

Hisse Verileri

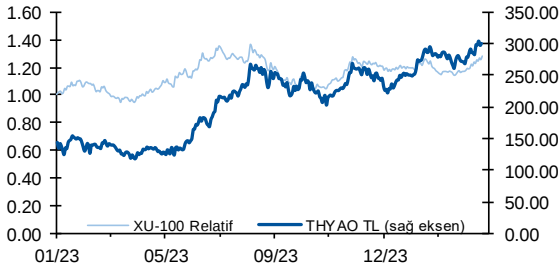
Bloomberg Hisse Kodu	THYAO
Mevcut Fiyat (TL)	300.00
Hedef Fiyat (TL)	380.00
Getiri Potansiyeli (%)	27%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	120.20 308.50
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	10,002
Sermaye (mln TL)	1,380
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	414,000
Hedeflenen Piyasa Değeri	524,400
Net Borç	242,746
Firma Değeri	656,746

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	8%	27%	134%	31%
BIST100 Rölatif Getiri	10%	8%	30%	10%

Hisse Performansı



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma Strateji ve Araştırma, Rasyonel Fiyatlar 03 Nisan 2024 tarihi itibarıyla.

Türk Hava Yolları (THYAO TI)

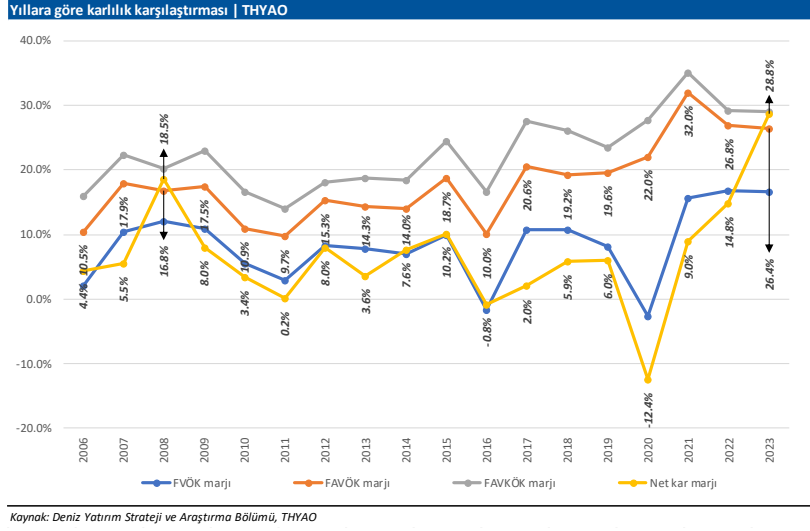
4Ç23'te beklentilerin üzerinde güçlü finansal sonuçlar

Değerlendirme: Olumlu

Türk Hava Yolları, 4Ç23'te 5.119 milyon USD gelir (Konsensus: 4.980 milyon USD / Deniz Yatırım: 4.968 milyon USD), 1.069 milyon USD FAVÖK (Konsensus: 940 milyon USD / Deniz Yatırım: 994 milyon USD) ve 3.233 milyon USD net kar (Konsensus: 354 milyon USD net kar / Deniz Yatırım: 532 milyon USD net kar) açıkladı. Türk Hava Yolları, artan yolcu sayısı ve yolcu geliri, akaryakıt fiyatlarındaki geri çekilme ve enflasyon muhasebesi kaynaklı ertelenmiş vergi geliri etkisiyle 2023 yılını güçlü finansal sonuçlar ile tamamladı. Açıklanan sonuçların hisse performansı üzerinde olumlu bir etki yaratacağını düşünürken, 2023 yılı ve son çeyreğe yönelik detaylı incelememizi aşağıda bulabilirsiniz.

