

Havacılık

Analist: Kerem Demirtaş
KDemirtas@halkyatirim.com.tr

Türk Hava Yolları

Marjlarda dalgalanmaya karşın büyümenin devamını bekliyoruz

Pandemi sonrası kapasite artışları ve ertelenen talebin etkisiyle rakiplerine kıyasla hızlı bir büyüme kaydeden Türk Hava Yolları, 2024 yılının ilk yarısında artan rekabet ve normalleşmeyle başlayan yolcu birim gelirlerin etkisiyle marjlarında gerileme kaydetti. Diğer yandan, kargo operasyonlarında güçlü seyir hakim oldu. Şirketin taşıdığı toplam kargo miktarı yılın ilk yarısında geçen senenin aynı dönemine göre %32,3 artışla 989 bin tona ulaştı. Jeopolitik risklerin yanı sıra yolcu birim gelirlerde gerileme beklentimize karşın, artan yolcu sayısı ve güçlü kargo operasyonlarının desteğiyle ciro büyümesinin devam etmesini bekliyoruz. Bu doğrultuda, 2024'te toplam cironun yıllık bazda %7,8 artışla 22,6 milyar dolara ulaşacağını öngörüyoruz. THY için 2024 ve 2025 yılı FD/FAVÖK çarpanlarını sırasıyla 3,5x ve 3,2x; F/K çarpanlarını ise 3,1x ve 2,4x olarak tahmin ediyoruz. **Türk Hava Yolları hissesini 409 TL hedef fiyatı ve "AL" tavsiyesiyle yeniden Araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz.**

✓ **Yolcu birim gelirlerinde normalleşme.** İkinci çeyrek ile birlikte rekabette yaşanan artışın ve talepteki yavaşlamanın devam ettiğini söyleyebiliriz. Ayrıca Orta Doğu'da yaşanan jeopolitik sorunlar da yolcu sayısındaki artışı baskılayan etkenler arasında yer aldı. Talep ortamındaki normalleşmeyle, yolcu sayısının 2024'te %6,2 artışla 88,5 milyona yükselmesini bekliyoruz. Ayrıca, 2022 yılında 8,79 sent, 2023'te ise 9,14 sente ulaşan yolcu birim gelirlerinin bu yıl %2,9 düşüşle 8,88 sente gerileyeceğini tahmin ediyoruz. Diğer taraftan, yolcu birim gelirlerindeki azalışın yolcu sayısındaki artışla telafi edileceğini, bu doğrultuda da yolcu gelirlerinin 2024'te %5,0 artışla 18,6 milyar dolara yükseleceğini tahmin ediyoruz.

✓ **Kapasite artışları devam edecek.** Yılın ilk yarısında toplam kapasite önceki yılın aynı dönemine göre %10,2 artışla 122,1 milyar AKK'ya yükseldi. Kapasite artışında Uzak Doğu ve Amerika güçlü büyüme kaydetti. Şirket yılın geri kalanında talebe ilişkin ortamı yakından izlediğini ve kapasiteyi buna göre ayarlamaya devam edeceklerini belirtiyor. Artan filo beraberinde, Uzak Doğu ve Amerika cephesinde gözlenen güçlü seyrin AKK üzerinde destekleyici faktör olmaya devam edeceğini düşünüyoruz. 2024 yılında toplam kapasitenin %9,3 artışla 256,7 milyar AKK'ya ulaşacağını tahmin ediyoruz. Şirketin 2024'e ilişkin AKK beklentisi ise yaklaşık %10 seviyesinde bulunuyor. Şirket 2024 yıl sonunda filosunun ise 483 adete ulaşmasını (2023: 440) hedefliyor.

Riskler: Havayolları arasında artan rekabet ve talebe ilişkin zayıf görünüm ile yolcu birim gelirlerinde aşağı yönlü baskının kuvvetlenmesi, akaryakıt ve personel maliyetlerinin beklentimizin üzerinde seyretmesi, yeni uçak teslimatlarındaki gecikmeler, Orta Doğu'daki jeopolitik gelişmeler, salgın hastalıkların epidemik boyuttan çıkarak yaygınlaşması ve kurda reel değerlenmenin aşırı bölgeye geçmesi ana risk unsurları arasında sıralanabilir.

AL

Hisse Fiyatı: 295,00 TL

Hedef Fiyat: 409,00 TL

Getiri Potansiyeli: %39

Özet Veriler

Hisse Kodu	THYAO
Cari Fiyat (TL)	295.00
52H En Yüksek (TL)	332.00
52H En Düşük (TL)	203.00
Piyasa Değeri (mn TL)	407,100
Piyasa Değeri (mn USD)	11,979
Halka Açıklık Oranı (%)	50.88
Konsensus HF (TL)	446.69
Konsensus Tavsiye	%95 A / %5 T / %0 S
3A Hacim (mn USD)	282.9
HLV HBK (2024T)	74.1
Konsensus HBK (2024T)	68.0

