

Türk Hava Yolları (THYAO.IS)

ÖNERİ: "TUT"

01.05.2006

2003 yılının son çeyreğinde, iç hat uçuşlarında özel şirketlere yönelik kısıtlamaların kaldırılması ile birlikte Türk Hava Yolları'nın yurt içinde tekel konumunun sona ermesi, Türk havayolu taşımacılığında yeni bir gelişim ve rekabet dönemini başlatmıştır.

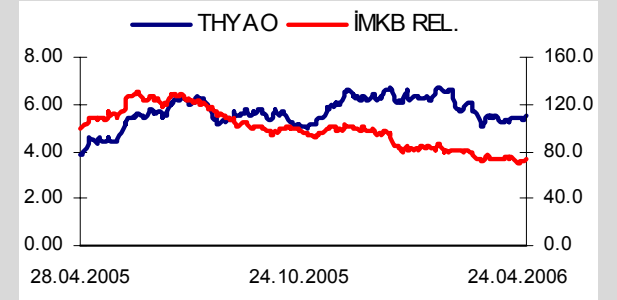
- THY'nin gerek İNA ve gerekse de çarpanlara göre hedef piyasa değerinin, cari piyasa değerine göre ucuz olduğunu düşünüyoruz.
- Bundan önceki halka arzı gözönüne aldığımızda halka arz sırasında uygulanabilecek iskonto oranlarının hisse fiyatı üzerinde baskı oluşturduğunu, dolayısıyla da hisseye alım için halka arzın beklenilmesini öneriyoruz.
- Son dönemlerde yurt dışında yeni uçuş noktaları açan şirketin, filosuna yeni uçaklar eklemesiyle artacak yolcu kapasitesinin, net satış gelirlerine olumlu katkı yapmasını bekliyoruz. Şirketin 2006 yılında net satış gelirlerinin 2,5 milyar dolar seviyesinde olacağını tahmin ediyoruz.
- THY'nin artan net satış rakamlarına rağmen akaryakıt fiyatlarındaki aşırı yükselişler ve YTL'nin ortalama olarak değer kazanması marjlarının daralmasına neden oluyor.

Hisse Bilgisi

Reuters Kodu	THYAO.IS
Halka Açıklık	24.82%
Tarih	28.04.2006
Piyasa Değeri	1.269 mn YTL / 962 mn \$
Hedef PD	1,717 mn YTL / 1.302 mn \$
Hisse Fiyatı	7.25 YTL / 5.5 \$
Hedef Hisse Fiyatı	9.80 YTL / 7.4 \$
Prim Potansiyeli	35%

Hisse Performans

	Hisse	İMKB Rel.
1 Ay	7%	2%
6 Ay	7%	-24%
YBG	-14%	-22%



UYARI NOTU: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. 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.

Hisse Bilgisi

Piyasa Çarpanları	2004	2005	2006T	2007T	Marjlar, %	2004	2005	2006T	2007T
F/K	12.02	9.18	9.43	8.36	Brüt Kar	27%	23%	21%	20%
Fiyat/Satış	0.46	0.43	0.38	0.34	EFK	5%	3%	3%	3%
FD/Satış	0.79	0.74	0.65	0.59	FAVÖK	16%	13%	12%	11%
PD/FAVÖK	2.91	3.29	3.14	2.96	Net Kar	4%	5%	5%	5%

Kaynak: Şirket Mali tabloları, Şeker Yatırım Araştırma Bölümü

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

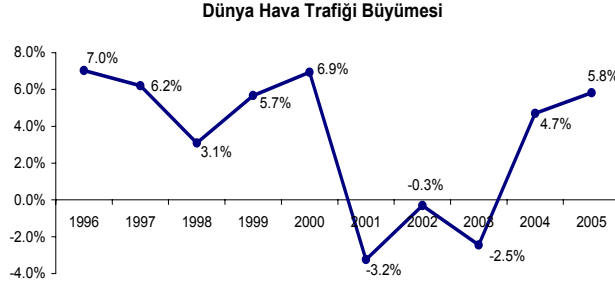
Fulya Mahallesi Şenol Sok. No:13/3 Gayrettepe - İstanbul

Tel: 0212 213 43 70, Pbx Fax: 0212 213 43 90, arge@sekeryatirim.com

Havayolları sektörü 2004 yılından sonra büyüme trendine girdi...

Havayolu sektörü politik ve finansal krizlerle dönem dönem kesintiye uğramasına rağmen ekonomik büyüme, liberalizasyon, küreselleşme, uluslararası ticaretin gelişmesi, fiyatların düşüşü ve hizmet ağlarının genişlemesi ile birlikte uzun vadede büyümesini sürdürmüştür. Sektörde en önemli dönüm noktası ise 11 Eylül 2001 yılında ABD'de yaşanan terörist saldırısı olmuştur. Bu saldırı sonrası sektör büyük bir yara alırken, dünyada önemli havayolu şirketlerinin iflaslarına da neden olmuştur

11 Eylül 2001 terör saldırıları, Dünya Havayolu Taşımacılığı için dönüm noktası olmuştur...



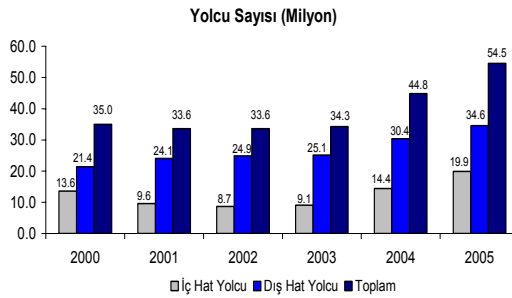
Kaynak: International Air Transport Association

Bu saldırıların ardından 2002 yılında yaralarını sarmaya çalışan sektör, 2003 yılında ise yeni bir yara daha almıştır. Körfez Savaşı ve Uzakdoğu Asya'da ortaya çıkan SARS krizinin yarattığı olumsuzluklar sektörü tekrar büyük zararlara uğratarken, SARS'ın kontrol altına alınması ve Irak Savaşı'nın da beklenilenden daha kısa sürmesi zararları bir miktar da olsa azaltmıştır. Sektör 2004 yılından sonra ise büyüme trendine girmiştir.

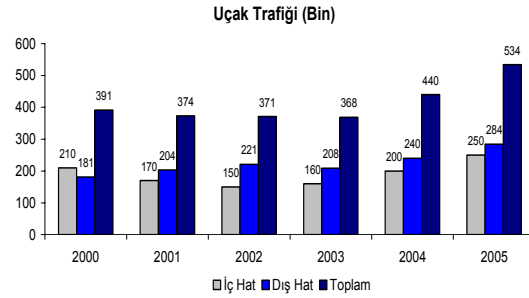
2003 yılının son çeyreğinden itibaren Türk Havayolları sektörü yeni bir döneme girdi...

