

## Şirket Güncelleme

### KAPASİTE PROBLEMLERİ, SINIRLI BÜYÜME, MALİYET ARTIŞI

**Hedef fiyatımızı düşürüyor ancak AL tavsiyemizi koruyoruz** THYAO için hedef fiyatımızı filo gelişimi projeksiyonumuzdaki aşağı yönlü revizyon ve çarpan analizimizdeki güncelleme nedeniyle hisse başına önceki 22.0TL'den 15.8TL'ye indiriyoruz. 2Y19'da da ümit vermeyen gelir gelişiminin ve kapasite problemleri ile İstanbul Havalimanı'na taşınma sebebiyle maliyet artışlarının devamının, THY'nin faaliyet performansını baskılamaya devam edeceğine inanıyoruz. Diğer taraftan, 2020 sonu olarak öngördüğümüz Boeing MAX'ların tekrar uçuş tarihinin tahminimizden önce olması ASK (kapasite) projeksiyonlarımız için yukarı potansiyele işaret etmektedir. Aslına bakılırsa, THY'nin Haziran sonunda açıkladığı filo gelişim planına göre 2020 sonuna kadar filosuna 48 adet MAX (yere indirilen 12 uçak dahil) teslim edilecek. THYAO için yeni hedef fiyatımız %37 yukarı potansiyele işaret ettiğinden hisse için AL tavsiyemizi koruyoruz. Hisse 2019T 6.6x Firma Değ./FAVÖK çarpanı ile 5.6x uluslararası benzer şirketler ortalamasına kıyasla primli işlem görürken, 2020T 5.1x çarpanı ile 5.2x benzer şirket ortalamasına kıyasla iskontolu işlem görüyor.

**Tahminlerimizde aşağı yönlü revizyon** 2Ç19 mali sonuçlar internet yayınında, THY yönetimi 2019 güncel hedeflerini Ağustos sonu / Eylül başı açıklayacağını belirtirken, yolcu beklentileri, ASK büyümesi ve satış gelirleri hedeflerinde aşağı yönlü revizyona işaret ederken FAVÖK marjı için önceki %22-%24 bandını koruyabileceklerine dikkat çekti. Şirketin resmi açıklamasından önce, 2019 yılı için yolcu tahminimizi 75 milyon (önceki:77 milyon), ASK büyüme tahminimizi %2'e (önceki:%7), sabit birim gelirler tahmini (önceki: +%2), yakıt dışı CASK (birim gider) artış tahminimizi %8'e (önceki: +%5), satış gelirleri tahminimizi 13.1 milyar dolara (önceki: 13.7 milyar dolar) ve FAVÖK tahminimizi 2 milyar dolara (önceki : 2.3 milyar dolar) revize ediyoruz. 2019 sonu net borç pozisyonunu şirket beklentisiyle uyumlu 11 milyar dolar olarak hesaplıyoruz. 2020 yılı içinse %7 ASK artışı ile 78 milyon yolcu tahminimiz ile 14.2 milyar dolar olarak hesaplıyoruz. Birim gelirlerde %1.4 ve yakıt dışı birim giderlerde ise %0.4 artış tahminlerimizin sonucunda THY'nin 2020 FAVÖK marjında yüzde 1.1 puan iyileşme öngörüyoruz. Boeing MAX'ların 2020 sonunda tekrar uçuşa geçeceğini tahmin ediyoruz. (FAVÖK: Brüt Kar – Genel Yönetim Gid. – Satış Pazarlama Gid. + Amortisman).

