

TÜRK HAVA YOLLARI (THYAO TI/THYAO.IS)

AL

Hikaye Henüz Bitmedi...

- Hisseler için hedef fiyatımızı bir 9.00'dan 12.00TL'ye yükseltirken, "AL" tavsiyemizi koruyoruz.
- Türk Hava Yolları 2015 yılı için %32 seviyesinde olan düşük yakıt koruma oranı ile düşük petrol fiyatlarını pek çok Avrupalı rakibinden daha önce değerlendirecek.
- Piyasa değerinde yakın zamandaki hızlı yükselişe rağmen, şirket hakkındaki temel görünüm değişikliğinin henüz tam fiyatlanmadığını düşünüyoruz.

Ender Kaynar
ekaynar@atainvest.com

+90 (212) 310 64 52

Düşük yakıt giderleri rakiplerden önce elde edilecek... Türk Hava Yollarının en büyük gider kalemi olan jet yakıtının global fiyatlarında Haziran ortasından bu güne yaklaşık %40 geri çekilen ham petrol fiyatları ile beraber büyük bir düşüş yaşandı. Bütçelenmiş tüketimin korumalı (hedge) kısmını göz önüne alarak, 2015'de AKK başına yakıt giderinin %16.4 düşerek 2.37 ABD\$Cent'e gerilemesini öngörmekteyiz. Rekabet açısından bakıldığında Türk Hava Yolları'nın 2015 için %32 seviyesinde olan yakıt fiyatı koruması, aynı sene için %60-%70 seviyesinde olan Avrupalı rakiplerine karşı maliyet avantajlarının daha da güçlendirecektir.

Sürşarj düşüşü ile azalan birim gelire rağmen, marj iyileşmesi sağlanacak... Yakıt giderlerindeki değişimin %50'si olarak bilet fiyatlarına yansıtılan yakıt sürşajının yaklaşık 1 aylık gecikme ile birim gelirlerde düşüşe sebep olmasını beklemekteyiz. Buna göre AKK başına birim gelirlerin 2015'de %3.9 düşerek 7.69 ABD\$Cent'e gerilemesini öngörmekteyiz. Buna rağmen düşük yakıt maliyetlerinin toplam etkisiyle 2015 FAVÖK marjını bir önceki tahminimize göre 271 baz puan artışla %15.1 seviyesine geleceğini düşünüyoruz.

Yüksek getiri potansiyeli devam ediyor... Türk Hava Yolları hisseleri geçtiğimiz ayda piyasanın oldukça üzerinde getiri sağlamış olsa da, şirketin halen cazip getiri vaat ettiğini düşünüyoruz. Hisseler 8.8x 2015 F/K ve 5.6x 2015 FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görürken benzerlerine göre sırasıyla %28 ve %6 iskontoludur. Türk Hava Yolları'nın benzerlerine göre güçlü olan büyüme görünümü potansiyelini destekler niteliktedir.

Finansallar, mn TL	2011	2012	2013	2014T	2015T
Net Satışlar	11,813	14,909	18,777	24,520	28,049
Büyüme	40%	26%	26%	31%	14%
FAVÖK	1,171	2,078	2,330	2,987	4,256
Net Kar	8	1,133	683	1,397	1,488
FAVÖK Marjı	9.9%	13.9%	12.4%	12.2%	15.2%
Net Marjı	0.1%	7.6%	3.6%	5.7%	5.3%
Temettü Verimliliği	0.0%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
FD/FAVÖK	20.1x	11.3x	10.1x	7.6x	5.6x
F/K	1495.6x	11.1x	18.5x	8.7x	8.8x

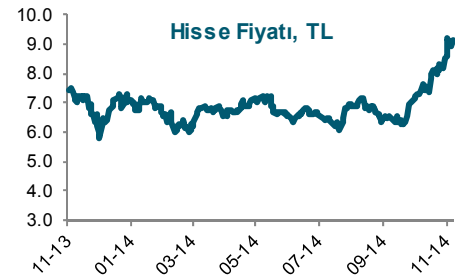
Kaynak: Ata Yatırım

Değerleme

Hisse Fiyatı, TL	9.15
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı, TL	12.00
Beklenen Temettü Verimliliği	0%
Beklenen Hisse Fiyatı Artışı	31%
Toplam Yükselme Potansiyeli	31%

Hisse Veri

Piyasa Değeri, mn TL	12,627
Piyasa Değeri, mn ABD\$	5,689
Girişim Değeri, TL mn	23,531
Halka Açıklık, %	15%
Günlük Ort. Hacim, mn TL	252.8



Hisse Perf.	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Mutlak Getiri	26%	32%	24%
İMKB100'e göre	19%	26%	9%

