

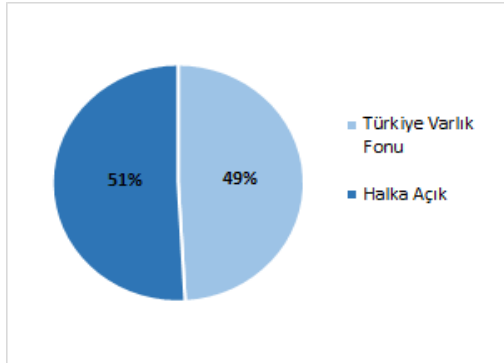
## Türk Hava Yolları Değerlendirme Analizi

25 Temmuz 2018

### ÖZET BİLGİLER

1933 yılında kurulan Türk Hava Yolları'nın ana faaliyet konusu yurt içi ve yurt dışında yolcu ve kargo hava taşımacılığı yapmakta olup, dünyanın yolcu sayısına göre en büyük 9. havayolu şirkettir. Şirketin genel merkezi İstanbul'da bulunmaktadır. Şirket yurt içi ve yurt dışında 74 milyon yolcuya hizmet vermekte olup, 329 adet uçakla 302 noktaya uçuş gerçekleştirmektedir. Şirketin yıllık geliri 13,2 milyar \$ olup, son 10 yıllık dönemde %11 büyüme hızıyla uluslararası havayolu şirketleri arasında büyüme hızı açısından ilk sıralarda bulunmaktadır. Ayrıca Avrupa, Afrika ve Asya arasında, İstanbul'un merkezi bir noktada bulunması, şirkete önemli derecede lokasyon avantajı sağlamaktadır. Ekim ayında açılması beklenen yıllık 150 milyon kapasiteli İstanbul 3. Havalimanının açılması, şirketin uzun vadeli büyüme ve global marka gücünü pekiştirmede önemli bir kilometre taşı olacaktır. Şirketin öz sermayesi 20 milyar 74 milyon TL (5 milyar \$) ve ödenmiş sermayesi 1 milyar 380 milyon TL'dir. Şirketin halka açıklık oranı %51 olup, BIST'te 702 milyon adet hisse işlem görmektedir. THY hisselerinin günlük ortalama işlem hacmi 989 milyon TL (251 milyon \$) olup, BIST'te en yüksek işlem hacmine sahip şirkettir. Söz konusu yüksek işlem hacmi, büyük yabancı ve yerli fonların Türkiye'de yatırım kararlarında ilk tercih ettiği şirketlerden biri olmalarını sağlamaktadır. BIST'teki THY hisselerinin %60'ı yabancı yatırımcılara aittir.

#### Ortaklık Yapısı



Kaynak: THY

#### İştirakler

Şirketler	Ortaklık Payı
THY Teknik A.Ş.	100%
THY Uçuş Eğitim ve Havalimanı İşletme A.Ş.	100%
THY Havaalanı Gayrimenkul Yatırım ve İşletme A.Ş.	100%
Güneş Ekspres Havacılık A.Ş.	50%
THY DO&CO İkrâm Hizmetleri A.Ş.	50%
TGS Yer Hizmetleri A.Ş.	50%
THY OPET Havacılık Yakıtları A.Ş.	50%

Kaynak: THY

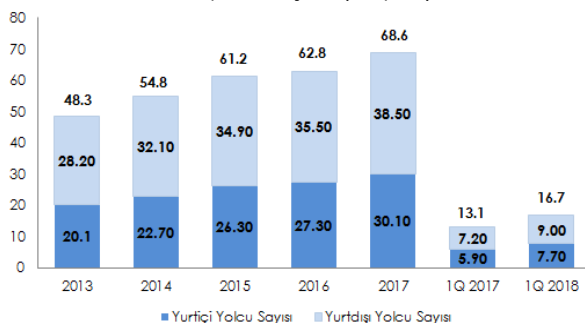
#### Yolcu Sayısı

THY'nin 2018 ilk çeyrekte bir önceki yılın aynı dönemine göre yurt dışı yolcu sayısında %25, yurt içi yolcu sayısında %30 olmak üzere toplam %28,5 artış gerçekleşmiştir. Bununla birlikte son 5 yılda yurt içi yolcu sayısı %36, yurt dışı yolcu sayısı %50 olmak üzere toplam yolcu sayısında %42 artmıştır.

