

Havacılık Sektör Raporu

Zirve sezonun sonuna gelirken sürdürülebilir büyüme devam ediyor...

- Küresel havacılık sektörü sezonu şimdikiye kadarki en yüksek yolcu trafiğiyle tamamlıyor.** Uluslararası Hava Taşımacılığı Birliği (IATA) verilerine göre, Eylül 2024'te ücretli yolcu kilometre (ÜYK) yıllık %7,1 artışla tüm zamanların en yüksek seviyesine yükseldi. Arz edilen koltuk kilometre (AKK) ise aynı dönemde yıllık %5,8 ve yolcu doluluk oranı 2 puan artışla %83,6'ya yükseldi. Küresel havacılık sektörü 2023 yılında 896 milyar dolar gelirle pandemi öncesi seviyesinin %107'sine ulaştı. 2024 yılında küresel yolcu trafiğindeki (RPK) yükselen talep ivmesinin etkisiyle yolcu sayısının 4,96 milyara ve toplam gelirin %9,7 artışla 996 milyar dolara yükselmesi tahmin ediliyor.
- Türk havacılık sektöründe "sürdürülebilir büyüme".** Türk havacılık sektörü şirketleri, pandemi sonrası artan yolcu talebine uyguladıkları strateji ve geniş uçuş ağı sayesinde karşılık verebilmiş ve uluslararası pazar paylarını artırmayı başarmışlardır. Sektör paydaşları bu dönemde küresel benzerlerinden önce pandemi öncesi büyüme rakamlarına ulaşmışlardır. 2024 yılı başından bu yana küresel havacılık şirketlerinde görülen güçlü kapasite artışı ile dünya genelinde yolcu kapasitesinin pandemi öncesi seviyeye yükselmesi Türk havacılık sektöründe "normalleşme" eğilimini beraberinde getirdi. Devlet Hava Meydanları İşletmesi (DHMI) Genel Müdürlüğü'nün 2024 yılı Ekim ayı verilerine göre hizmet alan toplam yolcu sayısı yıllık %4,5 artışla, 20,99 milyon oldu. Ekim'de taşınan toplam yük tonajı ise (kargo+posta+bagaj) 450,1 bin ton ile yıllık bazda %8,7 artış gösterdi. İstanbul Havalimanı'nın güçlü trafik ağı, Türkiye'nin avantajlı konumu ve Kültür ve Turizm Bakanlığı'nın yıl sonu turizm beklentilerini yukarı yönlü revize ettiğini düşündüğümüzde Türk havacılık sektöründe sürdürülebilir büyümenin devam etmesini bekliyoruz.
- Türk Hava Yollarını <THYAO TI> 454 TL/hisse hedef fiyat ile araştırma kapsamımıza alıyoruz.** Türk Hava Yolları <THYAO TI> için hedef fiyatımızı %57 yükselişe işaret eden 454 TL/hisse olarak belirlerken, tavsiyemizi "AL" olarak paylaşıyor ve araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz. Türk Hava Yolları'nın, i) güçlü kargo operasyonları, ii) 2033 stratejisi kapsamında önemli büyüme hedefleri, iii) Ajet ile Avrupa ve Orta Doğu'da pazar rekabeti, iv) risklere rağmen hala güçlü seyreden turizm sezonu ve v) sağlam bilanço yapısı kaynaklı etkili borç azaltım kabiliyeti dolayısıyla ön plana çıkmasını bekliyoruz. THY'yi aynı zamanda Kuveyt Türk Yatırım Model Portföyü'ne ekliyoruz. Şirket, 2024T göre 3,9x F/K ve 4,3x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.
- Pegasus'u <PGSUS TI> 355 TL/hisse hedef fiyat ile araştırma kapsamımıza alıyoruz.** Pegasus Hava Taşımacılığı <PGSUS TI> için hedef fiyatımızı %51 yükselişe işaret eden 355 TL/hisse olarak belirlerken, tavsiyemizi "AL" olarak paylaşıyor ve araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz. Pegasus'u; i) genç filo yapısı, ii) yeni nesil ve yakıt tasarrufu sağlayan uçakları sayesinde etkin maliyet yönetimi ve verimlilik artışı, iii) artan yan gelir desteği, iv) güçlü dış hat uçuş ağı ve artan destinasyon sayısı ile v) global havacılık sektörüne göre yüksek FAVÖK marjı dolayısıyla beğeniyoruz. Şirket, 2024T göre 11,0x F/K ve 7,1x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.
- Riskler.** i) Jeopolitik gelişmeler, ii) artan yakıt maliyetleri, iii) sektörde rekabet kaynaklı bilet fiyatlarında olası düşüşler, iv) salgın hastalıkların artış göstermesi, v) zayıf turizm sezonu ve vi) yüksek kur dalgalanmaları sektörün temel risk faktörleri olarak sıralanabilir.