Yurt içi pazarda liberalizasyon, THY'nin iç hatlardaki tekeli kaldırdı...

2003 yılının son çeyreğinde, iç hat uçuşlarında özel şirketlere yönelik kısıtlamaların kaldırılması ile birlikte Türk Hava Yolları'nın yurt içinde tekel konumunun sona ermesi, Türk havayolu taşımacılığında yeni bir gelişim ve rekabet dönemini başlatmıştır. Özel hava yolları şirketlerinin yetki belgelerini alarak yurt içinde seferlerini çoğaltması, iç hat yolcu sayısını belirgin bir şekilde artırmıştır. Diğer yandan ekonomideki son yıllardaki olumlu performansın sürmesi, Türkiye'ye gelen tursit sayısındaki artış ve 2004 yılında bilet fiyatları üzerindeki vergi yükünün hafifletilmesi sonrası özel hava yolları şirketlerinin bilet fiyatlarını ucuzlatması da yolcu sayısındaki artışta etkili olmuştur.



Kaynak: THY



2005 yılında toplam yolcu sayısı 55 milyon seviyesine yükseldi...

Bunun sonrasında 2002 yılında 8,7 milyon kişi olan iç hat yolcu sayısı 2005 yılında yaklaşık 20 milyon kişiye ulaşmıştır. 2004 yılına göre ise iç hat yolcu sayısındaki artış %38 olmuştur. Dış hat yolcu sayısı ise trendini korumuş ve 2005 yılında 35 milyon seviyesine ulaşmıştır. Uçak trafiği ise 2005 yılında iç hatlarda yaklaşık 250 bin, dış hatlarda ise 280 bin olmak üzere 534 bin uçak ile bugüne kadar ki en yüksek rakama ulaşmıştır. 2005 yılında toplam yolcu sayısı 2004 yılına göre %22 artmış ve 55 milyon seviyesine yükselmiştir.

Türk Havayolu sektörü 204'ü yolcu uçağı, 24'ü kargo uçağı olmak üzere toplam 228'e ulaştı...

Sektöre Ait Bilgiler

	Yolcu Uçak Sayısı	Kargo Uçak Sayısı	Yolcu Kapasitesi	Top. Kargo Kap. (Bin Ton)
Türk Hava Yolları	85	1	14,419	38
ACT Havayolları -Kargo	-	2	-	87
Atlas Jet	19	-	3,216	-
Corendon	2	-	296	-
Fly Air	8	-	1,905	-
Freebird	3	-	540	-
Inter Ekspres	2	-	303	-
Kıbrıs Türk Hava Yolları	7	-	1,414	-
Kuzu Air -Cargo	-	5	-	219
MNG	13	16	2,447	400
Onur Air	28	-	6,405	-
Pegasus	14	-	2,608	-
Saga	3	-	703	-
SKY	7	-	1,201	-
Sun Express	10	-	1,917	-
World Focus	3	-	495	-
Toplam	204	24	37,869	744

Kaynak: Sivil Havacılık, TÖSHİD, THY

Türkiye Havayolu sektörü 2006 Mart ayı itibariyle 204'ü yolcu uçağı ve 24 adeti kargo uçağı olmak üzere toplam 228 uçak sayısına ulaşırken, toplam yolcu kapasitesi de 38 bin seviyesine ulaşmıştır.. Pazardaki son dönemlerde yaşanan hareketlilik sonrasında Türkiye'de yolcu uçak sayısının orta vade de 300'e ulaşması beklenmektedir. Son yıllarda büyüme trendine giren Türk havayolları sektörünün, Türkiye'nin coğrafi konumu, bölgelerarası ticaretin gelişmesi ve turizmde yaşanan gelişmeleri göz önüne aldığımızda önümüzdeki dönemlerde de büyümesini sürdüreceğini düşünüyoruz.

THY, sektöründe lider konumunu sürdürmektedir...

THY, Nisan 2006 itibariyle 47 adet Boeing, bir adeti kargo uçağı olmak üzere 37 adet Airbus ve 2 adet RJ olmak üzere toplam 86 adet uçak ile hizmet vermektedir. Filodaki uçakların ortalama günlük uçuş saati 10.17 saat seviyesinde bulunan THY'nin toplam personel sayısı da 11.121 seviyesinde bulunmaktadır.

THY, 47 adet Boeing, 37 adet Airbus ve 2 adet RJ olmak üzere toplam 86 adet uçak ile hizmet veriyor...

Uçak Tipi	Adet	THY'ye Ait	Finansal Leasing	Operasyonel Leasing
Airbus 310-304 Cargo	1			1
Airbus 310-300	6	5		1
Airbus 320	14			14
Airbus 321	7			7
Airbus 330	2		2	
Airbus 340-300	7	7		
Boeing 737-400	17			17
Boeing 737-800	30		26	4
RJ-100	2			2
Toplam	86	12	28	46

Kaynak:THY

THY'nin, filosunda yer alan uçaklarından 12 adeti kendi mülkiyetinde bulunurken, 46 adet uçağı ise operasyonel leasing ile kiralanmıştır. THY, 86 adet uçağın 28 adetini finansal leasing yoluyla kiralarken, uçakların kira bitim tarihinde bu uçakları da kendi mülkiyetine geçirecektir. Diğer yandan, şirket yolcu taşımacılığı yanı sıra kargo taşımacılığında ek taleplerin gelmesi halinde uçak kiralama yöntemine de gitmektedir.

Halen 14.584 koltuk kapasitesine sahip olan THY, 2006 yılı sonunda bunu 17.528 adete yükseltmeyi planlıyor ...

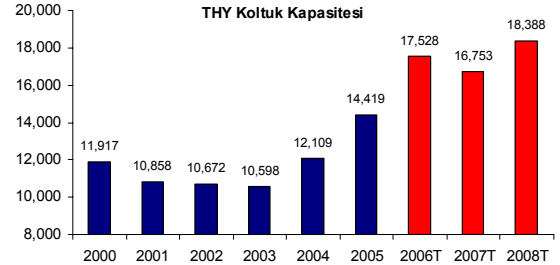
Uçak filosunu genişletmek için 2004 yılında Airbus ve Boeing ile toplam 59 uçaklık bir anlaşma yapan THY, 2005 yılı sonunda birer adet Boeing 737-800, Airbus A-330 ve Airbus A-320 olmak üzere üç uçağı bünyesine katmıştır. 2008 yılına kadar toplam 56 uçağı bünyesine katacak olan THY'nin bu durum kapasitesine de olumlu yansımaktadır. 2005 yılında filosuna kattığı yeni uçaklar sonrasında 2004 yılında 12.109 adet olan koltuk kapasitesini 2005 sonunda %19 artırarak 14.419 adet seviyesine yükselten THY (Şubat ayı sonu itibariyle koltuk kapasitesi 14.584 seviyesindedir), 2006 yılı sonunda bunu 17.528 adete, sipariş ettiği tüm uçakların filosuna katılması sonrasında ise koltuk kapasitesini 2008 yılı sonunda 18.388 adete yükseltmeyi planlamaktadır. Ayrıca THY, 8 yaş olan ortalama uçak yaşını yeni uçaklar sonrasında 5'e düşürmeyi öngörmektedir.

