

**Türk Hava Yolları (Güncelleme)****Analiz - Yorum****08 Nisan 2019**

Türk Hava Yolları için 25 Temmuz 2018 tarihli değerlendirmemizden sonraki dönemde yaşanan hem yurtiçi hem global ekonomik göstergelerdeki negatif eğilim ile hisse senetleri piyasalarında yaşanan değer kaybı, Türk Hava Yolları için daha fazla getiri potansiyelini arttırmış olup, şirket için ana katalizörün 3. Havalimanına taşınmak ve oradaki beklenen operasyonel faaliyetler olduğunu söyleyebiliriz.

**Yeni Havalimanı Yeni Büyüme Fırsatı...**

İstanbul'un küresel uçuş rotalarının kesişme noktasında konuşlanan Yeni Havalimanı'nda seferlere başlandı. Havalimanında iki pist ve 5 adet paralel, bir adet de doğu-batı ekseninde pist ve 2 adet terminal bulunmaktadır. 500 uçak parkı ve 180'den fazla köprü bulunan İstanbul Havalimanı'nda Atatürk Havalimanı'na göre %10 fazla kapasite ile uçuşlara başlanacak. Atatürk Havalimanı'ndaki kapasite sorunu dolayısıyla yabancı havayollarına tahsis edilemeyen slotlar Yeni Havalimanı'na taşınmasıyla birlikte faaliyete açılmıştır. İki pistle başlayan uçuşları seneye üçüncü pisti de aktif ederek kapasiteyi artırmak hedeflenmektedir. Taşınma ile ilk fazda 2 pist ve 90 milyon kapasiteli terminalin faaliyete geçerken, tüm fazların 2027 yılında tamamlanması planlanmaktadır. 4. fazın tamamlanmasıyla birlikte yolcu kapasitesinin 200 milyona, saatte 74 uçak iniş-kalkış kapasitesinin saatte 200 iniş-kalkış kapasitesine ulaşması hedeflenmektedir.

**Tablo 1: Yurtiçi Havalimanları Karşılaştırması**

Havalimanı	Yolcu Kapasitesi	Yolcu köprü sayısı	Uçak park kapasitesi	Pist sayısı
İstanbul Havalimanı (1. faz)	90 milyon	77	347	2
İstanbul Havalimanı (4. faz sonrası)	200 milyon	180	500	6
Atatürk Havalimanı	68 milyon	28	90	3
Sabiha Gökçen Havalimanı	34 milyon	16	56	1
Ankara Esenboğa Havalimanı	16 milyon	18	50	2

İstanbul Havalimanı için 1. Faz ve 4. fazın tamamlanması ile ulaşılacak rakamlar dikkate alınmıştır.  
Kaynak: DHMİ

İstanbul Havalimanı yüzölçümü sıralamasında dünyanın 4. büyük havalimanı konumundadır. Dubai, Frankfurt, Londra gibi aktarma merkezi olarak önde gelen havalimanlarına kıyasla, 76.5 km<sup>2</sup>'lik yüzölçümü ve 4. faz tamamlandığında ulaşılacak 200 milyon yolcu kapasitesiyle bölgenin en büyük aktarma merkezi haline gelmesi öngörülmektedir.

**Tablo 2: Yurtdışı Havalimanları Karşılaştırması**

	Yüz Ölçümü	Yolcu Kapasitesi
İstanbul Havalimanı	76.5 km <sup>2</sup>	200 mn
Dubai (DXB)	12.5 km <sup>2</sup>	90 mn
Frankfurt (FRA)	22.7 km <sup>2</sup>	65 mn
London Heathrow (LHR)	5 km <sup>2</sup>	80 mn

İstanbul Havalimanı için 4. faz sonrası dikkate alınmıştır.  
Kaynak: IATA

**Uçuş Rotası**

Dünyanın en fazla ülkesine uçan havayolu şirketi olan THY'nin, Avrupa'da 43 ülke 114 şehir, Afrika'da 37 ülke 55 şehir, Orta Doğu'da 13 ülke 34 şehir, Uzak Doğu'da 22 ülke 37 şehir, Amerika'da 8 ülke 17 şehir ve yurtiçinde 49 şehir olmak üzere toplam 124 ülke, 306 şehre ulaşmaktadır.

