

Havacılık Sektörü

Yaza Merhaba!

Türk Hava Yolları, Pegasus, Hitit Bilgisayar ve TAV Havalimanları yatırımcı ilişkileri ile son dönemdeki gelişmeler ve orta-uzun vadeli planlarını görüşmek amacıyla gelenekselleşmiş olan toplantılarımızı gerçekleştirdik.

Bir önceki raporlarımıza paralel şekilde havacılık sektörünü; yolcu sayısı ile paralellik gösteren hava taşımacılığı, yer hizmetleri ve bilişim çözümleri olarak 3 ayrı segmentte inceledik. Hava taşımacılığında öncü olan *Türk Hava Yolları* ve *Pegasus*'un yanı sıra hem yolcu sayılarıyla hem de Pegasus, Türk Hava Yolları ve AnadoluJet'le olan iş birliği nedeniyle *Hitit Bilgisayar*'ı havacılık sektörü içerisinde değerlendirmeye devam ediyoruz. Yer hizmetlerinde ise *TAV Havalimanları*'na yer verdik. Görüşmelerden derlediğimiz ve ön plana çıkan önemli notlar raporumuzun ilerleyen sayfalarında yer almaktadır.

Yüksek turizm sezonu ve yolcu trafiğinin 2023'teki rekor yılı geride bırakabilecek olması nedeniyle havacılık sektörü şirketlerine yönelik tahmin ve 12-aylık hedef fiyatlarımızda değişikliğe gidiyoruz. Buna göre, Türk Hava Yolları (THYAO TI) için 12-aylık hedef fiyatımızı 380,00 TL'den 448,00 TL'ye, Pegasus (PGSUS TI) için 228,74 TL'den 340,00 TL'ye, Hitit Bilgisayar (HTTBT TI) için 108,80 TL'den 121,00 TL'ye ve TAV Havalimanları (TAVHL TI) için ise 167,60 TL'den 425,50 TL'ye yükseltiyor, her dört hisse için de AL şeklindeki önerilerimizi sürdürüyoruz. Hedef fiyatlarımız sırasıyla %45, %46, %78 ve %66 getiri potansiyellerine işaret ediyor.

Hava taşımacılığı

- Türk Hava Yolları**'ni i) yatay büyüme modeli ii) filo kompozisyonu iii) uçuş ağı genişliği iv) bilanço yapısı v) artan kargo taşımacılığı (Turkish Cargo) vi) AnadoluJet büyümesi (düşük maliyetli havayolu taşımacılığı modeli) dolayısıyla beğeniyoruz.
- Pegasus**'u i) düşük maliyetli havayolu taşımacılığına olan ilginin artması ii) artan yolcu sayısı iii) genç filo yapısı ve yakıt tasarrufu sağlayan uçakları iv) artan yan gelirleri v) nakit pozisyonu dolayısıyla beğeniyoruz.

Havacılık seyahat bilişim çözümleri

- Hitit Bilgisayar**'ı i) sürekli gelir modelinde olan SaaS büyümesi ii) ADS büyüme hedefi iii) pandemi döneminde pozitif ayrışması ile gösterdiği direnç iv) hızlı müşteri kazanımı v) ürün gelişmişlik düzeyi vi) güçlü gelir yapısı viii) coğrafi dağılımı viii) dengeli müşteri portföyü dolayısıyla beğeniyoruz.

Yer Hizmetleri

- TAV Havalimanları**'ni i) artan yolcu sayısı ii) çeşitlendirilmiş gelir tabanı iii) coğrafi yaygınlığı iv) artan ticari gelirleri ve v) büyümesini güçlendiren yatırımları dolayısıyla beğeniyoruz.

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu				THYAO
Mevcut Fiyat (TL)				308.00
Hedef Fiyat (TL)				448.00
Getiri Potansiyeli (%)				45%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	203.00			332.00
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)				10,868
Sermaye (mln TL)				1,380
Pazar				Yıldız Pazar
Hisse Performansı				
	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	1%	6%	42%	35%
BIST100 Rölatif Getiri	-4%	-11%	-20%	-7%

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu				PGSUS
Mevcut Fiyat (TL)				232.50
Hedef Fiyat (TL)				340.00
Getiri Potansiyeli (%)				46%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	130.53			239.90
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)				2,375
Sermaye (mln TL)				500
Pazar				Yıldız Pazar
Hisse Performansı				
	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	11%	43%	69%	75%
BIST100 Rölatif Getiri	6%	20%	-4%	20%

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu				HTTBT
Mevcut Fiyat (TL)				68.00
Hedef Fiyat (TL)				121.00
Getiri Potansiyeli (%)				78%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)		42.50		83.00
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)				21
Sermaye (mln TL)				128
Pazar				Yıldız Pazar
Hisse Performansı				
	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	5%	5%	57%	19%
BIST100 Rölatif Getiri	0%	-12%	-11%	-18%

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu				TAVHL
Mevcut Fiyat (TL)				257.00
Hedef Fiyat (TL)				425.50
Getiri Potansiyeli (%)				66%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)		99.95		262.75
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)				708
Sermaye (mln TL)				363
Pazar				Yıldız Pazar
Hisse Performansı				
	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	2%	43%	142%	139%
BIST100 Rölatif Getiri	-3%	20%	37%	65%

Strateji ve Araştırma

DenizbankYatirimHizmetleriGrubuStratejiVeArastirma@denizbank.com

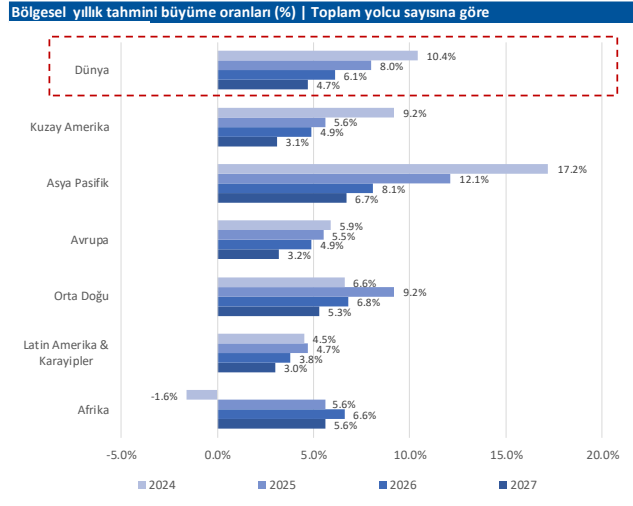
İçerik

Havacılık sektörüne dair son gelişmeler	3
Türk Hava Yolları.....	11
Pegasus.....	20
Hitit Bilgisayar.....	26
AJet projeksiyonumuza detay bakış 2023 verilerine göre	29
Türk Hava Yolları projeksiyonumuza detay bakış 2023 verilerine göre	30
TAV Havalimanları	33
Havacılık sektörü benzer şirket karşılaştırmaları	38
Tarihsel F/K ve FD/FAVÖK çarpanlarına göre prim/iskonto analizi.....	40
Havacılık sektörü net yabancı işlemleri	41
Son 90 güne ait yabancı payı & fiyat grafikleri	42
Hedef fiyat ve öneri geçmişi	43
Yasal Uyarı	45

Havacılık sektörüne dair son gelişmeler

Hatırlayacak olursak, Şubat 2024 tarihinde yayımladığımız [Beklenti Raporumuzda](#), havacılık sektörüne yönelik 2024 yılı beklentilerini detaylı şekilde aktarmıştık. Raporumuzun bu kısmında hem geçmişte paylaştığımız beklentileri hem de son veriler ışığında oluşan yeni beklentileri ve havacılık sektöründeki son gelişmeleri beraber inceleyeceğiz.

- Türkiye, rekor yıl olarak kabul edilen 2019 rakamlarını, 2023 yılında geride bırakırken, birçok ülke henüz 2019 rakamlarına ulaşamamıştı. IATA'nın 2023 yılı Haziran ayında yayımladığı raporda, Afrika ve Asya-Pasifik, Avrupa ve Orta Doğu'nun 2024 yılında, Latin Amerika ve Kuzey Amerika'nın ise 2023 yılında 2019 yolcu trafiği seviyelerine ulaşacağı, küresel anlamda ise 2024 yılında 2019 yolcu trafiği seviyelerine gelineceğine yer verilmişti. O günden bugüne geldiğimizde, Orta Doğu'da yaşanan gerginlikler ve savaş başta olmak üzere, hayatımızda pek çok önemli gelişme yaşandı. IATA'nın 2024 yılı Haziran ayında yayımladığı raporda ise pek önemli bir değişiklik olmadı. IATA, bu raporunda, çoğu bölgenin 2024 yılında 2019 seviyelerinin üzerine ulaşması ve çoğu ülkenin sürekli büyüme döngüsünün içerisinde girmesini beklediğini açıkladı. Asya Pasifik'le bağlantının bu yıl tamamen sağlanması sonucunda, dünyada, toplam yolcu sayısında 2024 yılı için öngörülen artış, yıllık bazda %10,4'e işaret etmekte. Afrika, 2023'teki güçlü trafik rakamlarıyla yüksek bir tabandan gelmesi dolayısıyla, bu yıl yolcu sayısında daralma görmesi muhtemel tek bölge olarak karşımıza çıkmakta. Orta Doğu'nun jeopolitik gerginliklere rağmen 2024 yılında daha elverişli bir ekonomik ortama sahip olacağı tahmin edilmekte. Avrupa'da ise, özellikle son dönemde canlılık gösteren küçük ekonomilerde, yolcu sayısında güçlü büyüme beklenmektedir. Asya Pasifik, bu yıl yıllık %17,2 ile daha düşük bir bazdan en yüksek büyüme rakamlarına sahip olan bölge olarak karşımıza çıkmakta.



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, IATA

- IATA yine aynı raporunda, yıllık ortalama %3,8 oranında büyüme ile hava yolculuğu talebinin 2043 yılına kadar iki katına çıkmasını beklediklerini belirtmiştir. 2043 yılında 2023 yılına kıyasla 4 milyardan fazla ilave yolcu seyahati gerçekleşmesi öngörülmektedir. Asya Pasifik bölgesinin, olumlu demografi ve hane halkı gelirlerindeki büyüme ile tahmin edilen büyümenin yarısından fazlasına katkıda bulunacağı değerlendirilirken, Kuzey Amerika ve Avrupa gibi köklü havacılık endüstrilerine sahip bölgelerin, diğer bölgelere göre daha yavaş bir hızda büyümeyi sürdürmeleri beklenmektedir.

Bölge	YBBO (2023-2043)	2043 yılına kadar yolcu sayısı artışı, milyon
Afrika	3.7%	179
Latin Amerika & Karayipler	2.9%	311
Ortadoğu	3.9%	282
Avrupa	2.3%	656
Asya Pasifik	5.3%	2,750
Kuzey Amerika	2.7%	659
Global	3.8%	4,154

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, IATA

- Şubat 2024'te yayımlanan Eurocontrol raporunda, hava trafiğindeki büyüme geçmiş ve 2030 yılına kadar baz senaryo büyüme tahmini paylaşılmıştır. 2024 yılında Türkiye'nin ve ECAC (Avrupa Sivil Havacılık Konferansı'na üye olan 44 ülke) ülkelerinin baz senaryo büyümesi %4,9'dur. Ancak, bu büyüme oranı, Ekim 2023'te yayımlanan ve Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü olarak bizlerin 12 Şubat 2024 tarihli [Beklenti Raporumuzda](#) da paylaştığımız verilere göre, daralmaya işaret etmekte. 2024 yılından sonra büyüme performanslarına baktığımızda ise hala Türkiye'nin büyüme senaryosunun ECAC ülkelerinden daha yüksek olduğu gözlenmektedir.

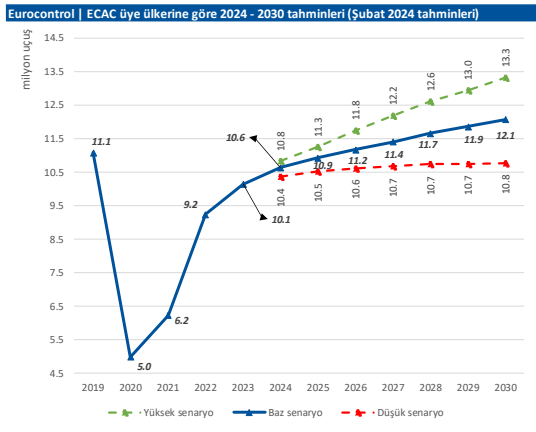
Eurocontrol ECAC üye ülkelere göre 2024 - 2030 büyüme tahminleri			
	Yüksek senaryo	Baz senaryo	Düşük senaryo
2019	.	0.8%	.
2020	.	-55.0%	.
2021	.	25.0%	.
2022	.	48.0%	.
2023	.	9.8%	.
2024	6.8%	4.9%	2.3%
2025	3.9%	2.8%	1.4%
2026	4.5%	2.3%	0.9%
2027	3.6%	2.1%	0.5%
2028	3.5%	2.2%	0.6%
2029	2.7%	1.7%	0.1%
2030	3.0%	1.8%	0.2%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Eurocontrol

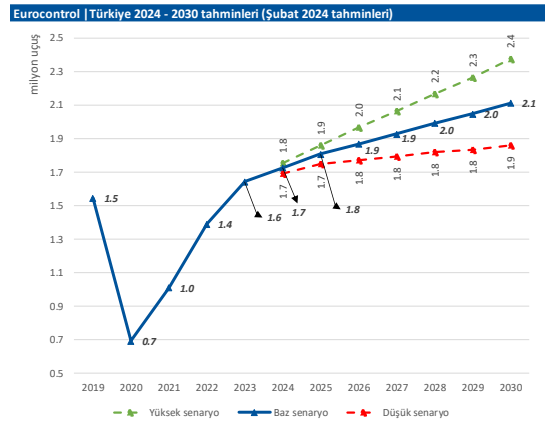
Eurocontrol Türkiye 2023 - 2030 büyüme tahminleri			
	Yüksek senaryo	Baz senaryo	Düşük senaryo
2019	.	1.1%	.
2020	.	-55.0%	.
2021	.	46.0%	.
2022	.	38.0%	.
2023	.	18.0%	.
2024	6.7%	4.9%	2.8%
2025	5.9%	4.8%	3.4%
2026	5.8%	3.3%	1.3%
2027	5.0%	3.2%	1.2%
2028	5.1%	3.3%	1.4%
2029	4.4%	2.8%	0.9%
2030	4.9%	3.1%	1.2%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Eurocontrol

- Temel senaryoda, ECAC (Avrupa Sivil Havacılık Konferansı'na üye olan 44 ülke) ülkelerinin uçuş sayısının, 2024 yılında 10,6 milyona ulaşması, 2023'e kıyasla %4,9 ($\pm 2,3$ puan) büyüme ve 2019 seviyelerinin %96'sını oluşturması öngörülmektedir. 2025 yılında 10,9 milyona (%99), 2026 yılında ise 11,2 milyona (%101) çıkarak pandemi öncesi seviyelere ulaşması, 2023-2030 yılları arasındaki ortalama büyümenin %2,5 ($\pm 1,6$ puan) olması beklenmektedir. Türkiye'nin halihazırda 2019 yılının üzerinde performans gösterdiği görülmektedir.

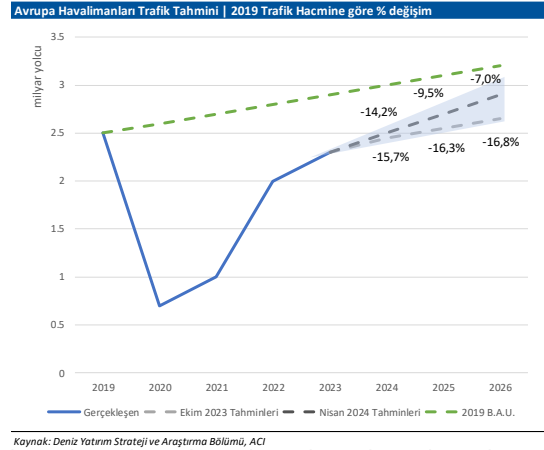
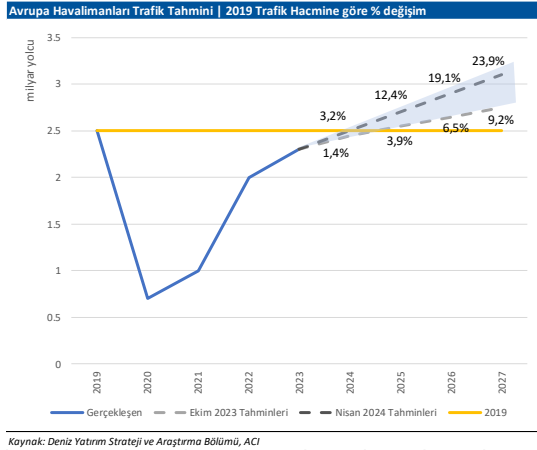


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Eurocontrol

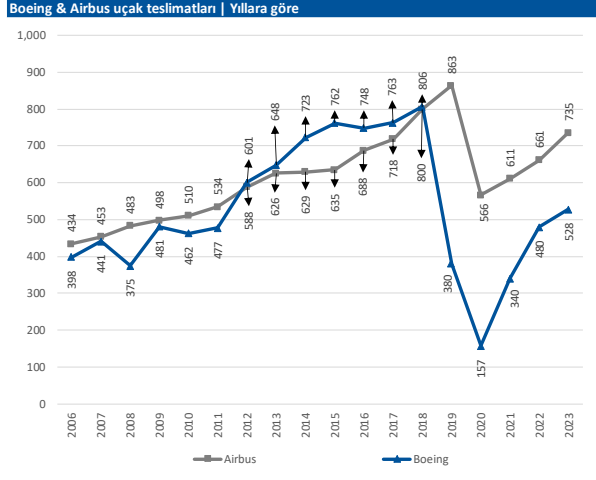


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Eurocontrol

- Avrupa'da beklenen uçuş sayısı, 2027 yılına dek, hafif aşağı yönlü revize edilmiştir. Söz konusu revizyonun nedenleri ise; **öngörülemeyen jeopolitik gelişmeler, ekonomik şoklar ve havacılık sektöründe devam eden zorluklar gibi çeşitli belirsizlikler olarak açıklanmıştır.** Ayrıca, rapora göre, temel senaryoda, 2024 yılında Avrupa için öngörülen %4,9'luk büyüme içinde, bazı önemli bölgesel farklılıklar bulunduğu yer verilmiştir. Bunlar:
 - **Güneydoğu Avrupa Bölgesi** | Asya ve Orta Doğu'ya yönelik akışların daha da artmasıyla birlikte güçlü bir büyüme görece ve genel olarak toparlanmada önemli bir rol oynayacaktır.
 - **Kuzeydoğu Avrupa Baltık Devletleri** | Ukrayna'daki savaşın yansımaları nedeniyle Asya'ya ve Asya'dan yapılan uçuşlardaki düşüşle zorluklarla karşı kalmaya devam edecektir.
 - **İsrail'deki çatışma, İsrail uçuşları ve hem İsrail hem de Kıbrıs için üst uçuş faaliyetleri üzerinde önemli bir etki yaratmaktadır. 2024 tahmini bu durumun devam ettiğini varsaymaktadır.**
- Airports Council International ise Mayıs 2024'te yayımladığı raporda 2024 yılına yönelik beklentilerini yukarı yönlü revize etti. Avrupa havaalanlarında, 2019'a kıyasla 2024 yılı yolcu trafiğinde %3,2 artış bekleniyor. Bu büyüme oranı, Ekim 2023'te yayımlanan beklentinin %1,4 üzerinde. 2024 yılı tahminlerinin yukarı yönlü revize edilmesinin nedenleri ise:
 - Son iki çeyrekte artan trafik rakamları,
 - Artan uçak ücretlerine rağmen değişen tüketici davranışları,
 - Havayollarının dinamik kapasite artışının devam etmesi ve nihayet pandemi öncesi kapasite seviyelerine yaklaşması olarak açıklanmıştır.
- Bunun yanı sıra 2024 ve sonraki yıllara yönelik tahminlerini "Seyahat büyümesi üzerindeki baskılar- olumlu ancak yavaşlayan ivme" başlığı altında incelenmiştir.