**Devam eden Boeing MAX problemi ve Airbus NEO teslimatlarındaki gelişmeler filo gelişiminde revizyon getirecek** THY'nin son açıklanan filo gelişim planında 2019 – 2023 yılları arasında toplamda 211 adet uçak (50 geniş gövde; 158 dar gövde; 3 kargo) teslimatı bulunduğunu hatırlatmak isteriz. 2019'da planlanan 37 uçak teslimatından, THY sadece 19 uçağı (6 geniş gövde +5 MAX+7 NEO+1 kargo) teslim alabilirken, yere indirdiği MAX'ler (yere indirilen 12 adet MAX : 7'si 2018'de teslim alındı; 5'i 2019'da teslim alındı) ve Airbus 321 NEO'ların teslimatlarındaki gecikme nedeniyle bunların sadece 12'sini uçurabiliyor. Buna ek olarak, 2020'de teslim alınması planlanan 64 uçaktan, THY sadece 28-31 uçağı (14 geniş gövdeli + 12/15 NEO+ 2 kargo) teslim alabilecek gibi görünüyor. Boeing MAX'lerdeki problemin çözümünün uzun sürmesi durumunda THY yönetimi kapasite sorunlarını aşmak için filodan çıkarmayı planladığı uçaklarını bir süre daha tutmayı, faaliyet kiralaması veya kısa dönemli uçak kiralaması yöntemlerini devreye alabileceklerini belirtiyor.

AL

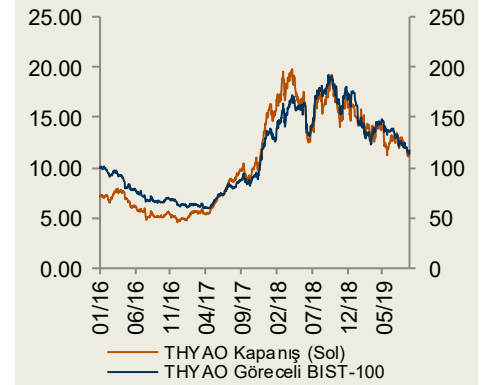
Yükselme Potansiyeli\* 37%

Kodu	THYAO	
Fiyat Bilgileri	TL (₺)	ABD \$
Kapanış	11.57	1.99
12 Aylık Hedef Fiyat	15.80	2.55
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	22.00	3.39
Piyasa Değeri (mn)	15,967	2,747
Halka Açık PD (mn)	7,883	1,356
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)		168.2
Hisse sayısı (Adet mn)		1,380
Takas Saklama Oranı (%)		49

Çarpanlar	2018G	2019T	2020T
F/K	3.9	9.2	5.2
PD/DD	0.5	0.4	0.4
FD/FAVÖK	6.7	6.6	5.1

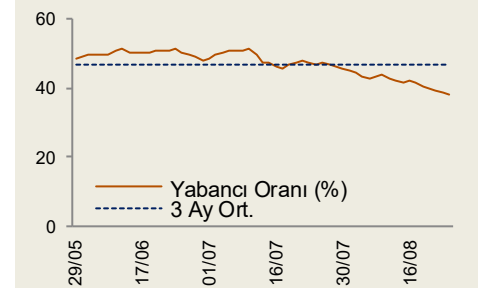
Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL (₺)	-9.3	-28.2	-27.7
ABD \$	-11.5	-34.6	-25.2
BIST-100 Relatif	-4.0	-32.5	-32.8

#### Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 4.33 6.89

Yabancı Oranı (%) Cari (%) 38



Esra Şirinel

esirinel@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 72

Türk Hava Yolları

Ortaklık Yapısı (%)	Faaliyet Konusu
Diğer	50.9 Türkiye'nin bayrak taşıyıcısı olarak faaliyet gösteren THY'nin %49'u Türkiye Varlık
Türkiye Varlık Fonu	49.1 Fonu'nda bulunuyor. Star Alliance üyesi olan şirket 1Y19 sonu itibariyle filosunda yer alan 338 uçakla, iç hatlar ve dış hatlar hava taşımacılığında toplamda 311 rotaya hizmet veriyor.