THY filosuna katılacak uçaklar

TİP	2005*	2006	2007	2008	TOPLAM
B 737-800	2	13		8	23
A 320-200	2	4	7	6	19
A 321-200	-	2	5	5	12
A 330-200	2	3			5
TOPLAM	6	22	12	19	59

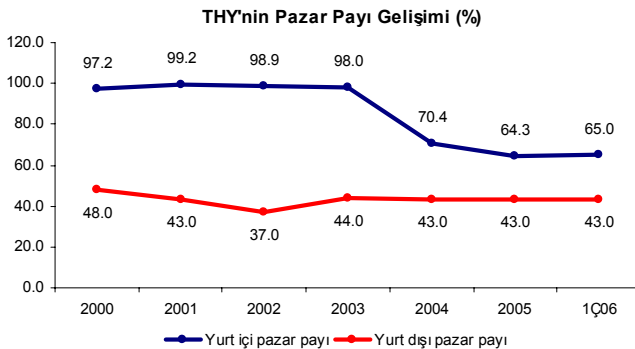
* THY 2005 yılında 3 uçak teslim almıştır.

Kaynak: THY



Metal aşınması yüzünden büyük sıkıntı yaşadığı küçük tip uçak olan RJ tipi uçakların büyük bir kısmını iade ederek bu tip uçak sayısını 2006 Mart ayı itibariyle 2'ye düşüren THY, halen daha çok Doğu ve Güneydoğu Anadolu Bölgesi'ne gerçekleştirilen seferlerde kullandığı bu iki uçağı da 2006 ortasına kadar iade etmeyi planlamaktadır. Şirket bu uçakların iade edilmesi sonrasında ortaya çıkacak ek talepleri ise kiralayacağı yeni uçaklar ile karşılamayı amaçlamaktadır.

Şirketin yurt içi pazar payı %65, yurt dışı pazar payı ise %43 seviyesinde...



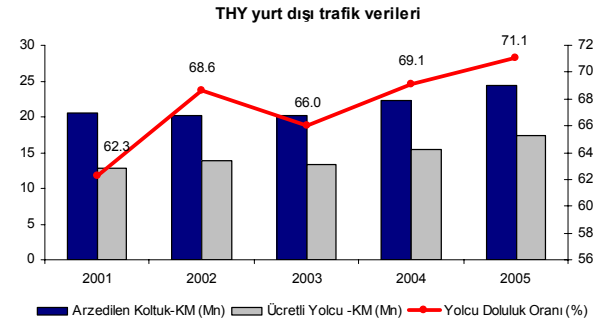
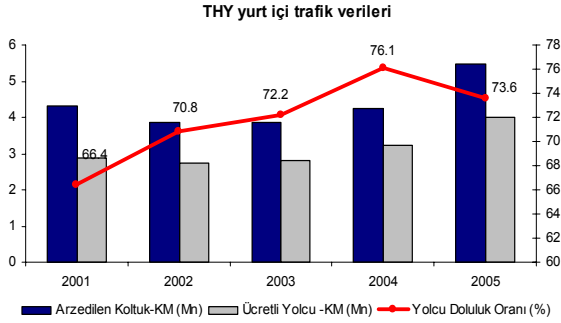
1Q06 itibariyle THY'nin yurt içi pazar payı %65, yurt dışı pazar payı ise %43 seviyesinde bulunmaktadır. Yurt dışı pazar payı genelde %43-44 seviyesinde yatay bir trend izleyen THY'nin, yurt içi pazar payı ise 2003 yılında iç hatlardaki liberizasyon sonrasında %98 seviyelerinden, %64 seviyelerine kadar geri çekilmiştir.

THY, düşük maliyetli yeni bir uçak modeli planlıyor...

B737-400 uçaklarının modifikasyonu ile yeni bir alt model oluşturma kararı alan şirket, bu uçakları belli hatlar için, daha düşük maliyetli uçacak şekilde 2006 yılı içinde faaliyete geçirmeyi planlamaktadır. Şirket burada son dönemlerde düşük ücret politikası ile yolcu taşımacılığı yapan özel sektör şirketlerine kaptırdığı yurt içi pazar payını tekrar kazanmayı hedeflemektedir.

Şirket bu yıl içinde 8 yeni uçuş noktası açacak...

Halen 28'i iç hatlar ve 103'ü dış hatlar olmak üzere toplam 131 noktaya tarifeli uçuş gerçekleştiren şirket, artan rekabet sonrasında 2006 yılı içinde 8 tane daha yeni uçuş noktası açmayı planlamaktadır. 2005 yılında yeni tarifeli seferler sonrası yurt içine 36 milyon km ve yurt dışına da 133 milyon km olmak üzere toplam 169 milyon km uçuş gerçekleştiren şirket, 2005 yılında toplam sefer sayısını 2004 yılına göre %19 artırarak 127 bin adete yükseltmiştir.



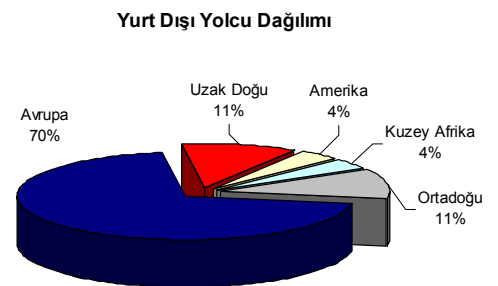
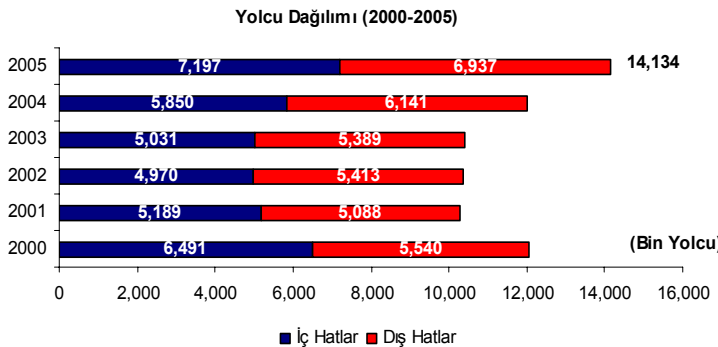
THY'nin yurtiçi doluluk oranı %73.6, yurt dışı doluluk oranı ise %71.1 seviyesinde bulunuyor..