Tahminler ve Rasyolar	2022G	2023G	2024T	2025T
Net Satışlar (mn TL)	311.169	504.398	753.906	975.657
Yıllık Büyüme	219,5%	62,1%	49,5%	29,4%
FAVÖK (mn TL)	84.758	136.511	165.940	215.983
Yıllık Büyüme	167,9%	61,1%	21,6%	30,2%
Net Kar (mn TL)	47.429	163.003	102.237	131.619
Yıllık Büyüme	477,5%	243,7%	-37,3%	28,7%
FAVÖK Marjı	27,2%	27,1%	22,0%	22,1%
Net Kar Marjı	15,2%	32,3%	13,6%	13,5%
FD/Satışlar	1,2x	1,1x	0,8x	0,7x
FD/FAVÖK	4,4x	4,1x	3,5x	3,2x
F/K	4,1x	1,9x	3,1x	2,4x
PD/DD	1,1x	0,7x	0,4x	0,3x
Hisse Başı Kar (TL)	34,4	118,1	74,1	95,4

Fiyat Performansı



Geniş uçuş ağı büyümeye imkan sağlıyor

Pandemi sonrası güçlü kapasite artışları ve talebin etkisiyle şirket 2023'te 83,4 milyon yolcu sayısına ulaştı. Böylelikle toplam yolcu sayısı 2022'nin %16,1, 2019'un ise %12,2 üzerinde gerçekleşti. 2024'ün ilk yarısında ise toplam yolcu sayısı %4,8 artışla 40,6 milyon oldu. Diğer yandan şirketin toplam kapasitesi 2023 yılında 234,8 milyar AKK ile 2022'nin %16,4, 2019'un ise %25,1 üzerinde gerçekleşti. Bu yılın ilk çeyreğinde AKK %13,0, ikinci çeyrekte %7,7 artış kaydetti. Böylelikle 2024'ün ilk yarısında toplam kapasite bir önceki yılın aynı dönemine göre %10,2 artışla 122,1 milyar AKK'ya ulaştı. Rakip havayollarının ek kapasite artışları sebebiyle artan rekabet ve talep ortamında yavaşlama yolcu sayısının artış hızında baskıya neden olmaktadır. Öte yandan şirket 2Ç24 itibarıyla 130 ülkede 296 uluslararası noktaya uçuş gerçekleştiriyor. Geniş uçuş ağı, bölgesel risklere karşı operasyonel esnekliğe kolaylık sağlıyor. Ayrıca benzerlerine kıyasla birim gelirlerdeki daha az aşınma büyüme için daha fazla alan tanıyor. Bu doğrultuda, toplam yolcu sayısının bu yıl %6,2 artışla 88,5 milyona ulaşmasını bekliyoruz. Kapasitenin yıl sonunda %9,3 artışla 256,7 milyar AKK'ya yükselmesini, yolcu doluluk oranının ise 0,9 puan düşüşle %81,7'ye gerileyeceğini tahmin ediyoruz. Yolcu birim gelirlerdeki düşüş beklentimize karşın, artan yolcu sayısının katkısıyla bu yıl yolcu gelirlerinin %5,0 artışla 18,6 milyar dolara yükselmesini bekliyoruz.

Jeopolitik gelişmeler ve e-ticaret kargo tarafını desteklemeye devam ediyor

2023 yılının son çeyreğinde artan jeopolitik gelişmeler ile yükselmeye başlayan navlun fiyatlarının yanı sıra e-ticaret büyümesinin etkisiyle kargo gelirlerinin toplam ciro içerisindeki payı %15,7'ye yükseldi (6A23: %12,5). Şirketin taşıdığı toplam kargo miktarı ise yılın ilk yarısında geçen senenin aynı dönemine göre %32,3 artışla 989 bin tona ulaştı. 2020 yılında %4,7 pazar payına sahip olan Turkish Cargo 2023'e gelindiğinde pazar payını %5,2'ye yükseltti. 6A24'te ise taşınan kargo ton kilometre bazında dünyanın en büyük üçüncü kargo havayolu şirketi oldu. Yılın geri kalanında deniz taşımacılığına ilişkin devam eden kısıtların da etkisiyle kargo faaliyetlerinin güçlü görünümünü koruyacağını öngörüyoruz. Bu sene taşınan kargo+posta miktarının yıllık bazda %19,9 artış kaydederek, 1.989 bin tona ulaşmasını bekliyoruz. Kargo gelirlerinin yıllık %25,2 artışla 3,25 milyar dolara ulaşacağını ve toplam gelirden aldığı payın %14,4'e (2023: %12,4) yükseleceğini tahmin ediyoruz.

Artan likidite ile güçlenen bilanço

Şirketin 2020 yılında 14,0 milyar dolara yükselen net borcu 2023'te 7,3 milyar dolara geriledi. Başarılı bilanço yönetimi ve artan likiditenin etkisiyle ikinci çeyrek sonu itibarıyla net borç 5,8 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti. 2020 yılında 1,9 milyar dolar seviyesinde bulunan likidite Haziran 2024 itibarıyla 6,4 milyara dolara yükselirken, gelirlere oranı %29 seviyesinde gerçekleşti. Aynı dönemde net borç/FAVÖK oranı 2023 yıl sonundaki 1,3x'den 1,1x'e geriledi. 2020 yılında bu oran 9,5x'e kadar yükselmişti. Şirketin başarıyla yönettiği maliyet azaltma politikası ve artan likiditesi ile net borcunun 2024 yıl sonunda 7,1 milyar dolar seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Dolar bazında net borç/FAVÖK oranı beklentimiz ise 1,4x seviyesinde bulunuyor.