#### Filo

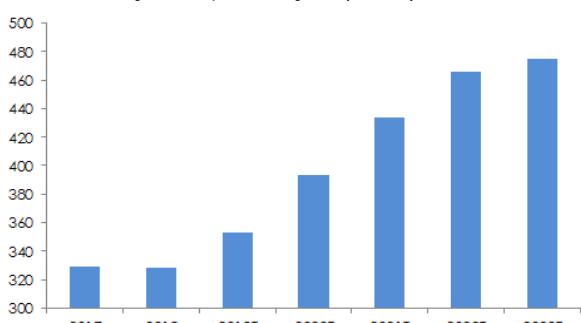
Aralık 2017 itibarıyla, THY filosunda, 16'sı kargo uçağı olmak üzere ortalama yaşı 7,7 olan toplam 329 uçak bulunmaktadır. Filo içerisindeki 36 adet uçak ortaklığa ait olup, diğerleri kiralama (leasing) yöntemiyle kullanılmaktadır. Ortaklık, 2013 yılında Boeing'den 95, Airbus'tan ise 117 yeni nesil uçak siparişi vermiştir. 2023 yılına kadar teslim edilmesi öngörülen bu uçak siparişleri de eklendiğinde Türk Hava Yolları'nın filosu 424 uçağa ulaşacaktır.

Grafik 1: Yolcu Sayısı Gelişimi (Milyon)



Kaynak: THY

Grafik 2: Uçak Sayısı Gelişimi (Adet)



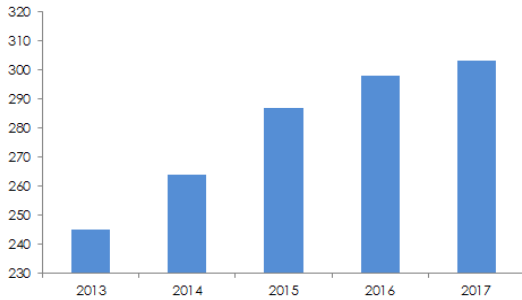
Kaynak: THY

## Uçuş Rotası

İstanbul'un küresel uçuş rotalarının kesişme noktasında konumlanmış olması uçuş süresini azaltmakla birlikte, değişik kapasite ve menzildeki uçakların kullanılmasında esneklik sağlamaktadır. İstanbul Atatürk Havalimanı'nın üs olarak kullanılması Türk Hava Yolları'nın dar gövdeli uçaklar ile operasyon yapmasına imkan vererek önemli bir maliyet avantajı sağlamakta, dolayısıyla şirketin rekabet üstünlüğüne ciddi bir katkı sağlamaktadır.

Dünyanın en fazla ülkesine uçan havayolu şirketi olan THY'nin, Avrupa'da 43 ülke 114 şehir, Afrika'da 34 ülke 52 şehir, Uzak Doğu'da 22 ülke 36 şehir, Amerika'da 8 ülke 17 şehir, Ortadoğu'da 13 ülke 34 şehir ve yurtiçinde 49 şehir olmak üzere 2018 Mart ayı itibarıyla toplam 121 ülke, 300 şehir ve 302 noktaya ulaşmaktadır. Son 5 yılda uçulan nokta sayısında %23 artış gerçekleşmiştir.

Grafik 3: Uçuş Rotası



Kaynak: THY

## DEĞERLEMELER

### Yolcu Sayısına Göre Değerleme

THY'nin 2018 Mart sonu itibarıyla 74 milyon yolcu sayısı büyüklüğünü, Lufthansa'nın 115 milyon yolcu sayısı ve 11 milyar 650 milyon \$ piyasa değeri ile karşılaştığımızda, olması gereken piyasa değerini 7,239 milyar \$ olarak hesaplamaktayız. Bu piyasa değerine göre, hisse başına fiyatı 5,24 \$ (4,83 USDTRY bazında 25,33 TL) bulmaktayız.