- **Sivil havacılıktaki toparlanmaya yönelik bir diğer veri ise uçak siparişleri tarafından gelmekte.** Aşağıda yer alan ilk grafikte yıllar itibarıyla Airbus ve Boeing tarafından gerçekleştirilen uçak teslimatlarını görmekteyiz. 2021 sonrasında her ne kadar toparlanma başlamış olsa da 2023 yılına geldiğimizde hala uçak teslimatlarının pandemi öncesi seviyelere ulaşamadığı açık şekilde kendisini belli ediyor. 2024 yılının ilk 4 ayında Boeing, 2023 yılında teslim ettiği uçak sayısının yaklaşık %2'sine, Airbus ise %35'ine ulaşmış durumdadır. Teslim edilen uçak sayısı dışında, artan yeni sipariş sayısı da bir diğer önemli veri olarak karşımıza çıkmaktadır.



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Airbus, Boeing

Boeing & Airbus sipariş ve teslimat detayları | Ocak-Mayıs 2024

Teslim edilen	Airbus				Toplam
	A220	A320	A330	A350	
Airbus	21	208	10	17	256
Boeing	737	767	777	787	131
Yeni sipariş	102	8	2	19	131
Airbus	A220	A320	A330	A350	
Boeing	737	767	777	787	237
Brüt sipariş	66	0	27	10	103
Airbus	A220	A320	A330	A350	
Boeing	737	767	777	787	254
Backlog	98	0	31	13	142
Airbus	A220	A320	A330	A350	
Boeing	737	767	777	787	8,579
Toplam	4,763	96	539	790	6,188

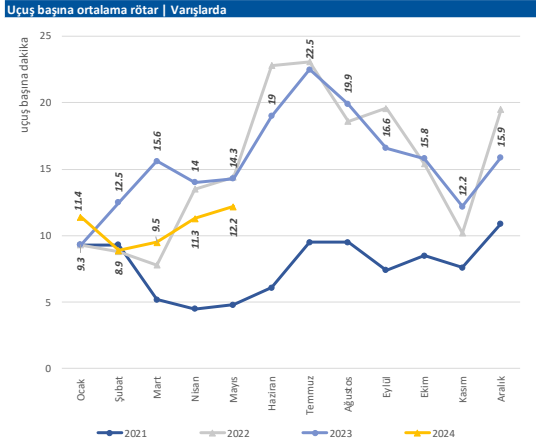
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, FlightPlan

- **Türkiye’de, 2023 yılında ulaşılan rekor rakamların, 2024 yılında da büyüyerek devamı beklenmektedir:**
 - Hatırlayacak olursak, bir önceki [raporumuzda](#) yer verdiğimiz DHMİ tahminlerine göre, 2024 yılında 230.822.123, 2025 yılında ise 239.513.215 yolcuya hizmet verilmesi öngörülmekteydi. **DHMİ, bahse konu tahminlerinde yukarı yönlü revizyona gitmiştir. Yayımlanan yeni beklentilere göre, 2024 yılında 236.563.832, 2025’te 249.267.610 ve 2026’da ise 255.054.200 yolcuya hizmet verilmesi öngörülmekte.**
 - **Kültür ve Turizm Bakanı Mehmet Nuri Ersoy, 2024 yılı için hedeflerini, 60 milyon ziyaretçi ve 60 milyar dolar turizm geliri olarak açıklamıştı. Ayrıca, Bakan, Almanya'nın başkenti Berlin'de düzenlenen 55. Uluslararası Turizm Borsası Fuarı'nda turizm hedefini yinelerken bu hedefi aşmayı planladıklarını, erken rezervasyon ile ilk verilerin gelmeye başladığını ekledi.**
- **Son olarak, Türkiye’de 2024 yılına ait açıklanan verilere bakacak olursak:**
 - DHMİ verilerine göre, 2024 yılının ilk 5 ayında hizmet verilen toplam uçak trafiği (üst geçişler dahil) 2023 yılının aynı ayına göre %7,5 arttı.
 - **Türkiye genelinde hizmet veren havalimanlarında 2024 yılının ilk 5 ayında iç hat yolcu trafiği 37.108.806, dış hat yolcu trafiği 44.923.142 oldu. Direkt transit yolcular ile birlikte toplam 82.109.667 yolcu trafiğine hizmet verildi.** Bu dönemde hizmet verilen yolcu trafiği 2023 yılının aynı döneminde ile kıyaslandığında iç hat yolcu trafiğinde %11,1; dış hat yolcu trafiğinde ise %14,4 olmak üzere direkt transit dâhil toplam yolcu trafiği %12,7 artış gösterdi.
 - Sabiha Gökçen Havalimanı’nda 2024 yılının ilk 5 ayında hizmet verilen yolcu trafiği, 2023’ün aynı dönemine göre iç hat yolcu trafiğinde %8, dış hat yolcu trafiğinde %12 olmak üzere toplamda %10 artış gösterdi.
 - İstanbul Havalimanı ise 2024 yılının ilk 5 ayında hizmet verilen yolcu 2023 yılının aynı dönemine göre toplamda %8 artış gösterdi.
- **Eurocontrol verilerine göre İstanbul Havalimanı, 1 Ocak-6 Temmuz tarihleri arasında günlük ortalama iniş kalkış trafiği istatistiklerine göre, Avrupa havalimanları arasında günlük ortalama 1.383 uçuş ile 1. sırada takip edildi.** Bu dönemde Sabiha Gökçen Havalimanı 16. sırada yer alırken, Antalya Havalimanı 24. sırada konumlandı. Son hafta istatistiklerine göre ise (30 Haziran-6 Temmuz) İstanbul Havalimanı, Avrupa havalimanları arasında günlük ortalama 1.5 uçuş ile 1. sırada takip edildi. Bu dönemde Antalya Havalimanı 8. sırada yer alırken, Sabiha Gökçen Havalimanı 18. sırada konumlandı.

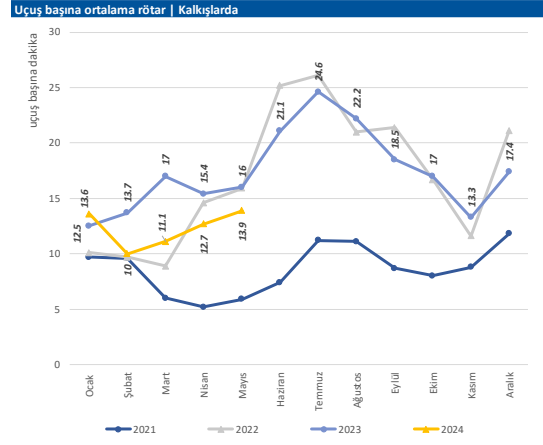
- Havacılıkta sıklıkla eleştirilen rötar verilerine bakacak olursak; Eurocontrol, Mayıs 2024 tarihinde rötarlarla ilgi yayımladığı raporda, rötar probleminin başlıca; *hava koşulları ve kapasite/personel sorunları kaynaklı* olduğunu açıkladı. Mayıs ayı rötarlarının detaylı nedenleri ise:

- Karlsruhe'deki grevin ve ATC (Air Traffic Control-Hava Trafik Kontrol) kapasite düzenlemelerinin ay boyunca operasyonları etkilemesi,
- Londra Heathrow'da ay boyunca hava koşulları nedeniyle gecikmeler yaşanması,
- Atina ve Makedonya'da ATC personel sorunları,
- Atina havalimanında artan mevsimsel talep nedeniyle günlük havaalanı kapasite sorunlarının yaşanması olarak açıklandı.

- Aşağıdaki grafiklerden de anlaşılacağı üzere mevsimselliğin getirdiği yoğunluk ile rötar haberlerini sıklıkla duymaya devam edeceğiz.



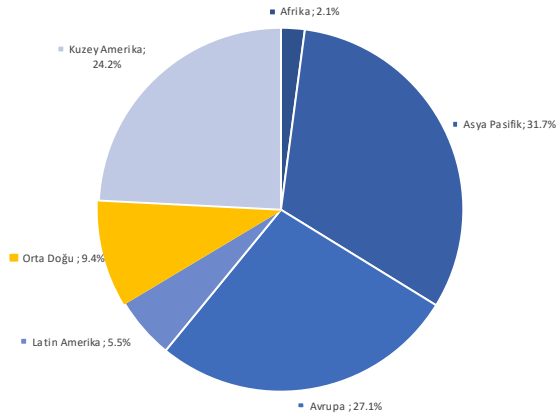
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Eurocontrol



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Eurocontrol

- **Orta Doğu.** Artan jeopolitik gerginlik sonrasında 15 Nisan'da Orta Doğu'nun havacılık sektöründeki önemini anlamak için [Havacılık Sektörü Bilgi Notu](#) hazırlamıştık. Süregelen bu süreçte Orta Doğu'dan yeni/farklı haberler gelmeye devam etti. Güncel verileri ışığında Orta Doğu bölgesinin havacılık sektöründeki konumuna tekrar bakalım.
- 31 Ocak 2024'te yayımlanan **IATA raporuna göre, Orta Doğu bölgesinin pazar payı %9,4 olarak gerçekleşmiştir.** Aşağıdaki tabloda bölgelerin 2023 yılında, yolcu ve AKK (arz edilen koltuk km) verilerine göre, 2019 ve 2022 yıllarına göre değişimleri verilmiştir.

2023 yılında bölgelere göre pazar payı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, IATA

2023 yılında bölgeler ve yıllara göre yolcu ve AKK gelişimi

	2022'ye göre değişim		2019'a göre değişim	
	RPK	AKK	RPK	AKK
Toplam	36.9%	31.0%	-5.9%	-5.6%
Afrika	36.4%	35.5%	-6.6%	-7.9%
Asya Pasifik	96.3%	75.1%	-14.0%	-12.3%
Avrupa	20.2%	15.8%	-4.8%	-3.9%
Latin Amerika	17.0%	14.5%	0.4%	-0.4%
Orta Doğu	32.3%	24.6%	-1.9%	-6.6%
Kuzey Amerika	15.3%	14.0%	2.4%	2.8%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, IATA

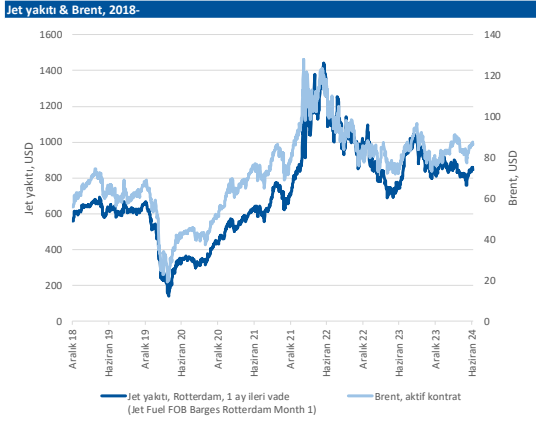
- Eurocontrol trafik verilerine göre, 1 Ocak 2024-30 Haziran 2024 tarihleri arasında ECAC ülkelerinden Orta Doğu bölgesine günlük ortalama 1.304 uçuş gerçekleşmiş ve ECAC ülkelerinden en çok uçuş gerçekleşen 2. bölge olmuştur.

1 Ocak - 30 Haziran 2024 tarihleri arası ortalama günlük uçuş rakamları

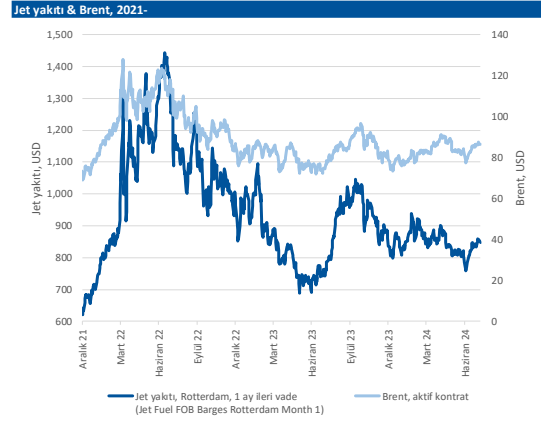
Bölge eşleştirmeleri	Günlük uçuş	2023'e göre	2019'a göre
ECAC ↔ ECAC	21,482	5%	-6%
ECAC ↔ Orta Doğu	1,304	-3%	-3%
ECAC ↔ Kuzey Atlantik	1,246	10%	12%
ECAC ↔ Kuzey-Afrika	1,129	14%	17%
ECAC ↔ Asya/Pasifik	809	25%	4%
ECAC ↔ Diğer Avrupa Ülkeleri	316	6%	-67%
ECAC ↔ Güney Afrika	297	2%	-3%
ECAC ↔ Güney Atlantik	186	13%	3%
ECAC ↔ Orta Atlantic	183	3%	3%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Eurocontrol

Jet yakıt



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

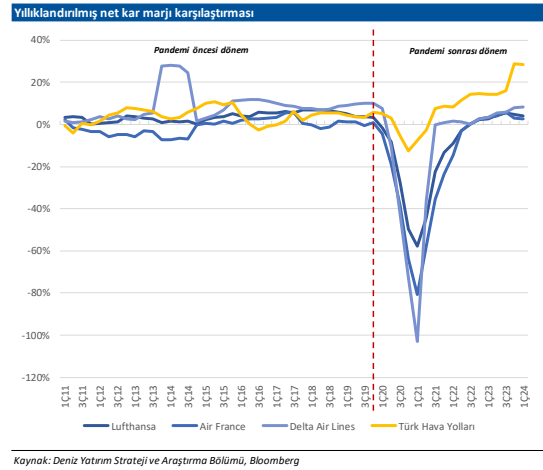
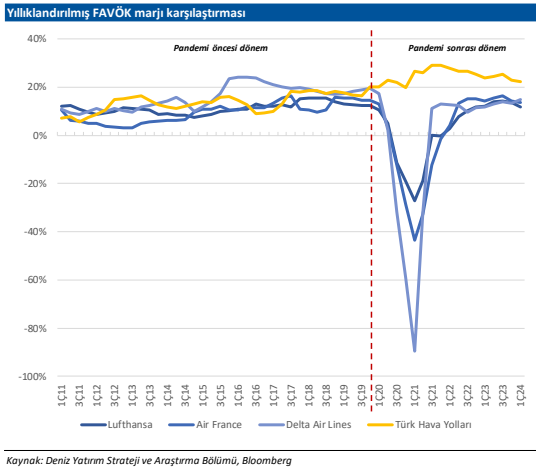
- Kısaca hatırlayacak olursak, Şubat 2022'de çıkan savaş, petrol fiyatlarında keskin bir artışa neden olmuştu. Jet yakıtı fiyatı 2022 yazında varil başına 175 USD seviyesini aşmış ve jet yakıtı ile ham petrol fiyatları arasındaki fark (crack spread) varil başına 60 USD üzerine çıkmıştı. 2022 yılı genelinde ise ortalama ham petrol fiyatı varil başına 101 USD ve ortalama fark (crack spread) varil başına 35 USD civarında gerçekleşmişti. 2023 yılında ortalama ham petrol fiyatı varil başına 82,5 USD seviyesinde gerçekleşirken, ortalama fark (crack spread) yüksek seyretmeye devam etti. Buna göre spread, varil başına 30 USD seviyesinde oluşarak talepteki toparlanmaya rağmen arzdaki sıkışıklığı yansıtmış oldu.
- IATA'nın 2024 yılı tahmini, ham petrol fiyatlarının varil başına 85-90 USD arasında kalacağı yönünde. Fiyat hareketlerinin ise, Orta Doğu'daki jeopolitik durumun ne yönde evrileceğine ve Bölge'nin geleceğine bağlı olacağını açıklamıştır. Bunun yanı sıra fiyatlarda, OPEC'in yılın ikinci yarısındaki üretim kararlarının etkili olacağına yer vermiştir. OPEC, artan talebi karşılamak için üretim hedeflerini yükseltirse, fiyatlarda düşüş beklenmektedir. Ayrıca, IATA, küresel GSYH büyümesinin yavaşlamasının da fiyatları düşürebileceğini öngörmektedir. Ana senaryosunda, 2023'te %36 olan crack spread'in, 2024 yılında %30'a düşmesini bekliyor. Bu oran, varil başına ise, 26 USD'ye denk gelmektedir.

Türk Hava Yolları

Türk Hava Yolları; yatay büyüme stratejisi, filo kompozisyonu, coğrafi konumu ve bilanço yapısıyla “normalleşme” sürecine giren havacılık sektöründe yine adından bahsetmeyi başarıyor. Türk Hava Yolları’nı anlatacağımız bu kısımda, geçmişten günümüze gelerek, Şirket’i inceleyeceğiz ve birim gelirler düşerken “Neden Türk Hava Yolları?” sorunun yanıtlarını madde madde inceleyeceğiz.

Kısaca THY: 1933 yılında kurulan Türk Hava Yolları, yurt içi ve dışında yolcu ve kargo hava taşımacılığı ana faaliyet konusuyla, bugün, 130 ülke ve toplam 348 noktada hizmet vermekte olan bayrak taşıyıcı havayolu şirkettir.

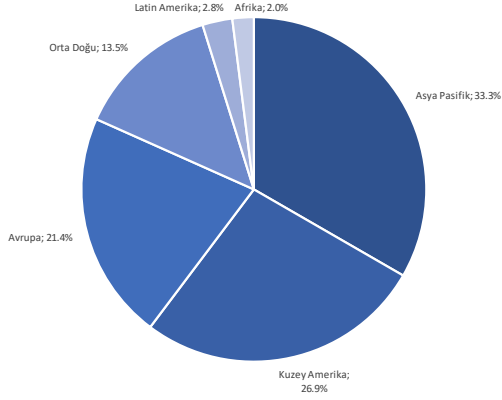
- **Yatay büyüme stratejisi.** Türk Hava Yolları, hava kargo taşımacılığı, teknik ve yan hizmetler ile birçok alanda faaliyet göstermektedir. Ayrıca, yolcu taşımacılığında farklı iş modeli olan, AJet markasıyla, düşük maliyetli havayolları içinde de yer almaktadır. Şirket, yatay büyüme stratejisinin olumlu etkisini en fazla pandemi sürecinde görmüş olsa da yaşanan coğrafi gerginlikler, bugün, hala, özellikle hava kargo taşımacılığı ile, Türk Hava Yolları’nı ön plana çıkarmaya devam etmekte. Aşağıdaki grafiklerde **Lufthansa, Air France, Delta Airlines ve Türk Hava Yolları’nın** yıllıklandırılmış FAVÖK ve net kâr marjı grafiklerini yer almaktadır. Şirket, pandemi öncesi dönemde, rakipleriyle benzer hareket etmektedir. Pandemiyle aniden duran yolcu taşımacılığı, birçok havayolu şirketinin operasyonel karlılığını aşağı çekerken, Türk Hava Yolları, kargo hava taşımacılığının itici gücü ile, rakiplerine göre pozitif ayrılmıştır. Keza net kar tarafında da benzer tablo karşımıza çıkmaktadır.