Riskler

Maliyet baskısı güçleniyor

Ana temanın artan rekabet ve birim gelirlerde normalleşme olduğu bu dönemde, karlılık için maliyet yönetimi önemli olacak. Yılın ilk yarısında akaryakıt hariç CASK'taki artış karlılık üzerinde baskı oluşturmaya başladı. Maaş zamları nedeniyle artan personel giderleri, enflasyonun gecikmeli etkilerinin görüldüğü yer hizmetleri ile yolcu hizmet ve ikram giderleri maliyet baskısının en çok hissedildiği kalemler oldu. Ayrıca GTF kaynaklı sorunlar da öne çıkan gelişmeler arasındaydı. Bu yıl CASK'ın geçen seneye göre %2,8, akaryakıt hariç CASK'ın ise %7,0 artmasını bekliyoruz. Beklentilerimizin üzerinde maliyet artışları ve birim gelirlerdeki daralma, tahminlerimiz üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.

Jeopolitik ve salgına ilişkin riskler gündemdeki yerini koruyor

2023 yılının son aylarında Orta Doğu'da başlayan savaşa ilişkin gelişmeler şirketin bölgedeki operasyonlarını etkilemeye devam ediyor. 2024'ün ilk yarısında AKK %10,1, yolcu birim gelir %1,1 azalış kaydetti. Ayrıca dış hat yolcu sayısının bölgesel dağılımında Orta Doğu'nun payı %15'e (6A23: %18) geriledi. Şirketin geniş uçuş ağı operasyonel esnekliğe kolaylık sağlasa da jeopolitik gelişmelerin risk unsuru olmaya devam etmesini bekliyoruz. Jeopolitik gelişmelerin yanı sıra, geçtiğimiz günlerde Dünya Sağlık Örgütü'nün maymun çiçeği virüsü nedeniyle acil durum ilan etmesini havacılık sektörü için yakından takip edilecek risk unsurlarından biri olarak görüyoruz. Virüsün yeni varyantına ilişkin artan endişelere karşın henüz pandemi dönemindekine benzer bir şekilde kapanmaların gündemde olmadığını da belirtmek isteriz.



Değerleme Özeti

Değerleme Özeti

Türk Hava Yolları için 12 aylık hedef piyasa değerine ulaşırken USD bazlı modelimizde, sektör uygulamasına paralel olarak, hedef FD/FAVÖK çarpanı yöntemini kullandık. Tahminlerimize göre şirketin 2024'te 4,9 milyar dolar, 2025'te 5,4 milyar dolar FAVÖK elde etmesini bekliyoruz. Böylelikle 4,4x ve 4,3x hedef FD/FAVÖK çarpanları ile bu yıl 21,73 milyar dolar, 2025'te 22,98 milyar dolar firma değerine ulaşıyoruz. Net borç projeksiyonumuz ise 2024 için 7,1 milyar dolar, 2025 içinse 9,1 milyar dolar seviyesinde bulunuyor.

Bu doğrultuda 12 aylık piyasa değeri olarak 14,02 milyar dolar seviyesine ulaşıyoruz. THY için 12 aylık hedef fiyatımızı %39 getiri potansiyeli ile 409,00 TL olarak hesaplıyoruz.

Tablo 1: Değerleme Özeti

Özet Değerleme Tablosu		
(USD mn)	2024T	2025T
FAVÖK	4.939	5.383
Hedef FD/FAVÖK	4,4	4,3
Hedef Firma Değeri	21.733	22.975
Net Borç	7.104	9.110
Hedef Piyasa Değeri	14.630	13.865
Ağırlık	20%	80%
12 aylık Hedef Piyasa Değeri (USD mn)		14.018
12 aylık Hedef Piyasa Değeri (TL mn)		564.234
Güncel Piyasa Değeri (TL mn)		407.100
Yükseliş Potansiyeli		39%
Hisse Fiyatı (TL)		295
12 aylık Hedef Fiyat (TL)		409

Tablo 2: Operasyonel Faaliyetler

	2021	2022	2023	2024T	2025T
Trafik Verileri					
Yolcu Sayısı (bin)	44.792	71.818	83.378	88.531	95.052
İç Hat	20.146	25.489	30.368	32.970	35.814
Dış Hat	24.646	46.329	53.010	55.561	59.237
AKK (mn)	127.781	201.735	234.841	256.720	279.520
ÜYK (mn)	86.708	162.665	193.932	209.744	228.453
Doluluk Oranı	67,9%	80,6%	82,6%	81,7%	81,7%
Kargo + Posta (Ton)	1.881	1.679	1.659	1.989	2.051
Birim Gelir (USc)					
Yolcu RASK	5,00	7,08	7,55	7,25	7,30
Yolcu Birim Gelir	7,37	8,79	9,14	8,88	8,93
RASK	8,36	9,13	8,92	8,79	8,72
Birim Gider (USc)					
CASK	7,37	7,79	7,78	7,99	7,95
Akaryakıt Hariç CASK	5,21	4,58	5,13	5,48	5,52