Diğer yandan, THY'nin yukarıdaki grafiklerde görüleceği üzere trafik verilerini inceleyecek olursak, yurt dışı uçuşlarda THY'nin doluluk oranlarının artmasına karşılık, yurt içi doluluk oranlarının azaldığı görülmektedir. Buna göre THY'nin yurt dışı seferlerinde 2005 yılında Arzedilen koltuk-KM sayısı (AKK: 1 Km uçuşlarda boş veya dolu koltuk sayısı) 22,4 milyon olurken, Ücretli Yolcu-KM sayısı ise (ÜYK: 1 Km uçuşlarda ücretli yolcu sayısı) 17,3 milyon olarak gerçekleşmiş ve böylece THY'nin yurt dışı doluluk oranı ise %71.1 seviyesinde gerçekleşmiştir. Ancak THY'nin yurt içi sefer sayısını artırması ve 2004 yılına göre daha fazla AKK rakamı kaydetmesine karşılık ÜYK rakamları aynı oranda artmamış, dolayısıyla da 2005 yılında THY'nin yurt içi yolcu taşımacılığında doluluk oranları 2004'teki %76.1 seviyesinden %73.6 seviyesine gerilemiştir. Burada, özellikle 2005 yılında özel sektör hava yollarındaki şirketlerin sayısındaki artış ve buna bağlı olarak düşük maliyetli havayollarından kaynaklanan rekabet, THY'nin iç hatlardaki yolcu doluluk oranlarındaki düşüşün en büyük nedeni olmuştur. THY'nin yurt içi seferlerde daha düşük maliyetli uçacak şekilde B737-400 uçaklarının modifikasyonunu tamamlayıp 2006 yılı içinde faaliyete geçirmesi halinde bu iç hat yolcu doluluk oranlarının tekrar yükselebileceğini, aksi halde ise düşmeye devam edeceğini öngörüyoruz. Genel olarak THY'nin yolcu doluluk oranları ise özellikle yurt dışı seferlerdeki yolcu sayısındaki artışın da etkisiyle 2004 yılındaki %70.2 seviyesinden YS05'te %71.5 seviyesine yükselmiştir.

THY, 2005 yılında 14.1 milyon yolcu taşıdı...

Taşıdığı toplam yolcunun %51'ni iç hatlara taşıyor...

2005 yılında yolcu sayısını 2004 yılına göre %18 artıran THY, toplam yolcu sayısını 14.1 milyon kişiye yükseltmiştir. THY bu 14.1 milyon yolcunun 7.1 milyonunu iç hatlarda taşıırken, 6.5 milyon yolcu dış hatlarda, 284 bin yolcu umre seferlerinde, 218 bin yolcu charter (özel kira) seferlerinde taşımıştır. 2005 yılında yurt içi hatlarda kapasitesini %24 artıran THY, iç hat yolcu sayısını 2004 yılına göre %23 artırırken, yurt dışı yolcu kapasitesini ise %24 artırarak yolcu sayısını %13 artırmıştır.



Kaynak: THY

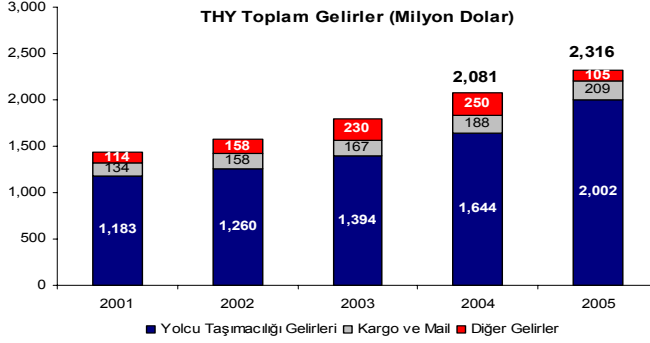
1Ç06'da yolcu sayısını %7 artırdı...

THY, yurt dışına gerçekleştirdiği seferlerde yolcuların %70'ini Avrupa'ya taşıırken, yurt dışı toplam yolcularının %11'lik kısmını ise Ortadoğu ve Uzakdoğu'ya taşımıştır. 2006 yılının ilk çeyreği itibariyle yolcu sayısını geçen yılın aynı dönemine göre %7 artırarak yaklaşık olarak 3,2 milyon seviyesine yükselten THY, mevcut koşullara da bağlı olarak yolcu sayısını 2006 yılı sonunda 18 milyon seviyesi üzerine çıkarmayı amaçlamaktadır.

2005 yılında 2,3 milyar dolar net satış geliri kaydetti...

THY, gelirlerini i) yolcu taşımacılığı gelirleri, ii) kargo ve mail taşıma gelirleri ve iii) teknik bakım hizmetleri, Charter, kira gibi diğer gelirler olmak üzere üç yoldan sağlamaktadır. Şirket 2005 yılında toplam gelirlerinin %86'lık kısmını yolcu taşımacılığından %9'luk kısmını ise kargo ve mail taşımacılığından sağladığı gelirlerden elde etmiş ve 2005 yılında toplam gelirlerini 2004 yılına göre %11 artırarak 2.3 milyar dolar seviyesi üzerine yükseltmiştir.

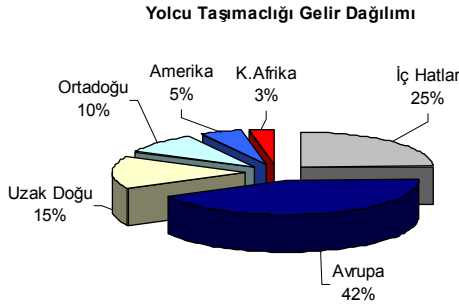
2005 yılında toplam gelirlerinin %86'lık kısmını yolcu taşıma gelirlerinden elde etmiştir...



THY'nin yolcu taşımacılığından sağladığı gelirleri 2004 yılına göre %9 artırarak 2 milyar dolar seviyesine çıkarması, toplam gelirlerinin artmasına büyük katkı sağlamıştır. 2005 sonu itibariyle artan koltuk kapasitesi ve yolcu sayısındaki artış ile birlikte 2004 yılında %70.2 seviyesinde bulunan genel doluluk oranlarını 2005 sonu itibariyle %71.5 seviyelerine yükselten THY'nin bu durum net satış gelirlerine olumlu yansımıştır.