- 2019'da 74 milyon olan toplam yolcu sayısına Türk Hava Yolları, 2022 yılında oldukça yaklaştı. 2023 yılını bitirdiğimizde ise Türk Hava Yolları'nın toplam yolcu sayısının 83 milyon rakamının üzerine çıktığını ve 2019 yılının %12 üzerinde yolcuya hizmet verdiğini görmekteyiz. 2022 yılında 2019'un üzerinde gerçekleşen yurt dışı yolcu sayısı 2023 yılında 2019'un %21 üzerinde yolcu sayısına ulaşmıştır. Yurt içi yolcu sayısı ise 2023 yılında 2019'a paralel performans göstermiştir. 2023 yılında Toplam Arz Edilen Koltuk (Km) 2019'un %25, 2022'nin ise %16 üzerinde gerçekleşmiştir.
- Yolcu gelirleri 4Ç23'te geçen yılın aynı dönemine göre %7,8 yükselirken, kargo gelirleri %3,3 azalmıştır. Toplam gelirler 4Ç23'te geçen yılın aynı dönemine göre %7,3 artmıştır. 2023 yıl toplamında baktığımızda ise yolcu gelirlerindeki artış %24 olurken, toplam gelirler geçen yıla göre %13,7 artış göstermiştir.
- Havacılık sektörünün en büyük maliyet kalemini oluşturan akaryakıt fiyatlarındaki gerileme üçüncü çeyrekte de karlılığı etkileyen en önemli unsur olarak karşımıza çıkmıştı. Beklenti raporumuzda da yer verdiğimiz üzere, son çeyrekte jet yakıt fiyatlarında yaşanan artış, daha sonrasında düşüşe geçse de Şirket operasyonlarına gecikmeli yansıdığı için son çeyrekte baskı oluşturmuştur. 4Ç23'te akaryakıt giderleri geçen yıl aynı döneme göre %6,7'lik sınırlı artış göstermiştir.
- 2023 yılında akaryakıt gideri toplam maliyetlerin %34,1'ini, personel gideri ise %17,8'ini oluşturmuştur. 2022 yıl sonuna baktığımızda ise, bu oranlar, sırası ile, %41,2 ve %13,6'dır. Yıl genelinde toplam giderlerde ise akaryakıt giderlerindeki azalışın katkısıyla %16,3'lük artış olmuştur.
- 4Ç23'te FAVÖK geçen yılın aynı dönemine göre %15,4 azalarak 1.069 milyon USD, FAVKÖK (EBITDAR) ise bu dönemde geçen sene aynı döneme göre %13,0 azalarak 1.213 milyon USD olarak gerçekleşmiştir. 2023 yılına baktığımızda ise FAVÖK %11,7 artarak 5.525 milyon USD'ye yükselmiştir. Şirket'in operasyonel karlılığı, pandemi öncesi seviyenin üzerinde seyretmeye devam etmiştir; ancak, 2022 yılının hafif gerisinde gerçekleşmiştir. FAVÖK marjı geçen yıla göre 0.4 puan azalarak %26,4 seviyesinde gerçekleşmiştir.

- Aşağıdaki grafikte Türk Hava Yolları'nın FVÖK, FAVÖK, FAVKÖK ve net kar marjlarına göre tarihi geçmişini görebilirsiniz. FAVÖK ve net kar marjı grafik üzerinde yazı ile ayrıca belirtilmiştir.



- Operasyonel karlılıkta yaşanan geri çekilme daha önce Pegasus bilançosunda da gördüğümüz ve sıklıkla raporlarımızda yer verdiğimiz, henüz birçok havayolu şirketinin 2019 finansal ve operasyonel performansına ulaşamamışken Türk havacılık şirketlerinin pandemi sonrası pozitif ayrıştığı ve artık normalleşme sürecine girdiği yönündeki düşüncelerimizi destekler nitelikte. Öyle ki 2023 yıl sonu finansallarına göre, Avrupa'da Türk Hava Yolları'nın en büyük rakiplerinden biri olan Lufthansa'nın FVÖK marjı %7,6'ya (THY: FVÖK %16,7) ulaşırken, Air France'ın faaliyet karı %5,9 seviyesindedir.
- Bunun yanı sıra Türk Hava Yolları, seçtiğimiz benzer şirketler ve Türk Hava Yolları'na yönelik Bloomberg Terminalinde yer alan tahminlere göre, 2024 ve 2025 yıllarında iskontosu ile ön plana çıkmaktadır.

Şirket İsmi	Ülke	FD/FAVÖK		F/K	
		2024T	2025T	2024T	2025T
DEUTSCHE LUFT-RG	ALMANYA	2.9	2.8	4.9	4.6
AIR FRANCE-KLM	FRANSA	2.5	2.3	2.6	2.1
AIR CHINA LTD-A	ÇİN	7.5	7.0	20.5	13.6
DELTA AIR LI	ABD	5.1	4.8	7.2	6.4
Medyan		4.0	3.8	6.1	5.5
Türk Hava Yolları	Türkiye	3.8	3.0	4.9	4.1
Prim/(İskonto)		-6.6%	-18.9%	-18.4%	-25.1%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