Kaynak: Türk Hava Yolları, HLY Araştırma



Operasyonlar ve Finansallar

Talep ortamında normalleşme

Şirketin toplam yolcu sayısı yılın ilk yarısında 2023'ün aynı dönemine göre %4,8 artışla 40,6 milyona yükseldi. Düşük sezon olarak değerlendirilen birinci çeyrekte %8,4'lük artışın ardından ikinci çeyrekte yolcu sayısındaki büyüme hızı %2,1'e geriledi. Yurt içi hatlarda yolcu sayısı ikinci çeyrekte %0,5 ile sınırlı büyüme kaydederken, dış hat yolcu sayısı %3,1 arttı. İkinci çeyrek sonuçlarının ardından yılın ilk yarısında iç hat yolcu sayısı 14,9 milyon, dış hat yolcu sayısı ise 25,7 milyon olarak gerçekleşti. 6A24 döneminde dış hat yolcu sayısının bölgesel dağılımını incelediğimizde Avrupa'nın %52 ile ilk sırada yer aldığını görüyoruz. Aynı dönemde güçlü kapasite artırımlarının etkisiyle Uzak Doğu'nun payı %15'e (6A23: %13) yükselirken, jeopolitik risklere ilişkin gelişmelerle Orta Doğu'nun payı %15'e (6A23: %18) geriledi. İkinci çeyrek ile birlikte rekabette yaşanan artışın ve talep ortamındaki momentum kaybının devam ettiğini söyleyebiliriz. Ayrıca Orta Doğu'da yaşanan jeopolitik sorunlar da yolcu sayısındaki artışı baskılayan etkenler arasında yer aldı. Talep ortamındaki normalleşmeyle, yolcu sayısının 2024'te %6,2 artışla 88,5 milyona yükselmesini bekliyoruz.

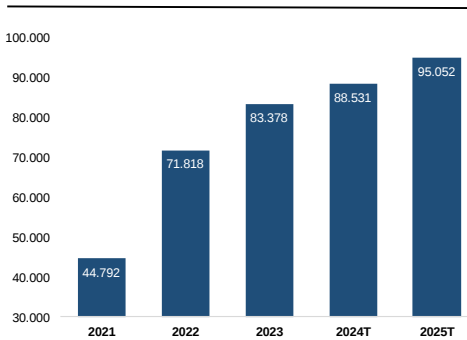
Kapasite artırımları devam ediyor

İkinci çeyrekte yolcu kapasitesi %7,7 artışla 63,6 milyar AKK olarak gerçekleşti. Dış hatlarda kapasite büyümesi %9,6 artış kaydederek 56,9 milyar AKK'ya ulaştı. Yılın ilk yarısında ise toplam kapasite önceki yılın aynı dönemine göre %10,2 artışla 122,1 milyar AKK'ya yükseldi. Kapasite artışında Uzak Doğu ve Amerika güçlü büyüme kaydetti. Yılın ilk yarısında kapasite Uzak Doğu'da %30,3, Amerika bölgesinde ise %10,8 arttı. Diğer yandan Orta Doğu'da yaşanan savaşa ilişkin gelişmelere bağlı olarak şirketin aldığı aksiyonlar sonucu buradaki kapasite %10,1 daraldı. Şirket talebe ilişkin ortamı yakından izlediğini ve kapasiteyi buna göre ayarlamaya devam edeceklerini belirtiyor. 2024 yılında toplam kapasitenin %9,3 artışla 256,7 milyar AKK'ya ulaşacağını, doluluk oranının ise 0,9 puan düşüşle %81,7'ye gerileyeceğini tahmin ediyoruz.

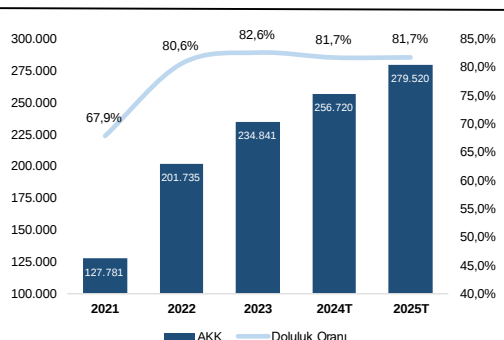
Birim gelirlerdeki gerilemeye karşın yolcu gelirlerinin %5 artmasını bekliyoruz

Pandemi sonrası ertelenen talep ve şirketin kapasitesindeki artışların etkisiyle yolcu gelirleri 2022'de %124, 2023'te ise %24 büyüme kaydetti. Rakip havayollarının zayıf performanslarının da katkısıyla şirket bu dönemde hem pazar payını artırdı hem de yolcu birim gelirlerinde rekor seviyeleri gördü. Ancak güçlü geçen iki yılın ardından, birim gelirlerde normalleşme kendini göstermeye başladı. 2024'ün ilk çeyreğinde yolcu RASK %7,2 düşüşle 6,54 USc'ye, yolcu birim gelir ise %6,2 düşüşle 8,13 USc'ye geriledi. İkinci çeyrekte de benzer görünüm devam etti. Yolcu RASK %3,3 düşüş ile 7,22 USc'ye, yolcu birim gelir ise %2,4 düşüş ile 8,91 USc'ye geriledi. Kapasitedeki genişlemeye karşın yolcu talebindeki zayıflama beklentimiz nedeniyle birim gelirlerdeki gerilemenin yılın geri kalanında devam etmesini bekliyoruz. 2024 yıl sonunda yolcu RASK'ın %3,9 azalış ile 7,25 USc'ye, yolcu birim gelirin ise %2,9 düşüş ile 8,88 USc'ye gerileyeceğini tahmin ediyoruz. Diğer yandan yolcu birim gelirlerdeki azalışın, yolcu sayısındaki artışla telafi edileceğini; bu doğrultuda da yolcu gelirlerinin 2024'te %5 artışla 18,6 milyar dolara yükseleceğini tahmin ediyoruz.