THY, 2005 yılında yolcu taşımacılığı gelirlerinin %75'lik kısmını yurt dışı hatlardan sağladığı gelirlerden elde etmiştir. Diğer yandan sektördeki artan rekabet ile birlikte 2004 yılında 5,85 milyon seviyesinde bulunan iç hat yolcu sayısını 7.2 milyon adete yükselten THY, iç hatlardan elde ettiği gelirlerini YS04'e göre %20 artırarak 500 milyon dolar seviyesine yükseltmiş ve böylece YS04'te toplam yolcu taşımacılığı gelirleri içinde %23.5 seviyelerinde bulunan iç hatlardan sağladığı gelir oranını %25 seviyesine yükseltmiştir.

THY, yolcu taşımacılığı gelirlerinin %42'sini Avrupa'ya yapmış olduğu seferlerden kazanıyor...



Kaynak: THY

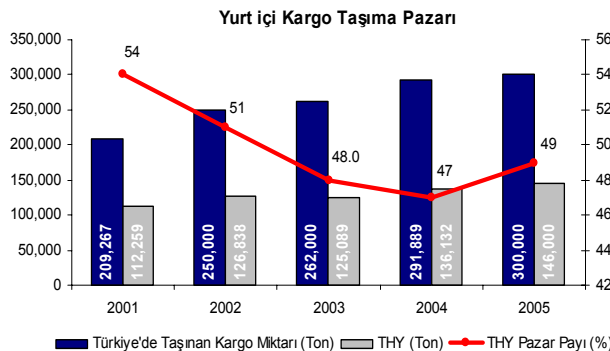
THY'nin, yurt dışına gerçekleştirmiş olduğu seferler içinde Avrupa'ya düzenlediklerinden elde etmiş olduğu toplam gelir, toplam yolcu taşımacılığından elde etmiş olduğu gelirlerinin %42'si ile en büyük payını oluşturmaktadır. Şirket, 2005 yılında Avrupa'ya düzenlemiş olduğu seferlerden 854 milyon dolar, Ortadoğu'dan 198 milyon dolar, Kuzey Afrika'dan 55 milyon dolar, Kuzey Amerika'dan 95 milyon dolar ve Uzakdoğu'dan ise 301 milyon dolar gelir elde etmiştir.

Satışlar dövizdeki hareketlilikten etkileniyor...

THY, elde etmiş olduğu gelirlerinin %84'lük bölümünü ağırlıklı Euro olmak üzere dövizde endeksli olarak kaydetmektedir. Dolayısıyla dövizdeki hareketlilik şirketin net satış gelirlerini direk olarak etkileyebilmektedir.

THY, uçak seferleri dışında diğer bir faaliyet alanı olan kargo taşımacılığında YS05 itibariyle iç hatta toplam pazarda %49 ile lider konumunda bulunmaktadır. Yıllık 38 bin ton kapasiteye sahip bir adet kargo uçağı bulunan THY, taşıdığı kargonun büyük bir çoğunluğunu yolcu uçakları ile gerçekleştirmektedir.

Kargo taşıma pazar payı %49 seviyesinde bulunuyor...



Kargo taşımacılığının %21'ini yurt içine, %79'unu ise yurt dışına gerçekleştiren THY, 2005 yılında taşıdığı kargo ve posta miktarını 2004 yılına göre %7'lik artışla 145 bin ton seviyesine yükseltmiştir. Taşıdığı kargo miktarının 140.5 bin tonunu kargo olarak taşıyan şirket, geri kalan kısmını ise posta olarak taşımıştır. Kargo taşımacılığında 2005 yılını %65 genel doluluk oranı ile kapatan THY, yıllık 300 bin ton seviyesinde bulunan yurtiçi kargo taşımacılığında pazar payını 2005 yılında %49 seviyesine çıkarmıştır.

Kargo taşıma gelirleri 209 mn dolar seviyesinde...

THY, artan kargo miktarına bağlı olarak kargo gelirlerini 2004 yılına göre dolar bazında %11 artırarak 209 milyon dolar seviyesine çıkarmıştır. Önümüzdeki dönemde 3 adet kargo uçağı almayı planlayan şirket, artan kargo kapasitesine bağlı olarak buradan elde edeceği gelirlerini artırmayı amaçlamaktadır.

THY, gelirlerinin yaklaşık olarak %5-10 arasındaki kısmını ise teknik bakım ve kira gelirlerden sağlamaktadır. Şirket halen Atatürk Havaalanı'nda bulunan iki adet bakım üssü ile kendi uçaklarının bakımları yanında diğer şirketlerin uçaklarının da bakım ve onarım hizmetlerini gerçekleştirmektedir. 2004 yılında özel hava yolu şirketlerinin uçaklarının bakım ve onarım çalışmaları ile teknik ve bakım gelirlerinden yaklaşık olarak 250 milyon dolar gelir elde eden THY, 2005 yılında daha çok kendi uçaklarının bakım hizmetlerini gerçekleştirmiş, dolayısıyla da buradan elde ettiği gelirler düşerek 2005 yılında 105 milyon dolar seviyesine gerilemiştir.

THY, HABOM projesi sonrasında gelirlerini artırmayı planlamaktadır...

HABOM projesinin tamamlanması sonrasında buradan 500 mn dolar gelir hedefleniyor...

THY teknik bakım hizmetleri kapsamında halen Yeşilköy havalimanında bulunan bakım merkezi dışında HABOM projesi kapsamında İstanbul Sabiha Gökçen havalimanına da bakım merkezi kurmayı planlamaktadır. HABOM inşaatına 2005 yılı Ocak ayında başlamayı planlayan, ancak inşaata henüz başlayamayan THY, bu projeyi 2006 yılı sonunda başlatmayı amaçlamaktadır. Proje kapsamında 3 yıl içinde yaklaşık olarak 200 milyon dolar tutarında yatırım yapılması planlanmaktadır. Şirket bu bakım merkezinde yıllık 350 uçak bakımı ile 200 motor bakımı yapmayı amaçlarken, 2011 yılında buradan 500 milyon dolar seviyesinde gelir elde etmeyi hedeflemektedir. THY'nin bu projesinin tamamlanması halinde şirketin gelirlerini ve karlılığını olumlu etkileyebileceğini düşünüyoruz.

2006 yılında toplam yatırım tutarı 803 mn dolar...

Diğer yandan THY, HABOM projesi yatırımları hariç 2006 yılında toplam 803 milyon dolar, 2007 yılında ise 683 milyon dolar tutarında yatırım yapmayı planlamaktadır. Şirket, ağırlıklı olarak bu yatırımlarının büyük bir kısmını finansal kiralama ile uçak alımlarında gerçekleştirmeyi hedeflemektedir.

Artan net satış gelirlerine rağmen marjlarında gerileme görülmektedir...