Gelir Tablosu (TL mn)	2011	2012	2013	2014T	2015T
Operasyonel Gelirler	11,813	14,762	18,777	24,554	28,965
FAVÖK	1,171	2,115	2,330	2,761	3,588
Amortisman	812	1,030	1,241	1,616	2,146
Faaliyet Karı	359	1,085	1,090	1,145	1,442
İştiraklerden Kar	10	6	109	187	244
Finansal Gelir ve Giderler, Net	-223	294	-234	64	-472
Vergi Öncesi Kar	146	1,385	965	1,397	1,214
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı	-127	-229	-283	-227	-249
Net Kar	19	1,156	683	1,170	965
Hisse Başına Kar	0.02	0.96	0.53	0.85	0.70

Bilanço (m n TL)	2011	2012	2013	2014T	2015T
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,550	1,356	1,339	1,078	875
Ticari Alacaklar	765	774	1,148	1,383	1,608
Stoklar	252	259	342	413	474
Maddi Duran Varlıklar	11,194	12,803	17,379	22,129	27,637
Diğer Varlıklar	2,645	3,567	5,191	5,605	5,888
Toplam Varlıklar	16,405	18,758	25,399	30,608	36,482
Finansal Borçlar	7,913	8,667	11,552	14,430	18,535
Ticari Borçlar	870	909	1,451	1,749	2,010
Diğer Borçlar	3,123	3,777	5,433	5,905	6,196
Özsermaye	4,499	5,405	6,962	8,524	9,741
Net Borç	6,363	7,311	10,214	13,352	17,660

Özet Nakit Akımları (m n TL)	2011	2012	2013	2014T	2015T
Vergi ve Azınlık Payları Öncesi Kar	146	1,385	965	1,397	1,214
Amortisman	812	1,030	1,241	1,616	2,146
Çalışma Sermayesindeki Değişim	25	-121	15	115	-6
Vergiler	-127	-229	-283	-227	-249
Yatırım Harcamaları	-3,690	-3,502	-4,465	-5,518	-7,063
Temettü ödemeleri	0	0	-173	0	0
Bedelli Hisse İhracı	0	0	0	0	0
Borçlanmadaki Değişim	3,735	754	2,885	2,878	4,105
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	-165	489	-203	-520	-349
Yıl Boyunca Yaratılan Nakit	736	-194	-17	-261	-203
Yıl Sonunda Nakit Mevcudu	1,550	1,356	1,339	1,078	875

Büyüme Oranları	2011	2012	2013	2014T	2015T
Satış Gelirleri	40.2%	25.0%	27.2%	30.8%	18.0%
FAVÖK	27.1%	80.6%	10.2%	18.5%	30.0%
Net Kar	-93.5%	6141.5%	-40.9%	71.3%	-17.5%

Önemli Finansal Rasyolar	2011	2012	2013	2014T	2015T
Özsermaye Karlılığı	0.4%	23.3%	11.0%	15.1%	10.6%
FAVÖK Marjı	9.9%	14.3%	12.4%	11.2%	12.4%
Net Kar Marjı	0.2%	7.8%	3.6%	4.8%	3.3%
Net Borç/Özsermaye	1.41	1.35	1.47	1.57	1.81
Net Borç/FAVÖK	5.43	3.46	4.38	4.84	4.92
KV Finansal Borçlar/Toplam Borçlar	19.1%	50.5%	58.1%	52.8%	52.5%
Özsermaye/Toplam Aktif	27.4%	28.8%	27.4%	27.8%	26.7%
Borçluluk	2.6	2.5	2.6	2.6	2.7
Nakit Temettü Oranı	0.0%	0.0%	15.0%	0.0%	0.0%

Önemli Operasyonel Veriler	2011	2012	2013	2014T	2015T
Yıl Sonu Filo Büyüklüğü	177	198	233	262	280
AKK (mn)	81,193	96,131	116,423	137,767	155,201
ÜYK (mn)	58,934	74,658	92,003	108,777	123,171
Yolcu Doluluk Oranı	72.6%	77.7%	79.0%	79.0%	79.4%
Yolcu Sayısı ('000)	32,649	39,045	48,270	56,198	62,652
AKK Başına Birim Gelir (ABD\$ Cent)	8.24	8.37	8.19	7.98	8.01
AKK Başına Birim Gider (ABD\$ Cent)	8.45	7.92	7.94	7.79	7.79

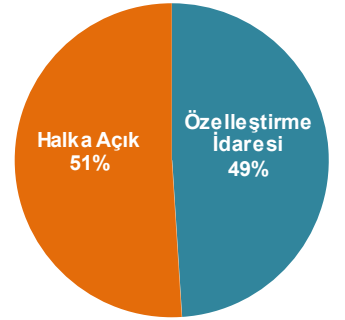
Türk Havayolları

Sektör: Havacılık
Bloomberg Kodu: THYAO TI
Öneri: AL

Tanıtıcı Özet

Türk Havayolları, merkezi İstanbul'da olan Türkiye'nin milli havayolu şirketidir. Dünya çapında 43 yurt içi ve 217 yurt dışı havalimanına tarifeli seferler düzenlemektedir. 30 Haziran 2014 itibarıyla 257 yolcu uçağı ile servis veren Türk Havayolları 2008 yılından beri Star Alliance üyesidir.