Grafik 1: Yolcu Sayısı Gelişimi



Grafik 2: AKK ve Doluluk Oranları



Kaynak: Türk Hava Yolları, HLY Araştırma



HalkYatirimMenkulDegerlerA.S



company/halk-yatirim-menkul-degerler



halkyatirim



halkyatirim

Operasyonlar ve Finansallar

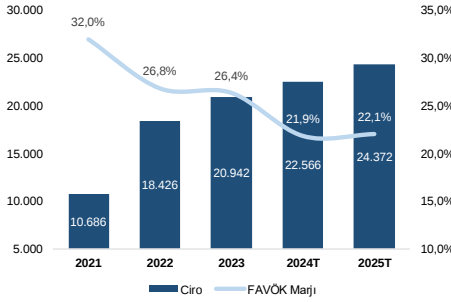
Kargo talebindeki güçlü seyir ciroyu destekliyor

İkinci çeyrekte taşınan kargo miktarı %29,6 artışla 512 bin tona yükseldi. Kargo gelirleri de yıllık %47,5 artışla 885 milyon dolara yükseldi. Böylelikle yılın ilk yarısında taşınan kargo miktarı geçen senenin aynı dönemine göre %32,3 artışla 989 bin ton oldu. Kargo gelirleri ise 6A24'te yıllık %37,3 artışla 1,6 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti. Hatırlanacağı üzere kargo gelirlerinin ciro içerisindeki payı pandemi döneminde %40 seviyelerine kadar yükselmişti. 2023 yılında ise bu oran %12,4 seviyesine geriledi. 2024 yılının ilk yarısına baktığımızda ise, kargo gelirlerinin toplam ciro içerisindeki payı %15,7'ye yükseldi (6A23: %12,5). Bu gelişmenin arkasında 2023 yılının son çeyreğinde jeopolitik gerilimler ile yükselmeye başlayan navlun fiyatlarının yanı sıra e-ticaret büyümesinin etkisi yer alıyor. Özellikle Asya tarafında talebin güçlü seyrettiğini söyleyebiliriz. Ayrıca Temmuz ayı verileri de güçlü talebin devam ettiğine ilişkin sinyaller vermektedir. Bu yıl taşınan kargo miktarının yıllık %19,9 artışla yaklaşık 1.989 bin tona yükselmesinin bekliyoruz. Kargo gelirlerinin ise yıllık bazda %25,2 artmasını ve 3,25 milyar dolara ulaşacağını tahmin ediyoruz. Böylelikle kargo gelirlerinin toplam gelirden aldığı payın %14,4'e (2023: %12,4) yükseleceğini öngörüyoruz.

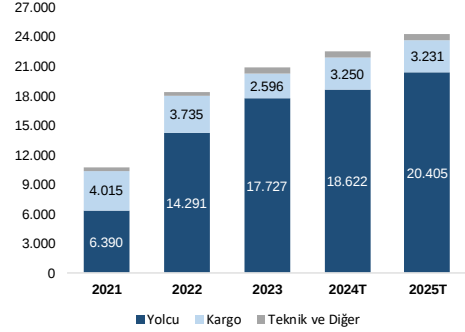
Toplam gelirin bu yıl güçlü kargo ve teknik/diğer gelirlerin desteğinde %7,8 artmasını bekliyoruz

Bu yıl teknik ve diğer gelir tarafında güçlü artışlar görüldü. Yılın ilk yarısında teknik ve diğer gelirler bir önceki yılın aynı dönemine göre %49 artışla 374 milyon dolar seviyesine yükseldi. Yıl sonunda teknik ve diğer gelirlerin %12,2 artışla 694 milyon dolara yükselmesinin bekliyoruz. Böylelikle 2024 yılında toplam cironun 2023'e göre %7,8 artışla 22,6 milyar dolara ulaşacağını tahmin ediyoruz. Yolcu birim gelirlerdeki normalleşme beklentimize karşın, yolcu sayısındaki artışın devam etmesi, güçlü kargo ve teknik/diğer gelirler ciro büyümesinin ana nedenini oluşturmaktadır.