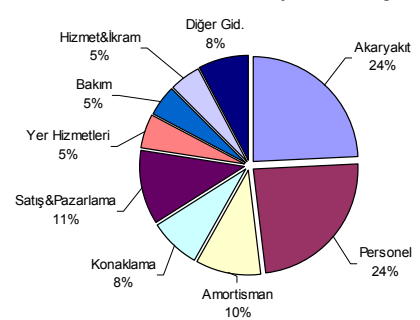
THY'nin artan net satış rakamlarına rağmen marjlarında gerileme görülmektedir. Bunun en büyük nedeni tüm sektörü etkileyen akaryakıt fiyatlarındaki aşırı yükselişler, diğeri ise TL'nin ortalama olarak 2005 yılında değer kazanması olmuştur.

THY'nin Maliyetleri

(Milyon Dolar)	2004	2005	Değ.
Akaryakıt Giderleri	386	544	40.9%
Personel Giderleri	461	536	16.3%
Amortisman Giderleri	224	223	-0.4%
Uçuş Konma, Konaklama Giderleri	179	183	2.2%
Satış ve Pazarlama Giderleri	241	255	5.8%
Yer Hizmetleri Giderleri	121	117	-3.3%
Bakım Giderleri	105	105	0.5%
Yolcu Hizmet ve İkrım Giderleri	96	109	13.4%
Diğer Giderler	163	172	5.9%
Toplam	1,976	2,245	13.6%

Kaynak: THY

THY'nin 2005 Yılı Maliyetlerinin Dağılımı



Akaryakıt fiyatlarındaki yükselişler ve TL'nin değer kazanması marjlarının daralmasına neden oluyor...

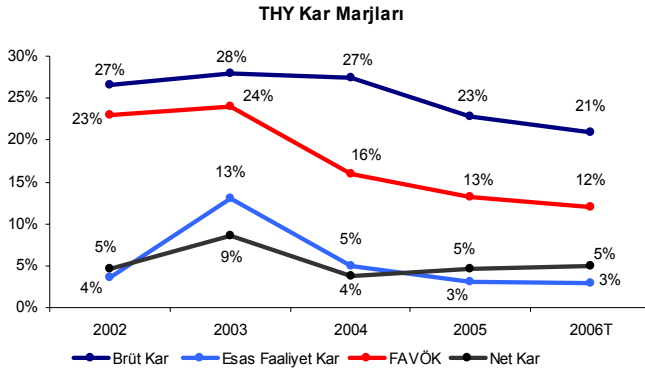
Yukarıdaki tablolardan da görüleceği üzere şirketin akaryakıt ve personel giderleri toplam maliyetlerinin yaklaşık olarak yarısını oluşturmaktadır. Maliyetler içerisinde %24'lük paya sahip olan akaryakıt giderleri petrol fiyatlarındaki yükselişe paralel olarak artış göstermiştir. 2005 yılı içinde petrol fiyatlarında yaşanan arz-talep dengesine ilişkin tedirginlikler, ABD'de başgösteren kasırgalar ve ABD ve İran arasında artan gerginlikler sonrasında petrol fiyatları 2005 yılı içinde 70 dolar seviyesini aşmıştır. Bu durum şirketin akaryakıt giderlerinin 2005 yılı içinde dolar bazında %41 artmasına neden olmuştur. Genelde havayolu şirketleri, akaryakıt riskini minimize etmek için forward ile yakıt alım sözleşmeleri yapmakla birlikte, ayrıca uluslararası vadeli ve opsiyon piyasalarında da hedging işlemleri gerçekleştirebilmektedir. THY ise petrol fiyatlarındaki aşırı oynaklık nedeniyle risk almamakta ve hedging işlemleri uygulamamaktadır. Şirket daha çok petrol fiyatlarındaki artışı uçuş ücretlerine yansıtılabilmektedir. Ancak son dönemlerde havayolu sektöründeki artan rekabet ile birlikte ucuz fiyat politikası akaryakıt giderlerinin fiyatlara yansımalarını etkilemiş, bu durum ise şirketlerin marjları üzerinde baskı oluşturmuştur.

Diğer yandan uçuş filosunu geliştirmeyi planlayan şirkette buna bağlı olarak yeni personel ihtiyacı doğmuştur. Havayolu sektöründe 2001 yılındaki terör saldırıları öncesinde yaklaşık 12.500 olan

personel sayısını terör saldırıları ve SARS krizler sonrasında 10 bin seviyelerine kadar indiren THY, 2004 yılından itibaren yeni personel alımlarına gitmiştir. Şu anda personel sayısını 11.121 seviyesine çıkararak THY, 2005 yılında personel giderlerini dolar bazında 2004 yılına göre %16 artırmış, bu da maliyetlerin artmasına neden olmuştur.

THY, diğer maliyet kalemlerini ise önümüzdeki dönemlerde kontrol altına almayı planlamaktadır. Bilet satışlarının internet ortamında satışını artırmayı amaçlayan şirket, ayrıca ikram ve yer hizmetlerinin ihalesi sonrasında maliyetlerini azaltmayı hedeflemektedir.

2006 yılında marjlarındaki daralmanın sürmesini bekliyoruz...



THY'nin artan maliyet giderleri sonrasında YS04'te %27 olan brüt kar marjı YS05'te %23 seviyesine gerilerken, aynı dönemler içerisinde esas faaliyet kar marjı da %5 seviyesinden %3 seviyesine düşmüştür. 2006 yılı itibariyle halen 70 dolar seviyesi üzerinde seyreden petrol fiyatlarındaki artışın sürmesi halinde bu durumun şirketin kar marjları üzerindeki baskısını sürdüreceğini düşünüyoruz. THY'nin 2006 yılı sonunda brüt kar marjının %21, FAVÖK kar marjının ise %12 seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz.

THY, 2005 yılını 103 milyon dolar kar ile tamamladı...

YS05 itibariyle net finansal kiralama işlemlerinin de eklenmesiyle toplam 683 milyon dolar borcu bulunan THY, finansal kiralama faiz giderleri ve borçlanma kredisi faiz giderlerindeki artış, finansman giderlerini YS04'teki 32 milyon dolar seviyesinden 45 milyon dolar seviyesine çıkartmış, bu durum ise karına olumsuz yansımıştır. Ancak 2005 yılında enflasyon muhasebesinin kaldırılması sonrası YS04'te yazılan 84 milyon dolar net parasal pozisyon zararının YS05'te ortadan kalkması şirketin karına olumlu yansımış bunun sonucunda şirketin karı YS04'e göre dolar bazında %29 artarak 103 milyon dolar seviyesinde gerçekleşmiştir.