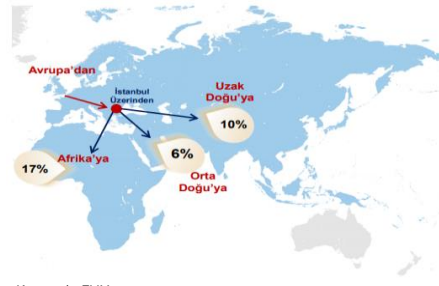
Coğrafi konum sebebiyle aktarmalı uçuşlarda uçuş süresini azalttığı göz önünde bulundurulduğunda Yeni Havalimanının 4. fazıyla birlikte ulaşılacak saatte 200 iniş-kalkış kapasitesi, İstanbul'u Avrupa, Asya ve Afrika'nın ana aktarma merkezlerinden biri haline getirecektir.

**Grafik 1: THY Uçuş Rotası**



Kaynak: THY

**Grafik 2: Uçuş Aktarma Rotası**

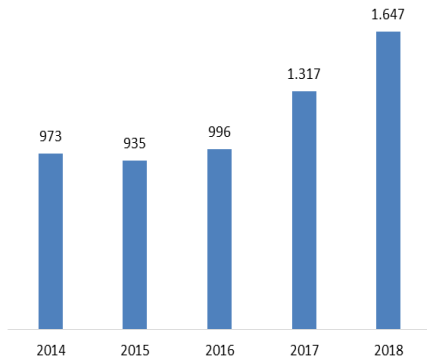


Kaynak: THY

### Kargo Operasyonları

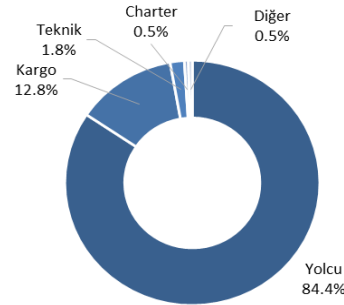
22 adet kargo uçağı ile 85 uçuş noktasına operasyon gerçekleştirilmektedir. Toplam küresel kargo gelirindeki pazar payı, 2009 yılında %0,6 iken 2017 yılında %2,4'e yükselmiştir. 2018 yılında THY kargo %25 büyüme gerçekleştirerek toplam gelir dağılımındaki payını %12,8'e çıkarmıştır.

**Grafik 3: Kargo Gelir Gelişimi (milyon USD)**



Kaynak: THY

**Grafik 4: Kargo Operasyonlarının Gelir Dağılımındaki Oranı**



Kaynak: THY

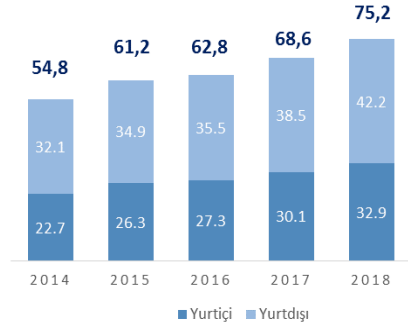
Yeni havalimanına gerçekleşen taşınma ile birlikte kargo operasyonları iki havalimanından gerçekleşecek. Avrupa'nın en büyüğü, dünyada 8. sırada olan THY kargo Türkiye'nin endüstriyel anlamdaki 2 milyon ton kapasiteli en büyük binasını inşa ediyor. Yeni havalimanı ile kapasitesini artırmayı amaçlayan ortaklık Bangkok' da slot almış olup, Bangkok ile New York'u geçmeyi hedeflemektedir. 2018 yılında THY tarihinin en büyük doluluk oranına ulaşılırken %5 ile en büyük katkı ABD'den sağlanmıştır. Operasyonlarını Asya'da geliştirmek isteyen şirket Hindistan ile yaptığı anlaşma doğrultusunda Hindistan ile dünya arasında kargo köprüsü olacak. Asya hatlarında ABD hatları kadar yüksek slotlar hazırlanırken, Çin hatlarında büyüme hedeflenmektedir.

### Yolcu Sayısı

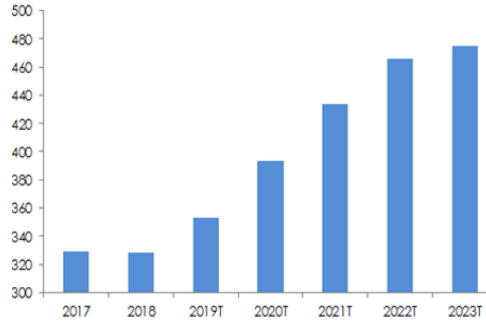
THY'nin 2018 yılında bir önceki yıla göre yurtiçi ve yurtdışı yolcu sayılarında yaklaşık %9 artış gerçekleştirmiştir. 2018 yılında 75,2 milyona ulaşan yolcu sayısının 2019 yılında 80 milyona ulaşması hedeflenmektedir. Son 5 yılda yurtiçi ve yurtdışı yolcu sayıları toplamda yaklaşık %37 oranında artmıştır.