Grafik 3: Ciro ve FAVÖK Marjı



Grafik 4: Gelir Kırılımı



Kaynak: Türk Hava Yolları, HLY Araştırma

Birim giderlerde düşük tek haneli artış

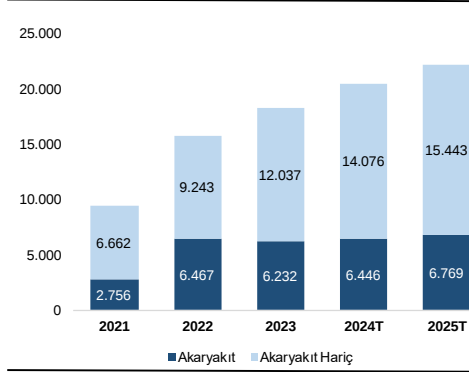
Ana temanın artan rekabet ve birim gelirlerde normalleşme olduğu bu dönemde karlılık için maliyet yönetimi önemli olacak. Yılın ilk yarısında birim gider (CASK) %4,3 artışla 8,15 USc'ye yükseldi. Yıl sonunda CASK'ın %2,8 artışla 7,99 USc'ye ulaşacağını tahmin ediyoruz. Akaryakıt CASK ikinci çeyrekte fiyatlardaki artış ve kargo operasyonlarının etkisiyle %7,1 artış kaydetse de yılın ilk yarısındaki düşüş %0,6 olarak gerçekleşti. Jet yakıt marjlarındaki gerileme ve THY'nin %50 seviyesinde (Brent petrol hedge fiyatı: 81 dolar/varil) bulunan hedge oranının maliyet cephesinde avantaj sağlayacağını düşünüyoruz. Bu yıl ortalama brent fiyatını 85 dolar olarak modelimize dahil ediyoruz. Yıl sonunda akaryakıt CASK'ın %5,4 düşüşle 2,51 USc'ye gerileyeceğini tahmin ediyoruz.

Operasyonlar ve Finansallar

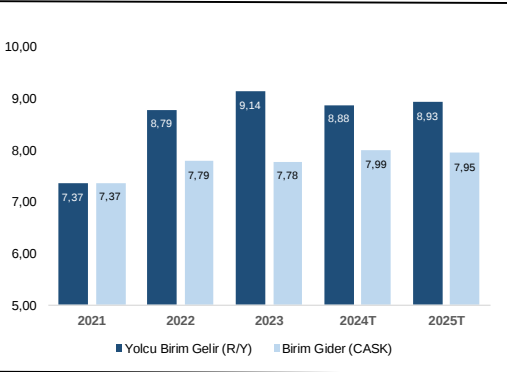
Personel giderlerindeki artışın etkisiyle akaryakıt hariç CASK'ın karlılık üzerinde baskı yaratmasını bekliyoruz

Diğer yandan akaryakıt hariç CASK'taki artış yılın ilk yarısında karlılık üzerinde baskı oluşturmaya başladı. Enflasyondaki yüksek seyir ve yere indirilen uçakların etkisiyle bu dönemde akaryakıt hariç CASK %6,7 artışla 5,59 USc'ye yükseldi. Akaryakıt hariç CASK'ın 2024'te bir önceki yıla göre %7,0 artış kaydederek, 5,48 USc'ye ulaşmasını bekliyoruz. Yılın ilk yarısında maaş zamları nedeniyle artan personel giderleri, enflasyonun gecikmeli etkilerinin görüldüğü yer hizmetleri ile yolcu hizmet ve ikram giderleri maliyet baskısının en çok yaşandığı kalemler oldu. Ayrıca GTF kaynaklı sorunlar da öne çıkan gelişmeler arasındaydı. Personel CASK 6A24'te yıllık bazda %23 artışla 1,73 USc'ye yükseldi. Bu yıl personel giderlerinin toplam giderler içerisindeki payının %21'e (2023: %18) yükselmesini, personel CASK'ın ise yıllık bazda %19,4 artış kaydedeceğini tahmin ediyoruz. Türk lirasında reel değerlenmenin belirlenmesi durumu tahminlerimiz üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.

Grafik 5: Toplam Giderler



Grafik 6: Birim Gelir ve Gider



Kaynak: Türk Hava Yolları, HLY Araştırma

Artan maliyetlerin marjların gerilemesinde etkili olacağını tahmin ediyoruz

Türk Hava Yolları'nın FAVÖK marjı 2023 ve 2022 yıllarında sırasıyla %26,8 ve %26,4 seviyelerinde gerçekleşti. Marj tarafındaki seyrin artan maliyetlerle bu yıl gerileyeceğini tahmin ediyoruz. 2024'te FAVÖK'ün %10,6 düşüşle 4,9 milyar dolar seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Dolar bazında FAVÖK marjının ise %21,9 olmasını bekliyoruz. Şirketin 2020 yılında 14 milyar dolara yükselen net borcu 2023'te 7,3 milyar dolara geriledi. Başarılı bilanço yönetimi ve artan likiditenin etkisiyle ikinci çeyreğin sonu itibarıyla net borç 5,8 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti. Aynı dönemde net borç/FAVÖK oranı 2023 yıl sonundaki 1,3x'den 1,1x'e geriledi. Net borcun 2024 yıl sonunda 7,1 milyar dolar seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Dolar bazlı net borç/FAVÖK oranı beklentimiz ise 1,4x seviyesinde bulunuyor.