- **Bugüne geldiğimizde ise hava kargo taşımacılığının tekrar önem kazandığını görmekteyiz.** IATA’nın son olarak Nisan 2024’te açıkladığı küresel hava kargo pazarlarına ilişkin veriler, ikinci çeyrekte, talepte, güçlü yıllık artış olduğunu gösterdi. Kargo ton-kilometre cinsinden ölçülen toplam talep, Nisan 2023 seviyelerine kıyasla %11,1 artış gösterdi. Nisan verisi bu yıl, yıllık bazda çift haneli büyümenin üst üste gerçekleştiği beşinci ay oldu. Mevcut kargo ton-kilometre cinsinden ölçülen kapasite ise Nisan 2023’e kıyasla %7,1 artış gösterdi.

- **Peki, Türk Hava Yolları bu resmin neresinde?** Taşınan kargo ton kilometreye göre, 2023 yılında pazarın; %33,3'ünü Asya Pasifik, %26,9'unu Kuzey Amerika, %21,4'ünü Avrupa, %13,5'ini Orta Doğu ve %2,8'ini Latin Amerika oluşturmaktadır. **24 kargo uçağı ve 429 yolcu uçağı ile 133 ülke, 364 noktada kargo taşımacılığı yapan Türk Hava Yolları, IATA'nın 1Ç24 dönemi verilerine göre, taşınan kargo ton kilometre bakımından dünyada ilk üç hava kargo taşıyıcısından biri konumundadır.**

Bölgelerin kargo ton kilometreye göre payı | 2023



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Air Cargo Market Analysis April 2024

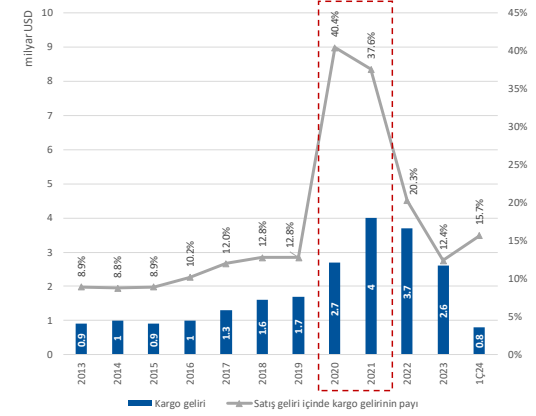
Pazar payı gelişimi | Taşınan Kargo Ton Kilometre'ye göre (ÜKTİK)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, THY

- Kargo tarafındaki normalleşme sürecinde Şirket, pandemiyle elde ettiği pazar payını korumayı devam ettirmiş ve hatta daha da yukarıya taşımıştır. **Tüm bunlara ek olarak Şirket, 2033 hedefleri doğrultusunda, 150 noktaya uçmayı planladıklarını açıklayarak büyüme planlarını ortaya koymuştur.** Bugün, var olan kapasite ile, SmartIST'in Avrupa'daki en büyük ve dünyada en büyük 3. kargo terminali olduğunu ise tekrar hatırlatmak isteriz.

Türk Hava Yolları Kargo gelir gelişimi



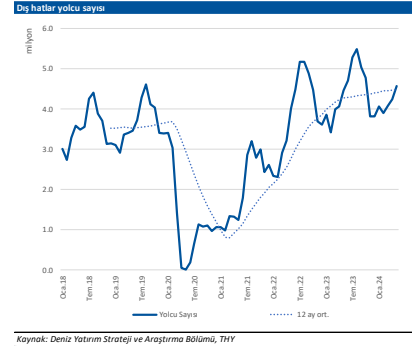
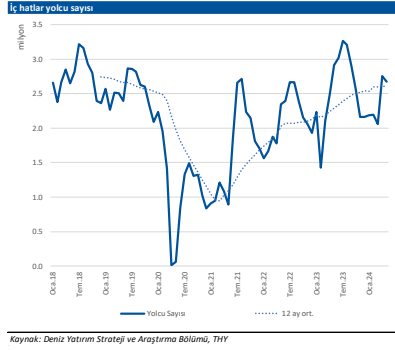
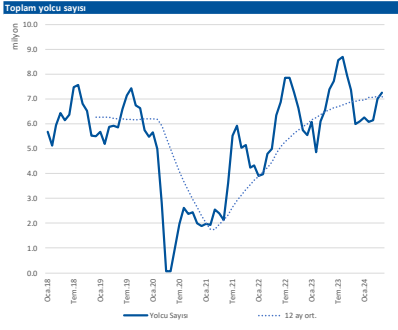
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, THY

Taşınan Kargo + Posta (ton)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, THY

- Yolcu trafiği yeni rekorlara gebe.** 2019 yılının ilk 5 ayında yaklaşık 28.5 milyon yolcuya hizmet veren Türk Hava Yolları, 2023 yılının aynı döneminde hizmet verdiği yolcu sayısını %8,6 artırarak yaklaşık 31 milyon yolcuya hizmet vermiştir. 2024 yılına geldiğimizde ise hizmet verilen yolcu sayısı, 2019 yılının %14,8, 2023 yılının ise %5,7 üzerinde, yaklaşık 32,7 milyona ulaşmış durumdadır.
 - 2024 yılının ilk 5 ayında yurt içi yolcu sayısı 2019 yılı aynı döneminin %3,1 gerisinde performans gösterirken, 2023 yılı aynı döneminin %6,4 üzerinde yolcuya hizmet vermiştir.
 - Yurt dışı yolcu sayısı ise 2024 yılının ilk 5 ayında 21 milyon yolcuya yaklaşarak, 2019 yılı aynı döneminin %28,2; 2023 yılı aynı döneminin %5,3 üzerinde yolcuya ulaşmıştır.
 - 2019 yılının ilk 5 ayında yaklaşık 9.3 milyon olan transfer yolcu sayısı, 2023 yılının aynı döneminde %26,7; 2024 yılının aynı döneminde ise bir önceki yıl aynı döneme göre %7 artarak yaklaşık 12,6 milyon yolcuya hizmet vermiştir.
 - Toplam Arz Edilen Koltuk (Km) 2024 yılının ilk 5 ayında 100.022.182 km'ye ulaşarak 2019 yılı aynı döneminin %37,5; 2023 yılı aynı döneminin %10,8 üzerinde gerçekleşmiştir.
- Pandemi öncesi rakamları halihazırda geride bırakan Türk Hava Yolları'nın yolcu sayısı artan bir trendde yoluna devam etmektedir. Bugüne kadar açıklanan veriler, Haziran-Temmuz-Ağustos ayları için yeni bir zirveye işaret etmektedir.**

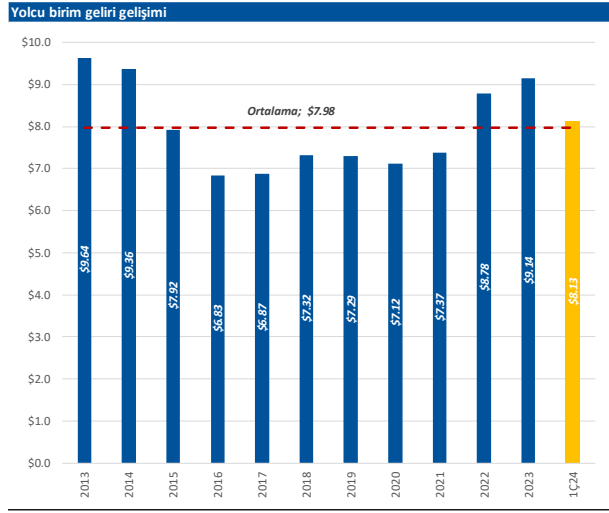


- Artan yolcu rakamları paralelinde uçuş verilerine Avrupa bazında bakacak olursak; **Türk Hava Yolları, 1 Ocak-6 Temmuz tarihleri arasında Avrupa'da günlük ortalama en fazla uçuş gerçekleştiren havayolu şirketleri arasında, ilk 3'te yer almıştır.**

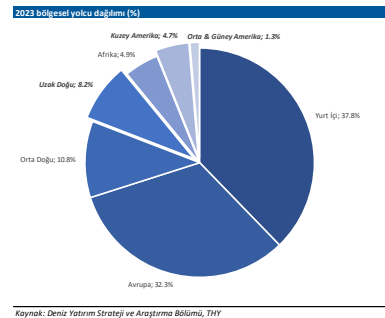
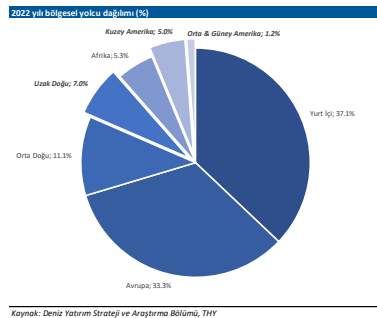
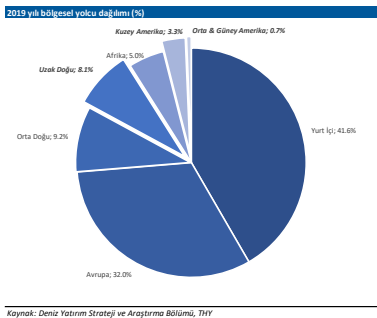
1 Ocak - 6 Temmuz 2024 tarihleri arası ortalama günlük uçuş rakamları			
	Günlük uçuş	2023'e göre	2019'a göre
Ryanair Group	2,915	8%	29%
easyJet Group	1,474	7%	-10%
Türk Hava Yolları	1,421	1%	9%
Lufthansa Airlines	1,122	4%	-25%
Air France Group	962	-1%	-20%
KLM Group	846	13%	1%
British Airways Group	819	6%	-11%
Wizz Air Group	799	6%	45%
SAS Group	603	0%	-25%
Vueling	578	3%	1%
Pegasus	495	12%	10%
SWISS Group	432	12%	-4%
Eurowings Group	425	7%	-34%
Iberia Group	399	7%	11%
Norwegian Group	393	5%	11%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Eurocontrol

- **Bu yıl sıklıkla duymaya başladığımız “normalleşen” yolcu birim gelirleri konusu.** Hatırlanacağı üzere, hizmet verilen yolcu sayılarının 2019 yılının üzerinde gerçekleşmesine ek olarak yolcu birim gelirlerindeki artış 2023 yılında ciro büyümesine önemli derecede katkı sağlayan unsur olarak karşımıza çıkmıştı. **2024 yılı ile birlikte, bu tabloda, artık, artan rekabetle normalleşme etkilerini görmeye başladık.** Aşağıda, Türk Hava Yolları'nın 2013 yılından bugüne yolcu birim gelir gelişimi verilmiştir. Rekabetin en yoğun olduğu ve rekor yıl varsayılan 2019 yılında yolcu birim gelirleri 7,29\$ seviyesinde iken, bugün, hala, Türk Hava Yolları'nın yolcu birim geliri bu rakamın ve ortalamasının üzerindedir. **Fakat, inkâr edilemez şekilde artan rekabetin yolcu birim gelir üzerindeki etkisi görülmektedir ve önümüzdeki dönemde de bu normalleşmenin devam etmesi en olası seçenektir.**

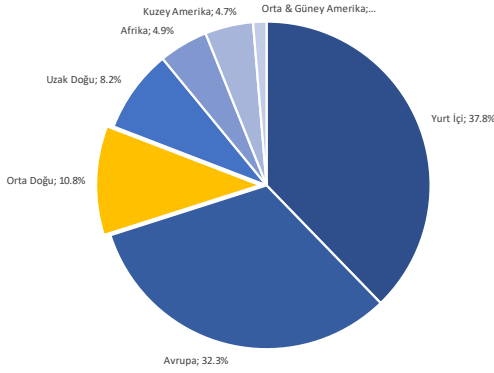


- **Türk Hava Yolları'nın yer aldığı coğrafi konum ve her bölgede var oluşu güvenli alan yaratmaya devam ediyor.** Hatırlayacak olursak, Türk Hava Yolları'nın her bölgede var olması ve kapasitesini kolayca yönetebilmesinin pozitif etkisini pandemi zamanında görmüştük. Pandemi sürecinde Amerika uçuşlarının kapanmaması ve Uzak Doğu'da kısıtlamaların diğer bölgelerden geç kaldırılmış olmasıyla Türk Hava Yolları, geniş gövdeli uçak kapasitesini Amerika hattına kaydırmıştı. Böylece hem pandemi döneminde hem de 2023 yılında Amerika seferleri Türk Hava Yolları için itici güç olmuştu. Bugün, yolcu rakamlarına baktığımızda ise kısıtlamaların tamamen kalkmasıyla, Uzak Doğu payının tekrar arttığını görmekteyiz.
 - Orta & Güney Amerika yolcu sayısı, 2024 yılının ilk 5 ayında, 2019 yılı aynı döneminin %160,2; 2023 yılı aynı döneminin %10,5,
 - Kuzey Amerika yolcu sayısı, 2024 yılının ilk 5 ayında, 2019 yılı aynı döneminin %70,2; 2023 yılı aynı döneminin %11,1,
 - Afrika yolcu sayısı, 2024 yılının ilk 5 ayında, 2019 yılı aynı döneminin %17,5; 2023 yılı aynı döneminin %3,7,
 - Uzak Doğu yolcu sayısı, 2024 yılının ilk 5 ayında, 2019 yılı aynı döneminin %36,1; 2023 yılı aynı döneminin %23,9, üzerinde gerçekleştiği görülmektedir.



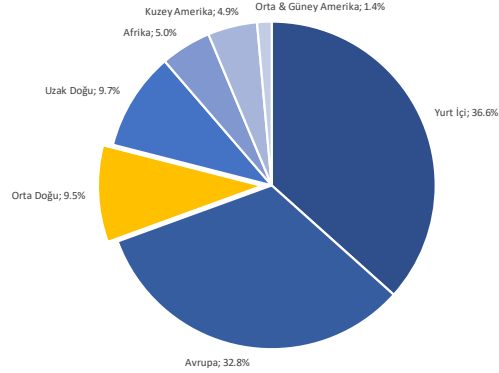
- Pandemi sürecinde gördüğümüz Amerika-Uzak Doğu ilişkisini, Orta Doğu'da artan gerilim sonrasında, bugün, Orta Doğu ve Avrupa yolcu sayılarında izlemekteyiz. Bu dönemde toplam yolcu sayısını artırmayı başaran Türk Hava Yolları, Orta Doğu yolcu sayısındaki azalışı, Avrupa yolcu sayısındaki artışla kompanse etmiştir. Orta Doğu yolcu sayısı 2024 yılının ilk 5 ayında, 2023 yılı aynı dönemine göre %10 azalış göstermiştir. Avrupa yolcu sayısı ise aynı dönemde %11 artmıştır. Bölgesel yolcu dağılımında Orta Doğu'daki azalışın Avrupa tarafına kaydığı açıkça görülmektedir.

2023 yılı bölgesel yolcu dağılımı (%)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, THY

5A24 bölgesel yolcu dağılımı (%)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, THY

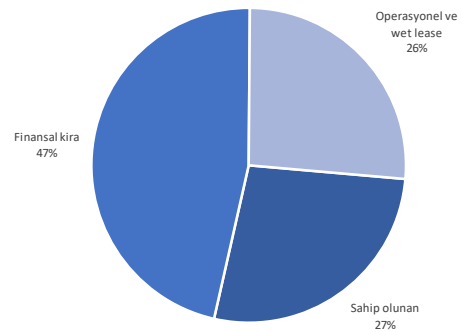
- Türk Hava Yolları, yatırımcı sunumunda, İstanbul'un coğrafi avantajını; dünya nüfusunun yaklaşık yarısının dar gövdeli uçakları ile erişim alanının içinde olması ve filosunun yaklaşık %70'ini oluşturan dar gövde uçakları ile 215'ten fazla uluslararası noktaya ulaşabilmelerine olanak vermesi olarak ifade etmiştir.
- Filo kompozisyonu. Şirket, 1Ç24 dönemi sonunda 125 adet geniş gövdeli, 304 adet dar gövdeli, 24 adet kargo olmak üzere 453 adet uçakla hizmet vermektedir. Bu uçakların 211'i finansal kiralama ve 119'u operasyonel ve wet lease yöntemiyle işletilmektedir. Şirket'in 123 adet sahip olduğu uçağı vardır. Filo yaşı, ortalama 9,5 yıldır. Mayıs ayı trafik verilerine baktığımızda ise Şirket'in hizmet verdiği uçak sayısının 456'ya yükseldiğini görmekteyiz.

Türk Hava Yolları filo kompozisyonu

Uçak Tipi	1Ç24
A330-2/3	50
A350-9	18
B777-3ER	34
B787-9	23
Geniş Gövde Toplam	125
B737-8/9 MAX	32
B737-8/9	100
B737-8 MAX WL	6
A321/320 NEO	66
A321/320/319	83
A321/320 WL	17
Dar Gövde Toplam	304
A330-200F	10
B777F	8
Wet Lease	6
Kargo Gövde Toplam	24
Toplam	453
Toplam filo içindeki Boeing oranı	45%
Toplam filo içindeki Airbus oranı	55%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, THY

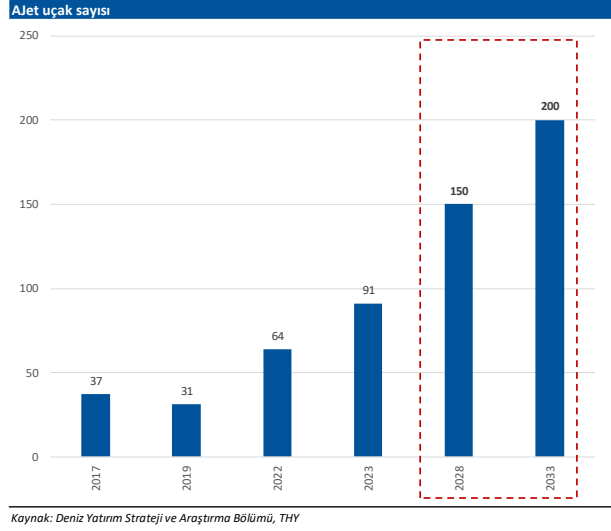
Türk Hava Yolları filo kompozisyonu



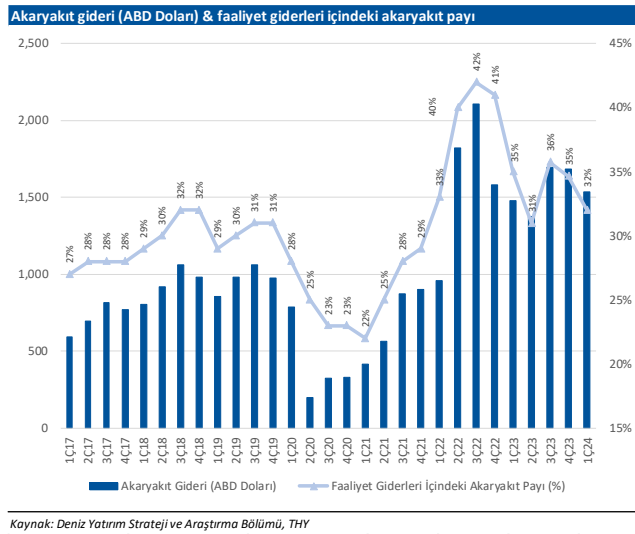
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, THY

- Bunu yanı sıra Türk Hava Yolları, uzun bir süre yeni uçak siparişleri ile gündemde yer aldı. Şirket, 2033 hedefleri kapsamında, 200 adet geniş gövde ve 400 adet dar gövde olmak üzere toplamda 600 uçaklık sipariş vereceklerini, 2033 yılında yaklaşık 800 uçakla hizmet vermeyi planladıklarını açıklamıştı. Son olarak, 355 adet uçağın Airbus'tan satın alınmasına ve A350 uçaklarının motor bakım hizmeti ile yedek motorlarının Rolls-Royce firmasından temin edilmesine karar verdiğini duyurdu.