Ortaklık Yapısı



Hikaye Henüz Bitmedi...

24 Eylül tarihinde Türk Hava Yolları için yayınladığımız son rapor sonrasında global ham petrol fiyatlarındaki keskin düşüş ve uzun vadeli görünümün değişmesi, bu emtia için gelecek varsayımlarımızı ortalamada %12 düşürmemize neden oldu. Takibimizdeki hisse senetleri arasında petrol fiyatlarına hassasiyeti en yükseklerden biri olan Türk Hava Yolları'nın operasyonel maliyetlerinin %37 kadarı jet yakıtı olduğundan, marjlar açısından önemli iyileşmeler yaşayacağına inanmaktayız.

Tablo 1 – Petrol Fiyatı Varsayımlarımızdaki Değişiklikler (yıl ortalaması)

	Yeni		Eski			Yeni			Eski			Yeni			Eski	
ABD\$	2014T	Değişim	2014T	2015T	Değişim	2015T	2016T	Değişim	2016T	U/V	Değişim	U/V	2016T	U/V	2016T	U/V
Brent Petrol (Varil)	100.2	-3.7%	104.0	80.0	-21.6%	102.0	85.0	-15.0%	100.0	88.0	-12.0%	100.0				

Kaynak: Ata Yatırım Tahminleri

Yakıt Riski Koruması ve Yakıt Sürşarjları Faydaları Sınırlayacak

Türk Hava Yolları'nın açıklanan resmi Yakıt riski koruma stratejisine bağlı olarak gelecek 24 ay için bütçelenen yakıt tüketiminin %50'sinin fiyatlarının hedge enstrümanlarıyla sabitlendiğini ve bu oranın sabit bir şekilde korunduğunu varsaymaktayız. Koruma araçlarının etkisi ile beraber, birim yakıt masrafının (AKK başına yakıt gideri) 4Ç14'de yıllık bazda %14.2 ve 2015'de %16.4 düşmesini öngörmekteyiz. (Tablo 2'de kendi hesaplamalarımıza göre yakıt koruma stratejisinin etkisini bulabilirsiniz.)

Tablo 2 – Türk Hava Yolları – Yakıt koruma stratejisinin etkisi

ABD\$ Cents	4Ç14T	2014T	2015T	2016T
Koruma hariç birim yakıt gideri tahmini	2.37	2.80	2.25	2.40
y/y büyüme	-21%	-5%	-20%	7%
Koruma gideri birim etkisi	0.22	0.03	0.12	0.03
Birim yakıt gideri	2.59	2.83	2.37	2.42
y/y büyüme	-14%	-4%	-16%	2%

Kaynak: Ata Yatırım Tahminleri

Düşük yakıt sürşarjlarının getiriler üzerindeki negatif etkisini de tahminlerimize yansıttık. Yakıt sürşarjlarında da şirketin resmi stratejisi ile uyumlu olarak, yakıt masraflarındaki değişimin %50 oranında ve 1 ay gecikmeli olarak bilet fiyatlarına yansıtıldığını varsaymaktayız. Ayrıca 4Ç14 birim getirileri için şirketin yıllık bazda nötr beklentisini (sürşarj değişimi hariç) de göz önüne alarak, birim gelirlerin (AKK başına gelir) 4Ç14'de yıllık bazda %3.2 düşüle 7.27 ABD\$Cent'e, ve 2015'de %3.9 düşüşle 7.69 ABD\$Cent'e ineceğini düşünüyoruz.

Tablo 3 – Türk Hava Yolları – Özet Revizyon Tablosu

	Yeni		Eski			Yeni			Eski			Yeni			Eski	
TL mn	4Ç14T	Değişim	4Ç14T	2014T	Değişim	2014T	2015T	Değişim	2015T	U/V	Değişim	U/V	2015T	U/V	2015T	U/V
Brent Petrol (Varil başına ABD\$)	80	-15.6%	95	100	-3.7%	104	80	-21.6%	102							
AKK başına birim yakıt gideri (ABD\$Cent)	2.59	-9.7%	2.86	2.83	-2.5%	2.90	2.37	-16.2%	2.82							
AKK başına toplam giderler (ABD\$Cent)	7.45	-3.4%	7.72	7.72	-0.9%	7.79	7.28	-6.1%	7.76							
AKK başına toplam gelirler (ABD\$Cent)	7.27	0.7%	7.23	8.00	0.2%	7.99	7.69	-3.8%	8.00							
Doluluk Oranı	77.2%	9 bps	77.1%	79.1%	2 bps	79.0%	79.5%	9 bps	79.4%							
Gelirler	6,083	0.5%	6,055	24,520	0.0%	24,527	28,049	-3.7%	29,139							
FAVÖK	432	129.3%	189	2,987	8.0%	2,767	4,256	17.2%	3,632							
FAVÖK Marjı	7.1%	399 bps	3.1%	12.2%	90 bps	11.3%	15.2%	271 bps	12.5%							
Net Kar	-149	-59.2%	-365	1,397	11.2%	1,256	1,488	50.7%	987							