### Filo

2018 yılı itibarıyla THY filusunda 22'si kargo uçağı olmak üzere toplam 332 uçak bulunmaktadır. Filo içerisindeki sahip olunan uçak adedi geçtiğimiz yıla göre 11 adet artarak 47 adete ulaşmıştır. Diğerleri ise kiralama (leasing) yöntemi ile kullanılmaktadır. Etiyopya'da gerçekleşen kaza sonrası uçuşu birçok ülkede durdurulan Boeing 737 MAX tipi yolcu uçağının seferleri THY tarafından ikinci bir karara kadar durdurulmuştu. Filosunda 12 adet Boeing 737 MAX bulunan ortaklık 2013 yılında Boeing'den 95 adet uçak siparişi vermiş olup, 2023'e kadar teslim edilmesi planlanmaktadır. Boeing ve Airbus'tan verilen siparişler eklendiğinde bir kısmı 2019 Temmuz ayında teslim edilmesi planlanan yeni nesil uçaklarla birlikte, 2023 yılında Türk Hava Yolları 476 adetlik filoya ulaşmayı hedeflemektedir.

**Grafik 5: Yolcu Sayısı Gelişimi (Milyon)**


Kaynak: THY

**Grafik 6: Uçak Sayısı Gelişimi (Adet)**


Kaynak: THY

## DEĞERLEME

### Fiyat Kazanç Oranına Göre Değerleme

Türk Hava Yolları, 2018 Aralık dönemi sonunda yıllık bazda milyon 841 milyon US\$ net kar açıklamıştır. Fiyat/Kazanç çarpanından tahmini hisse başı değer hesaplamasını yurtdışı ve yurtiçindeki benzer faaliyetler gösteren şirketler ile karşılaştırarak yaptık. Şirketin çarpanını global benzer şirketler ortalama çarpanları ile karşılaştırdığımızda iskontolu işlem görmekte olup, tahmini hisse başı değerini 42.07 TL olarak hesaplamaktayız.

Fiyat/Kazanç	Piyasa Değeri (milyon US\$)	2019 Tahmini Net Kar (milyon US\$)	THYAO	Global Benzer Şirketler Ortalaması	Tahmini Piyasa Değeri (milyon US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
F/K	3,567	1,108	3,22	9,35	10,367	7,51	42,07

### FAVÖK'e göre değerlendirme

Şirket, 2018 yılını 2,370 milyon US\$ FAVÖK açıklayarak kapatmıştır. Şirketin değeri göz önüne alındığında Firma Değeri/FAVÖK Türk Hava Yolları rasyosu 5.02x ve global yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketler ortalama 4.32x olarak hesaplanmıştır. Buna göre şirket yüzde 16% primli olmakla beraber tahmini piyasa değerini 2.801 milyon US\$ ve tahmini hisse değerini ise 11.36 TL olması gerektiği hesaplanmıştır.

Firma Değeri/FAVÖK	Firma Değeri (milyon US\$)	2019 FAVÖK Tahmini (milyon US\$)	THYAO	Global Benzer Şirketler Ortalaması	Tahmini Piyasa Değeri (milyon US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
Firma Değeri/FAVÖK	13,091	2,607	5,02	4,32	2,801	2,03	11,36

### Satışlara Göre Değerleme

2018 sonu itibariyle 14,7 milyar US\$ ciro yapmış olan şirket geçen yıla kıyasla cirosunu yaklaşık %13 arttırmıştır. Şirketin Firma Değeri/Satışlar rasyosunu 0.89x hesaplamaktayız ve global benzer şirketler ortalama 0.70 ile karşılaştırdığımızda şirketin yaklaşık %27 primli ve tahmini hisse değerini ise 7.83 TL olarak bulmaktayız.

Firma Değeri/Satışlar	Firma Değeri (milyon US\$)	2019 Satışlar Tahmini (milyon US\$)	THYAO	Global Benzer Şirketler Ortalaması	Tahmini Piyasa Değeri (milyon US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
Firma Değeri/Satışlar	13,091	14,728	0,89	0,70	1,930	1,40	7,83

### Defter Değerine Göre Değerleme

Şirketin defter değeri yaklaşık 6,1 milyar US\$ olarak açıklanmış olup, şirketin çarpanını global yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketler ortalama çarpanı ile karşılaştırdığımızda %56 iskontolu işlem görmekte olup, tahmini hisse başı değerini 32.81 TL olarak hesaplamaktayız.