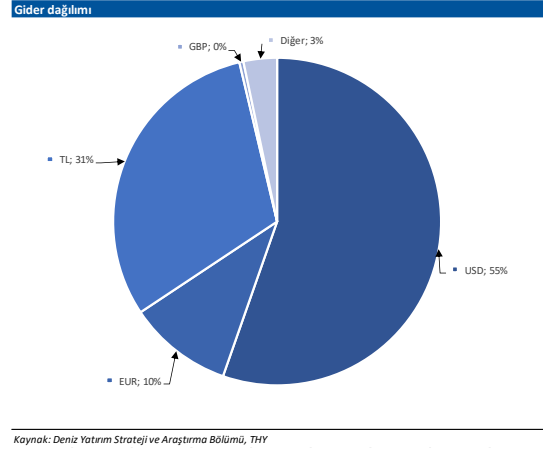
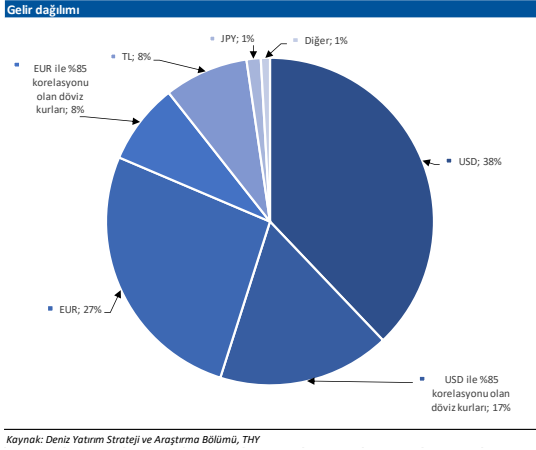
- **Yeni bakışla AJet.** AnadoluJet'in, rekabet gücünü artıracak şekilde, marka konumlandırmasının, gelir kompozisyonunun ve maliyet yapısının yeniden kurgulanarak, şirketleştirilmesi süreci, 2023 Ağustos ayında gerçekleşmiştir. Nisan 2024'te ise AJet, ayrı bir şirket olarak operasyonlarını sürdürmeye başlamıştır. 1Ç24 döneminde 93 adet uçakla hizmet veren AJet'in, açıklanan 2033 hedefleri doğrultusunda, yeni nesilden oluşacak 200 uçaklık filoyla hizmet vermesi planlanmaktadır.
- 1Ç24'te bir önceki yılın aynı dönemine göre yolcu sayısını %13 artıran Şirket, buna paralel olarak uçuş ağı büyümesi ve filo büyümesi gerçekleştirmiştir. 1Ç24 dönemine hizmet verilen yolcuların %69'u iç hat, %31'i dış hat yolcusudur.



- **Akaryakıt birim gideri ve hedge politikaları.** Maliyet artışında en önemli kalem olan akaryakıt giderlerinin faaliyet giderleri içindeki payı, pandemi öncesinde %22-32 bandındayken, 2022 yılında bu aralığın üzerine çıkmış ve %40'lara ulaşmıştı. 2023 yılında söz konusu oran %34 olurken, 1Ç24 döneminde ise %32 seviyesine gerilemiştir.
- 2024 yılı için hedge oranı %47 olarak belirlenirken, hedge ile akaryakıt fiyatı varil başına \$81 olarak sabitlemiştir.

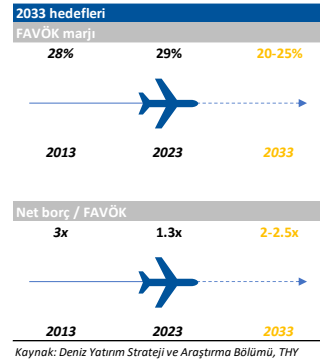
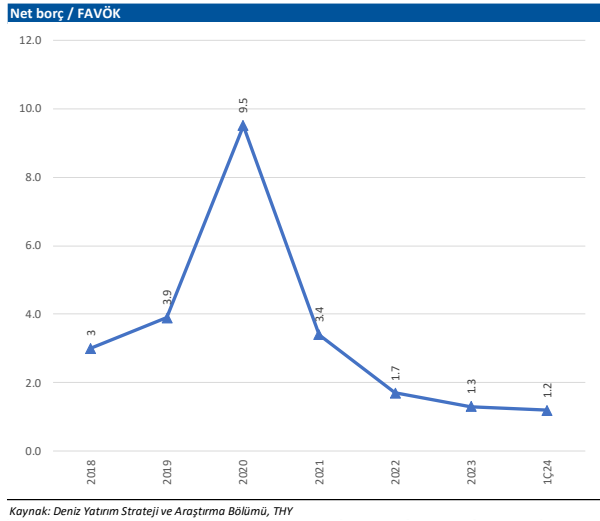


- **Döviz kurlarına göre gelir-gider dağılımı.** Şirket'in, döviz kurlarına göre gelir dağılımının; %55'ini USD, %35'ini EUR, %8'ini TL, %1,4'ünü JPY ve %0,9'unu ise diğer kurlar oluşturmaktadır. Döviz kurlarına göre gider dağılımının ise; %55'ini USD, %31'ini TL, %11'ini EUR, %0,5'ini GBP ve %3'ünü diğer kurlar oluşturmaktadır.



- **Şirket'in, pandemiyle artan net borç/FAVÖK rasyosu bugün, hem artan FAVÖK hem de net borçtaki azalmanın katkısıyla 1Ç24 dönemi sonunda 1.2x seviyesinde gerçekleştirmiştir. Ayrıca, nakit pozisyonundaki düzelme, yeni büyüme hedefleri için önemli destek konumunda.**

- Açıklanan 2033 hedefleri doğrultusunda; FAVÖK marjının 2023-2033 döneminde %20-25, net borç/FAVÖK rasyosunun ise 2-2.5x aralığında olması beklenmektedir.



- **Geri alım.** Şirket, 14 Şubat 2023 tarihinde hisse değerinin pay piyasasındaki sağlıklı fiyat oluşumunu desteklemek amacıyla, geri alım programı başlatmıştır. Geri alıma konu edilebilecek azami tutar, ortaklığın nakit portföyünden karşılanmak üzere, **9.000.000.000 TL** olarak belirlenmiş ve geri alınacak azami pay sayısı **ortaklığın çıkarılmış sermayesinin %5'i** ile sınırlandırılmıştır. Şirket, en son 18 Ekim 2023 tarihinde geri alım yapmıştır. Geri alınan payların nominal değeri 4.797.044 TL'ye ulaşmış olup, ortaklık sermayesine oranı %0,347612'dir.

! Şirket'in 10 yılı kapsayan stratejisinin ele aldığı ana hedefler:

- 2023 yıl sonunda 440 olan filodaki uçak sayısını 800'ün üzerine çıkarmak,
- Taşınan yolcu sayısını 83,4 milyondan 170 milyon üzerine çıkarmak,
- Yolcu kapasitesini yıllık ortalama %7,7 artırarak 2023 yılına göre 2 katına çıkarmak,
- Dünyanın en büyük hava kargo terminallerinden birisi olan SmartIST'in sunduğu imkânlardan faydalanılarak taşınan kargoyu 2033 yılında 3,9 tona çıkarmak ve dünyanın ilk üç kargo hava yolundan birisi olmak,
- Yenilenen markası, yeni logosu ve yeni kadrolarıyla AJet markasını küresel bir havayoluna dönüştürmek ve 2033 yılında tamamı yeni nesil uçaklarla oluşturulacak 200 uçaklık filo ile 55 milyon yolcuya ulaşmak,
- Müşteri memnuniyetini ve marka değerini daha da artırarak, sektörde ise rekabet avantajı elde edebilmek adına prestijli bir marka olmak,
- Müşteri deneyiminin ve marka algısının güçlendirilmesine yönelik olarak:
 - Yolcularına bütünlük ve tüm kanallarda kişiselleştirilmiş hizmetler sunmak,
 - Kabin içi dönüşümün tamamlanıp uçuş konforunu artırmak,
 - Miles & Smiles sadakat programının geliştirilmesi ile aktif üye sayısını artırmak,
- Dijital dönüşüm alanında yeni projeler geliştirerek en iyi dijital deneyim sunan 3 hava yolundan birisi olmak,
- Sürdürülebilir havayolu olunması hedefiyle:
 - Operasyonel iyileştirme projeleri, karbon dengeleme, yenilebilir enerji ve SAF kullanımı ile birlikte 2050 yılında "karbon nötr" havayolu olmak,
 - Filosundaki daha az karbon salınımı yapan yeni nesil uçak oranını %95'e çıkarmak,
 - Kullanılmakta olan sürdürülebilir havacılık yakıtı miktarını artırmak,
 - LEED sertifika sahibi bina sayısını artırılarak yenilenebilir enerji kullanım oranını artırmak,
- 2023 yılında 20 milyar dolar olan konsolide toplam geliri 50 milyar dolar üzerine çıkarmak,
- Türkiye ekonomisine sağlanan katkısı 2023 yılında 56 milyar dolardan, 2033 yılında 144 milyar dolara çıkarmak,
- Tüm iştirakleri ile birlikte çalışan sayısını yaklaşık 148 bine ulaştırmak şeklindedir.

Türk Hava Yolları değerlendirme özetimiz ve tahminlerimizde değişiklik

- Tahminlerimizdeki değişiklikler, alınan aylık verilere göre, son trafik trendleri ve birim gelirleri doğrultusunda ileriye dönük revizyon ve **özellikle makro tahminlerimizdeki değişiklikleri** içermektedir.
- Değerleme metodolojimizi, değerlemeyi önemli ölçüde etkileyen bir dizi uzun vadeli değişken nedeniyle İNA'nın (DCF'nin) yakın vadeli riskleri göz ardı ettiğini düşündüğümüz için, 2024 hedef FD/FAVÖK çarpanına dayandırıyoruz. Şirketin döviz kuru dalgalanmalarına karşı yüksek duyarlılığı nedeniyle F/K çarpanını dahil etmiyoruz. **Değerlememizi 2024 ve 2025'ten elde edilecek sonuçların yarı yarıya ağırlıklandırılmasına dayandırıyoruz**.
- ! Tahminlerimizin ve değerlendirme modelimizin raporlanan para birimine ve petrol fiyatlarına bağlı olduğunu tekrar belirtmek isteriz.
- **Sonuç olarak, Türk Hava Yolları için hedef fiyatımızı 380,00 TL'den 448,00 TL olarak revize ediyoruz.**
- Tahminlerimizdeki değişikliklerimizin detayları aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Yıllık Revize Tahminler (milyon USD)					
THYAO	2023	2024E	2025E	2024R	2025R
Satışlar	20,942	23,078	25,386	23,371	25,708
Satış büyümesi		10.2%	10.0%	11.6%	10%
FAVÖK	5,525	5,539	6,027	5,609	6,093
FAVÖK marjı	26.4%	24.0%	23.7%	24.0%	23.7%
Net Kar	6,021	3,485	3,554	3,529	3,599

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

Pegasus

Pandemi sonrası rekorlarla geride bırakmasının ardından, bugün, Pegasus'u, "normalleşme = tüketicinin fiyat hassasiyetinin artması" sürecinde düşük maliyetli havayolu olmasıyla ön planda kalmaya devam edeceği şeklinde değerlendiriyoruz. Şirket'i, detaylı anlatacağımız bu kısımda, geçmişten günümüze gelerek kademeli şekilde inceleyeceğiz ve "Neden Pegasus?" sorusunun yanıtlarını maddeler halinde sıralayacağız.

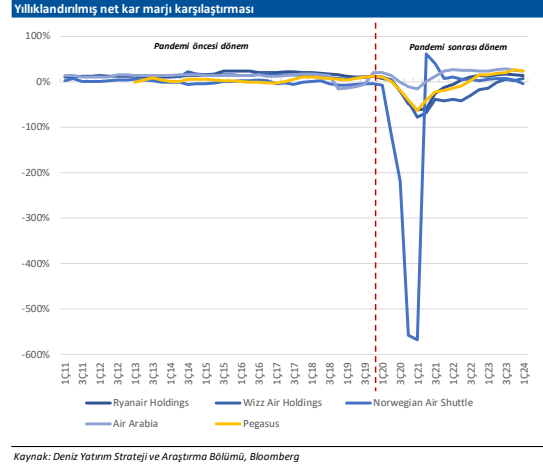
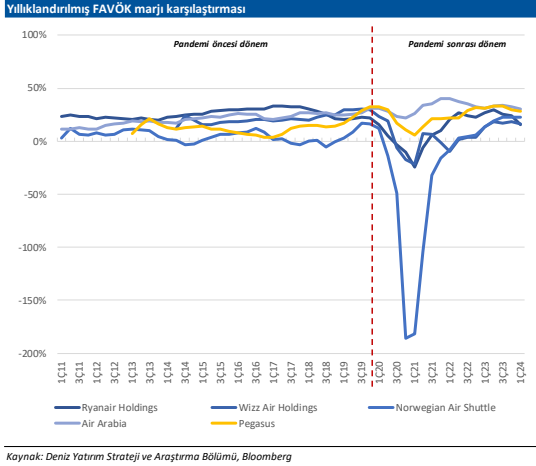
Kısaca Pegasus: "Düşük Maliyetli Havayolu Taşımacılığı (Low Cost Carriers)" iş modeli ile faaliyet gösterdiği 53 ülke/138 destinasyonluk uçuş ağı ile geniş kitlelere havayolu ile seyahat imkânı sağlamaktadır.

- Artık normalleşme dönemine girdiğimiz havacılık sektöründe, tüketicilerde tekrar fiyat hassasiyetinin artışı gözlenmektedir. Öyle ki pandemi sonrasındaki süreçte yolcular, sadece seyahat edebilmek için var olan biletleri, fiyatları önemsemeksizin alabiliyorlardı. Bugün ise birçok havayolunun tekrar oyuna dönmesiyle rekabetin arttığını ve doğal olarak fiyat yarışının başladığını görüyoruz. **Bu, pandemi ve sonrasındaki süreci oldukça başarılı tamamlayan Pegasus için kendi iş modeline uygun ortamın tekrar oluşması anlamına gelmekte.** Rakiplerine göre daha uygun fiyat sunması, artması hedeflenen doluluk oranları ve yan gelirlerle Pegasus'u yakından izleyeceğiz.
- Yolcu rakamlarına geçmeden önce, Avrupa bazında uçuş verilerine bakacak olursak; **Pegasus, 1 Ocak-6 Temmuz tarihleri arasında Avrupa'da geçen yılın aynı dönemine kıyasla uçuş sayısını en çok artıran havayolu şirketleri arasında ilk 2 sırada yer almıştır.**

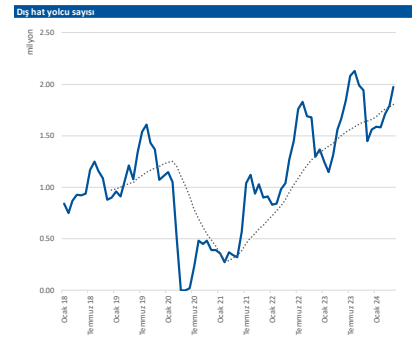
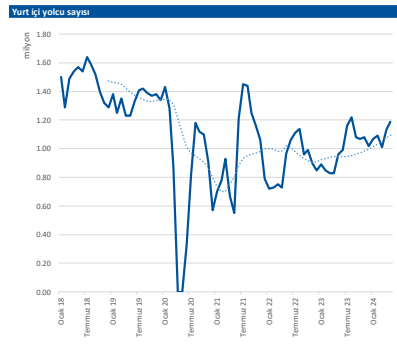
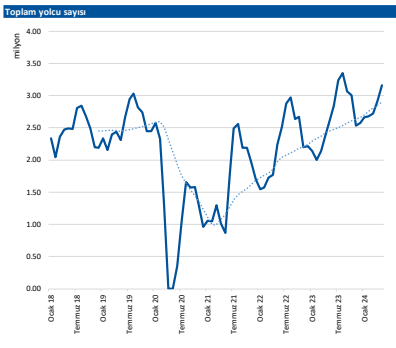
1 Ocak - 6 Temmuz 2024 tarihleri arası ortalama günlük uçuş rakamları			
	Günlük uçuş	2023'e göre	2019'a göre
KLM Group	846	13%	1%
Pegasus	495	12%	10%
SWISS Group	432	12%	-4%
Ryanair Group	2,915	8%	29%
easyJet Group	1,474	7%	-10%
Eurowings Group	425	7%	-34%
Iberia Group	399	7%	11%
British Airways Group	819	6%	-11%
Wizz Air Group	799	6%	45%
Norwegian Group	393	5%	11%
Lufthansa Airlines	1,122	4%	-25%
Vueling	578	3%	1%
Türk Hava Yolları	1,421	1%	9%
SAS Group	603	0%	-25%
Air France Group	962	-1%	-20%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Eurocontrol

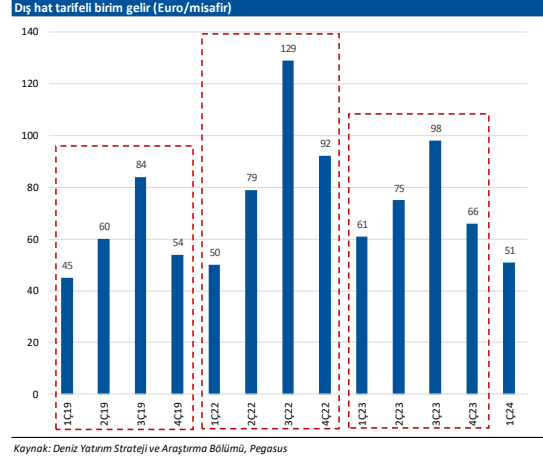
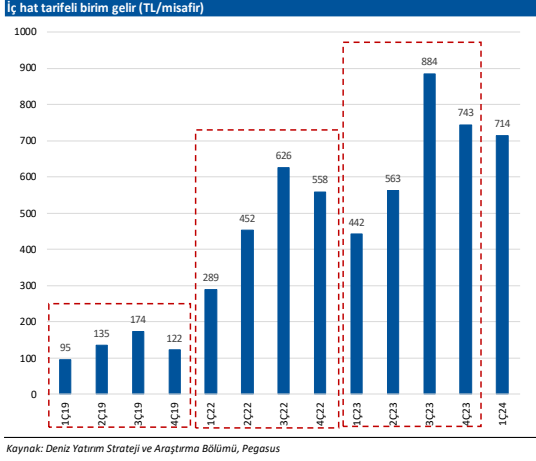
- **Pegasus'un pandemi ve sonrasındaki süreci rakiplerine göre oldukça başarılı bir şekilde geçirdiğini sıklıkla dile getiriyoruz.** Aşağıdaki grafiklerde **Ryanair, Wizz Air, Norwegian Air Shuttle, Air Arabia ve Pegasus'un** yıllıklandırılmış FAVÖK ve net kâr marjı grafikleri yer almaktadır. Hem operasyonel karlılık hem de net kar tarafında Pegasus'un rakiplerine göre pozitif ayrıştığı açık şekilde gözlenmektedir.



- **Yolcu trafiğinde yeni rekorlar.** 2019 yılının ilk 5 ayında yaklaşık 11,7 milyon yolcuya hizmet veren Pegasus, 2023 yılının aynı döneminde 2019 yılının %3 gerisinde kalarak yaklaşık 11,3 milyon yolcuya hizmet vermişti. 2024 yılına geldiğimizde ise hizmet verilen yolcu sayısı, 2019 yılının %21,5; 2023 yılının ise %25,2 üzerinde, yaklaşık 14.5 milyona ulaşmış durumdadır.
 - 2024 yılının ilk 5 ayında yurt içi yolcu sayısı 2019 yılı aynı döneminin %14,7 gerisinde performans gösterirken, 2023 yılı aynı döneminin %26 üzerinde gerçekleşmiştir.
 - Yurt dışı yolcu sayısı ise 2024 yılının ilk 5 ayında 8.7 milyon yolcuya yaklaşarak, 2019 yılı aynı döneminin %65,9; 2023 yılı aynı döneminin %24,6 üzerinde yolcu sayısına ulaşmıştır.
- **2023 yılında 2019 yılı rakamlarını geride bırakan Pegasus'un yolcu sayısı, artan trendde yoluna devam etmektedir.** Bugüne dek açıklanan veriler, halihazırda yeni rekor yolcu rakamlarına işaret etmektedir.