Kaynak: Ata Yatırım Tahminleri

Sonuç olarak, düşük yakıt fiyatlarının Türk Hava Yolları FAVÖK marjına pozitif etkisinin 4Ç14'de 399 baz puan ve 2015'de 271 baz puan olmasını bekliyoruz. Ayrıca, rakipleri arasında Türk Hava Yolları'nın en düşük yakıt koruması oranlarından birine sahip olduğu ve bu sayede hali hazırda sahip olduğu maliyet avantajlarını güçlendirerek pazar payı kazanmaya devam edeceğini düşünüyoruz.

Türk Hava Yolları hisselerinde son dönemde yaşanan hızlı yükselişe rağmen, hisse için "AL" tavsiyemizi koruyor ve "Öneri Listesi"nde tutmaya devam ediyoruz. Gelecek 12 aylık dönemde toplam %34 prim potansiyeli öngördüğümüz Türk Hava Yolları'nda iyileşen marj beklentileri ve güçlenen rekabet avantajlarının hala fiyatlanmadığını düşünmekteyiz. Türk Havayolları 2015 beklentilerimize göre 5.6x FD/FAVÖK çarpanı ile küresel benzerlerine %7 iskontolu işlem görürken 2015 için 8.6 x F/K çarpanı %30 iskontoya işaret etmektedir

Tablo 4 – Türk Hava Yolları - Ata Tahminleri Bloomberg Konsensus Karşılaştırması

	Ata Yatırım		Bloomberg	Ata Yatırım		Bloomberg
TL mn	2014T	Fark	2014T	2015T	Fark	2015T
Gerililer	24,520	-0.2%	24,563	28,049	-2.9%	28,893
FAVÖK	2,987	-0.1%	2,991	4,256	9.4%	3,892
FAVÖK Marjı	12.2%	1 bps	12.2%	15.2%	170 bps	13.5%
Net Kar	1,397	6.4%	1,312	1,488	3.3%	1,441