Gelir Tablosu (mn ₺)	2017G	2018G	2019T	2020T	2021T	Bilanço (mn ₺)	2017G	2018G	2019T	2020T	2021T
<b>Net Satış Gelirleri</b>	<b>39,779</b>	<b>62,853</b>	<b>75,624</b>	<b>92,514</b>	<b>114,465</b>	<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>13,699</b>	<b>23,706</b>	<b>22,384</b>	<b>22,002</b>	<b>24,445</b>
<b>Brüt Kar (Zarar)</b>	<b>7,836</b>	<b>13,569</b>	<b>12,552</b>	<b>16,091</b>	<b>19,170</b>	Nakit ve Nakit Benzerleri	7,868	11,339	7,562	9,251	11,446
Operasyonel Giderler	5,103	7,423	9,527	11,342	14,279	Ticari Alacaklar	2,233	3,002	3,612	4,419	5,467
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>2,733</b>	<b>6,146</b>	<b>3,025</b>	<b>4,749</b>	<b>4,891</b>	Stoklar	728	1,000	1,280	1,551	1,934
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	835	46	695	825	941	Diğer Dönen Varlıklar	2,870	8,365	9,930	6,781	5,598
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. K (Z)	357	656	478	585	724	<b>Duran Varlıklar</b>	<b>54,948</b>	<b>85,370</b>	<b>116,837</b>	<b>142,655</b>	<b>176,874</b>
Net Yatırım Gelirleri (Giderleri)	635	486	104	127	157	Ticari Alacaklar	0	0	0	0	0
Net Finansman Gelir (Gideri)	-3,747	-2,100	-2,086	-2,327	-2,783	Özkaynak Yönt. Değ. Yat.	1,209	1,884	2,147	2,232	2,348
<b>Vergi Öncesi Kar (Zarar)</b>	<b>813</b>	<b>5,234</b>	<b>2,215</b>	<b>3,960</b>	<b>3,930</b>	Maddi Duran Varlıklar	49,040	73,219	94,183	121,579	156,033
Vergi Giderleri (Gelirleri)	174	1,189	487	871	865	Maddi Olmayan Duran Varlıklar	296	494	616	761	909
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	4,403	9,773	19,891	18,083	17,584
<b>Net Kar</b>	<b>639</b>	<b>4,045</b>	<b>1,728</b>	<b>3,089</b>	<b>3,066</b>	<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>68,647</b>	<b>109,076</b>	<b>139,221</b>	<b>164,657</b>	<b>201,319</b>
<b>Düzeltilmiş Net Kar</b>	<b>639</b>	<b>4,045</b>	<b>1,728</b>	<b>3,089</b>	<b>3,066</b>	<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>16,209</b>	<b>27,273</b>	<b>41,280</b>	<b>49,635</b>	<b>67,197</b>
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	2,184	4,851	2,359	3,704	3,815	Finansal Borçlar	6,514	12,460	22,289	26,624	38,504
<b>FAVÖK</b>	<b>6,626</b>	<b>11,400</b>	<b>11,591</b>	<b>15,136</b>	<b>17,023</b>	Ticari Borçlar	3,229	5,375	6,912	8,375	10,443
FAVKÖK	8,709	13,740	13,384	17,250	19,660	Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	6,466	9,438	12,078	14,635	18,249