Piyasa/Defter Değeri	Piyasa Değeri (milyon US\$)	Defter Değeri	THYAO	Global Benzer Şirketler Ortalaması	Tahmini Piyasa Değeri (milyon US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
Piyasa/Defter Değeri	3,567	6,112	0,58	1,32	8,084	5,86	32,81

## Global Benzer Şirket Ortalamaları

Global Benzer Şirketler	Piyasa Değeri milyon USD	Fiyat/Kazanç	FD/FAVÖK	FD/Ciro	PD/DD	Ülke
Lufthansa	10,453	2.99	1.86	0.25	0.69	Almanya
Air France	4,805	8.06	2.89	0.31	1.62	France
Ryanair	14,168	8.03	4.82	1.34	1.82	İngiltere
American Airlines	14,260	7.34	5.15	0.69	-	ABD
Delta Airlines	34,940	6.38	4.72	0.80	1.79	ABD
Southwest Airlines	28,690	8.47	4.72	0.92	2.04	ABD
Qantas Airways	6,447	7.67	3.15	0.52	1.96	Avustralya
Cathay Pacific Airways	6,976	16.35	6.59	0.81	0.60	Hong Kong
Singapore Airlines	8,467	22.77	4.47	0.66	0.65	Singapore
Pegasus	510	5.48	4.80	0.77	0.74	Türkiye
Türk Hava Yolları	3,567	3.12	5.02	0.89	0.58	Türkiye
Ortalama		9.35	4.32	0.70	1.32	

Değerleme Yöntemleri	Hisse Çarpan	Sektör Çarpan	Tahmini Piyasa Değeri (milyonUS\$)	Tahmini Hisse Başına Fiyat (US\$)	Tahmini Hisse Başına Fiyat (TL)
Fiyat Kazanç Oranına Göre Değerleme	3.22	9.35	10,367	7.51	42.07
Satışlara Göre Değerleme	5.02	4.32	2,801	2.03	11.36
FAVÖK'e göre değerlendirme	0.89	0.70	1,930	1.40	7.83
Defter Değerine Göre Değerleme	0.58	1.32	8,158	5.91	33.11
Ortalama					23.59
Hisse Kapanış Fiyatı					14.55
Potansiyel (Yön-%)				Yükseliş	62%

Varsayımlar

\*Bilanço hesaplanması ve tahmini USD baz alınarak yapılmıştır.

\*Kapanış Fiyatı 05/04/2019 tarihinin kapanış fiyatı olan 14.55 üzerinden alınmıştır.

\*USD/TRY kuru 5.60 olarak alınıp hesaplama bunun üzerinden yapılmıştır.

## İndirgenmiş Nakit Akımları Tablosu

İndirgenmiş Nakit Akım Tablosu (mnUS\$)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Toplam Satış Gelirleri	10,903	13,069	14,728	16,386	18,045	19,703	21,362	23,021	24,679	26,338	27,997	29,655	31,314
Operasyonel Kar	749	1,278	1,376	1,367	1,324	1,249	1,141	999	1,318	1,670	1,775	1,880	1,985
FAVÖK	1,816	2,370	2,607	2,736	2,833	2,896	2,926	2,923	3,381	3,871	4,115	4,359	4,603
Vergi			303	301	291	275	251	220	290	367	390	414	437
Çalışma Sermayesindeki Değişim			0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sermaye Harcamaları (Capex-US\$)			1,320	1,452	1,597	1,757	1,933	2,126	2,338	2,572	2,830	3,112	3,424
İleri Vadeli Serbest Nakit Akım			1,589	1,585	1,527	1,414	1,245	1,017	1,332	1,667	1,676	1,660	1,616
İskonto Faktörü			1.1	1.3	1.4	1.6	1.8	2.1	2.3	2.6	3.0	3.3	3.8
İndirgenmiş Nakit Akım			1,409	1,246	1,064	873	682	494	573	636	567	498	429

Nihai Büyüme

2.0%

Nihai Büyümenin Bugünkü Değeri

4,483

Serbest Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri

8,470

Şirket Değeri

12,953

Net Borç (-)

-8,452

Özsermaye Değeri

4,502

Piyasa Değeri

3,567

Yükseliş/Düşüş Potansiyeli

26.2%

İşlem Fiyatı (TL) (05/04/2019)

14.55

Hedef Fiyat (TL)

18.36

Varsayımlar

\*Şirketin olası risklerini göz önünde bulundurduğumuzda risk primi %5.5 alınmıştır.