Benzer Şirket Karşılaştırması

Tablo 4 : Küresel Ölçekte Benzer Şirketler

Şirket İsmi	Ülke	Piyasa Değeri (USD mn)	FD/FAVÖK		F/K	
			2024T	2025T	2024T	2025T
AVRUPA						
Deutsche Lufthansa AG	Almanya	7.584	3,1	2,6	6,6	4,3
International Consolidated Air	İngiltere	11.613	2,7	2,6	4,4	4,0
AMERİKA						
Delta Airlines Inc	ABD	26.707	4,6	4,1	6,6	5,7
United Airlines Holdings Inc	ABD	14.244	3,4	3,0	4,3	3,7
American Airlines Group Inc	ABD	6.790	7,0	5,9	10,0	5,6
Southwest Airlines Co	ABD	16.884	8,6	5,5	155,7	24,0
Latam Airlines	Şili	7.824	4,4	3,7	12,5	6,3
ASYA						
Air China Ltd	Çin	13.522	8,6	7,4	49,0	17,0
China Eastern Airlines Corp	Çin	10.295	8,0	7,0	12,6	6,8
Spring Airlines Co Ltd	Çin	6.835	10,2	8,4	15,2	12,3
China Southern Airlines Ltd	Çin	12.331	9,1	8,1	10,6	6,2
ANA Holdings Inc	Japonya	9.592	4,4	4,6	9,7	11,0
Japan Airlines Co Ltd	Japonya	7.303	4,3	4,0	11,7	10,2
Cathay Pacific Airways Ltd	Hong Kong	6.516	4,3	4,3	7,3	6,8
Korean Air Lines Co Ltd	Güney Kore	6.131	3,6	3,6	6,2	6,4
Singapore Airlines Ltd	Singapur	14.170	4,4	5,0	7,2	9,1
Eva Airways Corp	Tayvan	5.871	2,8	3,3	8,6	11,1
Türk Hava Yolları		11.984	3,5	3,2	3,1	2,4
Medyan			4,4	4,3	9,7	6,8
Prim/İskonto			-20%	-24%	-68%	-65%
Ortalama			5,5	4,9	19,9	8,9
Prim/İskonto			-36%	-34%	-84%	-73%

Türk Hava Yolları'nı küresel benzerleri ile karşılaştırdığımızda, tahminlerimize göre şirket 3,5x olan 2024T FD/FAVÖK çarpanına göre %20 iskonto işlem görmektedir. 3,2x seviyesindeki 2025T FD/FAVÖK çarpanına göre ise %24 iskonto sunmaktadır. F/K çarpanları cephesinde de 3,1x olan 2024T F/K çarpanına göre %68 iskonto işlem görürken, 2,4x seviyesindeki 2025T F/K çarpanına göre %65 iskonto işlem görmektedir.



Finansallar ve Tahminler – Özet

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2021	2022	2023	2024T	2025T
Net Satışlar	97.378	311.169	504.398	753.906	975.657
Satışların Maliyeti	-75.233	-235.528	-384.952	-604.619	-778.521
Brüt Kar	22.145	75.641	119.446	149.286	197.136
Faaliyet Giderleri	-9.696	-27.910	-52.523	-80.618	-110.374
Net Diğer Gelir/Gider	1.098	1.080	4.502	7.621	9.374
Esas Faaliyet Karı	13.547	48.811	71.425	76.290	96.135
Amortisman	15.473	30.953	48.474	72.382	94.355
FAVÖK*	31.639	84.758	136.511	165.940	215.983
FAVKÖK	33.246	89.025	144.604	188.677	246.238
Net Finansal Gelir/Gider	-6.870	-4.764	-9.427	-16.244	-10.600
VÖK	9.191	51.403	100.663	104.901	141.526
Vergi Gideri (Geliri)	-977	-3.971	71.716	-2.681	-9.907
Net Kar (Ana Ortaklık Payları)	8.213	47.429	163.003	102.237	131.619

Değişim (%)	2021	2022	2023	2024T	2025T
Net Satışlar	109,6%	219,5%	62,1%	49,5%	29,4%
Brüt Kar	725,4%	241,6%	57,9%	25,0%	32,1%
Esas Faaliyet Karı	a.d.	260,3%	46,3%	6,8%	26,0%
FAVÖK	238,0%	167,9%	61,1%	21,6%	30,2%
FAVKÖK	164,4%	167,8%	62,4%	30,5%	30,5%
VÖK	a.d.	459,3%	95,8%	4,2%	34,9%
Net Kar	a.d.	477,5%	243,7%	-37,3%	28,7%

Marjlar (%)	2021	2022	2023	2024T	2025T
Brüt Kar	22,7%	24,3%	23,7%	19,8%	20,2%
FAVÖK	32,5%	27,2%	27,1%	22,0%	22,1%
FAVKÖK	34,1%	28,6%	28,7%	25,0%	25,2%
VÖK	9,4%	16,5%	20,0%	13,9%	14,5%
Net Kar	8,4%	15,2%	32,3%	13,6%	13,5%

Oranlar ve Çarpanlar	2021	2022	2023	2024T	2025T
Hisse Başı Kar (TL)	6,0	34,4	118,1	74,1	95,4
Hisse Başı Defter Değeri	65,7	131,5	331,3	570,7	738,0
F/K	3,4x	4,1x	1,9x	3,1x	2,4x
PD/DD	0,3x	1,1x	0,7x	0,4x	0,3x
FD/FAVÖK	6,0x	4,4x	4,1x	3,5x	3,2x
FD/FAVKÖK	5,7x	4,2x	3,9x	3,1x	2,8x
FD/Satışlar	2,0x	1,2x	1,1x	0,8x	0,7x

*FAVÖK hesaplamasında şirket baz alınmıştır (Esas Faaliyet Karı+Düzeltilmeler+Amortisman).