Kaynak: Bloomberg, Ata Yatırım Tahminleri

Tablo 5 - Türk Havayolları - Önemli Tahminler

Operasyonel Tahminler	2012	2013	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	13-21 BYBO
Yıl Sonu Filo Büyüklüğü	198	233	262	280	321	317	347	378	422	430	8.0%
y/y büyüme	12%	18%	12%	7%	15%	-1%	9%	9%	12%	2%	
AKK (mn)	96,131	116,423	137,124	155,572	177,920	191,715	203,494	228,048	254,052	272,602	11.2%
y/y büyüme	18%	21%	18%	13%	14%	8%	6%	12%	11%	7%	
ÜYK (mn)	74,658	92,003	108,419	123,742	142,148	153,631	163,248	183,045	204,033	219,055	11.5%
y/y büyüme	27%	23%	18%	14%	15%	8%	6%	12%	11%	7%	
Yolcu Doluluk Oranı	77.7%	79.0%	79.1%	79.5%	79.9%	80.1%	80.2%	80.3%	80.3%	80.4%	
y/y büyüme	508 bps	136 bps	4 bps	47 bps	35 bps	24 bps	9 bps	4 bps	5 bps	5 bps	
Yolcu Sayısı ('000)	39,045	48,270	55,725	62,653	70,844	75,322	78,914	87,775	97,312	103,911	10.1%
y/y büyüme	20%	24%	15%	12%	13%	6%	5%	11%	11%	7%	
AKK Başına Birim Gelir (ABD\$ Cent)	8.37	8.19	8.00	7.69	7.97	8.09	8.16	8.22	8.29	8.36	0.2%
y/y büyüme	2%	-2%	-2%	-4%	4%	2%	1%	1%	1%	1%	
AKK Başına Birim Gider (ABD\$ Cent)	7.92	7.94	7.72	7.28	7.44	7.59	7.72	7.76	7.73	7.69	-0.4%
y/y büyüme	-6%	0%	-3%	-6%	2%	2%	2%	1%	0%	-1%	
AKK Başına Yakıt Gideri (ABD\$ Cent)	3.00	2.96	2.83	2.37	2.42	2.52	2.49	2.48	2.47	2.47	-2.2%
y/y büyüme	2%	-2%	-4%	-16%	2%	4%	-1%	-1%	0%	0%	
AKK Başına Pers. Gideri (ABD\$ Cent)	1.43	1.36	1.28	1.32	1.36	1.41	1.46	1.51	1.55	1.60	2.0%
y/y büyüme	-13%	-5%	-6%	3%	3%	4%	4%	4%	3%	3%	
AKK Başına Uçak Kira ve Amort. (ABD\$)	0.85	0.94	0.96	0.98	0.97	0.91	0.97	0.92	0.93	0.85	-1.2%
y/y büyüme	-7%	11%	1%	2%	-1%	-6%	7%	-5%	1%	-8%	
Finansal Tahminler (ABD\$ mn)	2012	2013	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	13-21 BYBO
Ciro	8,234	9,826	11,221	12,238	14,478	15,826	16,932	19,096	21,419	23,159	11.3%
y/y büyüme	16%	19%	14%	9%	18%	9%	7%	13%	12%	8%	
Operasyonel Kar	618	577	640	914	1,250	1,280	1,225	1,404	1,781	2,203	18.2%
y/y büyüme	188%	-7%	11%	43%	37%	2%	-4%	15%	27%	24%	
Amortisman	574	650	741	943	1,130	1,225	1,451	1,638	1,908	1,880	
y/y büyüme	18%	13%	14%	27%	20%	8%	19%	13%	17%	-1%	
FAVÖK	1,192	1,227	1,380	1,857	2,380	2,505	2,677	3,041	3,689	4,083	16.2%
y/y büyüme	70%	3%	13%	35%	28%	5%	7%	14%	21%	11%	
FAVÖK Marjı	14.5%	12.5%	12.3%	15.2%	16.4%	15.8%	15.8%	15.9%	17.2%	17.6%	
y/y büyüme	457 bps	-200 bps	-18 bps	287 bps	126 bps	-61 bps	-2 bps	12 bps	130 bps	41 bps	
Kısa Vadeli/Operasyonel Uçak Kira Gid.	243	448	570	579	591	518	529	468	454	450	
y/y büyüme	-3%	85%	27%	2%	2%	-12%	2%	-12%	-3%	-1%	
FAVÖK + Lease Giderleri	1,435	1,675	1,950	2,436	2,971	3,022	3,206	3,509	4,143	4,533	13.3%
y/y büyüme	51%	17%	16%	25%	22%	2%	6%	9%	18%	9%	
FAVÖK + Lease Giderleri Marjı	17.4%	17.0%	17.4%	19.9%	20.5%	19.1%	18.9%	18.4%	19.3%	19.6%	
y/y büyüme	396 bps	-38 bps	33 bps	252 bps	62 bps	-142 bps	-16 bps	-56 bps	97 bps	23 bps	
Yatırım Harcamaları	2,459	3,062	3,702	2,666	4,681	4,092	5,469	1,505	1,448	1,561	

Kaynak: Türk Havayolları, Ata Yatırım Tahminleri

Değerleme Analizi

Türk Havayolları'nın değerlemesinde hem İNA hem de çarpan karşılaştırması yöntemini kullanıyoruz. (50:50) Değerleme modelimize göre, 12 aylık hedef fiyatımız olan 12.00TL %31 yukarı yönlü potansiyele işaret etmektedir.

Tablo 6 - Türk Havayolları - Değerleme Özeti

Methodoloji	Önerilen Değer	Ağırlık	Katkı
İndirgenmiş Nakit Akımları	7,453	50%	3,727
Benzer Şirket Karşılaştırması	7,469	50%	3,734
12 Aylık Hedef Değer ABD\$			7,461
Piyasa Değeri ABD\$			5,689
Yukarı Potansiyel			31%
Hisse Fiyatı, TL			9.15
Hedef Fiyat, TL			12.00

Kaynak: Ata Yatırım Tahminleri

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

ABD\$ bazında oluşturduğumuz İNA modelimizde %8.6 AOSM, 1.1 beta ve %3 terminal büyüme kullanıyoruz. Risksiz faiz oranı varsayımımız ise %5.5 olmaktadır.