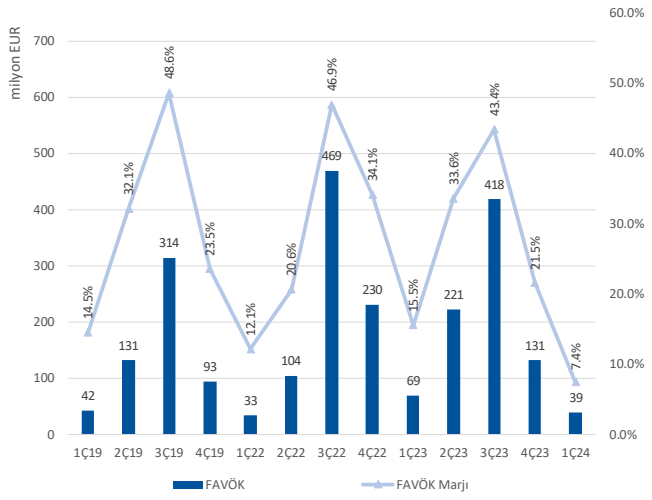
- **Yolcu birim gelirleri.** Yolcu birim gelirlerindeki artış, 2022 ve 2023 yıllarında ciro büyümesine önemli katkı sağlayan unsur olarak karşımıza çıkmıştır. Normalleşmenin başlamasıyla, artık, birim fiyatların, pandemi öncesi rakamlara yakınsadığını görmekteyiz.
 - İç hat tarifeli gelirler 1Ç24'te geçen yılın aynı dönemine göre %61 artış gösterirken, dış hat tarifeli birim gelirler ise bu dönemde %16 azalmıştır.



- **Aynı operasyonla artan karlılık için; yan gelirler ve doluluk oranı.** Tahmin edilebileceği üzere, havayolu şirketleri için, tek uçakta ne kadar yüksek doluluk oranına ulaşırsa ve buradan ne kadar yan gelir elde edilirse, operasyonel karlılık artmış olacak. Bu açıdan Pegasus verilerine bakacak olursak:
 - Pegasus'un 2019 yılında 14,9 EUR olan misafir başına yan geliri, 2023 yılında 25,4 EUR'ya ulaşmıştır. 1Ç24'te ise misafir başına yan gelir 24,5 EUR seviyesindedir.

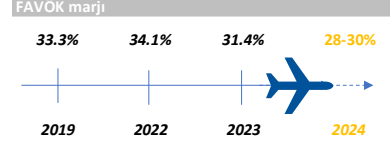
- Pandemi ve sonrasındaki süreci oldukça başarılı geçiren Pegasus, 2022'de 2019'un üzerinde finansal performans göstererek küresel çapta bunu başarabilen sayılı şirketlerden birisi olmuştur. 2023 yılında da henüz birçok havayolu şirketi 2019 finansal ve operasyonel performansına ulaşamamışken, Pegasus, yine yılı oldukça başarılı bir şekilde tamamlamıştır. 2019 yılında %33,3 ile rekor FAVÖK marjına ulaşan Şirket, 2022 ve 2023 yıllarında %30 üzerinde FAVÖK marjı elde etmiştir. 2024 yıl sonu için ise FAVÖK marjının %28-30 aralığında olması öngörülmektedir. İlk çeyrekte zayıf açıklanan FAVÖK marjı dolayısıyla önümüzdeki dönemlerde önemli FAVÖK marjı rakamlarının görülmesi oldukça olasıdır.

FAVÖK & FAVÖK marjı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Pegasus

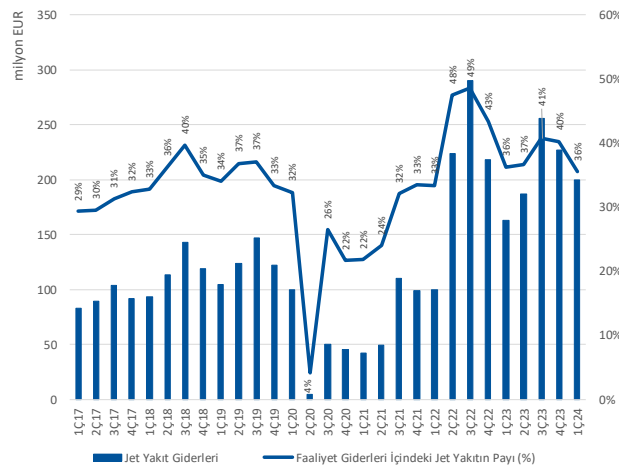
2024 hedefleri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Pegasus

- **Akaryakıt birim gideri ve hedge politikaları.** Maliyet artışında en önemli kalem olan akaryakıt giderlerinin faaliyet giderleri içindeki payı, pandemi öncesinde %29-37 bandındayken, 2022 yılında bu aralığın üzerine çıkmış ve %49'lara ulaşmıştı. 2023 yılında söz konusu oran %36-41 bandına, 1C24 döneminde ise %36 seviyesine gerilemiştir.
- 2024 için öngörülen jet yakıtı kullanımının %49'u fiyat riskinden korunma stratejisi kapsamına dahil edilmiştir. Brent karşılığı 68-88 dolar/varil'de sabitlenmiştir. 2025 yılı için ise hedge oranı %27 olarak tahmin edilmiştir.

Jet yakıtı gideri (EUR) & faaliyet giderleri içindeki jet yakıtın payı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Verileri

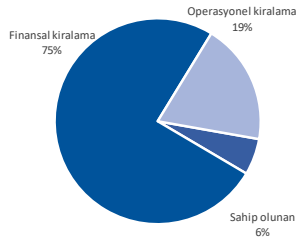
- Pegasus, havayolu şirketleri arasında en genç filoya sahip olan temsilcilerden birisi olarak karşımıza çıkarken, filo yaşı ise 4,5 yıldır. Şirket, filo yapısını, eski uçaklara göre %15-17 arasında yakıt tasarrufu sağlayan Airbus A320neo ve A321neo uçaklarına kaydırmaya devam etmektedir. 42 adet A320neo'nun tamamı teslim alınırken, 108 adetlik A321neo uçaklarının ise 41 tanesi teslim alınmıştır. Kalan sipariş teslimleri ise, planlanan çerçevede devam etmektedir. 2024 yıl sonunda filo büyüklüğünün 118'e ulaşması planlanmaktadır.

➤ 2029 yılına gelindiğinde Şirket'in filosundaki eski uçakların tamamının değiştirilmiş olması planlanmaktadır.

- ! Uçak teslimat takviminden anlaşılacağı üzere Pegasus, 2029 yılına kadar her yıl ortalama %6-7 kapasite büyümesi elde edecektir.

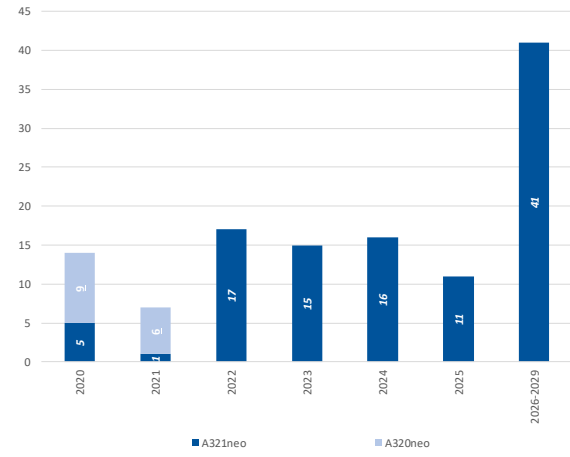
Pegasus filo kompozisyonu		
Uçak Tipi	2023	1Ç24
B737-800	16	10
A320CEO	7	7
A320NEO	46	46
A321NEO	41	42
Toplam	110	105
Toplam filo içindeki Boeing oranı 10%		
Toplam filo içindeki Airbus oranı 90%		

Pegasus filo kompozisyonu



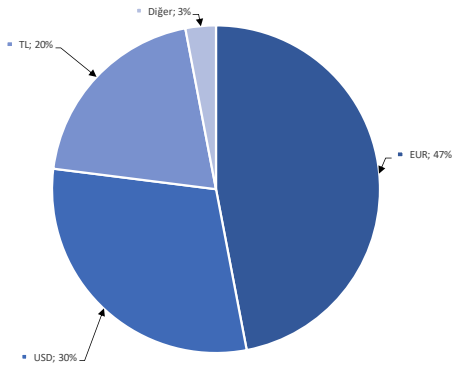
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Pegasus

A320neo-A321neo teslim takvimi



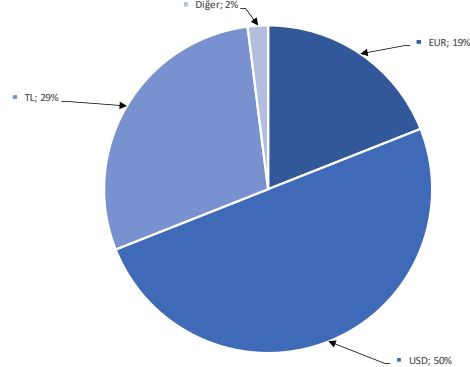
- Şirket, sahip olduğu nakit sayesinde, pandemi sürecini, uçak siparişi iptal etmeden, hatta sıradaki A320neo siparişlerinden A321neo'ya yükseltme (upgrade) yaparak tamamlamış, bu süreçte elindeki nakdi kullanmıştı. Pandemiye ait etkilerin azalmasıyla Şirket, 2022 yılında tekrar nakit pozisyonunu güçlendirmeye başlamıştı. Bugün, geldiğimiz noktada ise Şirket, nakit pozisyonunu +531 milyon EUR seviyesinde bulundurmaktadır.
- Döviz kurlarına göre gelir-gider dağılımı. Şirket'in döviz kurlarına göre gelir dağılımının; %47'sini EUR, %30'unu USD, %20'sini TL ve %3'ünü diğer kurlar oluşturmaktadır. Döviz kurlarına göre gider dağılımının ise; %19'unu EUR, %50'sini USD, %29'unu TL ve %2'sini diğer kurlar oluşturmaktadır. Gelir ve gider dağılımına göre Şirket'in EURUSD paritesi hassasiyeti bulunmaktadır. Paritede yaşanan gelişmeler karlılık üzerinde iki yönlü baskı oluşturabilmektedir.

Gelir dağılımı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Pegasus

Gider dağılımı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Pegasus

Pegasus değerlendirme özetimiz ve tahminlerimizde değişiklik

- Tahminlerimizdeki değişiklikler, alınan aylık verilere göre, son trafik trendleri ve birim gelirleri doğrultusunda ileriye dönük revizyon ve **özellikle makro tahminlerimizdeki değişiklikleri** içermektedir.
- Değerleme metodolojimizi, değerlemeyi önemli ölçüde etkileyen bir dizi uzun vadeli değişken nedeniyle İNA'nın (DCF'nin) yakın vadeli riskleri göz ardı ettiğini düşündüğümüz için, 2024 hedef FD/FAVÖK çarpanına dayandırıyoruz. Şirketin döviz kuru dalgalanmalarına karşı yüksek duyarlılığı nedeniyle F/K çarpanını dahil etmiyoruz. **Değerlememizi 2024 ve 2025'ten elde edilecek sonuçların yarı yarıya ağırlıklandırılmasına dayandırıyoruz**.
- ! Tahminlerimizin ve değerlendirme modelimizin raporlanan para birimine ve petrol fiyatlarına bağlı olduğunu tekrar belirtmek isteriz.
- **Sonuç olarak, Peegasus için hedef fiyatımızı 228,74 TL'den 340,00 TL olarak revize ediyoruz.**
- Tahminlerimizdeki değişikliklerimizin detayları aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Yıllık Revize Tahminler (milyon EUR)					
PGSUS	2023	2024E	2025E	2024R	2025R
Satışlar	2,670	2,905	3,051	3,039	3,342
Satış büyümesi		8.8%	5.0%	13.8%	10%
FAVÖK	838	843	915	875	969
FAVÖK marjı	31.4%	29.0%	30.0%	28.8%	29.0%
Net Kar	790	436	549	410	468

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

Hitit Bilgisayar

Sivil havacılık ve teknoloji tarafındaki gelişmelere dinamik yapısıyla öncülük eden Hitit Bilgisayar'ın büyüme potansiyeli ile ön planda olacağını düşündüğümüz bu dönemde geçmişten günümüze gelerek Şirket'i inceleyeceğiz ve "Neden Hitit Bilgisayar?" sorusunun yanıtlarını madde madde inceleyeceğiz.

Kısaca Hitit Bilgisayar. %100 yerli teknolojisi ile havacılık ve seyahat endüstrisine "Crane" markalı yazılım çözümleri ile 1994 yılından bu yana hizmet veren Hitit Bilgisayar, dünyadaki en büyük 3. Yolcu Hizmetleri Sistemleri (Passenger Service System) sağlayıcısıdır. Şirket, aynı zamanda, havayollarının tüm ihtiyaçlarını karşılayabilen çözümleri ile sektörde tek noktadan tüm hizmetleri aynı anda verebilmektedir.

- Hitit Bilgisayar, Araştırma [kapsamımıza dahil ettiğimiz](#) 2022 Kasım ayında 62 partnere sahip konumdayken, bugün, 74 partneri ile büyümeye devam etmektedir. Kısaca partner kazanımına baktığımızda, 2018 ve 2021 yıllarında önemli adımların atıldığını görmekteyiz.

★ Şirket, 2018 yılında Sabre'dan, 2021 yılında ise Amadeus'dan ilk müşteri kazanımlarını gerçekleştirmiştir.

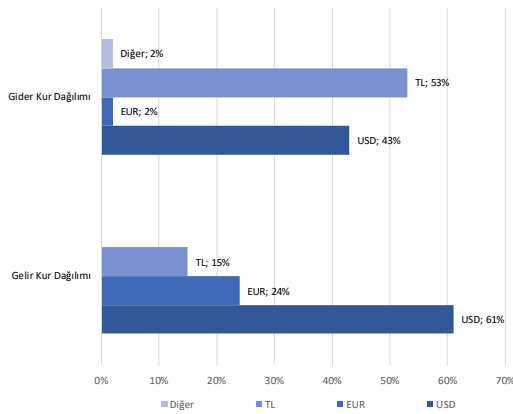
Şubat 2023'te imzalanan AJet projesi ve Kasım 2023'teki ayında Türk Hava Yolları projesi ile adından sıklıkla bahsettiren Şirket, 2024 yılında *FlyArystan, Ibom Air ve FlyLili* gibi havayolu şirketleriyle anlaşma yaptığını duyurdu. Bugüne geldiğimizde, 2 büyük rakibinden kazandığı partnerlere ek olarak, büyüme potansiyeli yüksek olan ve birçok ülkenin bayrak taşıyıcısı olan havayollarını da portföyüne eklemeyi başardığını görmekteyiz.

★ 2018'den bu yana girilen ihalelerde yüksek başarı oranına sahiptir.

- Coğrafi yaygınlığı ve müşteri portföyüyle korunaklı yapısını sürdürmeye devam ediyor. Şirket'in 1Ç24 döneminde satışlarının %65'ini yurt dışı, %35'ini yurt içi gelirleri oluşturmaktadır. Hitit, yurt dışında da her bölgede var olarak kendini coğrafi risklere karşı korumaktadır. Şirket'in, 6 kıtada, 48 ülkede hizmet sözleşmesi bulunmaktadır. Müşteri portföyü açısından baktığımızda ise, düşük maliyetli havayolundan tam hizmet veren bayrak taşıyıcısı konumundaki firmalara dek hizmet verebilmesiyle pazarın özel ihtiyaçlarına kolayca uyum sağlayabilen yapısı dikkat çekmektedir. Müşteri portföyünün; %38'ini hibrit, %24'ünü geleneksel, %24'ünü düşük maliyetli ve %14'ünü diğer müşteriler oluşturmaktadır.

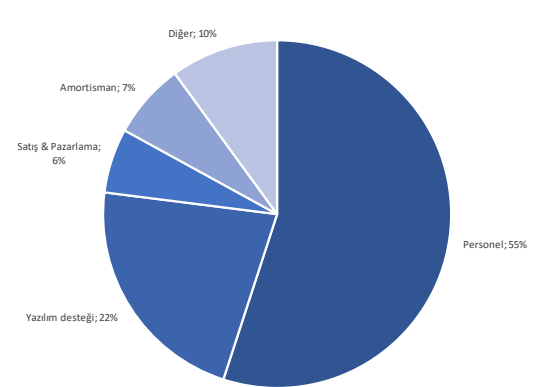
1Ç24'te satış gelirlerinin yaklaşık %75'ini yabancı para cinsinden gelirler (USD veya EUR) oluşturmaktadır. Maliyetlerin ise yaklaşık %53'ü TL cinsindedir. Şirket, gelirlerinin döviz, giderlerinin ise TL olmasıyla, kur cephesindeki volatil (yüksek oynaklık ortamındaki zayıf lira) gelişmelere karşı güçlü ve korunaklı pozisyonda yer alarak, önemli bir avantaja sahiptir.

Gelir ve gider kur dağılımı | 1Ç24 verilerine göre



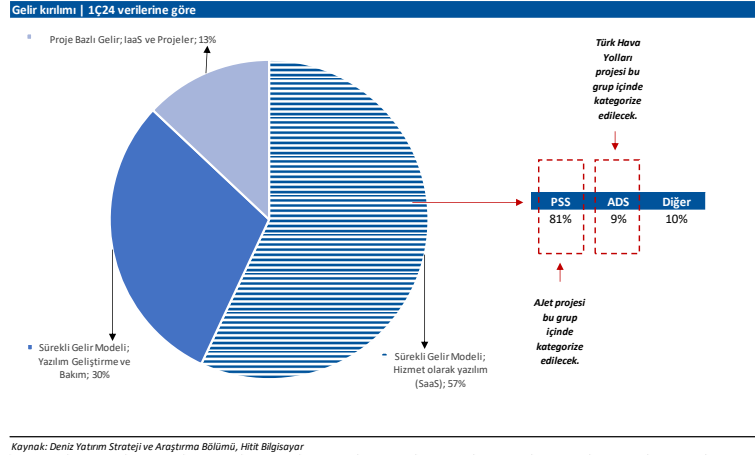
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, HRR Bilgisayar

Maliyet kırılımı | 1Ç24 verilerine göre



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Hitit Bilgisayar

- Şirket'in gelir modelini hatırlayacak olursak; 1Ç24 rakamlarına göre, gelirlerinin %57'sini sürekli gelir modeli olan SaaS, %30'unu diğer bir sürekli gelir modeli olan yazılım geliştirme ve bakım ve %13'ünü proje bazlı gelir modeli olan IaaS ve projeleri oluşturmaktadır. Satış gelirleri içinde %57'lük paya sahip olan SaaS gelirinin ise %81'i PSS geliri, %9'u ADS geliri ve %10'u diğer segmenti gelirlerinden oluşmaktadır. Yakından takip ettiğimiz Ajet projesi PSS gelirleri içinde, Türk Hava Yolları projesi ise ADS gelirleri içinde yer alacaktır.