Piyasa Bilgileri

Bloomberg Kodu	THYAO TI
Tavsiye	AL
Hedef Fiyat (TL/hisse)	454.0
Kapanış (TL/hisse)	289.75
Yükseliş Potansiyeli (%)	57%
Piyasa Değeri (milyon TL)	399,855
Piyasa Değeri (milyon USD)	11,646
Firma Değeri (milyon TL)	682,050
Sermaye (milyon TL)	1,380
Halka Açıklık Oranı (%)	50.00

Tahminler, TLmn

	2024T	2025T	2026T
Net Satış Gelirleri	742,855	1,022,859	1,172,962
Büyüme (%)	47%	38%	15%
FAVÖK	133,860	193,037	226,213
Büyüme (%)	16%	44%	17%
FAVKÖK	153,780	221,597	257,879
Büyüme (%)	33%	44%	16%
Net Kar	98,639	145,952	168,022
Büyüme (%)	-39%	48%	15%

Piyasa Bilgileri

Bloomberg Kodu	PGSUS TI
Tavsiye	AL
Hedef Fiyat (TL/hisse)	355.0
Kapanış (TL/hisse)	235.50
Yükseliş Potansiyeli (%)	51%
Piyasa Değeri (milyon TL)	117,750
Piyasa Değeri (milyon USD)	3,430
Firma Değeri (milyon TL)	219,703
Sermaye (milyon TL)	500
Halka Açıklık Oranı (%)	43.00

Tahminler, TLmn

	2024T	2025T	2026T
Net Satış Gelirleri	112,498	145,172	166,170
Büyüme (%)	60%	29%	14%
FAVÖK	30,490	41,059	48,732
Büyüme (%)	41%	35%	19%
Net Kar	10,768	15,747	20,026
Büyüme (%)	-48%	46%	27%

Analist

Muhammet Çakmak

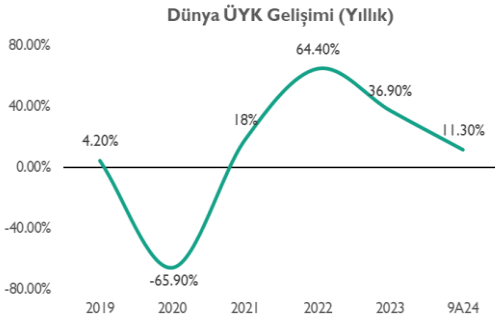
muhammet.cakmak@kuveytturkiyatirim.com.tr



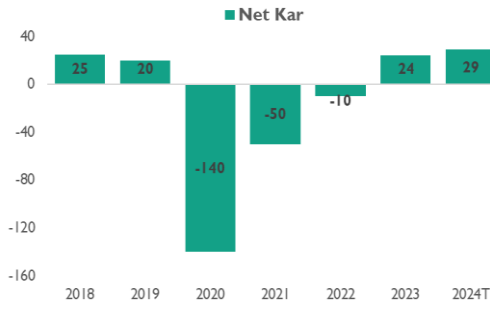
Sektörel Görünüm

Havacılık Sektörüne Genel Bakış. Ulaştırma sektörü, dünya ekonomisinin büyümesi açısından itici bir güç olmaktadır. Dünya genelinde hava ulaşım ağları her geçen gün artmakta; havacılık endüstrisi ve hava taşımacılığı düzenli bir şekilde büyüme kaydetmektedir. Ulaştırma sektöründeki gelişmeler, birçok sektörü ekonomik anlamda doğrudan etkilemektedir. Dünya genelinde ortaya çıkan COVID-19 salgını, birçok sektör gibi ulaştırma sektörünü de olumsuz etkiledi. Pandeminin başlangıcında küresel hava trafiğinde yaşanan büyük düşüşün ardından, 2022 ve 2023 yıllarında sektör kademeli olarak toparlanmaya başladı. 2024 yılında ise hava trafiği normale dönerek pandemi dönemi öncesi seviyelere ulaştı. En güçlü toparlanma Asya ve Orta Doğu'da görüldü. Sektör, 2024 yılında ise hem Orta Doğu krizi hem de Maymun Çiçeği Virüsü riskleriyle karşı karşıya kaldı. Ancak, risklerin kısmi azalması ve güçlü turizm sezonu ile toparlanmanın devam ettiğini takip ediyoruz.