Tablo 7 - Türk Havayolları - İndirgenmiş Nakit Akımları

ABD\$ mn	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T
Net Satışlar	11,221	12,238	14,478	15,826	16,932	19,096	21,419	23,159	24,131	25,146
Büyüme%	14.2%	9.1%	18.3%	9.3%	7.0%	12.8%	12.2%	8.1%	4.2%	4.2%
FAVÖK	1,380	1,857	2,380	2,505	2,677	3,041	3,689	4,083	4,255	4,433
Growth%	12.5%	34.5%	28.2%	5.2%	6.9%	13.6%	21.3%	10.7%	4.2%	4.2%
FAVÖK Marjı	12.3%	15.2%	16.4%	15.8%	15.8%	15.9%	17.2%	17.6%	17.6%	17.6%
Operasyonel Kar	640	914	1,250	1,280	1,225	1,404	1,781	2,203	2,406	2,604
Operasyonel Vergi	128	183	250	256	245	281	356	441	481	521
Efektif Vergi Oranı	19%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Vergi Sonrası Op. Kar	512	731	1,000	1,024	980	1,123	1,425	1,763	1,925	2,083
VSOK Marjı	4.6%	6.0%	6.9%	6.5%	5.8%	5.9%	6.7%	7.6%	8.0%	8.3%
Yatırım Harcaması	2,459	3,062	3,702	2,666	4,681	4,092	5,469	1,505	1,448	1,561
Amortisman	741	943	1,130	1,225	1,451	1,638	1,908	1,880	1,849	1,829
İşletme Sermayesi Değişimi	-3	-25	-18	-1	3	-9	-20	-23	-11	-11
Net Nakit Akımı	-1,210	-1,413	-1,590	-419	-2,247	-1,341	-2,157	2,114	2,315	2,340
AOSM	8.8%	8.8%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%
İNA	-1,113	-1,197	-1,240	-300	-1,484	-815	-1,207	1,089	1,097	1,021
İNA Toplamı	-4,149									
Büyüme Oranı	3%									
Terminal Değer	37,618									
Terminal Değer BD	15,106									
Şirket Değeri	10,957									
Net Borç 2013	4,603									
İNA Değeri	7,453									

Kaynak: Ata Yatırım Tahminleri

Gelişen piyasalardaki benzerlerine yakınsamasını bekliyoruz

Aşağıdaki tabloda görüldüğü gibi Türk Havayolları 2015 beklentilerimize göre 5.6x FD/FAVÖK çarpanı ile küresel benzerlerine %6 iskontolu işlem görürken 2015 için 8.8 x F/K çarpanı %28 iskontoya işaret etmektedir. Hedef çarpanlar belirlenirken %70 gelişen piyasa, %30 gelişmiş piyasa ağırlığının uygulanmasının, Türk Havayolları'nın büyüme potansiyelini ve bahsi geçen pazarlara olan açıklığını daha sağlıklı yansıtacağını düşünüyoruz 2007 – 2013 yılları arasında Orta Doğu rotalarında yıllık ortalama %12.4 ÜYK büyümesi yaşanırken Afrika rotalarında büyüme %4.6 seviyesinde gerçekleşmiştir. Buna karşılık Avrupa içerisinde trafik yıllık %2, Avrupa rotasında uluslararası uçuşlar ise %2.5 ortalama ile büyümüştür.