\*Kapanış Fiyatı 05/04/2019 tarihinin kapanış fiyatı olan 14.55 üzerinden hesaplanmıştır.

## Sonuç

Türk Hava Yolları için 25/07/2018 tarihinde yaptığımız değerlememizde %33 yükseliş potansiyeli bulmuştuk ve o tarihteki hissenin işlem fiyatı 21.41 TL seviyelerindeydi. O dönemden beri hem yurtiçi hem global ekonomik göstergelerdeki negatif eğilim ile hisse senetleri piyasalarında yaşanan değer kaybı, Türk Hava Yolları için daha fazla getiri potansiyelini arttırmış olup, şirket için bu katalizörün 3. Havalimanına taşınmak olduğunu söyleyebiliriz. Önceki değerlememizde sadece global ve yurtiçi şirket rasyo karşılaştırması kullanılmış olup, güncelleme ile birlikte indirgenmiş nakit akım yöntemini de değerlemenin içine katmış bulunmaktayız. Önceki değerlememizde yükseliş potansiyeli %33 seviyelerinde olan Türk Hava Yolları, benzer şirketler rasyoları yöntemine göre getiri potansiyeli %62 olmuş olup, indirgenmiş nakit akım yöntemi ile birlikte konsolide getiri potansiyelini %44 seviyesine çekmekteyiz. Temmuz döneminden beri değişen faktörler arasında petrol fiyatlarında yaşanan değer kaybı, şirketin uluslararası uçuşlarda fiyat rekabetine girebilecek duruma gelmesi ve rölatif olarak artış potansiyeli beklenen turist sayısını belirtebiliriz. Özellikler değer artış potansiyeline katalist olan İstanbul 3. Havalimanı, şirketin uçuş ağlarındaki yolcu kapasitesini arttıracak olup, karlı uçuş rotalarındaki marjını daha etkin bir şekilde kullanabilecek. Havalimanının kapasitesinden gelen avantaj ile uçakların iniş kalkışındaki etkinlik daha maliyet azaltıcı bir konuma gelecek olup, bunu müşterisine fiyat avantajı bazında yansıtabilmesini beklemekteyiz. Riskler arasında tam kapasiteye geçmede yaşanabilecek bir sorun ya da gecikme, yaşanabilecek altyapı, ulaşım sorunları olarak belirtebiliriz. Şirket 05/04/2019 tarihi ile 14.55 TL seviyesinden işlem görmekte olup, 1.2 beta seviyesi, %44 yükseliş potansiyeli ile cazip bir konumdadır.

Değerleme Yöntemi	Hedeflenen Fiyat TL	Potansiyel %
Global Benzer Şirketler Karşılaştırması	23.59	62%
İndirgenmiş Nakit Akımlar	18.36	26%
Ortalama Hedef Fiyat %50-50	20.98	44%

Varsayımlar \*Kapanış Fiyatı 05/04/2018 tarihinin kapanış fiyatı olan 14.55 üzerinden alınmıştır.

## GELİR TABLOSU TAHMİNİ – ÖZET

Milyon US\$	2016	2017	2018	2019*
<b>Toplam Brüt Satışlar</b>	9753	10903	13069	14728
Yurtiçi Satışlar	8270	1321	1375	1549
Yurtdışı Satışlar	1276	9342	11402	12849
<b>Toplam Gelirleri</b>	9753	10903	13069	14728
Satışların Maliyeti	8622	8755	10247	11340
Toplam Giderler	-10092	-10154	-11791	-13352
Operasyonel Kar	-339	749	1278	1376
<b>FAVÖK</b>	810	1816	2370	2607
Faliyet Dışı Diğer Gelirler	215	501	247	143
Net Finansal Gelirler	124	-1027	-437	-60
Vergi Öncesi Net Kar	1	223	1088	1421
Vergi	16	48	247	313
<b>Net Kar/Zarar (Azınlık Payları Hariç)</b>	-16	175	841	1108
<b>Marjlar</b>				
Brüt Kar Marjı	12%	20%	22%	23%
FAVÖK Marjı	8%	17%	18%	18%
Net Kar Marjı	0%	2%	6%	8%
<b>Bilanço Büyüklükleri</b>				
Yabancı Para Net Döviz Pozisyonu	-6621	-5199	-6479	-7301
Net Borç	-8398	-6910	-8452	-9524
Özsermaye	5068	5294	5946	6168
Ödenmiş Sermaye	391	362	262	318

Kaynak : Türk Hava Yolları, Alan Yatırım



**Genel Müdürlük**

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

**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

[arastirma@alanyatirim.com.tr](mailto:arastirma@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 dayanarak 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.