyarınca kolaylaştırılmış usulde birleşmesine karar verilmiştir.
- İzair'in azınlık hissedarlarının planlanan birleşme işlemi sonrasında elde edecekleri Pegasus hisse adedinin tespiti amacıyla İzair'in hisse değerinin tespit edilmesi gerekmektedir.
- Bu rapor, Deloitte tarafından Pegasus yönetiminin talebi üzerine yukarıda belirtilen işlem kapsamında İzair'in %100 hisselerinin ve azınlık hisselerinin gerçeğe uygun değer aralığının tahmin edilmesi amacıyla düzenlenmiştir. Çalışma kapsamında değerleme tarihi 30 Haziran 2018 olarak kabul edilmiştir.
- Gerçeğe uygun değer tanımı "piyasa katılımcıları arasında ölçüm tarihinde olağan bir işlemde, bir varlığın satışından elde edilecek veya bir borcun devrinde ödenecek fiyat " olarak kabul edilmiştir. Yukarıdaki tanımdan anlaşıldığı üzere, gerçeğe uygun değer, değerleme konusu hisselerin serbest piyasadaki olası alış-satış fiyatına her zaman eşit olmayabilir.
- Raporumuz sadece Şirket ortaklarının kullanımı için hazırlanmıştır. Rapora dayanarak hareket edecek herhangi bir başka taraf ya da taraflara karşı sorumluluk kabul etmemekteyiz.

Sınırlamalar

- Değerleme çalışması genel kabul görmüş denetim standartlarına göre herhangi bir denetim çalışmasını içermeyecektir. Dolayısıyla rapor kapsamında kullanılan finansal bilgilerin doğruluğuna ilişkin bir denetim görüşü sunulmayacaktır.
- Değerleme çalışması bir kısım öngörülere dayanmakta olup söz konusu öngörülerin ilgili varsayımlara dayanarak doğru hesaplanıp hesaplanmadığı tarafımızca incelenecektir. Bununla birlikte bahsi geçen öngörüler ve varsayımlar Şirket yönetiminin sorumluluğundadır. Uygulanan varsayımlar üzerinde, gerekli gördüğümüz durumlarda, görüşümüzü bildirmekle beraber varsayımların gerçeğe uygunluğu konusunda herhangi bir sorumluluk kabul etmemekteyiz. Ayrıca beklentilerin tahmin edildiği şekilde gerçekleşmemesi durumunda öngörülen ve gerçekleşen sonuçlar arasında önemli farklılıklar oluşabileceğini hatırlatmak isteriz.

Ekler | A2: Değer Tanımı

Değer tanımı

• "Değerleme analizine başlanmadan önce değer tanımı doğru bir şekilde yapılmış olması gerekir. Değer kavramı genel olarak iki başlık altında incelenebilir:

- El Değiştirme Değeri (Value-in-exchange)
- Kullanım Değeri (Value-in-use)

• El Değiştirme Değeri; piyasadaki alıcı, satıcı ve yatırımcıların girişimleri sonucu ortaya çıkar ve satılmaya konu varlığın tek başına satılacağı değeri ifade eder. Kullanım Değeri ise satılmaya konu varlığın işletmenin sürekliliği prensibi çerçevesinde sağladığı değeridir ve söz konusu varlığın işletmenin karlılığına olan katkısını ifade eder.

• Bu iki tanımın Gerçeğe Uygun Değer'in tahmin edilmesi üzerinde önemli etkileri olabilir. Bir varlık ya da işletmenin bir El Değiştirme Değeri ve tamamen farklı bir Kullanım Değeri olabilir. Bazı özel amaçlara sahip şirketler tek başlarına satışa konu olduklarında El Değiştirme Değerleri çok düşük olabilir. Ancak bu varlık ya da işletmelerin devam etmekte olan ticari faaliyete önemli katkıları olabilir. Bu durum, işletmenin sürekliliği kavramı çerçevesinde söz konusu varlık ya da işletme için daha yüksek bir Kullanım Değerini işaret edebilir.

• Çalışmamız, El Değiştirme Değerini esas aldığından Pegasus ile İzair azınlık hissedarları arasındaki işlemlerin piyasa koşullarına uygun olarak (arm's length) gerçekleşeceğini varsaymış bulunmaktayız.

Gerçeğe Uygun Değerin Tanımı

• "Gerçeğe Uygun Değer", TFRS 13 standardı kapsamında aşağıdaki şekilde tanımlanmaktadır:

"piyasa katılımcıları arasında ölçüm tarihinde olağan bir işlemde, bir varlığın satışından elde edilecek veya bir borcun devrinde ödenecek fiyat"

• Bu tanımdan anlaşıldığı üzere gerçeğe uygun değer serbest piyasada satışa sunulan hisseler için gerçekleştirilecek alış veya satış fiyatına her zaman eşit olmayabilir.