- **Fark yaratma potansiyeli yüksek ADS sistemi.** Klasik ismi ile Küresel Dağıtım Sistemi (Global Distribution System, GDS) olarak geçen Acenta Dağıtım Sistemleri (ADS), havayolları ile seyahat rezervasyonu yapan şirketler (oteller, diğer konaklama sağlayıcıları ve seyahatle ilgili diğer hizmet veren tedarikçiler) arasında bir kanal görevi gören dünya çapında rezervasyon sistemidir. Bu çözümler PSS sistemi ile bir bütün olarak kullanılabilirdiği gibi tek başına modifiye bir şekilde de kullanılabilir. **SaaS geliri içinde %9'luk paya sahip olan bu sistemdeki gelir, Pakistan International Airlines (PIA) ile pilot proje kaynaklıdır. 2023 yılında şirket, ADS sistemi tarafında, 2 önemli KAP bildiriminde bulundu.** Bunlarda ilki 12 milyon USD değerinde 5 yıllık yatırım kararıydı. **Şirket, bu KAP bildiri ile ADS tarafındaki büyüme hedeflerini göstermiş oldu.** Kısa bir süre sonra ise Türk Hava Yolları ile şirket'in, Crane Acente Portalı ("Crane APP") teknoloji platformu ve dağıtım altyapısının kullanımına istinaden "Dağıtım Hizmetleri Sözleşmesi" imzaladığı açıklandı.
- ! **Şirket, 1Ç24 finansalları ardından gerçekleştirdiği toplantıda 'ADS sistemi' üzerine gelen soru üzerine, ADS tarafında yeni anlaşmaların gelebileceğine yeşil ışık yakmıştır.**

- **Büyüme potansiyeli göz kamaştırıyor. Pandemi öncesi rakamlara dönüşüyle artan yolcu sayısına ek olarak Şirket'in 2023 yılında gerçekleştirdiği önemli partner kazanımlarının finansallara etkilerini henüz görmedik. Mart sonu itibarıyla Hitit Bilgisayar çözümlerini kullanmaya başlayan AJet'in finansallar üzerinde yapacağı etkiyi 2024'te görmüş olacağız.** Bunun yanı sıra, hatırlayacak olursak, Şirket, 29 Kasım 2023'te yaptığı **yatırımcı ve analist toplantısında**, Türk Hava Yolları projesinin finansallara etkisinin, 2024 yılının ikinci yarısından sonra beklenmesi gerektiğini ifade etmişti. **Halihazırda 2023 yılında güçlü büyümeler gerçekleştiren Hitit Bilgisayar'ın 2024 yılında etkisini görmeyi beklediğimiz projeleri oldukça yüksek önem arz etmektedir.** Bahse konu iki projenin olası etkilerini çeşitli varsayımlar altında daha önce hesaplamaya çalışmış ve toplantı notumuzda detaylı olarak açıklamıştık. Kısaca hatırlayacak olursak:

- **AJet projesi için Pegasus rakamlarını baz alarak tahminlerde bulunmuştuk.** Bu doğrultuda, 2023 verileri ışığında yaptığımız hesaplamalarla, **AJet'in Hitit'e ait satış gelirlerine yaklaşık %17'lik katkı sağlanmasını beklemekteyiz.**

2023		
	Yolcu Sayısı (milyon kişi)	Gelir ('000 USD)
Pegasus	31.93	6,553
AnadolJet	20.86	x
Olası AnadoluJet Geliri ('000 USD)		4,281

Yolcu sayısına göre hesaplama		2023
Satış gelirleri ('000 USD)		25,646
Pegasus geliri ('000 USD)		6,553
	Pegasus/Satış geliri	26%
Olası AnadoluJet geliri ('000 USD)		4,281
	AnadoluJet/Satış geliri	17%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Şirket verileri

- **Türk Hava Yolları projesi için ise Pakistan International Airlines pilot projesini baz almıştık.** Varsayımlarımız doğrultusunda, **Türk Hava Yolları projesi ile tüm bölgelerin geçişi tamamlandıktan sonra yaklaşık 10 milyon USD gelir yaratma potansiyeli olduğunu görmekteyiz.**

Yolcu sayısına göre hesaplama		
	Yolcu Sayısı (milyon kişi)	Gelir ('000 USD)
Pakistan International Airlines	6.1	1,430
Türk Hava Yolları	50.0	x
Olası Türk Hava Yolları Geliri ('000 USD)		11,729

Yolcu sayısına göre hesaplama		2023
Satış gelirleri ('000 USD)		25,646
SaaS gelirleri ('000 USD)		15,893
Pakistan International Airlines geliri ('000 USD)		1,430
	Pakistan International Airlines/SaaS geliri	9%
	Pakistan International Airlines/Satış geliri	6%
Olası Türk Hava Yolları geliri ('000 USD)		11,729
	Türk Hava Yolları/SaaS geliri	74%
	Türk Hava Yolları/Satış geliri	46%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Şirket verileri

AJet projeksiyonumuza detay bakış | 2023 verilerine göre

- Şirket, 23 Şubat 2023 tarihli KAP bildiriminde Türk Hava Yolları A.O. AnadoluJet markasının, Şirket'in 'Crane PSS' Yolcu Hizmetleri Sistemini kullanımına dair sözleşme imzaladığını, sözleşme süresinin, kurulunun tamamlanarak Şirket'in Yolcu Hizmetleri Sistemi çözümlerinin Türk Hava Yolları AnadoluJet markası tarafından kullanılmaya başlanma tarihinden itibaren 5 yıl olacağını açıklamıştır. Aşağıda görebileceğiniz üzere, bu sözleşmenin getirebileceği olası etkileri daha önce incelemiştik. Güncel verilerle bakacak olursak:

Varsayımlarımız ve hesaplamalarımız:

- Pegasus'un birçok ürün için pilot havayolu konumunda yer alması ve aldığı hizmetlerin ayrı modelde olmasından kaynaklı fiyatlaması diğer havayolu şirketlerine göre farklıdır. AnadoluJet'in bu fiyatlamada olmasını beklememekle beraber yaklaşık katkısını görebilmek için Pegasus rakamlarını baz alarak hesaplamalarda bulunduk.
- Faaliyet raporuna göre Şirket, Pegasus'tan 2022 yılında 4.135 milyon USD, 2023 yılında ise 6.553 milyon USD gelir elde etmiştir. Aşağıda yer alan tablolarda Pegasus'un 2023 yılında Şirket'e sağladığı gelir ve yolcu sayısına göre oran kurulmuş olup, AJet'in olası katkısı hesaplanmıştır. Bu hesaplamamıza göre, 2023 yılında AJet'in Hitit'e ait satış gelirlerine yaklaşık %17'lik katkı sağlanmasını beklemekteyiz.

2023		
	Yolcu Sayısı (milyon kişi)	Gelir ('000 USD)
Pegasus	31.93	6,553
AnadoluJet	20.86	x
Olası AnadoluJet Geliri ('000 USD)		4,281

Yolcu sayısına göre hesaplama	
	2023
Satış gelirleri ('000 USD)	25,646
Pegasus geliri ('000 USD)	6,553
	Pegasus/ Satış geliri
	26%
Olası AnadoluJet geliri ('000 USD)	4,281
	AnadoluJet/ Satış geliri
	17%

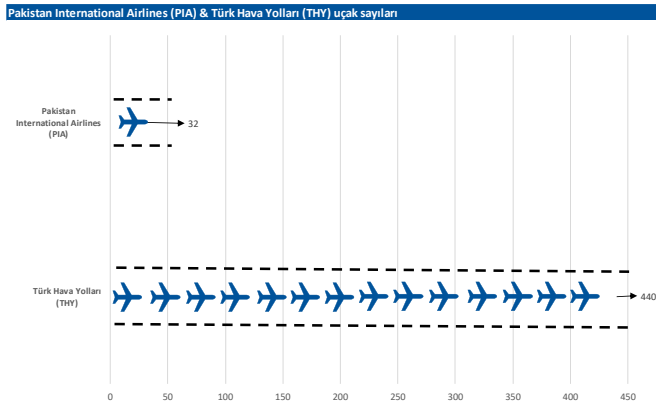
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Şirket verileri

Türk Hava Yolları projeksiyonumuza detay bakış | 2023 verilerine göre

- **15 Kasım 2023 günü yaptığı KAP bildirimine göre;** Şirket ile Türk Hava Yolları arasında; Şirket'in Crane Acente Portalı ("Crane APP") teknoloji platformu ve dağıtım altyapısının kullanımına istinaden "Dağıtım Hizmetleri Sözleşmesi" akdedilmiştir. Bu sözleşme uyarınca, THY uçuşlarının ve diğer ek ürün ve hizmetlerinin ("Havayolu İçeriği") yetkili acenteler tarafından Crane APP kullanarak en güncel IATA standartlarına uygun şekilde satışı ve yönetimi mümkün hale gelmektedir. Sözleşme kapsamındaki Havayolu İçeriği'nin dağıtım ve satışı, THY'nin mevcut dağıtım ve satış kanallarından bağımsız ek bir hizmet olarak gerçekleştirilecektir.

Varsayımlarımız ve hesaplamalarımız:

- Varsayımlar ve hesaplama detaylarımıza değinmeden önce özellikle belirtmek isteriz ki; **Pakistan International Airlines pilot proje konumundadır ve bu nedenle fiyatlaması diğer havayolu şirketlerine göre farklıdır.** Hali hazırda fiyat tespit raporunda, PSS altındaki ürünlerin içerikleri ve kullanım amaçları doğrultusunda farklı metriklere göre faturalandırıldığı açıkça belirtilmiştir. Türk Hava Yolları'nın bu fiyatlamada olmasını beklememekle beraber yaklaşık katkısını görebilmek için Pakistan International Airlines rakamlarını baz alarak hesaplamalarda bulduk.



Uçak sayısına oranla yolcu sayısı hesaplaması		
	Uçak sayısı	Yolcu sayısı (mn kişi)
Pakistan International Airlines	32	x
Türk Hava Yolları	440	83.4
Olası Pakistan International Airlines yolcu sayısı (mn kişi)		6.1

- **Türk Hava Yolları, 2023 yılında 53 milyonu yurt dışı yolcusu olmak üzere yaklaşık 83,4 milyon yolcuya hizmet vermiştir.** 2023 yatırımcı sunumunda yer alan bilgilere göre, satış noktası bazında gelir dağılımının %29'u internet ve call center, %25'i Avrupa, %13'ü Türkiye, %12'si Amerika, %10'u Uzak Doğu, %6'sı Orta Doğu ve %4'ü Afrika şeklindedir. Bu veriler ışında, Türk Hava Yolları'nın yurt dışı yolcu sayısının yaklaşık %60'ının GDS sistemi ile rezervasyon yaptırdığı varsayımını kullandık.
- **Pakistan International Airlines'a ait 2022 yıl sonu raporundan edindiğimiz bilgilere göre, Şirket, 2022 yılında 5,2 milyon yolcuya hizmet verebilecek kapasiteye sahiptir.** Bunun yanı sıra, yukarıda görüldüğü üzere, 2023 yılı için Türk Hava Yolları uçak ve yolcu sayısına oranla Pakistan International Airlines'ın hizmet verdiği 32 uçak ile 6,1 milyon yolcuya hizmet verdiği varsayımını kullandık. Pakistan projesinde anlaşma içerisinde yurt içi ya da yurt dışı ayrımının var olup olmadığını bilmediğimiz için hizmet verilen tüm yolcu sayısını dahil ettik.

- Varsayımlarımız doğrultusunda, **Türk Hava Yolları projesi ile tüm bölgelerin geçişi tamamlandıktan sonra yaklaşık 11,7 milyon USD'lik gelir yaratma potansiyeli olduğunu görmekteyiz.**

Yolcu sayısına göre hesaplama		
	Yolcu Sayısı (milyon kişi)	Gelir ('000 USD)
Pakistan International Airlines	6.1	1,430
Türk Hava Yolları	50.0	x
Olası Türk Hava Yolları Geliri ('000 USD)		11,729

Yolcu sayısına göre hesaplama		2023
Satış gelirleri ('000 USD)		25,646
SaaS gelirleri ('000 USD)		15,893
Pakistan International Airlines geliri ('000 USD)		1,430
<i>Pakistan International Airlines/ SaaS geliri</i>		9%
<i>Pakistan International Airlines/ Satış geliri</i>		6%
Olası Türk Hava Yolları geliri ('000 USD)		11,729
<i>Türk Hava Yolları/SaaS geliri</i>		74%
<i>Türk Hava Yolları/Satış geliri</i>		46%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Şirket verileri

- Şirket, yatırımcı toplantısında Türk Hava Yolları projesinin yurt dışı operasyonları kaynaklı olduğu, her bölgenin aynı anda gelire dahil olmayacağı, Hitit Bilgisayar'ın güçlü bölgeler başta olmak üzere aşama aşama diğer bölgelerin dahil edileceği bilgisini vermişti.

Hitit Bilgisayar değerlendirme özetimiz ve tahminlerimizde değişiklik

- Tahminlerimizdeki revizyonlar, **makro tahminlerimizdeki değişiklikleri** içermektedir. **Hitit Bilgisayar için hedef fiyatımızı 108,80 TL'den 121,00 TL olarak revize ediyoruz.**
- Aşağıda, 2028 yılına kadar tahminlerimiz verilmiştir.

Yıllık Tahminler (milyon USD)						
HTTBT	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Satışlar	26	34.6	47.4	61.1	78.5	101.1
Satış büyümesi		35.0%	37%	29%	28%	29%
FAVÖK	10	13.8	19.1	25.5	33.7	45.0
FAVÖK marjı	39.5%	40.1%	40.3%	41.6%	43.0%	44.5%
Net Kar	6	8.5	12.2	16.6	21.9	29.5

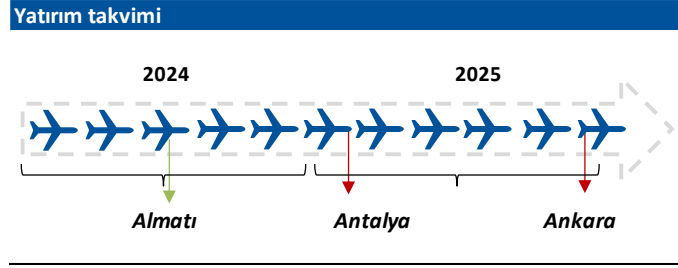
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

TAV Havalimanları

2023 yılını beklentilerinin üzerinde tamamlayan ve zorlu finansman koşullarında gerçekleştirmeyi başardığı yatırımlarının meyvesini toplamaya başlayacak olan Tav Havalimanları'nı inceleyeceğimiz bu kısımda, geçmişten günümüze gelerek, "Neden TAV Havalimanları?" sorusunun yanıtlarını madde madde inceleyeceğiz.

Kısaca Tav Havalimanları: Tav Havalimanları, 8 ülkede 15 havalimanı işletmesinde; gümrüksüz satış, yiyecek içecek, yer hizmetleri, bilişim, güvenlik ve yolcu salon işletmeciliği hizmetleri vermektedir.

- **Tav Havalimanları, takvime uygun şekilde gerçekleştirdiği yatırımlarıyla 2024 yılının ön plana çıkan şirketleri arasında yer almakta.** Şirket, daha önce sıklıkla yatırımcı sunumlarında paylaştığı şekilde, Haziran ayının başında, Almatı Havalimanı yeni dış hatlar terminalinin inşaatının tamamlandığını ve yeni terminal binasının hizmete açıldığını duyurdu. 2025 yılının ilk çeyreğinde Antalya yeni terminal yatırımının tamamlanması ve 2025 yıl sonunda da Ankara yatırımının tamamlanması planlanmakta. Halihazırda Şirket, 1Ç24 dönemi finansal sonuçlarının ardından, Antalya yatırımının %77'sinin, Ankara yatırımının %42'sini tamamladığını açıklamıştır.



- **Almatı Havalimanı.** 2021'de satın alınan ve 2022 yılında parlayan yıldız olarak karşımıza çıkan Almatı, 2023 yılında da benzer performans göstermiştir. Rus hava sahasını kullanamayan hava yolları için Almatı Havalimanı önemli bir alternatif oluşturmaya devam etti-ediyor. Verimlilik iyileştirmeleri ve artan dış hat kargo uçuşları ile 2Ç22'den itibaren Almatı'nın satış geliri ve FAVÖK'ü önemli oranda arttı. Şirket, planladığı şekilde, 2024 yılı Haziran ayında yeni dış hatlar terminalinin inşaatını tamamladı ve yeni terminal binasını hizmete açtı.
 - ★ 54.000 metrekare büyüklüğündeki yeni terminalin açılışı ve eski terminalin iç hatlara dönüştürülmesi ile birlikte havalimanının yolcu kapasitesi yıllık 7 milyondan 14 milyonun üzerine çıkmıştır.
 - ★ Bunun yanı sıra 3.230 metrekare gümrüksüz satış alanı ve 786 araçlık otopark alanı ile ticari alan gelirlerinde önemli artış elde edecektir.
- Şirket, 2023 yılında Almatı Havalimanı'nda 5.5 milyonu iç hat, 4 milyonu dış hat olmak üzere 9.5 milyon yolcuya hizmet verdi. Düşük maliyetli havayolu şirketi FlyArystan sayesinde tüm zamanların en yüksek iç hat yolcu trafiğine ulaşıldı (2019 yılından bu yana Hitit Bilgisayar'ın yolcu hizmet sistemi çözümlerini kullanan FlyArystan'ın, 2024 yılında aralarındaki iş ilişkisinin 3 yıl daha uzatılmasına karar verdiğini duyurduğunu bahsi geçmişken hatırlatmak isteriz).
 - ★ Kazakistan Ulaştırma Bakanı Kasım 2023'te yaptığı yorumda, 2023 yılında 100 adet uçaktan oluşan Kazak toplam filosunun, 2025 yılında 145'e çıkmasını planladıklarını açıkladı.