Kaynak: Türk Hava Yolları, HLY Araştırma



Finansallar ve Tahminler – Özet

Özet Bilanço ve Finansallar (mn TL)	2021	2022	2023	2024T	2025T
Dönen Varlıklar	65.797	135.095	253.043	393.899	574.336
Nakit ve Nakit Benzerleri	35.748	87.897	177.426	269.109	311.997
Ticari Alacaklar	12.323	18.618	25.192	40.710	48.603
Stoklar	3.481	6.196	12.311	17.094	20.299
Diğer Dönen Varlıklar	14.245	22.384	38.114	66.985	193.438
Duran Varlıklar	287.911	443.476	797.048	1.203.241	1.444.142
Maddi Duran Varlıklar	58.195	87.045	178.849	278.713	335.086
Kullanım Hakkı Varlıkları	201.381	309.943	498.310	776.551	933.618
Diğer Duran Varlıklar	28.335	46.488	119.889	147.977	175.439
Toplam Varlıklar	353.708	578.571	1.050.091	1.597.140	2.018.478
Kısa Vadeli Yükümlülükler	90.443	154.040	267.956	350.930	409.096
Uzun Vadeli Yükümlülükler	172.615	243.104	325.023	458.669	590.941
Özkaynaklar (Ana Ortaklığa Ait)	90.640	181.422	457.257	787.541	1.018.441
Ödenmiş Sermaye	1.380	1.380	1.380	1.380	1.380
Dönem Net Karı (Zararı)	8.214	47.432	162.998	116.480	137.867
Toplam Kaynaklar	353.708	578.571	1.050.091	1.597.140	2.018.478
Piyasa Değeri	27.628	194.442	315.468	315.468	315.468
Net Borç	163.363	175.086	242.746	269.906	382.608
Firma Değeri	190.991	369.528	558.214	585.374	698.076

Karlılık Göstergeleri (%) ve Çarpanlar	2021	2022	2023	2024T	2025T
Aktif devir hızı	36,0	66,8	61,9	57,0	54,0
Aktif karlılığı	3,0	10,2	20,0	7,7	7,3
Özkaynak karlılığı	12,6	34,9	51,0	16,4	14,6
Borç/Aktifler	56x	45x	40x	35x	36x
Borç/Özsermaye	220x	145x	92x	72x	71x
Net Borç/Özsermaye	1,8x	1,0x	0,5x	0,3x	0,4x
Net Borç/FAVÖK	5,2x	2,1x	1,8x	1,6x	1,8x

Kaynak: Türk Hava Yolları, HLY Araştırma



Künye & Çekince

Halk Yatırım Araştırma – Öneri Listesi Tanımları

(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için beklenen performans)

AL: %20 ve üzeri artış

TUT: %0 ile %20 aralığında artış

SAT : %0'ın altında azalış

Halk Yatırım Araştırma

Halkyatirimarastirma@halkyatirim.com.tr

+90 216 285 09 00

Banu KIVCI TOKALI

Araştırma Direktörü

BTokali@halkyatirim.com.tr

+90 216 547 81 88

İlknur TURHAN

Müdür

Perakende, Cam, Çimento, GYO, Mobilya, Gıda

ITurhan@halkyatirim.com.tr

+90 216 547 81 85

Ayşegül BAYRAM

Yönetmen

Strateji, Telekom, Madencilik, Savunma, Yazılım, Teknoloji, Enerji, Tarım, Mühendislik - Taahhüt

ABayram@halkyatirim.com.tr

+90 216 547 87 30

Yasin SARIHAN

Uzman

Otomotiv, Dayanıklı Tüketim, Gıda & İçecek, Enerji

YSarihan@halkyatirim.com.tr

+90 216 547 87 26

Kerem DEMİRTAŞ

Uzman

Havacılık

KDemirtas@halkyatirim.com.tr

+90 216 547 87 45

ÇEKİNCE

Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel, imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Halk Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmez, bilgi eksikliği ve yanlışlığından hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde alış veya satış teklifi olarak değerlendirilemez. Halk Yatırım'ın rapordaki bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek doğrudan ve dolaylı kazanç ve zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Bu ileti 05 Kasım 2014 tarih ve 29166 sayılı Resmi Gazetede yayınlanan ve 01 Mayıs 2015 tarihinde yürürlüğü giren "Elektronik Ticaretin Düzenlenmesi Hakkında" çıkan kanunun 2.Maddesi c bendinde belirtilen Ticari Elektronik ileti kapsamında değildir.



HalkYatirimMenkulDegerlerA.S



company/halk-yatirim-menkul-degerler



halkyatirim



halkyatirim