Genel Beklentiler – Değerleme...

THY'nin net satış gelirlerinin YS06'da 2.5 milyar dolar olmasını bekliyoruz...

Son yıllarda artan rekabet ile birlikte bu durumun THY'nin yurt içinde pazar payını olumsuz etkilemeyi sürdüreceğini düşünüyoruz. Ancak, son dönemlerde yurt dışında yeni uçuş noktaları açan şirketin, filosuna yeni uçaklar eklemesiyle artacak yolcu kapasitesinin, net satış gelirlerine olumlu katkı yapmasını bekliyoruz. Şirketin 2006 yılında net satış gelirlerinin 2,5 milyar dolar seviyesinde olacağını tahmin ediyoruz. Diğer yandan, Türkiye'nin stratejik coğrafi konumunun küreselleşme ile birlikte artan bölgelerarası ticarete önemli avantajları olacağını bundan da olumlu etkilenecek şirketlerden birisinin THY olacağını düşünüyoruz.

(Mn Dolar)	2004	2005	2006T	2007T
Net Satışlar	2,081	2,316	2,550	2,817
Esas Faaliyet Karı	106	70	77	90
FAVÖK	330	292	306	325
Net Kar	80	103	102	115

Kaynak: Şeker Yatırım

Ancak, artan net satış gelirlerine rağmen, son yıllarda artan petrol fiyatlarına bağlı olarak yakıt giderlerindeki artışın sürmesi ve bunun da fiyatlara yansıtılmaması halinde şirketin marjlarındaki gerilemenin şirketin karlılığını olumsuz etkileyebileceğini öngörüyoruz.

Terörizm ve jeopolitik riskler şirketin satışlarına olumsuz yansiyabilir...

Ayrıca ABD-İran gerginliğinin artması, olası bir savaş durumunda ve devamında ortaya çıkacak belirsizlikler, bölgede ve dünyanın diğer yerlerinde meydana gelebilecek terörist saldırıların bölgeye çok yakın olan Türkiye'nin hava trafiğini olumsuz etkileyebileceği unutulmamalıdır. Buna ek olarak, 2006 yılına turizm sektörü açısından pek olumlu başlayamayan Türkiye'nin bu durumunun sürmesinin de havayolu şirketlerinin karlılıklarına olumsuz yansımaları olmaktadır.

THY, **Sun Express'in** Lufthansa ile birlikte %50 iştiraki konumunda bulunmaktadır.

Almanya ile Antalya arasında tarifeli uçuşlar gerçekleştiren Sun Express, 2005 yılından itibaren İzmir'den Türkiye'nin belli yerlerine de uçuş seferleri düzenlemeye başlamıştır.

Sun Express	2005
Net Satış Gelirleri (Milyon Dolar)	241
Net Kar (Milyon Dolar)	16
Uçak Sayısı	10
Koltuk Kapasitesi	1.917
Doluluk Oranı	81%

Kaynak: Sun Express, THY

Piyasa çarpanlarına göre 0.44x PD/Satışlar çarpanı ile Sun Express'in piyasa değerini 105 milyon dolar seviyesinde hesaplamaktayız. Dolayısıyla Sun Express'in THY'ye katkısının yaklaşık 52 milyon dolar seviyesinde tahmin ediyoruz.

Türk Hava Yolları

THY, ayrıca Uçak Servisi A.Ş.'nin %3 iştirakidir. Uçak Servisi A.Ş.'nin piyasa değerine göre THY'ye katkısının da 5,7 milyon dolar seviyesinde olacağını hesaplıyoruz Buna göre:

İNA analizine göre THY için hedef piyasa değerini 1,3 milyar dolar seviyesinde hesaplıyoruz...

Değerleme	YTL	(Milyon Dolar)
SNA Bugünkü Değeri	2,113,240,170	1,585
Terminal Değer	269,822,397	202
Terminal Değerin BD	241,847,441	181
Operasyonel Değer	2,355,087,611	1,766
Net Nakit	-915,816,350	-687
Borcun Vergi Kalkanı	219,795,924	165
Sun Express		52
Uçak Servisi A.Ş.		6
Hedef Firma Değeri	1,659,067,185	1,302
Piyasa Değeri	1,268,750,000	962
Prim Potansiyeli		35.33%

Türk Hava Yolları için %11.5 sermaye maliyeti ve %3 sonsuz büyüme oranı ile İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemine göre gerçekleştirdiğimiz değerlendirme sonucunda, şirket için 1.3 milyar dolar seviyesinde hedef değer hesaplıyoruz. Cari piyasa değeri 962 milyon dolar seviyesinde bulunan THY için bulduğumuz bu değer %35 prim potansiyeli taşıdığı anlamına gelmektedir.

THY, diğer hava yolu şirketlerinin çarpanlarına göre prim potansiyeli taşıyor...

(Milyon Dolar)	Lufthansa (2005)	Iberia (2005)	Air France-KLM (2004)	British Airways (2004)	EasyJet (2004)	THY
Net Satış Gelirleri	21,405	6,639	25,864	15,780	2,709	2316
Esas Faaliyet Karı	684	448	724	1,091	133	70
Net Kar	537	469	1,044	838	119	103
*FAVÖK-L	4,274	829	5,377	3,244	418	399

* (Amortisman, faiz, vergi ve leasing giderleri öncesi kar)

Kaynak: Şirket Mali Tabloları

Alman Havayolları şirketi olan Lufthansa, İspanyol hava yolu şirketi Iberia Havayolları, Air-France, British Airways ve İngiliz şirketi olan Easy Jet'in mali sonuçlarını ve piyasa çarpanlarını gözönüne alarak değerlendirme yaptığımızda, THY'nin piyasa çarpanlarına göre oldukça prim potansiyeli taşıdığı görülmektedir.

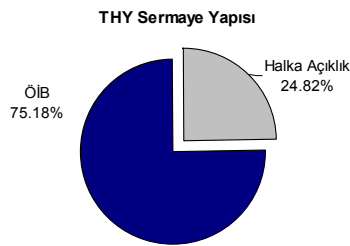
	Lufthansa	Iberia	Air France	British Airways	EasyJet	Ortalama	THY PD (Mn Dolar)	Prim Pot.
Piy. Değ. (Mn Dolar)	10,857	3,479	8,002	8,990	2,962	-	962	
F/K	20.23	7.41	7.67	10.73	24.83	14.17	1,460	52%
PD/Satışlar	0.51	0.52	0.31	0.57	1.09	0.60	1,391	45%
PD/FAVÖK-L	2.54	4.19	1.49	2.77	7.09	3.62	1,443	50%

Kaynak: Şeker Yatırım, Bloomberg

THY'nin, cari piyasa değerlerine göre, ortalama 14.17x F/K oranına göre hedef piyasa değeri 1.46 milyar dolar ile %52, 0.6x PD/Satış oranına göre 1.39 milyar dolar ile %45 ve 3.62x PD/FAVÖK-L oranına göre 1.44 milyar dolar ile %50 prim potansiyeli taşıdığını hesaplamaktayız.