Grafik 1: Dünya ÜYK Gelişimi (Yıllık)



Grafik 2: Küresel Havacılık Net Kar (milyon dolar)



Kaynak: IATA, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Uluslararası sektörde rekor beklenti. Uluslararası Hava Taşımacılığı Birliği'nin (IATA) tahmini büyüme oranlarına göre; 2024 yılında hava taşımacılığındaki şirket gelirlerinin yıllık %9,7 artarak 996 milyar dolarla rekor seviyeye yükseleceği tahmin ediliyor. Öte yandan toplam harcamaların da yıllık %9,4 artışla 936 milyar dolar olarak gerçekleşmesi bekleniyor. Birçok bölgede 2024 yılı operasyonel performansının 2019 seviyelerini aştığını söyleyebiliriz. Bu durumun sektör açısından ileriye yönelik olumlu sinyaller verdiğini düşünmekteyiz. Dünya genelinde toplam yolcu sayısının 2024'te yıllık %10,4 büyüme ile 4,96 milyara ulaşarak rekor kıracağı öngörülüyor. Ayrıca, toplam hava kargo hacminin ise bu yıl 62 milyon ton düzeyinde gerçekleşmesi hedefleniyor. Hava yolculuğu talebinin yıllık ortalama %3,8 oranında büyüme ile 2043 yılına kadar iki katına çıkması hedefleniyor. Uluslararası Hava Taşımacılığı Birliği'nin (IATA) paylaştığı verilere göre, 2024 yılında en güçlü büyüme Asya Pasifik'te beklenirken Afrika Bölgesinde %1,6'lık düşüşle gerileme beklenen tek bölge oldu.

Tablo 1: Bölgesel Yolcu Büyüme Tahminleri

Bölge	2024	2025	2026
Asya Pasifik	17,2%	12,1%	8,1%
Dünya	10,4%	8%	6,1%
Kuzey Amerika	9,2%	5,6%	4,9%
Orta Doğu	6,6%	9,2%	6,8%
Avrupa	5,9%	5,5%	4,9%
Afrika	-1,6%	5,6%	6,6%
Latin Amerika	4,5%	4,7%	3,8%

Kaynak: IATA, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri



Sektörel Görünüm

Avrupa'da Yolcu Trafik Gelişmeleri. Uluslararası Havalimanları Konseyi (ACI) Mayıs 2024 Avrupa Trafik Raporu'nda 2024 yılına ilişkin beklentilerini yukarı yönlü revize etti. Avrupa yolcu trafiğinin 2024 yılında 2019'un %3,2 üzerinde gerçekleşmesi beklenirken bu oran Ekim 2023 raporunda 2019'un %1,4 üzerine işaret etmekteydi. Gerçekleştirilen revizyonlarda pandemi sonrası artan talep ve tüketici davranışlarındaki değişiklikler yanı sıra düşük maliyetli hava yolu şirketlerinin gerçekleştirmiş olduğu kapasite artışları etkili olmuştur. Öte yandan trafik büyümesinin 2023'e kıyasla 2024'te %10'un hemen altında, 2025'te yıllık %8 civarına düşmesini bekliyor.

Grafik 3: Avrupa Trafik Tahminleri (milyar)



Grafik 4: Avrupa Trafik Sonuçları - Eylül

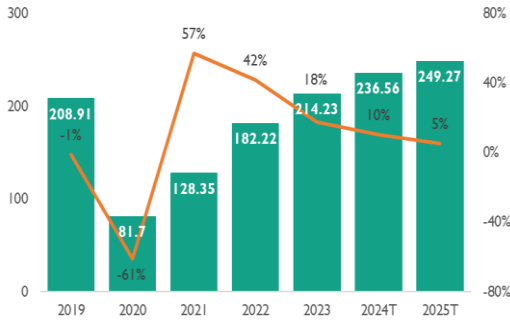
Havaalanı Trafik	2024/2023 Eylül	2024/2019 Eylül
Uluslararası Yolcu	6,6%	4,1%
Yurtiçi Yolcu	1,4%	-6,4%
Kargo*	11,0%	1,0%
Toplam Yolcu	5,2%	2,2%