Büyümler & Opr. Perf.	2017G	2018G	2019T	2020T	2021T	Uzun Vadeli Yükümlülükler	2017G	2018G	2019T	2020T	2021T
<b>Büyümler</b>						Finansal Borçlar	27,684	43,342	52,582	62,656	74,120
Net Satışlar	35.0%	58.0%	20.3%	22.3%	23.7%	Ticari Borçlar	0	0	0	0	0
Faaliyet Karı	n.a	124.9%	-50.8%	57.0%	3.0%	Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	4,583	7,177	9,185	11,129	13,877
FAVÖK	170.9%	72.0%	1.7%	30.6%	12.5%	<b>Özkaynaklar</b>	<b>20,171</b>	<b>31,284</b>	<b>36,174</b>	<b>41,237</b>	<b>46,125</b>
FAVKÖK	122.6%	57.8%	-2.6%	28.9%	14.0%	Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	20,171	31,281	36,171	41,234	46,122
Net Kar	n.m	533.0%	-57.3%	78.8%	-0.7%	Ödenmiş Sermaye	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380
<b>Operasyonel Performans</b>						Rezerv ve Diğer Kalemler	18,152	25,856	33,064	36,765	41,677
Brüt Marj	19.7%	21.6%	16.6%	17.4%	16.7%	Dönem Net Karı (Zararı)	639	4,045	1,728	3,089	3,066
Faaliyet Kar Marjı	6.9%	9.8%	4.0%	5.1%	4.3%	Azınlık Payları	0	3	3	3	3
FAVÖK Marjı	16.7%	18.1%	15.3%	16.4%	14.9%	<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>68,647</b>	<b>109,076</b>	<b>139,221</b>	<b>164,657</b>	<b>201,319</b>
FAVKÖK Marjı	21.9%	21.9%	17.7%	18.6%	17.2%	<b>Nakit Akım (mn ₺)</b>	<b>2017G</b>	<b>2018G</b>	<b>2019T</b>	<b>2020T</b>	<b>2021T</b>
Efektif Vergi Oranı	20.1%	21.1%	22.0%	22.0%	22.0%	<b>İşletme Faal. Kay. Net Nakit</b>	<b>9,012</b>	<b>9,613</b>	<b>4,086</b>	<b>7,589</b>	<b>9,202</b>
Net Kar Marjı	1.6%	6.4%	2.3%	3.3%	2.7%	Düzeltilme Öncesi Kar	639	4,045	1,728	3,089	3,066
Özkaynak Karlılığı	3.4%	15.7%	5.1%	8.0%	7.0%	Amortisman & İfta Payları	3,893	5,254	8,566	10,387	12,132
Aktif Karlılığı	1.0%	4.6%	1.4%	2.0%	1.7%	İşletme Sermayesindeki Değ.	1,236	-2,066	-647	-386	-637
Yatırım Sermayesi Karlılığı	4.6%	8.0%	2.9%	3.5%	2.8%	Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	3,244	2,380	-5,561	-5,501	-5,359
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	22.7%	15.3%	5.4%	8.2%	8.0%	<b>Yatırım Faal. Kay. Nakit</b>	<b>3,021</b>	<b>-11,027</b>	<b>-7,422</b>	<b>-3,834</b>	<b>-9,998</b>
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	30.2%	-2.2%	-4.4%	4.1%	-0.7%	Sabit Sermaye Yatırımları	406	-5,325	-6,901	-10,247	-12,912
						Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	2,615	-5,702	-521	6,413	2,914

Rasyo Analizi	2017G	2018G	2019T	2020T	2021T	Serbest Nakit Akım	2017G	2018G	2019T	2020T	2021T
Düzeltilmiş F / K (x)	25.0	3.9	9.2	5.2	5.2	<b>Finansman Faal. Kay. Nakit</b>	<b>-10,060</b>	<b>2,888</b>	<b>1,159</b>	<b>-2,319</b>	<b>2,662</b>
FD / FAVÖK (x)	11.6	6.7	6.6	5.1	4.5	Finansal Borçlardaki Değişim	-2,802	8,363	8,416	6,992	15,601
FD / FAVKÖK (x)	8.8	5.6	5.7	4.5	3.9	Temettü Ödemeleri	0	0	0	0	0
FD / Satışlar (x)	1.9	1.2	1.0	0.8	0.7	Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-7,258	-5,475	-7,257	-9,311	-12,939
PD / Defter Değeri (x)	0.8	0.5	0.4	0.4	0.3	<b>Net Nakit Değişimi</b>	<b>1,973</b>	<b>1,474</b>	<b>-2,178</b>	<b>1,436</b>	<b>1,866</b>
Nakit Akışı / PD	75.4%	a.d	a.d	23.5%	a.d						
Hisse Başı Kazanç (₺)	0.46	2.93	1.25	2.24	2.22						
Hisse Başı Temettü (₺)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%						
Net Borç (Nakit) (mn ₺)	26,330	44,463	67,309	80,029	101,177						
Net Borç / FAVÖK (x)	4.0	3.9	5.8	5.3	5.9						
Net Borç / Özsermaye (x)	1.3	1.4	1.9	1.9	2.2						