	Yolcu Sayısı (milyon)	Piyasa Değeri (milyar \$)	Güncel Fiyat (\$)	Güncel Fiyat (TL)
THY	74	4.59	3.32	16.06
LUFTHANSA	115	11.65	24.59	118.7
		<b>Olması Gereken Piyasa Değeri (milyar \$)</b>	<b>Olması Gereken Fiyat (\$)</b>	<b>Olması Gereken Fiyat (TL)</b>
THY		7.239	5.24	25.33

### Uçak Sayısına Göre Değerleme

THY'nin 329 adet uçak filosu büyüklüğünü, Lufthansa'nın 728 adet uçak sayısı ve 11 milyar 650 milyon \$ piyasa değeri ile karşılaştığımızda, olması gereken piyasa değerini 5,264 milyar \$ olarak hesaplamaktayız. Bu piyasa değerine göre, hisse başına fiyatı 3,81 \$ (4,83 USDTRY bazında 18,42 TL) bulmaktayız.

	Uçak Sayısı (adet)	Piyasa Değeri (milyar \$)	Güncel Fiyat (\$)	Güncel Fiyat (TL)
THY	329	4.59	3.32	16.06
LUFTHANSA	728	11.65	24.59	118.7
		<b>Olması Gereken Piyasa Değeri (milyar \$)</b>	<b>Olması Gereken Fiyat (\$)</b>	<b>Olması Gereken Fiyat (TL)</b>
THY		5.264	3.81	18.42

### F/K Oranına Göre Değerleme

THY'nin, geçmiş yıl performanslarını ve gelecek beklentilerini dikkate alarak, 2018 yıl sonu için 1 milyar 369 milyon \$ net kar elde edeceğini tahmin etmekteyiz. Şirketin mevcut durumdaki 4 milyar 630 milyon \$'lık piyasa değerini baz aldığımızda, 2018 yıl sonu için tahmini olarak 5,69 F/K oranına ulaşmaktayız. Hisse başına tahmini net kar ise 1,369 milyon\$ / 1,380 milyon adet hisse = 0,99\$ olmaktadır.

	Air France	Lufthansa	SAS	Ortalama	%35 Türkiye İskontosu sonrası F/K	THY 2018 Tahmini F/K
F/K	4.9	4.8	6.2	6.4	4.16	3.38

Benzer global havayolu şirketleri ortalama 6,4 x F/K oranından işlem görmektedir. Söz konusu orana Türkiye'nin gelişen ülkelere göre mevcut durumdaki %35 iskontosunu baz aldığımızda, düzeltilmiş F/K oranı 4,16x olmaktadır. Bu paralelde THY'nin 3,38x 2018 yıl sonu tahmini F/K oranını dikkate aldığımızda, olması gereken piyasa değerinin 4,630 milyon \$ x 4,16 / 3,38 = 5,698 milyon \$ ve hisse başına fiyatın ise 5,698 milyon \$ tahmini piyasa değeri / 1,380 milyon adet hisse = 4,12 \$ = 19,94 TL hesaplamaktayız.

### Öz Sermaye Büyüklüğüne Göre Değerleme

THY'nin Mart 2018 bilançosunda öz sermaye büyüklüğü 5,025 milyon \$ şeklindedir. Şirketin varlıklarının önemli kısmını uçakların oluşturması ve bu varlıkların dolarla değerlendirilmesi nedeniyle TL değer kaybetse de öz sermayede kayıp oluşmadığını varsaymaktayız. Bu durumda şirketin hisse başına defter değeri 5,025 milyon \$ / 1,380 milyon adet hisse = 3,64 \$ = 17,47 TL hesaplamaktayız. Diğer değişkenlerin sabit kalması durumunda, şirketin yıl sonu öz sermayesinin, kar artışı nedeniyle 5,025 milyon \$ + 1,369 milyon \$ - 86 milyon \$ = 6,308 milyon \$'a ulaşmasını beklemekteyiz. Bu durumda yıl sonu tahmini defter değerinin 6,308 milyon \$ / 1,380 milyon adet hisse = 4,57\$ = 21,94 TL hesaplamaktayız.

### SONUÇ

THY için yaptığımız yolcu sayısı büyüklüğü, uçak filosu büyüklüğü, 2018 yıl sonu tahmini fiyat/kazanç ve 2018 yıl sonu tahmini piyasa değeri/defter değerine göre karşılaştırma yöntemleri bazında analiz sonuçlarına göre olması gereken ortalama fiyatı 21,41 TL olarak hesaplamaktayız. Şirket hisseleri mevcut durumda piyasada 16,14 TL'den işlem görmekte olup, %33 yükseliş potansiyeli taşımaktadır. Şirketin yüksek büyüme oranları, İstanbul 3. Havalimanının açılacak olması, yabancı yatırımcıların Türk hisse piyasalarına girişlerinde yüksek likidite nedeniyle tercih ettikleri ilk hisselerden biri olması nedeniyle BIST 100 endeksine karşı güçlü kalarak, yükseliş eğilimini korumasını beklemekteyiz.