Kaynak: IATA, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

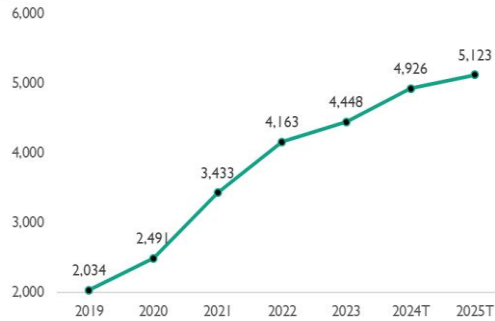
Türkiye'de Güçlenen Havacılık Sektörü. Devlet Hava Meydanları İşletmesi Genel Müdürlüğü (DHMi) Uçak, Yolcu, Yük Serisi ve Tahminleri Raporu'na göre Türkiye'de hava yolunu kullanan yolcu sayısının (direkt transit yolcular dahil) 2024'te %10,4 artışla 236,5 milyona ve 2025'te %5,4 artışla 249,3 milyon kişiye ulaşması bekleniyor. Öte yandan Kültür ve Turizm Bakanlığı yılın ilk dokuz ayındaki güçlü turizm verileri sonrasında yıl sonu ziyaretçi hedeflerini 61 milyona yükseltti. Türkiye'nin jeopolitik konumu sayesinde turizm ve havacılık sektörü güçlenerek devam ediyor.

DHMi verilerine göre Ekim ayında hizmet alan toplam yolcu sayısı yıllık %4,5 artışla 20,99 milyon kişi oldu. Bununla birlikte 10A24 itibarıyla hizmet alan toplam yolcu sayısı yıllık %7,2 artışla 198,3 milyon kişiye ulaştı. Öte yandan aynı dönemde taşınan yük ve kargo miktarı ise %10,9 artarak 4,1 milyon ton seviyesine çıktı. Türkiye genelindeki havalimanlarında geçen yıl 4,5 milyon ton yük taşınırken bu yıl %8,8 artışla 4,9 milyon ton ve 2025'te 5,1 ton seviyesine yükselmesi bekleniyor.

Grafik 5: Türkiye Yolcu Tahminleri ve Büyüme



Grafik 6: Türkiye Taşınan Yük + Kargo Tahminleri



Kaynak: DHMi, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

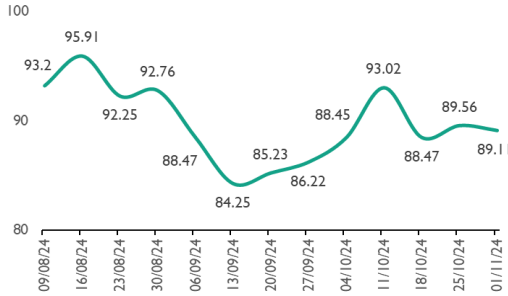
Sektörel Görünüm

Olası risk faktörleri. 7 Ekim 2023'te Orta Doğu'da artan jeopolitik gelişmeler ulaştırma sektörü üzerinde baskı oluşturdu. Gerek hava sahalarının kapatılması gerek güvenlik açısından uçuşların askıya alınması ve belirsizliğin sürmesi sektör açısından risk oluşturdu. Birçok havayolu şirketi bu dönemde Tel Aviv uçuşlarını iptal etti. Ayrıca, İsrail'in hava saldırılarını engellemek adına bölgedeki GPS sıkışmasının artması sonucu sektördeki riskleri izleyen OpsGroup, sahtecilik olaylarında %400 artış olduğunu ve günlük ortalama 900 uçuşu etkilediğini tespit etti. 9A24 sonuçlarına göre THY'nin Orta Doğu birim geliri dolar bazında %3 daralırken arz edilen koltuk kilometre (AKK) %14,1 düştü.

5 Kasım seçimlerinde ABD'nin yeni başkanı olarak seçilen Donald Trump'ın zafer konuşmasında "Savaş başlatmayacağım, savaşları durduracağım, bu demokrasi ve özgürlük için büyük bir zafer" ifadesini kullanması sonrası piyasalarda küresel ölçekte jeopolitik risklerin azalacağına dair beklentilerin arttığını takip ediyoruz. Bu vaatlerin gerçekleşmesi durumunda sektöre canlılık gelebileceğini değerlendiriyoruz.

Sektör açısından bir diğer risk unsuru ise akaryakıt giderleri olarak karşımıza çıkıyor. Hatırlanacağı üzere 2022'de başlayan savaş riskleriyle petrol fiyatlarında sert yükselişler beraberinde geldi. Brent petrol fiyatları 130 doları aşarken jet yakıt fiyatları bu dönemde 180 doların üzerine yükseliş kaydetti. Kuveyt Türk Yatırım Araştırma olarak önümüzdeki süreçte petrol fiyatlarında genel olarak aşağı yönlü beklentilerimiz bulunmasına rağmen, havacılık sektöründe petrol fiyatlarındaki dalgalanmanın bir risk unsuru olarak takip edildiğini hatırlatmak isteriz. Uluslararası Hava Taşımacılığı Birliği (IATA) tarafından paylaşılan son rakamlara göre, jet yakıt fiyatı 89,1 dolar/varil olurken, jet yakıt ile ham petrol fiyatları arasındaki fark (crack spread) varil başına 16,25 dolar/varil oldu.