Kaynak: İş Yatırım

**Yeni jenerasyon geniş gövdeli uçaklar Asya ve Amerika'ya uçuş ağı büyümesini destekleyecek** 2019 ve 2023 yılları arasında filoya eklenecek yeni jenerasyon 50 geniş gövdeli uçak (A350 ve B787), A330 ve 777 tarafından yapılan ikincil uzun menzil destinasyon uçuşlarının yerini almaya katkıda bulunurken, birincil uzun menzil destinasyonlara ek frekanslar eklemek ve THY'nin Asya ve Amerika'daki büyümesini desteklemek için kullanılacak. 2018 yıl sonunda Indigo ile imzalanan kod paylaşım anlaşmasının Hindistan ve Uzak Doğu pazarlarından sağlanan gelirleri arttırması bekleniyor. THY münhasır kod paylaşım anlaşmaları veya ortaklık yolu ile Çin'de de yolcu operasyonları için ortaklıklar kurmayı planlıyor.

**Kapasite problemleri yolcu büyümesini aşağıya çekti** THY 2019 yılı için hedeflediği %7-8 ASK (kapasite) büyümesine karşın ilk yedi ayda sadece %0.9 ASK artışı elde etti. Mart ayında yere indirilen 12 adet Boeing MAX, Airbus NEO teslimatlarındaki gecikmeler ve İstanbul Havalimanı'na taşınma sırasındaki uçuş iptalleri 7A19'de sınırlı kapasite büyümesine ve toplam yolcu trafiğinde %2.2 düşüğe neden oldu. Yere indirilen 12 MAX uçağına ek olarak, THY Haziran sonunda 2Y19'da teslimi planlanan 12 MAX uçağını da ertelediğini açıkladı. Ne yazık ki MAX'ların tekrar uçuşa geçme tarihiyle ilgili net bir zamanlama bulunmuyor. 2019 yılında teslimi planlanan 13 Airbus NEO uçağından ise THY 2019'da sadece 7'ni teslim alabiliyorken geri kalan 6 uçağın teslimatını 1Ç20'e sarktı. THY yönetimi 3Ç19'de ileri tarihli rezervasyonlarda yıllık bazda değişiklik görmezken, 4Ç19'de kısmi artış olduğunu belirtti.

**Kargo faaliyetlerindeki yavaşlama beklentilere paralel** Kargo hacimlerindeki son iki yıldaki çift haneli büyümenin sonrasında, THY 2019'da %3-4 kargo hacim büyümesi hedefliyor. THY 1Ç19 ve 2Ç19'de yıllık bazda sırasıyla %17 ve %1 kargo büyümesi kaydetti. Global ticaretteki yavaşlama ve 2020'nin sonunda faaliyete geçmesi planlanan İstanbul Havalimanı'ndaki devam eden kargo terminal inşaatı 2019'da kargo hacmindeki yavaşlamanın ana nedenidir. THY tarafından daha öncede paylaşıldığı gibi, yük/navlun (freight) kargo operasyonları Atatürk Havalimanı'ndan yapılırken, uçak gövdesi (belly) kargo operasyonları İstanbul Havalimanı'ndan yapılıyor. Kargo gelirleri 1Y19'de THY'nin toplam gelirlerinde %13 paya sahip.

**Birim gelirlerde gelişmeler** 2Ç19'de THY'nin yolcu başına gelirleri yıllık bazda US\$7.29'da ve yolcu RASK (arz edilen koltuk başına yolcu geliri) US\$5.84'de sabit kaldı. Ancak, ABD dolarının TL ve € karşısında değer kazandığı kur etkisi dışında bırakıldığında, THY sırasıyla %6.9 yolcu başına gelir ve %6.7 RASK artışı elde etti. THY yönetimi 3Ç19'de yolcu başına gelirlerde güçlü baz yılı nedeniyle yıllık bazda değişiklik beklemezken, 4Ç19'de iç hat ve dış hatlara kısmi artış öngörüyor. THY yönetimi Çin ve Hindistan gibi bölgelerden İstanbul Havalimanı'nda faaliyete başlayan havayollarının THY'nin faaliyetlerini olumlu etkileyeceğine inanıyor.