- **2023 yılını paylaştıkları beklentilerinin hafif altında yaklaşık 214 milyon EUR yatırım harcaması ile tamamlayan Şirket, 2024 yılında 230-270 milyon EUR aralığında yatırım yapmayı öngörmektedir.** Bu kapsamda Şirket'in devam eden projelerine bakacak olursak:
 - **Antalya Havalimanı.** *Antalya Havalimanında yaklaşık olarak 765 milyon EUR yatırımla havalimanının kapasitesi 2025 yılında 65 milyona, 2040 yılında ise 80 milyona çıkacaktır. Söz konusu yatırımın yaklaşık 600 milyon EUR olarak öngörülen ilk etap yatırımına başlanmış olup, 2025 yılının ilk çeyreğinde açılması planlanmaktadır.*
- **Eurocontrol verilerine göre yaz sezonunun başlamasıyla Avrupa havalimanları arasında Antalya'nın üst sıralara çıktığını görmekteyiz.**

24 Haziran -30 Haziran 2024 tarihleri arası ortalama günlük uçuş rakamları			
	Günlük uçuş	2023'e göre	2019'a göre
İGA İstanbul	1,524	0%	19%
Amsterdam	1,401	2%	-6%
Paris Charles de Gaulle	1,387	3%	-7%
London Heathrow	1,323	1%	-4%
Frankfurt	1,289	-2%	-17%
Madrid Barajas	1,225	11%	-3%
Barcelona	1,056	9%	-2%
Antalya	1,009	0%	12%
Rome Fiumicino	986	18%	2%
Palma de Mallorca	963	5%	7%
Munich	949	3%	-24%
Athens	911	7%	16%
London Gatwick	819	-3%	-7%
Vienna	781	2%	-11%
Zurich	770	4%	-5%
Copenhagen	745	8%	-6%
Dublin	744	0%	1%
İstanbul Sabiha Gokcen	676	2%	1%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Eurocontrol

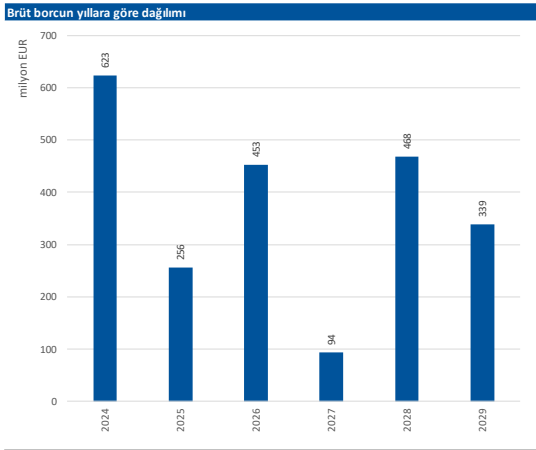
- **Ankara Esenboğa Havalimanı.** *Yaklaşık 210 milyon EUR'luk ilk etap yatırımının öngörüldüğü mühendislik, tedarik ve inşaat sözleşmesi kapsamında; yeni pist, otopark, 5 MW güneş paneli ve diğer çeşitli yatırımlara 2023 yılında başlanmış olup, 2025 yıl sonunda tamamlanması planlanmaktadır.*
- **Medine Havalimanı.** *Tav Havalimanları'nın %26 oranında hissedarı olduğu, ortak girişim şirketi TIBAH Development tarafından işletilen, Medine Havalimanı'nın kapasitesini yıllık 8 milyon yolcudan 18 milyon yolcuya çıkaracak ve iki etap halinde yapılacak olan ek yatırımlara katılma kararı alınmıştır. Ortak girişimin %100'ü için iki etapta yapılacak olan yatırımların beklenen toplam tutarı 275 milyon ABD dolarıdır. TAV Havalimanları'nın ortak girişimdeki %26'lık payına karşılık gelen tutar 71,5 milyon ABD dolarıdır. Yatırım programının 2024 yılının ilk yarısında başlaması ve 2027 yılında tamamlanması planlanmaktadır.*

- **Takip edilen yeni projeler arasında ise Karadağ'ın Podgorica ve Tivat Havalimanları karşımıza çıkmakta.** 2023 yılında yaklaşık 3.5 milyon yolcuya hizmet veren bu iki havalimanını, hem var olan iş hacmiyle hem de giderek artan Karadağ ilgisiyle Şirket'in portföyüne katabileceği iyi bir yatırım olarak değerlendirmekteyiz. Aşağıda, Şubat 2024'te yayımlanan Eurocontrol raporunda, hava trafiğindeki büyüme geçmiş ve 2030 yılına kadar baz senaryo büyüme tahminlerine göre Karadağ için yer verilen verileri bulabilirsiniz.

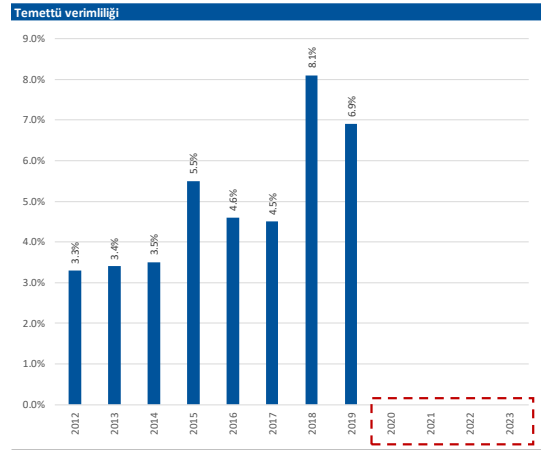
Eurocontrol Karadağ 2024 - 2030 büyüme tahminleri			
	Yüksek senaryo	Baz senaryo	Düşük senaryo
2019	.	6.7%	.
2020	.	-56.0%	.
2021	.	41.0%	.
2022	.	64.0%	.
2023	.	15.0%	.
2024	6.6%	4.6%	2.1%
2025	4.2%	3.1%	1.9%
2026	5.3%	2.8%	0.9%
2027	4.3%	2.6%	0.7%
2028	4.2%	2.6%	0.7%
2029	3.5%	1.9%	0.1%
2030	3.8%	2.2%	0.4%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Eurocontrol

- **Son olarak Şirket, 23 Haziran 2024 tarihinde Kuveyt Sivil Havacılık İdaresi tarafından düzenlenen, Kuveyt Uluslararası Havalimanı Terminal 2 işletme ve bakım hizmeti ihalesine teklif sunduğunu duyurmuştu.** Bu proje, havalimanı işletmeciliği olmayıp, danışmanlık ve yönetim hizmetini kapsamaktadır. **Şirket'in farklı alanda bir projeye teklif sunmasını önemli görmekle beraber, portföyüne katması durumunda, mevcut yapı için yeni fırsatlara gebe olabileceğini düşünmekteyiz.**
- Şirket, 3 büyük yatırımından birisini bu yıl tamamlanmış, diğer ikisini ise 2025 yılında tamamlayacaktır. **Bu yatırımların tamamlanmasıyla Şirket'in borcunda azalış öngörmemize ek olarak, yeni yatırımların da katkısıyla nakit üretiminde artış göreceğimiz oldukça aşırıdır. Öyle ki Şirket, 2023 yılında 4,3x net borç/FAVÖK rasyosunun 2024 yılında 3,5x-4,5x aralığında, 2025 yılında ise 2,5x-3,5x aralığında olacağını öngörmektedir.**
- **Şirket'in temettü politikası net kârın 50%'sini nakit veya bedelsiz hisse olarak dağıtması yönündedir.** Pandemi ve yüksek yatırım harcamalarının olduğu dönemde temettü ödemesi yapamayan TAV Havalimanları için yatırım harcamalarının azalması ve nakit üretiminin artışa geçmesiyle yeniden temettü ödemesi beklemekteyiz.



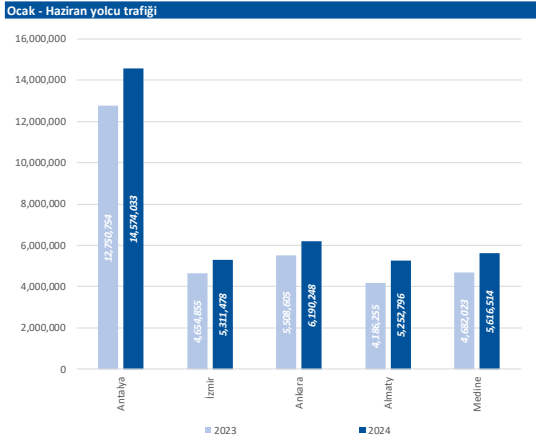
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, TAV Havalimanları



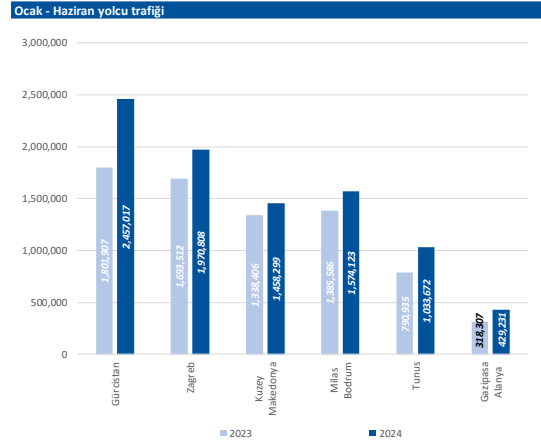
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, TAV Havalimanları

- TAV Havalimanları, 2019 yılında 89 milyon yolcuya hizmet verirken, 2022 yılında %12 azalışla 78 milyon yolcuya hizmet vermiştir. **2023 yılında ise toplam yolcu sayısı 2019'un %7 üzerinde, 95 milyon rakamına ulaşmıştır.** Halihazırda pandemi öncesi rakamların üzerine çıkan Şirket, 2024 yılında yeni rekor yolcu rakamına ulaşmaya planlamaktadır. **Şirket'in 2024 yılı öngörüsü 100-110 milyon yolcuya hizmet vermek doğrultusundadır.** 2024 Ocak- Haziran rakamlarına baktığımızda:

- **Antalya Havalimanı** yolcu sayısı geçen yılın aynı dönemine göre %14,3 artarak 14.574.033 yolcuya,
- **İzmir Havalimanı** yolcu sayısı geçen yılın aynı dönemine göre %14,1 artarak 5.311.478 yolcuya,
- **Ankara Havalimanı** yolcu sayısı geçen yılın aynı dönemine göre %12,4 artarak 6.190.248 yolcuya,
- **Almatı Havalimanı** yolcu sayısı geçen yılın aynı dönemine göre %25,5 artarak 5.252.796 yolcuya,
- **Medine Havalimanı** yolcu sayısı geçen yılın aynı dönemine göre %20 artarak 5.616.514 yolcuya,
- **Gürcistan Havalimanı** yolcu sayısı geçen yılın aynı dönemine göre %36,4 artarak 2.457.017 yolcuya,
- **Zagreb Havalimanı** yolcu sayısı geçen yılın aynı dönemine göre %16,4 artarak 1.970.808 yolcuya,
- **Kuzey Makedonya Havalimanı** yolcu sayısı geçen yılın aynı dönemine göre %9 artarak 1.458.299 yolcuya,
- **Milas – Bodrum Havalimanı** yolcu sayısı geçen yılın aynı dönemine göre %13,6 artarak 1.574.123 yolcuya,
- **Tunus Havalimanı** yolcu sayısı geçen yılın aynı dönemine göre %30,7 artarak 1.033.672 yolcuya,
- **Gazipaşa Alanya Havalimanı** yolcu sayısı geçen yılın aynı dönemine göre %34,8 artarak 429.231 yolcuya,



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Tav Havalimanları



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Tav Havalimanları

- Şubat 2024'te yayımlanan Eurocontrol raporunda yer alan, hava trafiğindeki büyüme geçmişi ve 2030 yılına kadar baz senaryo büyüme tahminlerine, ECAC ülkeleri ve Türkiye için sektör kısmında yer vermiştik. Aşağıda, TAV Havalimanları'nın işlettiği Gürcistan ve Kuzey Makedonya'ya ait verileri bulabilirsiniz.

Eurocontrol Gürcistan 2024 - 2030 büyüme tahminleri			
	Yüksek senaryo	Baz senaryo	Düşük senaryo
2019	.	-9.3%	.
2020	.	-53.0%	.
2021	.	32.0%	.
2022	.	70.0%	.
2023	.	59.0%	.
2024	14.0%	12.0%	9.4%
2025	4.2%	2.8%	0.9%
2026	6.2%	3.5%	1.7%
2027	5.5%	3.5%	1.7%
2028	5.7%	3.7%	1.9%
2029	5.2%	3.2%	1.4%
2030	5.5%	3.5%	1.7%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Eurocontrol

Eurocontrol Kuzey Makedonya 2023 - 2030 büyüme tahminleri			
	Yüksek senaryo	Baz senaryo	Düşük senaryo
2019	.	15.0%	.
2020	.	-57.0%	.
2021	.	62.0%	.
2022	.	51.0%	.
2023	.	14.0%	.
2024	6.1%	4.0%	1.4%
2025	3.9%	2.8%	1.6%
2026	5.6%	3.0%	1.1%
2027	4.6%	2.8%	0.9%
2028	4.5%	2.8%	0.9%
2029	3.8%	2.1%	0.2%
2030	4.1%	2.4%	0.5%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Eurocontrol

Tav Havalimanları tahminlerimizde değişlik

- Tahminlerimizdeki değişiklikler, alınan aylık verilere göre, son trafik trendleri ve tamamlanan yatırımlar doğrultusunda ileriye dönük revizyon ve **özellikle makro tahminlerimizdeki değişiklikleri** içermektedir.
- **Tav Havalimanları için hedef fiyatımızı 167,60 TL'den 425,50 TL olarak revize ediyoruz.**
- Tahminlerimizdeki değişikliklerimizin detayları aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Yıllık Revize Tahminler (milyon EUR)					
TAVHL	2023	2024E	2025E	➔ 2024R	2025R
Satışlar	1,310	1,434	1,474	1,577	1,825
Satış büyümesi	10.0%	9.5%	2.8%	20.4%	16%
FAVÖK	385	402	413	487	575
FAVÖK marjı	29.4%	28.0%	28.0%	30.9%	31.5%
Net Kar	249	148	151	189	237

➤ Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

- Tav Havalimanları, Bloomberg Terminal'de yer alan havalimanı işletmeciliği alanında faaliyet gösteren uluslararası şirketlerin 2024 ve 2025 FD/FAVÖK çarpanlarına göre sırasıyla %20 ve %21; Şirket ana ortağı Aéroports de Paris (ADP)'ye göre ise sırasıyla %17 ve %18 oranında iskontolu işlem görmektedir.

Havacılık sektörü benzer şirket karşılaştırmaları

THYAO

Şirket İsmi	Ülke	Piyasa Değeri (USD mn)	Hisse Performansı			
			1 Hafta	1 Ay	3 Ay	YBB
DEUTSCHE LUFT-RG	ALMANYA	7,815	5.6%	-4.2%	-15.4%	-25.1%
AIR FRANCE-KLM	FRANSA	2,379	1.6%	-20.0%	-16.6%	-38.5%
AIR CHINA LTD-A	ÇİN	13,748	-2.5%	-3.9%	-2.2%	-2.5%
DELTA AIR LI	ABD	29,697	-5.3%	-8.8%	-2.1%	14.4%
Medyan			0.0%	-4.2%	-2.2%	-2.5%
Türk Hava Yolları	Türkiye	13,011	-0.2%	1.8%	-0.6%	34.7%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Şirket İsmi	Ülke	FD/FAVÖK		F/K	
		2024T	2025T	2024T	2025T
DEUTSCHE LUFT-RG	ALMANYA	2.9	2.5	5.3	4.1
AIR FRANCE-KLM	FRANSA	2.5	2.3	2.4	1.8
AIR CHINA LTD-A	ÇİN	8.4	7.2	25.6	14.9
DELTA AIR LI	ABD	4.9	4.6	6.9	6.3
Medyan		3.9	3.6	6.1	5.2
Türk Hava Yolları	Türkiye	4.4	3.6	4.9	4.2
Prim/(İskonto)		11.2%	1.2%	-20.4%	-19.4%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

PGSUS

Şirket İsmi	Ülke	Piyasa Değeri (USD mn)	Hisse Performansı			
			1 Hafta	1 Ay	3 Ay	YBB
RYANAIR HLDGS	İRLANDA	20,535	3.1%	-4.3%	-22.2%	-11.8%
SOUTHWEST AIR	ABD	16,122	-5.4%	-2.9%	-6.0%	-6.7%
EASYJET PLC	İNGİLTERE	4,520	1.7%	0.5%	-19.5%	-8.7%
WIZZ AIR HOLDING	İSVİÇRE	2,704	-8.7%	-16.9%	-9.6%	-7.6%
AIR ARABIA PJSC	BAE	3,037	3.9%	3.0%	-15.2%	-15.2%
Medyan			1.7%	-2.9%	-15.2%	-8.7%
Pegasus	Türkiye	3,559	2.0%	13.0%	29.9%	75.0%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Şirket İsmi	Ülke	FD/FAVÖK		F/K	
		2024T	2025T	2024T	2025T
RYANAIR HLDGS	İRLANDA	5.6	5.0	9.9	8.6
SOUTHWEST AIR	ABD	6.5	4.6	27.9	14.9
EASYJET PLC	İNGİLTERE	2.4	2.2	7.0	6.4
WIZZ AIR HOLDING	İSVİÇRE	6.9	5.0	8.9	5.8
AIR ARABIA PJSC	BAE	4.6	4.3	8.9	8.6
Medyan		5.6	4.6	8.9	8.6
Pegasus	Türkiye	6.9	6.2	11.8	14.8
Prim/(İskonto)		22.5%	32.7%	32.5%	72.8%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

TAVHL

Şirket İsmi	Ülke	Piyasa Değeri (USD mn)	Hisse Performansı			
			1 Hafta	1 Ay	3 Ay	YBB
AENA SME SA	İSPANYA	30,917	1.2%	3.0%	6.7%	16.0%
AIRPORTS OF THAI	TAYLAND	22,264	0.0%	-8.1%	-13.4%	-5.0%
ADP	FRANSA	12,798	5.1%	-9.3%	-4.1%	1.9%
FRAPORT AG	ALMANYA	4,841	0.1%	-10.1%	-0.2%	-11.7%
MALAYSIA AIRPORT	MALEZYA	3,593	2.4%	1.2%	1.9%	37.8%
Medyan			1.2%	-8.1%	-0.2%	1.9%
Tav Havalimanları	Türkiye	2,858	-1.0%	4.0%	30.1%	139.1%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Şirket İsmi	Ülke	FD/FAVÖK		F/K	
		2024T	2025T	2024T	2025T
AENA SME SA	İSPANYA	10.1	9.7	15.6	14.6
AIRPORTS OF THAI	TAYLAND	21.3	17.9	38.7	30.8
ADP	FRANSA	9.8	9.1	21.7	17.5
FRAPORT AG	ALMANYA	10.4	9.5	10.1	8.8
MALAYSIA AIRPORT	MALEZYA	7.6	7.1	21.4	17.6
Medyan		10.1	9.5	21.4	17.5
Tav Havalimanları	Türkiye	8.1	7.4	16.4	12.4
Prim/(İskonto)		-20.1%	-21.6%	-23.2%	-29.2%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