THY'nin halk arzının hisse fiyatı üzerinde baskı yaratacağını düşünüyoruz...

THY'de halka arz süreci başladı...



En son yapılan halka arz da uygulanan iskontolar hisse üzerinde baskı yarattı...

En son olarak THY'nin ikincil halk arzı Aralık 2004 yılında gerçekleşmiş ve ek satış hakkı ile birlikte %23'lük pay halka arz edilmiştir. Bu halka arzda şirketin fiyatı son iş gününden geriye doğru 10 iş günü boyunca oluşmuş ağırlıklı ortalama fiyat alınarak tespit edilirken, halka arzda ise hisse fiyatına piyasa fiyatına oranla %15 oranında bir iskonto uygulanmış ve halka arz 6.98 YTL fiyat üzerinden gerçekleşmiştir. Halka arzda uygulanan iskontolar da hisse fiyatı üzerinde ise bir baskı oluşturmuştur. Ayrıca bu halka arzdan sonra yeni bir halka arz beklentisi de hisse üzerinde dalgalanmalar yaratmış ve hisse ikinci halka arzdan bu yana, İMKB'nin relatif olarak %45 altında kalmıştır.

THY'ya yeni alım yapılması için halka arzın beklenilmesini öneriyoruz...

Diğer yandan THY, yabancı ortaklık görüşmelerini de sürdürmektedir. Halka arzdan önce yapılacak bir ortaklık anlaşmasının şirkete yönelik beklentileri artırabileceğini düşünüyoruz. Sonuç olarak, yaptığımız değerlendirmeler neticesinde THY'nin gerek İNA ve gerekse de çarpanlara göre hedef piyasa değerinin ucuz olduğunu düşünüyoruz. Ancak bundan önceki halka arzı gözönüne aldığımızda uygulanabilecek iskonto oranlarının hisse fiyatı üzerinde baskı oluşturabileceğini dolayısıyla da hisseye alım için halka arzın beklenilmesini öneriyoruz.

Ek.1 – THY'nin Bilançoları

(YTL)	31.12.2005	31.12.2004
VARLIKLAR		
Cari / Dönen Varlıklar	825,922,684	677,317,067
Hazır Değerler	482,910,555	365,637,483
Menkul Kıymetler (net)	0	0
Ticari Alacaklar (net)	191,596,806	158,585,050
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	970,701	812,921
Diğer Alacaklar (net)	6,567,690	2,989,387
Stoklar (net)	84,255,279	64,513,843
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	59,621,653	84,778,383
Cari Olmayan / Duran Varlıklar	2,688,869,983	2,270,835,407
Ticari Alacaklar (net)	0	0
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	0	0
Diğer Alacaklar (net)	1,901,488	1,921,124
Finansal Varlıklar (net)	37,406,378	42,636,073
Maddi Varlıklar (net)	2,631,113,979	2,206,147,116
Maddi Olmayan Varlıklar (net)	6,154,133	7,463,579
Diğer Cari Olmayan/Duran Varlıklar	12,294,005	12,667,515
TOPLAM VARLIKLAR	3,514,792,667	2,948,152,474
(YTL)	31.12.2005	31.12.2004
YÜKÜMLÜLÜKLER		
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,198,903,059	721,872,724
Finansal Boçlar (net)	362,903,225	0
Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları (net)	0	0
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	179,092,821	202,712,254
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	332,636	281,244
Ticari Borçlar (net)	255,994,916	190,770,953
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	8,022,859	6,508,221
Alınan Avanslar	52,397,414	34,452,683
Borç Karşılıkları	27,543,644	25,222,977
Diğer Yükümlülükler (net)	312,615,544	261,924,392
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,067,548,015	1,116,165,994
Finansal Borçlar (net)	0	0
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	856,730,859	957,728,732
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0
Ticari Borçlar (net)	7,124,267	8,556,817
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	0	0
Borç Karşılıkları	113,641,242	99,777,377
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	90,051,647	46,484,742
Diğer Yükümlülükler (net)	0	3,618,326
ANA ORTAKLIK DIŞI PAYLAR	0	0
ÖZSERMAYE	1,248,341,593	1,110,113,756
Sermaye	175,000,000	175,000,000
Karşılıklı İştirak Sermaye Düzeltmesi	0	0
Sermaye Yedekleri	1,872,838,374	1,872,838,374
Hisse Senetleri İhraç Primleri	181,185	181,185
Yeniden Değerleme Fonu	0	0
Finansal Varlıklar Değer Artış Fonu	0	0
Öz Sermaye Enflasyon Düzeltmesi Farkları	1,872,657,189	1,872,657,189
Kar Yedekleri	8,223,909	8,223,909
Yasal Yedekler	417,011	417,011
Olağanüstü Yedekler	7,806,889	7,806,889
Özel Yedekler	9	9
Net Dönem Karı/Zararı	138,227,837	107,058,441
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	(945,948,527)	(1,053,006,968)
TOPLAM ÖZ SERMAYE VE YÜKÜMLÜLÜKLER	3,514,792,667	2,948,152,474

Ek.2 – THY'nin Gelir Tablosu

GELİR TABLOSU (YTL)	31.12.2005	31.12.2004
ESAS FAALİYET GELİRLERİ		
Satış Gelirleri (net)	2,953,354,162	2,592,697,139
Satışların Maliyeti (-)	(2,435,869,117)	(2,084,379,054)
Hizmet Gelirleri (net)	0	0
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler / faiz+temettü+kira (net)	153,717,446	200,688,807
BRÜT ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	671,202,491	709,006,892
Faaliyet Giderleri (-)	(577,630,482)	(566,458,446)
NET ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	93,572,009	142,548,446
Diğer Faaliyetlerden Gelir ve Karlar	425,430,333	371,382,815
Diğer Faaliyetlerden Gider ve Zararlar (-)	(277,165,588)	(248,497,343)
Finansman Giderleri (-)	(60,042,012)	(42,347,448)
FAALİYET KARI/ZARARI	181,794,742	223,086,470
Net Parasal Pozisyon Kar/Zararı	0	(113,210,018)
ANA ORTAKLIK DIŞI KAR/ZARAR	0	0
VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR	181,794,742	109,876,452
Vergiler	(43,566,905)	(2,818,011)
NET DÖNEM KARI/ZARARI	138,227,837	107,058,441

UYARI NOTU: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. 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.