• Çalışmamızın amacı belli sebeplerden dolayı hisselerle yüksek fiyatlı teklif vermek isteyen bir alıcı bulmak değildir. Gerçekte bu gibi "özel alıcılar" çeşitli sebeplerle bulunabilmektedir. Bu sebeplere örnek olarak azalan veya tamamen yok olan rekabet ortamı, hammadde tedarik veya satışına ilişkin oluşabilecek fiyat avantajları, şirket birleşmesinin alıcıya sağlayacağı maliyet avantajları veya diğer sinerjiler verilebilir. Bu tarz özel bir alıcının tarafımızca tespit edilmesini talep etmeniz durumunda, bu husus ayrı ve ilave bir sözleşme konusu olacaktır.

İşletmenin Sürekliliği Prensibi

İşletmenin sürekliliği şu şekilde tanımlanmıştır:

"Gelecekte süresiz bir şekilde faaliyet te bulunması beklenen bir ticari işletme"

Solo Bazda Raporlama Prensibi

Solo bazda raporlama şu şekilde tanımlanmıştır:

"Kendi başına faaliyet göstermeye ehil, herhangi bir stratejik, sinerji ve/veya kontrol primi içermeyen işletme değeri".

Ekler | A3: Değerleme Yaklaşımları

Gelir Yaklaşımı

- "İndirgenmiş nakit akım yönteminde, şirkete ilişkin nakit akımları uygun bir süre zarfı için öngörülüp, söz konusu nakit akımlar değerlendirme tarihine uygun bir iskonto oranı ile bugüne indirgenir.
- İndirgenmiş nakit akımı analizi uygulamak için söz konusu şirketin finansal performansına ilişkin güvenilir tahminler elde edilmesi gerekmektedir. Nakit akımlarının tahmini genellikle beş yıldan uzun bir dönemi kapsayan gelir, faaliyet giderleri, işletme sermayesi gereksinimi ve yatırım harcamalarının bir projeksiyon dönemi süresince öngörülmesini gerektirmektedir. Tahmin edilen nakit akımları daha sonra sermayenin piyasa maliyetini ve nakit akımlarının maruz kaldığı risk ve diğer koşulları doğru bir biçimde hesaba katan bir iskonto oranı ile günümüzdeki değerine indirgenmelidir. Son olarak, projeksiyon dönemi sonrası için uzun dönem sürdürülebilir büyüme oranı varsayılmalı ve bir devam eden değer hesaplanıp günümüz değerine indirgenmelidir. Tahmin edilen nakit akımlarının bugünkü değerlerinin toplamı ve devam eden değer toplamı şirket değerine eşittir.
- İndirgenmiş nakit akım yöntemi, bir şirketin %100 hisselerinin değerinin, şirket değerinden faiz işleyen borç oranının piyasa değerinin düşülmesiyle elde edildiğini varsaymaktadır.
- Serbest nakit akımları şirketin sermaye kaynaklarının itfa, faiz, temettü gibi yollarla yönetimini elinde tuttuğu nakit akımlarıdır;
- Serbest nakit akımlarının bugünkü değeri, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılarak hesaplanmaktadır.
- Faiz işleyen borcun piyasa değerinin uzun dönem borcun defter değerine eşit olduğu varsayılmaktadır.
- Sonuç olarak, şirketin sahip olduğu tüm likit varlıklar toplam faiz işleyen borç tutarının piyasa değerinden düşülmektedir.

Piyasa Yaklaşımı

- Piyasa bazlı yaklaşımda, bir şirketin değeri, benzer şirketlerin satın alım işlemlerinin değerlendirme çarpanları kullanılarak elde edilmektedir. Bu yöntem kullanılırken, aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerin performansının aynı pazar koşulları ve beklentilerine bağlı olması ve büyüme ve risk gibi kilit diğer unsurlarının benzer olması esas alınmaktadır.
- Piyasa bazlı yaklaşımda iki yöntem bulunmaktadır:
 - Satış çarpanları yöntemi, Şirket'in satış, büyüme, gelir ve getiri gibi niteliklerini, halka açık benzer şirketlerle karşılaştırmaktadır;
 - İşlem çarpanları yöntemi ise sektörde gerçekleşen güncel satın alma işlemlerini analiz etmektedir.

Maliyet Yaklaşımı

- Maliyet yaklaşımı, bir varlığın değerinin yenileme veya yerine koyma maliyetinden yüksek olamayacağı prensibine dayanmaktadır. Bu kapsamda, değerlendirme konusu varlığın benzer bir varlık ile değiştirilmesi ya da değerlendirme tarihindeki piyasa koşulları altında tekrar üretilmesine ilişkin maliyetlerin tahmin edilmesi yoluyla hesaplanmaktadır.
- Değerleme konusu varlığın şirket hissesi olması durumunda gerçeğe uygun değer bilançodaki varlık ve yükümlülüklerin net piyasa değerine eşittir.
- Maliyet yaklaşımı statik bir yaklaşım olup, şirketin varlıkları ile gelecekte yaratabileceği potansiyeli değerlendirme sonucuna gerektiği şekilde yansıtmamaktadır.