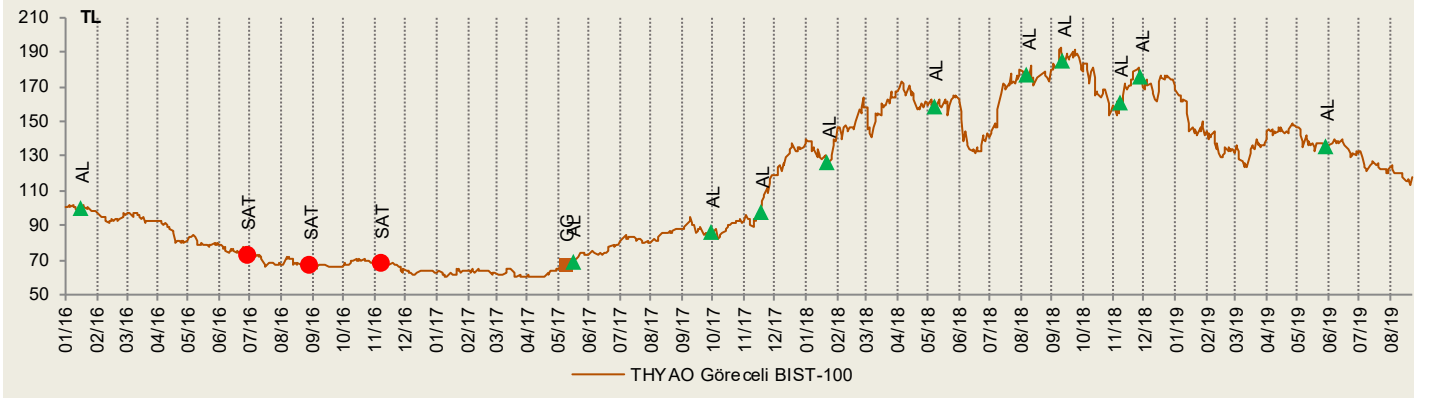
**Beklentilerin üzerinde maliyet artışı** THY 2Ç19'de çoğunlukla NEO'ların teslimatlarındaki gecikmenin ve yere indirilen MAX'ların neden olduğu yıllık bazda %10.8 yakıt dışı CASK ve %9.7 CASK artışı kaydetti (1Y19: yakıt dışı CASK : + 8.3%; CASK: +7.5%). Sözkonusu %10.8 artışta, İstanbul Havalimanı'na ilişkin faaliyet giderleri %3 paya; personel sayısındaki artış % 2.5 paya; yere indirilen MAX'lar %1.5 paya; pilot maaşları %1 paya; üçüncü taraflara verilen bakım/onarım satışlarıyla ilgili maliyet artışları %1.2 paya ve geri kalan %1.5 pay ise şirket beklentileriyle uyumlu gider artışlarına ait. Önde gelen ASK başına maliyet artışları; **i)** pilot maaş artışlarının ve gelecek filo gelişimi için işe alınan personel nedeniyle personel giderlerinde %20 artış **ii)** Atatürk Havalimanı'ndan İstanbul Havalimanı'na yiyecek ikmal ve daha geniş lounge alanı giderlerinin neden olduğu yolcu ikram ve hizmet giderlerindeki %17 artış; **iii)** yeni uçakların amortismanı ve kısa vadeli uçak kirasındaki artışın neden olduğu uçak sahiplik giderlerindeki %14'lük artış **iv)** yeni havalimanındaki birim gider artışının ve artan kapasitenin neden olduğu havaalanı ve navigasyon giderlerinde %14'lük artış **v)** artan personel sayısı ve yeni havalimanında artan alan neticesinde yer hizmetlerinde %6 artış **vi)** düşen hedge karları nedeniyle yakıt giderlerinde %7 artış. 2Ç19'de bir defaya mahsus taşınma gideri 10 milyon dolar olarak gerçekleşti. THY yönetimi 3Ç19'de aynı nedenlerle CASK'da yüksek tek haneli artış öngörüyor.