HTTBT

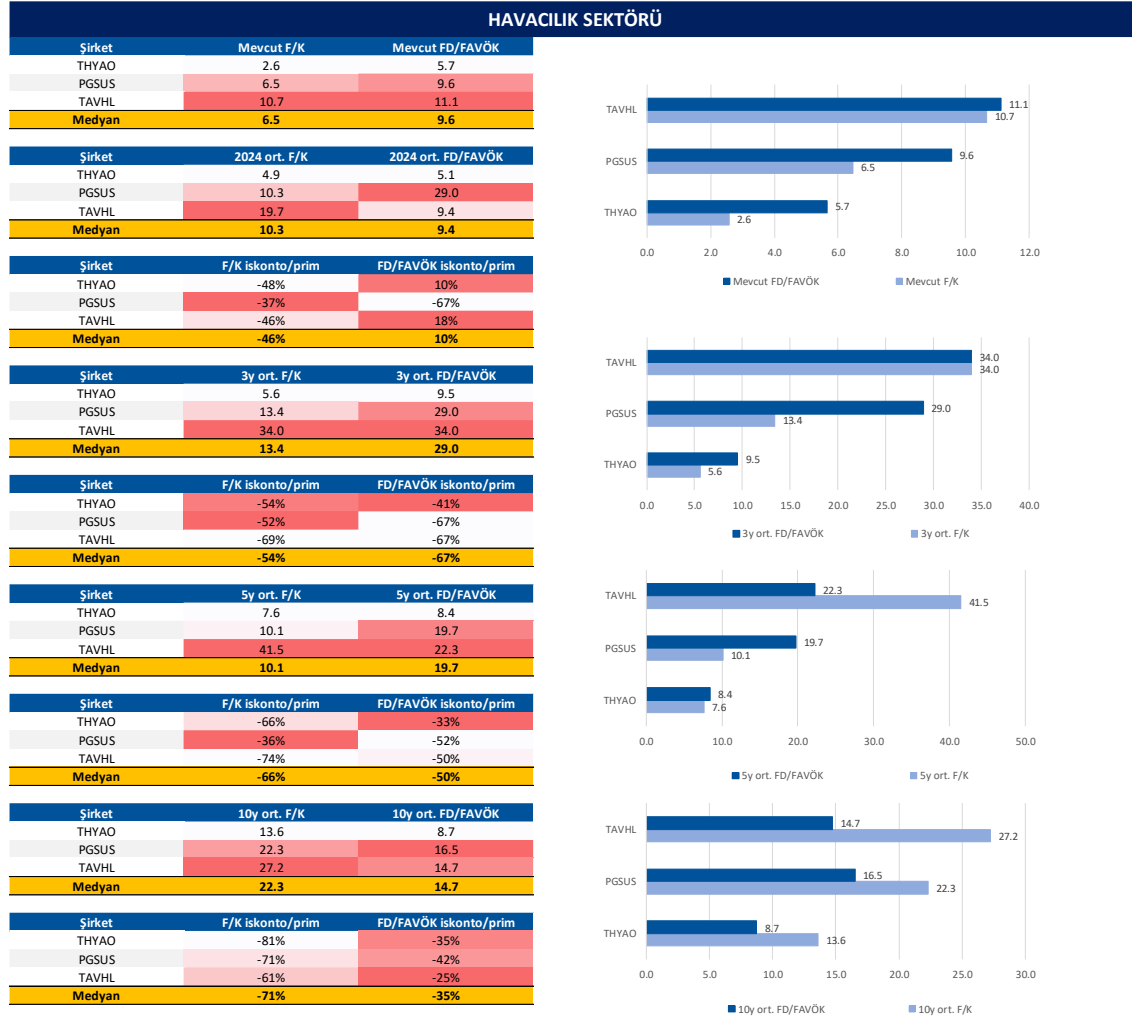
Şirket İsmi	Ülke	Piyasa Değeri (USD mn)	Hisse Performansı			
			1 Hafta	1 Ay	3 Ay	YBB
AMADEUS IT GROUP	İSPANYA	30,048	-3.0%	-8.6%	8.3%	-4.8%
SABRE CORP	ABD	1,058	3.4%	-1.1%	5.3%	-37.0%
TRAVELSKY TECH-H	ÇİN	3,428	-0.1%	-13.8%	-2.0%	-32.2%
Medyan			0%	-9%	5%	-32%
Hitit Bilgisayar	Türkiye	265	-5.0%	5.6%	-2.4%	19.4%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Şirket İsmi	Ülke	FD/FAVÖK		F/K	
		2024T	2025T	2024T	2025T
AMADEUS IT GROUP	İSPANYA	12.9	11.7	21.5	19.1
SABRE CORP	ABD	10.3	7.8	---	12.1
TRAVELSKY TECH-H	ÇİN	5.2	4.5	12.7	10.8
Medyan		10.3	7.8	17.1	12.1
Hitit Bilgisayar	Türkiye	---	---	---	---
Prim/(İskonto)		---	---	---	---

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

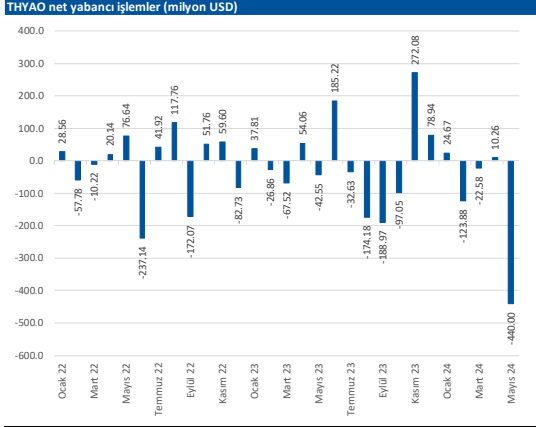
Tarihsel F/K ve FD/FAVÖK çarpanlarına göre prim/iskonto analizi



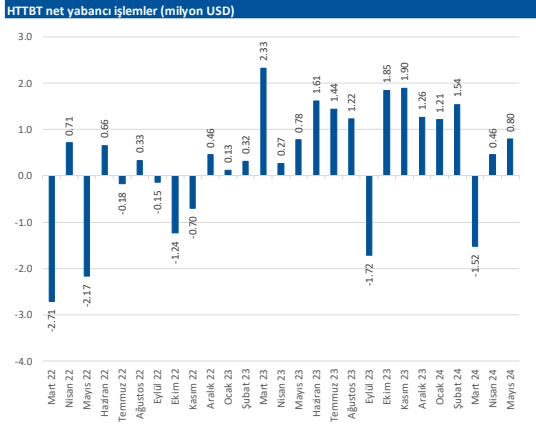
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonel

*3 yıllık ortalama 2021 - 2023, 5 yıllık ortalama 2019 - 2023 ve 10 yıllık ortalama 2014 - 2023 arasındaki yılları içermektedir.

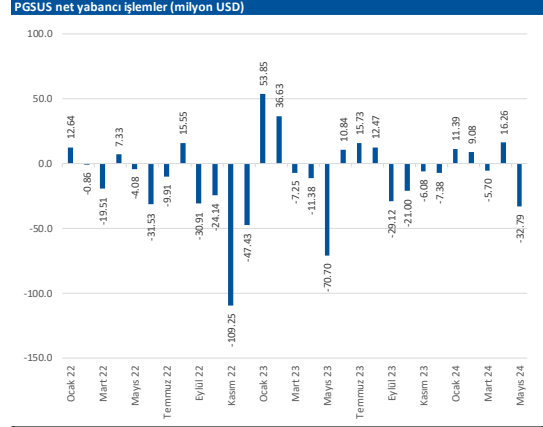
Havacılık sektörü net yabancı işlemleri



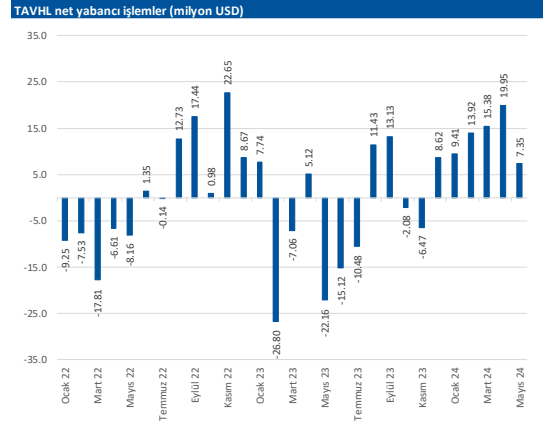
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Rasyonet



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Rasyonet



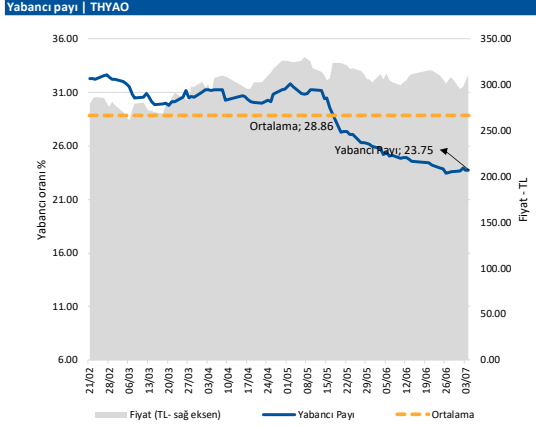
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Rasyonet



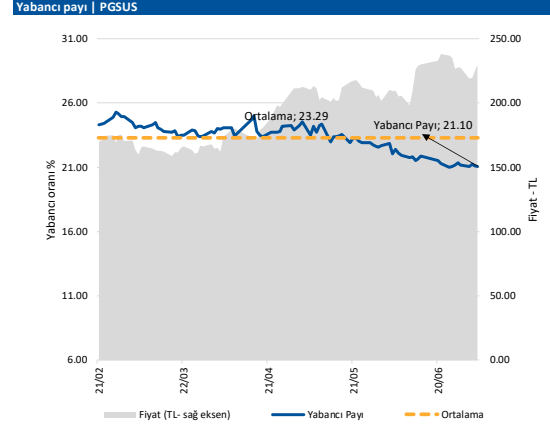
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Rasyonet

- Borsa İstanbul (BIST) tarafından açıklanan net yabancı işlemlerine baktığımızda (son veriler ışığında), Mayıs ayında, THYAO hissesinde -440 milyon dolar, PGSUS nezdinde -32.8 milyon dolar, HTTBT hissesinde +0.8 milyon dolar ve TAVHL cepesinde +7.4 milyon dolar pozisyonlanma söz konusudur.

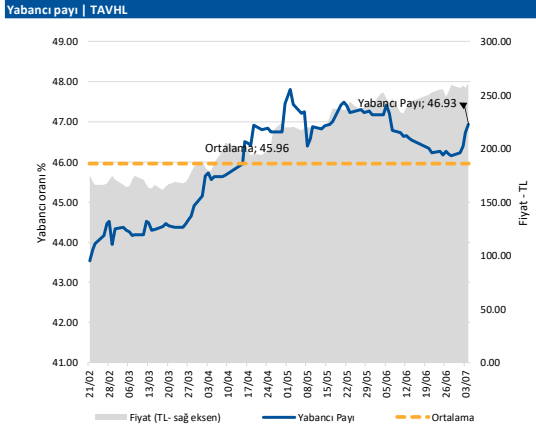
Son 90 güne ait yabancı payı & fiyat grafikleri



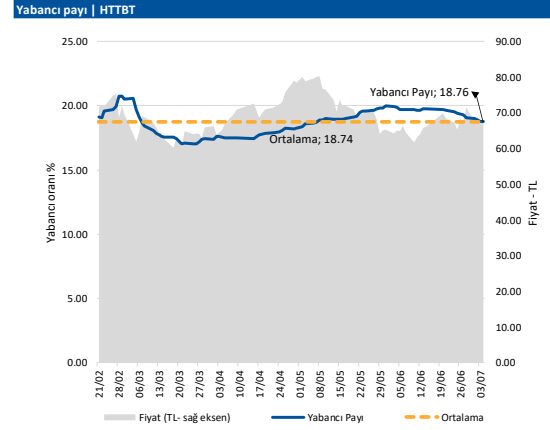
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Matriks, Rasyonet



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Matriks, Rasyonet



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Matriks, Rasyonet

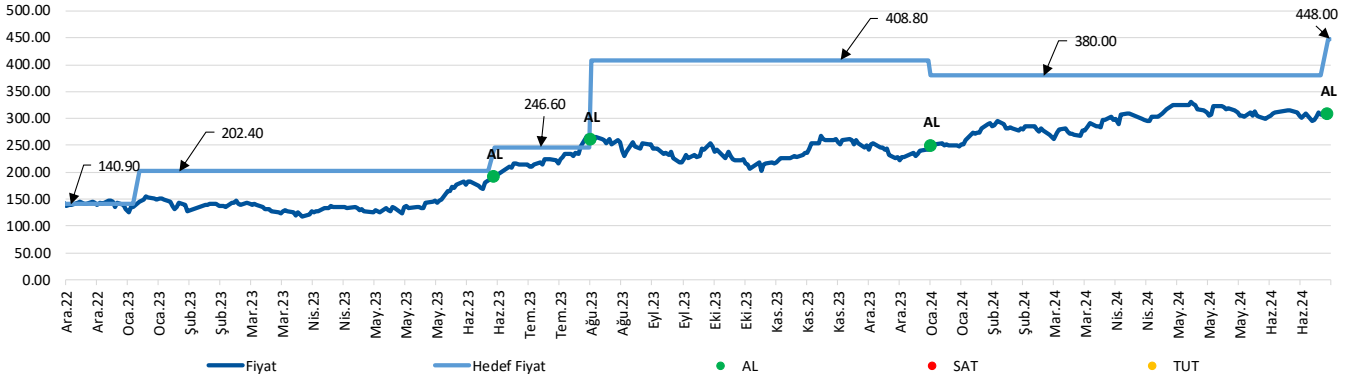


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Matriks, Rasyonet

Hedef fiyat ve öneri geçmişi

THYAO

Türk Hava Yolları için tarihsel önerilerimiz

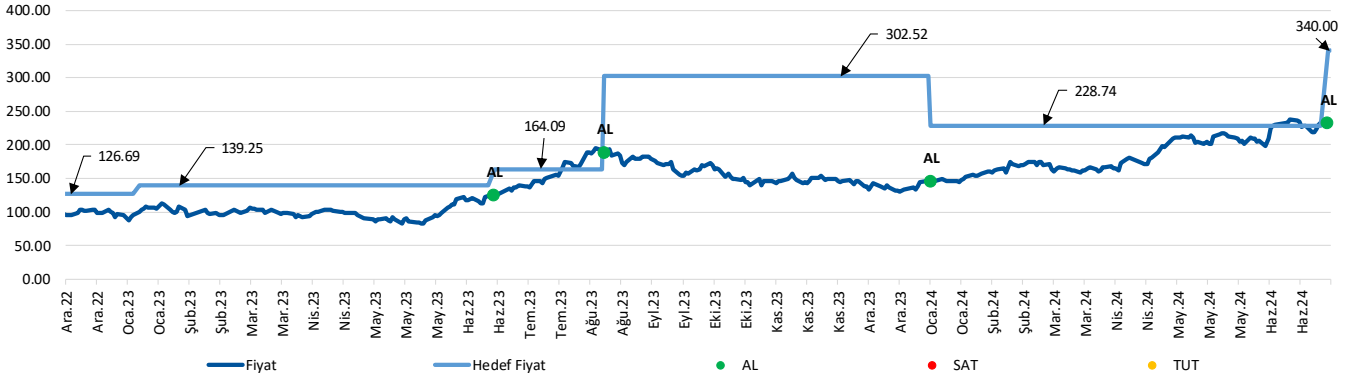


* Rapor çıkış tarihindeki hedef fiyatlar baz alınmıştır.

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

PGSUS

Pegasus Hava Taşımacılığı için tarihsel önerilerimiz

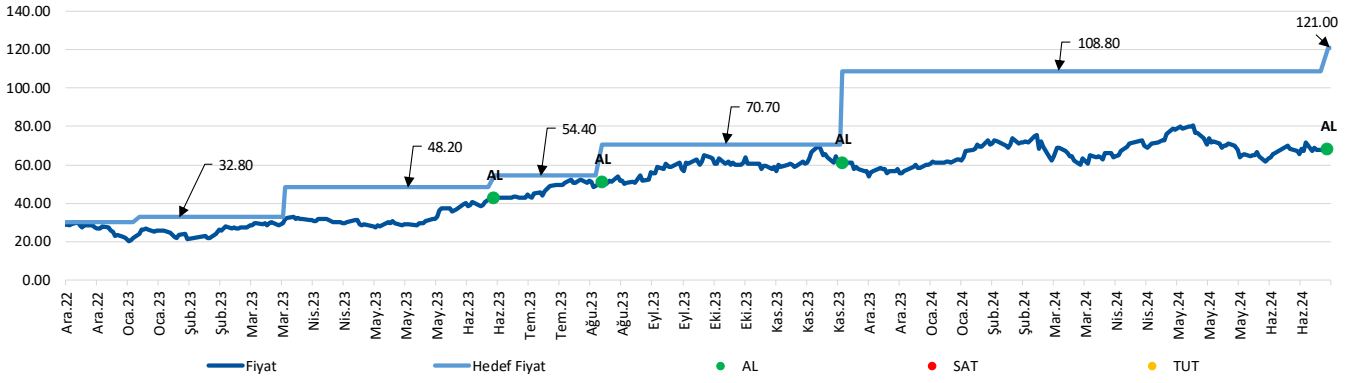


* Rapor çıkış tarihindeki hedef fiyatlar baz alınmıştır.

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

HTTBT

HİTİT BİLGİSAYAR HİZMETLERİ İÇİN TARİHSEL ÖNERİLERİMİZ

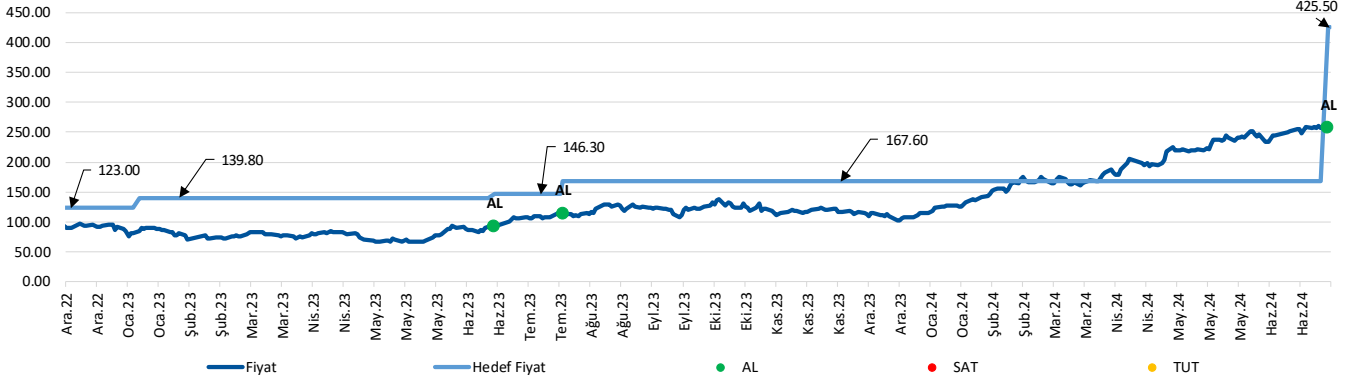


* Rapor çıkış tarihindeki hedef fiyatlar baz alınmıştır.

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

TAVHL

TAV HAVALİMANLARI İÇİN TARİHSEL ÖNERİLERİMİZ



* Rapor çıkış tarihindeki hedef fiyatlar baz alınmıştır.

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Yasal Uyarı

Bu rapor/e-posta içerisinde yer alan değerlendirmeler Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve hiçbir şekilde alış veya satış yapılması yönünde yönlendirme olarak değerlendirilmemelidir. Deniz Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit etmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk okuyucuların kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Deniz Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Deniz Yatırım ve DenizBank Finansal Hizmetler Grubu çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bu rapor/e-posta içerisinde yer alan bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler sermaye piyasası aracına yönelik bir yatırım tavsiyesi, alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve yatırım danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Buradaki içeriğin hiçbir bölümü Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, hiçbir şekil ve ortamda yayımlanamaz, alıntı yapılamaz ve kullanılamaz.

Derecelendirme

Deniz Yatırım Analistleri, her hisse senedi için bir veya birden fazla değerlendirme yöntemi kullanarak 12 aylık hedef değerler (fiyatlar) ve buna bağlı olarak potansiyel getirileri hesaplamaktadır. 12 ay derecelendirme sistemimiz; AL, TUT ve SAT olmak üzere 3 farklı genel yatırım tavsiyesi içerir.

AL: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **en az %20 ve üzerinde** oluşması şeklindeki değerlendirme ifade etmektedir.

TUT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0-20 aralığında** oluşması şeklindeki değerlendirme ifade etmektedir.

SAT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0'dan daha düşük** seviyelerde oluşması şeklindeki değerlendirme ifade etmektedir.

Derecelendirme	Potansiyel Getiri (PG), 12-ay
AL	≥%20
TUT	%0-20
SAT	≤%0

Kaynak: Deniz Yatırım

Deniz Yatırım Analistleri hisse senetlerini potansiyel katalizörler, tetikleyici gelişmeler, riskler ile piyasa, sektör ve rakip firma gelişmeleri ışığında değerlendirmektedir. Analistlerimiz genel yatırım tavsiyesinin kamuoyuyla paylaşılmasını takip eden süreçte hisse senetlerini titizlikle yakından takip etmeye devam etmekte; ancak, hisse senedi fiyatındaki dalgalanmalardan ötürü değerler, derecelendirme sistemimizdeki sınırları aştığı takdirde, analistlerimiz hisse senedi hakkında sundukları tavsiyeyi değiştirmemeyi ve/veya Gözden Geçirme (GG) sürecine almayı tercih edebilirler.