Ekler | A5: AOSM

AOSM Hesaplaması

	Kod	Ref.
Risksiz Yatırım Getirisi	R_f	6.2% [a]
Sermaye Yatırımları İçin Ek Getiri	$R_m - R_f$	6.0% [b]
Beta (Kaldıraçsız)	β_u	0.59 [c]
Beta (Kaldıraçlı)	β_L	1.02
Şirket Risk Primi	R_s	3.7% [b]
Sermaye Maliyeti	K_e	15.9%
Borçlanma Baz Oranı	R_f	6.2% [a]
Borç Primi	S	2.7% [b]
Vergi Oranı	T	20.0% [d]
Borçlanma Maliyeti (Vergi Öncesi)	K_d	8.8%
Özsermaye Finansman Payı	E/EV	52.6% [e]
Borç Finansman Payı	D/EV	47.4% [e]
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)		11.7%

Notes:

[a] Değerleme tarihi itibarıyla, 26/09/2022 vadeli ABD Doları cinsinden T.C. Devlet tahvili getirisi.

[b] Deloitte girdisi.

[c] Damodaran Sektör ortalaması.

$\beta_u = \beta_L / [1 + (1-T) \times D/E]$

[d] T.C. Kurumlar vergisi oranı.

[e] Damodaran sektör ortalaması.

AOSM Formülü

- AOSM aşağıdaki oranların ağırlıklı ortalamasını ifade etmektedir:
 - Özsermayenin piyasa değerinin beklenen maliyet oranı,
 - Finansal borçların piyasa değerinin beklenen getiri oranı.
- AOSM'nin hesaplanmasında aşağıdaki formül kullanılmıştır:

$$AOSM = (K_e \times E/EV) + (K_d \times (1-t) \times D/EV)$$

K_e	– özsermaye maliyeti
K_d	– borçlanma maliyeti (vergi öncesi)
E/EV, D/EV	– hedeflenen özsermaye ve borç ağırlığı
t	– marjinal vergi oranı

- Özsermaye maliyeti (" K_e ") Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli ("CAPM") baz alınarak hesaplanmıştır.

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + R_s$$

R_f	– risksiz yatırım getirisi
β	– beta
$R_m - R_f$	– hisse risk primi
R_s	– ek şirket risk primi

Ekler | A7: Kısaltmalar

ABD\$	Amerikan Bileşik Devletleri Doları
AIR BERLIN	Air Berlin PLC
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
FAVÖK	Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar
FVÖK	Faiz, Vergi Öncesi Kar
GSYİH	Gayrisafi Yurt İçi Hasıla
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımı
İZAİR	İHY İzmir Havayolları Anonim Şirketi
PEGASUS	Pegasus Hava Taşımacılığı Anonim Şirketi
TL	Türk Lirası
YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

Deloitte; İngiltere mevzuatına göre kurulmuş olan Deloitte Touche Tohmatsu Limited ("DTTL") şirketini, üye firma ağındaki şirketlerden ve ilişkili tüzel kişiliklerden bir veya birden fazlasını ifade etmektedir. DTTL ve üye firmalarının her biri ayrı ve bağımsız birer tüzel kişiliktir. DTTL ("Deloitte Global" olarak da anılmaktadır) müşterilere hizmet sunmamaktadır. Global üye firma ağıımızla ilgili daha fazla bilgi almak için www.deloitte.com/about adresini ziyaret ediniz.

DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş., DTTL üye şirkettir.

Deloitte, denetim, danışmanlık, finansal danışmanlık, risk yönetimi, vergi ve ilgili alanlarda, birçok farklı endüstride faaliyet gösteren özel ve kamu sektörü müşterilerine hizmet sunmaktadır. Deloitte her beş Fortune Global 500® şirketinden dördüne hizmet verirken, dünya çapında farklı bölgelerde 150'den fazla ülkede yer alan global üye firma ağı ile, müşterilerinin iş dünyasında karşılaştıkları zorlukları aşmalarına destek olmak ve başarılarına katkıda bulunmak amacıyla dünya standartlarında yüksek kalitede hizmetler sunmaktadır. Deloitte'un 225.000'i aşan uzman kadrosunun iz bırakan bir etkiyi nasıl yarattığı konusunda daha fazla bilgi almak için Facebook, LinkedIn ya da Twitter sayfalarımızı takip ediniz.

Bu belgede yer alan bilgiler sadece genel bilgilendirme amaçlıdır ve Deloitte Touche Tohmatsu Limited, onun üye firmaları veya ilişkili kuruluşları (birlikte, "Deloitte Network" olarak anılacaktır) tarafından profesyonel bağlamda herhangi bir tavsiye veya hizmet sunmayı amaçlamamaktadır. Şirketinizi, işinizi, finansmanınızı ya da mali durumunuzu etkileyecek herhangi bir karar ya da aksiyon almadan, yetkin bir profesyonel uzmana danışın. Deloitte Network bünyesinde bulunan hiçbir kuruluş, bu belgede yer alan bilgilerin üçüncü kişiler tarafından kullanılması sonucunda ortaya çıkabilecek zarar veya ziyandan sorumlu değildir.