

# Havacılık Sektörü

## Koronavirüsü gerçeği – Bölüm 2

Selim Kunter

[selim.kunter@akyatirim.com.tr](mailto:selim.kunter@akyatirim.com.tr)

**Mart ayı boyunca görülen Covid-19 baskıları 1Ç20 yolcu trafiğini aşağı çekti.** DHMI verilerine göre, Covid-19 baskılarının arttığı ve global ölçekte getirilen uçuş kısıtlamaları nedeniyle, Mart ayında havalimanı yolcu trafiği bir önceki yılın aynı dönemine göre %49 daralarak 7,35 milyon yolcuya geriledi. Bunun sonucu olarak, 1Ç20 toplam yolcu trafiği %16 düşüş göstermiş oldu.

**1Ç20 trafik sonuçları TAV, Pegasus ve THY için ne anlatıyor?** Yıla güçlü başladıktan sonra Covid-19 salgını ve bunun sonucu olarak hem talep daralması hem de global ölçekte getirilen seyahat sınırlamaları nedeniyle 1Ç20 geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre havacılık sektörünün operasyonel performansı açısından bir miktar zayıflamaya işaret ediyor. Ancak, sektörün görünümü açısından, Covid-19 sonraki dönemde yaşanacak toparlamanın hızı, çeyreklik sonuçlardan daha ön planda olacaktır.

**2Ç20'de gözle görülür daralma öngörüyor ve 2020 beklentilerimizi ikinci kez aşağı revize ediyoruz.** Devam eden uçuş yasakları nedeniyle Nisan ayının sifıra yakın yolcu sayısı ile en zayıf trafiğin kaydedildiği ay olacağını hesaplıyoruz. Mayıs ve Haziran toparlaması ise Covid-19 için alınan önlemlerinin ne kadar etkili olduğuna bağlı olacaktır. Bu bağlamda geçtiğimiz ay yazdığımız raporda ([Koronavirüsü gerçeğini yansıtıyoruz – Bölüm 1](#)) değerlendirmelerimizde kullandığımız projeksiyonlar oldukça iyimser kalmış oldu. Bu nedenle, Bölüm 2'de, 2020 için Covid-19'un daha derin etkilerinin görüldüğü bir senaryo üzerinden tahminlerimizi güncelliyoruz. Sonuç olarak 2020'de %25 yolcu trafiği daralması, 2021 için ise önceki tahminimizden %10 düşük bir yolcu trafiği öngörüyoruz.

**Şirketler için beklentilerimizi aşağı revize ediyoruz; hem yukarı hem de aşağı yönlü riskler hala mevcut.** Korona'nın yarattığı yüksek belirsizlik ortamında, kapsamımızda bulunan 3 hisse için 2020 projeksiyonlarımızı aşağı revize ettik. Ancak, görüşün bulanık olduğu, problemin ne kadar süreceği ve etkisinin ne kadar olacağını bilmediği bu dönemde, tahminlerimize olan risklerin aşağı ya da yukarı yönlü olarak oldukça yüksek olduğunu görüyoruz. Sonuç olarak, Pegasus, THY ve TAV için 2020 FAVÖK tahminlerimizi sırasıyla %32, %37 ve %38 daha indirdik.

**Pegasus ve TAV'ın daha likit, THY'nin ise daha hassas olduğunu hesaplıyoruz.** Hesaplamalarımıza göre, operasyonların durduğu bir ortamda, Pegasus ve TAV'ın yaklaşık bir senelik sabit giderlerini karşılayacak nakiti bulunurken, THY 6-7 aylık bir nakte sahip. Kapsam dahilindeki 3 hisse arasından göreceli değerlemesi cazip, borçluluk oranı düşük olan Pegasus (HF: 60.00 TL/hisse, 'Endeks Üzeri Getiri') ve TAV'ı tercih ediyoruz (HF: 29.50 TL/hisse, 'Endeks Üzeri Getiri'). Risk/getiri profilinin daha az cazip olduğunu düşündüğümüz THY'nin ise tavsiyesini Nötr'e indiriyoruz (HF: 11:00 TL/hisse, 'Nötr').

Pegasus Hava Taşımacılık		PGSUS			
<b>Tavsiye</b>		<b>Endeks Üzeri Getiri</b>			
<b>Hedef fiyat, TL/hisse</b>		<b>60.00 (önceki 100.00)</b>			
Son kapanış, TL/hisse		40.28			
Yukarı potansiyel		%49			
Halka açıklık oranı		%36			
Piyasa değeri, TL mn		4,121			
Firma değeri, TL mn		14,473			
		<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020T</b>	<b>2021T</b>
F/K	5.7	3.6	13.3	2.7	
FD/FAVÖK	3.3	3.1	5.1	3.0	
FD/Ciro	0.8	1.0	1.4	0.9	
<b>Hisse verisi</b>	<b>1a</b>	<b>3a</b>	<b>6a</b>	<b>ytd</b>	
Nominal değişim	-%11	-%46	-%35	-%51	
BIST 100 rölatif	%4	-%32	-%31	-%39	
AOİH, TRYmn	275	238	207	232	

Türk Hava Yolları		THYAO			
<b>Tavsiye</b>		<b>Nötr (önceki Endeks Üzeri Getiri)</b>			
<b>Hedef fiyat, TL/hisse</b>		<b>11.00 (önceki 14.50)</b>			
Son kapanış, TL/hisse		9.53			
Yukarı potansiyel		%15			
Halka açıklık oranı		%50			
Piyasa değeri, TL mn		13,151			
Firma değeri, TL mn		79,788			
		<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020T</b>	<b>2021T</b>
F/K	5.7	4.0	n.m.	3.5	
FD/FAVÖK	4.7	6.5	10.1	5.7	
FD/Ciro	1.1	1.2	1.6	1.1	
<b>Hisse verisi</b>	<b>1a</b>	<b>3a</b>	<b>6a</b>	<b>ytd</b>	
Nominal değişim	-%14	-%33	-%18	-%34	
BIST 100 rölatif	%1	-%15	-%13	-%19	
AOİH, TRYmn	916	1,615	1,513	1,648	

TAV Havalimanları		TAVHL			
<b>Tavsiye</b>		<b>Endeks Üzeri Getiri</b>			
<b>Hedef fiyat, TL/hisse</b>		<b>29.50 (önceki 34.00)</b>			
Son kapanış, TL/hisse		16.98			
Yukarı potansiyel		%74			
Halka açıklık oranı		%40			
Piyasa değeri, TL mn		6,169			
Firma değeri, TL mn		11,833			
		<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020T</b>	<b>2021T</b>
F/K	6.2	3.9	926.8	7.1	
FD/FAVÖK	5.9	6.6	6.7	3.7	
FD/Ciro	2.7	2.8	2.6	1.6	
<b>Hisse verisi</b>	<b>1a</b>	<b>3a</b>	<b>6a</b>	<b>ytd</b>	
Nominal değişim	-%4	-%37	-%21	-%37	
BIST 100 rölatif	%12	-%20	-%17	-%23	
AOİH, TRYmn	56	63	54	61	

Kaynak: AK Yatırım Araştırma  
Rapor fiyatları 7 Nisan, 2020

# AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak 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 ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2019