Tablo 8- Türk Havayolları - Küresel Benzerleri

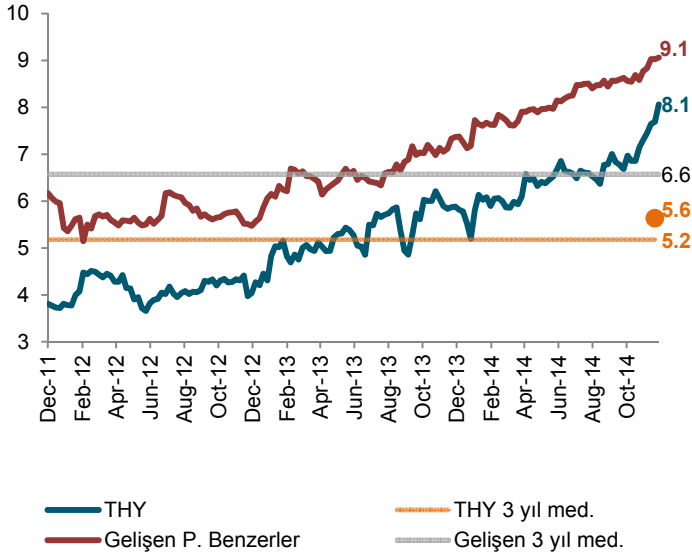
	Piyasa Değeri ABD\$	F/K			FD/FAVÖK			FD/FAVÖK+Lease		
		2014T	2015T	2016T	2014T	2015T	2016T	2014T	2015T	2016T
Avrupa										
Deutsche Lufthansa	8,308	13.0	7.5	5.8	3.6	3.0	2.6	4.4	3.9	3.3
IAG	15,016	14.8	10.0	8.5	5.2	4.2	3.8	5.9	5.0	4.6
Air France KLM	3,193	-	10.3	6.3	5.3	4.0	3.6	7.0	5.6	5.0
Medyan		13.9	10.0	6.3	5.2	4.0	3.6	5.9	5.0	4.6
Amerika										
Delta Airlines	39,060	14.4	11.6	10.0	6.5	5.6	5.2	6.5	5.7	5.3
United Continental	22,598	12.5	9.1	8.3	6.8	5.4	4.5	6.8	5.6	5.2
Alaska Air	7,829	14.5	13.1	12.2	6.1	5.6	5.5	6.3	5.8	5.8
Hawaiian Holdings	1,096	13.2	10.7	9.8	5.0	4.4	4.1	5.6	5.0	4.8
Copa Holdings	4,964	11.2	12.5	10.4	8.1	8.4	7.5	7.8	8.3	7.1
Medyan		13.2	11.6	10.0	6.5	5.6	5.2	6.5	5.7	5.3
Asya										
Air China Limited	12,079	18.8	12.9	11.4	8.4	7.3	6.8	-	8.3	-
Cathay Pacific Airways	8,959	20.3	13.3	10.6	8.0	6.8	6.2	8.3	7.4	6.5
China Eastern Airlines	10,099	20.9	13.1	9.2	10.4	8.5	7.3	8.3	-	-
China Southern Airlines	6,491	19.4	11.3	8.5	7.0	6.1	5.5	5.4	6.0	-
Asiana Airlines	976	-	23.2	13.2	10.9	8.7	8.1	8.8	-	7.3
Korean Air	2,357	-	22.2	14.1	9.1	8.3	7.9	-	-	-
Qantas Airways	3,756	-	29.6	10.5	8.2	4.8	3.9	7.7	6.2	5.1
Singapore Airlines	9,482	25.3	34.5	22.6	4.1	4.3	3.8	4.8	4.7	3.9
Aeroflot	877	4.0	3.2	2.5	3.4	3.1	2.8	5.1	5.1	5.5
Medyan		19.9	13.3	10.6	8.2	6.8	6.2	7.7	6.1	5.5
Gelişmiş Piyasalar Medyan		14.4	10.1	8.4	5.3	4.3	3.8	6.2	5.3	4.8
Gelişen Piyasalar Medyan		16.6	13.1	10.5	8.1	6.8	6.2	7.7	6.1	5.8
Ağırlıklandırılmış Benzer Medyanı*		16.0	12.2	9.9	7.2	6.0	5.5	7.3	5.9	5.5
Türk Havayolları	5,689	8.7	8.8	6.7	7.6	5.6	4.4	7.0	5.6	4.6
Medyan Çarpana göre Prim/(İskonto)		-46%	-28%	-32%	5%	-6%	-20%	-4%	-5%	-17%

Kaynak: Bloomberg, Türk Havayolları için Ata Yatırım Tahminleri, , *%70 Gelişen Piyasalar, %30 Gelişmiş Piyasalar

Güçlü beklentiler yüksek değerlemeleri destekliyor...

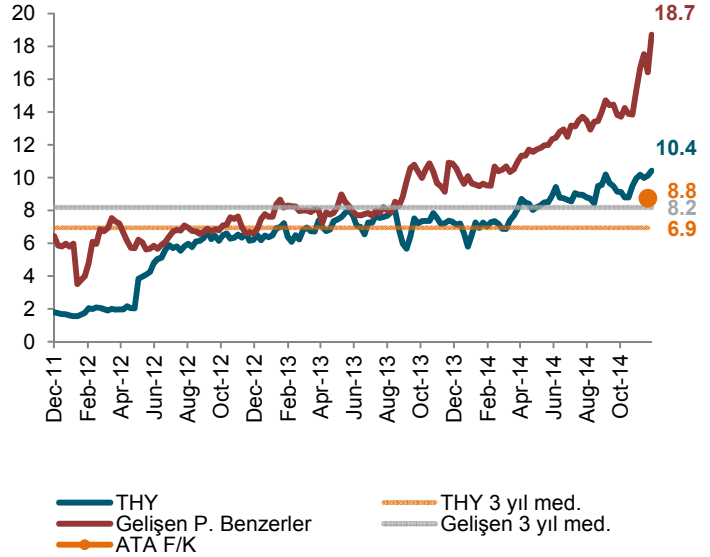
Türk Havayolları hisseleri 6.9x olan 3 yıllık F/K ortalamasının üzerinde işlem görürken benzerlerin 3 yıllık ortalamasını olan 8.2'ye göre de bir miktar primlidir. FD/FAVÖK çarpanlarında ise kendi 3 yıllık ortalamasının (5.2x) üzerinde seyrederken benzer ortalamasına (6.6x) iskontolu işlem görmektedir. Türk Havayolları'nın benzer büyüme potansiyeli olan ve oldukça yüksek çarpanlar ile işlem gören gelişen piyasa benzerlerine (bkz. Tablo 9 ve Tablo 10) daha yakın işlem görmesinin şirket hakkındaki beklentileri daha sağlıklı yansıtacağını düşünüyoruz.