Değerleme Yöntemleri	Tahmini Piyasa Değeri (milyar \$)	Tahmini Hisse Başına Fiyat (\$)	Tahmini Hisse Başına Fiyat (TL)	Prim Potansiyeli
Yolcu Sayısına Göre Değerleme	7,24	5,24	25,33	58%
Filoya Göre Değerleme	5,26	3,81	18,42	15%
F/K Oranına Göre Değerleme	5,69	4,12	19,94	24%
Özsermaye Büyüklüğüne Göre Değerleme	6,31	4,57	21,94	37%
<b>ORTALAMA</b>	<b>5,55</b>	<b>4,44</b>	<b>21,41</b>	<b>33%</b>

**GELİR TABLOSU TAHMİNİ - ÖZET**

Milyon \$	2016	2017	2018 Yılısonu Tahmini	2017 03	201803
<b>Toplam Gelirler</b>	<b>9,792</b>	<b>10,958</b>	<b>15,291</b>	<b>1,980</b>	<b>2,763</b>
Toplam Giderler	(10,142)	(10,164)	(12,815)	(2,189)	(2,760)
Operasyonel Gelirler	(350)	794	2,477	(209)	3
Diğer Faaliyetlerden Gelirler ve Karlar	145	264	169	47	48
Diğer Faaliyetlerden Giderler ve Zararlar	(93)	(35)	(48)	(9)	(10)
<b>Esas Faaliyet Karı ve Zararı</b>	<b>(298)</b>	<b>1023</b>	<b>2597</b>	<b>(171)</b>	<b>41</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelen Gelirler	117	177	108	27	21
İştiraklerden Gelir ve Giderler	44	102	71	-2	3
Finansal Gelirler	300	56	59	15	11
Finansal Giderler	(229)	(1,078)	(1125)	(322)	(183)
Vergi Öncesi Net Kar	(66)	280	1711	(453)	(107)
Vergi	(18)	(56)	(342)	81	21
<b>Net Kar / Zarar</b>	<b>(84)</b>	<b>224</b>	<b>1,369</b>	<b>(372)</b>	<b>(86)</b>
Yabancı Para Net Döviz Pozisyonu	-6,621	-5,199		-5,444	-5,208
Net Borç	-8,398	-6,910		-8,642	-7,229
Özsermaye	5,068	5,294	6,663	4,668	5,025
Ödenmiş Sermaye	391	362		379	345

Kaynak: Alan Yatırım



**Genel Müdürlük**

Levent Mah. Levent Cad. No: 45 P.K. 34330 Beşiktaş / İSTANBUL  
+90 212 370 22 22  
[www.alandaforex.com](http://www.alandaforex.com)

**Ankara İrtibat Bürosu**

Anafartalar C. Papatya S. No: 2/6-8 Ulus / ANKARA  
+90 312 312 69 80

**İzmir İrtibat Bürosu**

Akdeniz M. Cumhuriyet Bulvarı Çırpıcı İş Merkezi No: 77/402 Konak / İZMİR  
+90 232 445 64 66

[forex@alanyatirim.com.tr](mailto:forex@alanyatirim.com.tr)

**Yasal Uyarı** : Bu dokümanda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme ve yorum güvenilir olduğu düşünülen Alan Yatırım A.Ş. Araştırma Departmanı tarafından burada sunulan bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda makul özen gösterilmiş olmakla beraber, olabilecek hatalar ve eksikliklerden sorumlu değildir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez, içerik haber verilmeksizin değiştirilebilir. 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 belgede yer alan yatırımla ilgili bilgiler, yorumlar ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan görüşler, yatırımcının mali durumuna veya risk ve getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerlendirmelerin kullanımı sonucunda ortaya çıkacak doğrudan ve /veya dolaylı zararlardan Alan Yatırım A.Ş. sorumlu olmayacaktır. Tüm hakları saklıdır.