**İstanbul Havalimanı'nda artan taxi süresi** THY yönetimi İstanbul Havalimanı'nda Atatürk Havalimanı'na kıyasla uzayan taxi sürelerinin yakıt tüketiminde %20 artışa neden olmasına rağmen yeni havalimanındaki iki paralel pistin kalkış ve iniş sürelerini kısalttığını belirtti. THY yönetimi İstanbul Havalimanı'nda %1-%2 yakıt tasarrufu beklediklerini belirtti. 2020 ortasında üçüncü pistinde tamamlanmasıyla, şirket yönetimi taxi sürelerinde iyileşme olacağını öngörüyor.

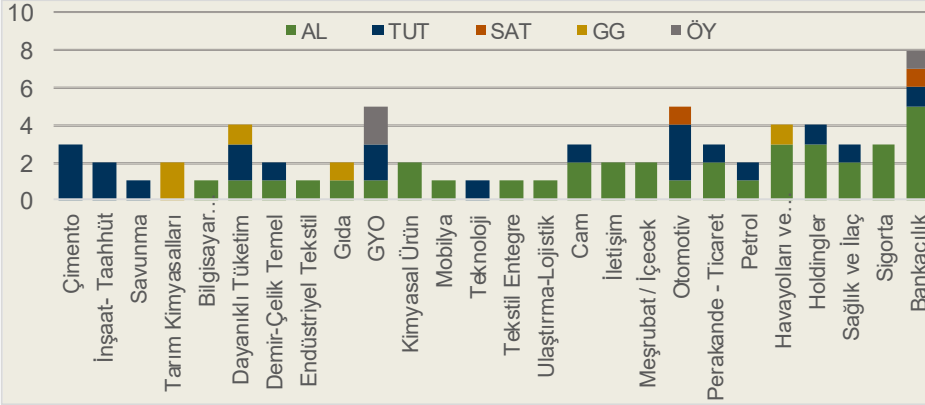
**THY'nin operasyonel performansında iyileşme ne zaman?** 2020 yılı THY'nin yeni havalimanında 3. pistin tamamlanması, filo büyümesi, havalimanına metro inşaatının tamamlanması ve alıştırma süresinin geride kalması nedeniyle operasyonel performansında iyileşme için kritik bir yıl olarak öne çıkıyor. 2020 ortasında faaliyete geçmesi planlanan 3. pist, taxi süresini azaltacak, uçak kullanım verimliliğini arttıracak ve yolcu kapasitesi 90 milyondan 120 milyona arttıracak. THY yönetimi 2020'de filosuna ekleyeceği 14 geniş gövdeli ile 12/15 NEO ile %7 ASK (kapasite) büyümesi öngörüyor.

Türk Hava Yolları

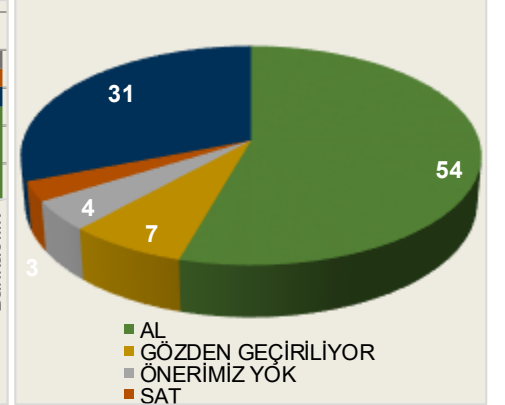
Göreceli Getiri / Öneriler



Şirket Sayısı



Takip Listesi Dağılımı



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.