Tablo 9 – Türk Havayolları – Tarihsel 1 yıl ileri FD/FAVÖK Karşılaştırması



Kaynak: Bloomberg, Ata Yatırım Tahminleri

Tablo 10 – Türk Havayolları – Tarihsel 1 yıl ileri F/K Karşılaştırması



Kaynak: Bloomberg, Ata Yatırım Tahminleri

3Ç14 Sonuçları: Yükselen Performans Hala Yukarı Yönlü Riskler İçeriyor...

- Türk Hava Yolları 3Ç14'de 1,373mn TL net kar açıklayarak Ata Tahmini olan 1,371 mn TL net kar beklentisi ile birebir uyumlu gerçekleşirken, 1,114 mn TL net kar beklenen CNBC-e konsensus'un %23 üzerinde gerçekleşti.
- Güçlü operasyonel performans ve global petrol fiyatlarındaki sert düşüş değerlememize yukarı yönlü riskler oluştururken, Türk Hava Yolları'nın rekabet avantajlarının önümüzdeki dönemde daha da güçleneceğine inanıyoruz.

Konsolide gelirler 7,171 mn TL ile yıllık bazda %26 büyümeye kaydederken beklentimiz ile tam uyumlu gerçekleşmiştir. Yurtdışı uçuş gelirleri yıllık bazda %29 artış gösterirken yurtiçi uçuş gelirleri yıllık bazda %24 artmıştır. Gelir artışında yıllık %14.0 ASK büyümesinin yanı sıra TL'nin ABD\$'na karşı yıllık bazda %9 değer kaybetmesi önemli etkenler olurken 3Ç14'de birim gelirlerin (RASK) yıllık bazda %1.1 artış ile 8.92 ABD\$ Cent seviyesine yükselirken 1Ç13'den itibaren ilk yıllık bazda yükselişini gerçekleştirmiştir. Birim yolcu gelirlerin kırılımına bakıldığında yurt içi RASK'da yıllık bazda %6 artış bizim için pozitif bir gelişme olurken, marjları olumlu yönde etkilemiştir.

Türk Hava Yolları'nın toplam operasyonel giderleri beklentimiz ile paralel gerçekleşirken arz edilen kilometre koltuk başına toplam giderler 7.61 ABD\$ Cent (Ata Tahmini: 7.82 ABD\$ Cent) ile yıllık bazda yatay kalmıştır. Türk Havayolları'nın FAVÖK marjı %21.9 ile beklentimiz olan %21.5'in bir miktar üzerinde gerçekleşirken 78 baz puan yıllık iyileşme görülmüştür

Net kar rakamı 1,373 mn TL olurken kur farkı gelirleri beklediğimiz gibi karı destekleyen sebeplerden biri olmasına rağmen 1,567 mn TL ile piyasa beklentisinin %12 üzerinde gerçekleşen FAVÖK rakamı güçlü operasyonel performansın göz ardı edilmemesi gerektiğini göstermektedir.

Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.

Emirhan Cad. No: 109 Atakule Kat: 12
34349 Balmumcu /İstanbul
Tel: (212) 310 62 00
www.atayatirim.com.tr

Ata Online Menkul Kıymetler A.Ş.

Emirhan Cad. No: 109 Atakule Kat: 1 Asma Kat
34349 Balmumcu/İstanbul
Tel : 444 62 65
Fax : (212) 310 63 63
www.ataonline.com.tr

Ata Portföy Yönetimi A.Ş.

Emirhan Cad. No: 109 Atakule Kat:12
34349 Balmumcu/İstanbul
Tel : (212) 310 63 60
www.ataportfoy.com.tr

Bu bültende yer alan bilgiler Ata Yatırım tarafından bilgilendirme amacıyla 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. Bu görüşlere ilişkin bilgiler güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilmiş olup, Ata Yatırım bu bilgilerin doğruluğu hakkında garanti vermemektedir. Bu görüşler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu durumda, ortaya çıkabilecek sonuçlardan dolayı Ata Yatırım sorumluluk kabul etmez. Ata Yatırım, hiçbir şekilde ön ihbara ve /veya ihtara gerek kalmaksızın söz konusu bilgileri, tavsiyeleri değiştirebilir, ortadan kaldırabilir. Ata Yatırım, mesajın ve bilgilerinin size, değişikliğe uğrayarak, geç ulaşmasından, bütünlük ve gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve bilgisayar sisteminize verebileceği herhangi bir zarardan sorumlu tutulamaz. Bu e-postanın virüs içermemesi için alınması gereken tedbirler alınmıştır. İşbu e-posta ve eklerinin kullanımdan kaynaklı zarar veya kayıplardan sorumlu olmadığımız için kullanmadan önce virüs kontrol programlarınızı uygulamanızı tavsiye ederiz.