- Gelelim net kar tarafına. Fonksiyonel para birimi USD olan Türk Hava Yolları'nın, TFRS tablolarda enflasyon muhasebesinden etkilenmeyeceğine, ancak, VUK tarafında enflasyon muhasebesine tabi olacağını biliyorduk. Yayınladığımız beklenti raporunda Şirket'in sahip olduğu uçaklar paralelinde enflasyon muhasebesi kaynaklı net kar elde etmesini beklediğimizi, ancak, enflasyon muhasebesine tabi olacak parasal olmayan varlıklar için yeterli veri olmamasına ek, Şirket'in varlıklar için hangi yöntemle kayıt oluşturduğunu bilmediğimiz için hesaplama yapmanın yanıltıcı olacağına değinmiştik. Yayınladığımız beklentimizde net kar tahminimizi geçmiş ortalamaların üzerinde tutarak yukarı yönlü net kara işaret etmiştik. Türk Hava Yolları bugüne kadar VUK tablolarda özellikle uçak değerlerinin TL bazında düşük değerle kalmış olması ana nedeniyle 3.043 milyon USD enflasyon düzeltmesinden kaynaklanan ertelenmiş vergi geliri elde etmiştir. 9A23 döneminde 2.788 milyon USD net kar elde eden Şirket'in enflasyon muhasebesi etkisiz net kar rakamı 2.915 milyon USD olarak gerçekleşmiştir. Bu net kar rakamı 2022 yılına göre %7'lik artışa işaret etmektedir. Enflasyon muhasebesini dahil ettiğimizde ise 2023 yılında net kar rakamının 6.077 milyon USD olarak gerçekleştiğini görmekteyiz.
- Şirket'in 2022 yıl sonunda 1.7x olan net borç/FAVÖK rasyosu net borçtaki azalmanın katkısıyla 2023 yılında 1.3x seviyesinde gerçekleşti.

- Enflasyon muhasebesi ile UFRS ve VUK tablolarının birbirine yakınsaması doğrultusunda Şirket'in 2024 yılında, "Tekrar temettü dağıtır mı?" ya da "Bedelsiz sermaye artırımı ile karşılaşır mıyız?" sorularının aklımıza geldiğine yer vermiştik. Yapılan KAP bildirimi ile Genel Kurul'a temettü ödemesi önerisinin yapılmadığını görmekteyiz. Bu doğrultuda bedelsiz sermaye artırımı beklentimiz güçlenmekte. 9A23 verilerine göre, %688 olan bedelsiz potansiyeli son açıklanan veriler ile %874'e yükselmiş durumda.

$$(Bedelsiz Potansiyeli = [Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar - Ödenmiş Sermaye] / Ödenmiş Sermaye)$$

- Türk Hava Yolları sunumunda enflasyon muhasebesiz ve enflasyon muhasebeli rakamlara göre finansal rasyolarını aşağıdaki gibi hesaplamıştır.

THY hesaplamasına göre		
	TM29 öncesi	TM29 sonrası
F/K	3.7	1.8
PD/DD	0.9	0.7
FD/FAVÖK	3.3	3.3
Net borç/FAVÖK	1.3	1.3

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, THYAO

Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamasına göre		
	TM29 öncesi	TM29 sonrası
F/K	4.6	2.5
PD/DD	1.1	0.9
FD/FAVÖK	5.7	5.7

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, THYAO, Rasyonet

*Enflasyon muhasebesi kaynaklı elde edilen tek seferlik gelirler 2023 yılı ortalama dolar kuru ile hesaplanarak TL açıklanan kardan düşülmüştür.

- Şirket, 2023 yıl sonunda hizmet verdiği uçak sayısını 440'a yükseltmiştir. 4C23'te 7 adet A321/320 NEO, 2 adet A-350-9 ve 2 adet B787-9 tipi uçak filoya katılmıştır. Son katılan uçaklar ile toplam filo içindeki Boeing oranı %45, Airbus oranı %55 olmuştur.
- **Genel değerlendirme:** Mevcut durumda Türk Hava Yolları için 12-aylık hedef fiyatımız 380,00 TL seviyesinde bulunurken, önerimiz de AL yönünde. Şirket, 4 Nisan'da TSİ 17.00'da telekonferans gerçekleştirecek. Hisse, yıl başından bu yana BIST 100 Endeksi'nin %10 üzerinde performans göstermiştir. Geriye dönük 12 aylık verilere göre hisse 2,5x F/K ve 5,7x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

! Hatırlayacak olursak, 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 biri olan SmartIST'in sunduğu imkânlardan faydalanılarak taşınan kargoyu 2033 yılında 3,9 tona çıkarmak ve dünyanın ilk üç kargo hava yolundan biri 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 arttırmak,
- ★ Dijital dönüşüm alanında yeni projeler geliştirerek en iyi dijital deneyim sunan 3 hava yolundan biri olmak,
- ★ Sürdürülebilir bir havayolu olunması hedefiyle:
 - Operasyonel iyileştirme projeleri, karbon dengeleme, yenilebilir enerji ve SAF kullanımı ile birlikte 2050 yılında "karbon nötr" hava yolu 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 sağladığımız katkısı 2023 yılında 56 milyar dolardan, 2033 yılında 144 milyar dolara çıkarmak,
- ★ Tüm iştirakleri ile birlikte çalışan sayısını yaklaşık 148 bine ulaştırmak şeklindedir.

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 genel nitelikte 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 yayınlanamaz, alıntı yapılamaz ve kullanılamaz. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

© DENİZ INVEST 2024

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 değerlemeyi ifade etmektedir.

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

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

Derecelendirme	Potansiyel Getiri (PG), 12-ay
AL	$\geq$ %20
TUT	%0-20
SAT	$\leq$ %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.