Grafik 7: Jet Yakıt Fiyatları (dolar/varil – Haftalık)



Grafik 8: Brent Petrol Fiyatları (dolar)



Kaynak: IATA, Matriks, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri



Türk Hava Yolları

Yeni nesil uçaklarla zirve yolculuğu...

- Türk Hava Yolları <THYAO TI> için hedef fiyatımızı %57 yükselişe işaret eden 454 TL/hisse olarak belirlerken, tavsiyemizi "AL" olarak paylaşıyor ve araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz. Türk Hava Yolları'nın, i) güçlü kargo operasyonları, ii) 2033 stratejisi kapsamında önemli büyüme hedefleri, iii) Ajet ile Avrupa ve Orta Doğu'da pazar rekabeti, iv) risklere rağmen hala güçlü seyreden turizm sezonu ve v) sağlam bilanço yapısı kaynaklı etkili borç azaltımabilme kabiliyeti dolayısıyla ön plana çıkmasını bekliyoruz. THY'yi aynı zamanda Kuveyt Türk Yatırım Model Portföyü'ne ekliyoruz. Şirket, 2024T göre 3,9x F/K ve 4,3x FD/FAVKÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.**
- Turkish Cargo'nun zirve yolculuğu.** Türk Hava Yolları, başta Covid-19 salgını olmak üzere son dönemde yaşanan bölgesel ve yerel çatışmalar ile tedarik zinciri sorunlarından kaynaklanan zayıf yolcu talebini güçlü kargo gelirleri sayesinde telafi etmeyi başarmıştır. 2023 son çeyreği ile başlayan jeopolitik gerginliklerin etkisiyle Kızıldeniz'de yaşanan sıkıntılar ve güçlü e-ticaret hareketliliği sayesinde THY 9A24'te yıllık %26,5 artışla 1,5 milyon ton kargo taşıırken, kargo gelirleri %41 artarak 2.546 milyon dolara yükseldi. Ayrıca bu dönemde kargo fiyatları yıllık %11 artışla 1.695 dolar/ton oldu. THY'nin kargo gelirleri bu dönemde toplam cirodan %14,9 pay aldı. Havaçılık şirketlerinin artık vazgeçilmez bir gelir kalemi olan kargo gelirlerinin dünyada yaşanan gerginlik dolayısıyla gelir çeşitlendirmesinde bir fırsat olduğunu ve öneminin giderek artabileceğini düşünüyoruz. Türk Hava Yolları için kargo hacminin 2024 yılında %21 artarak 2,01 milyon ton ve tarifelinin %8 artışla 1.690 dolar/ton seviyesine yükselmesini tahmin ediyoruz. Böylece 2024 yılında kargo gelirinin yıllık %31 artışla 3.392 milyon dolara yükselmesini ve toplam ciro içindeki ağırlığının %15'e yükselmesini öngörüyoruz. Kargo gelirlerinin toplam ciro içindeki payının önümüzdeki yıllarda %16 – 17 (2024T-2029T ort: %16) bandında konsolide olmasını bekliyoruz. Şirket'in 2033 hedefi doğrultusunda 150 noktaya varış ve 9,5 milyar dolar kargo geliri elde etme hedefi bulunmaktadır.
- Yolcu birim gelirlerinde "normalleşme"** THY'nin pandemi sonrası uyguladığı strateji ve yüksek talep ortamı, yolcu birim gelirlerinde toparlanmayı beraberinde getirdi. Küresel ölçekte devam eden jeopolitik gerilimler, uçak üretiminde yaşanan darboğaz ve motor problemlerine rağmen, geniş uçuş ağıyla büyümesini sürdüren THY'nin 2023 yılında yolcu birim geliri (R/Y) %4 artarak 9,14 USc ile rekor seviyeye yükseldi. 2024 yılına başlarken, küresel havaçılık şirketlerinde görülen güçlü kapasite artışı ile dünya genelinde yolcu kapasitesinin pandemi öncesi seviyeye yükselmesi, düşük maliyetli hava yolu şirketleriyle artan rekabet ortamı, yüksek faiz döngüsü ve jeopolitik risk kaynaklı zayıf talebin yolcu birim gelirleri üzerindeki etkileri görmeye başlandı. 9A24'te %4,2 düşerek 8,9 USc'ye gerileyen yolcu birim gelirlerinin 2024 yılı tamamında %4 düşüşle 8,8 USc olmasını bekliyoruz. R/Y'nin 2014'te bu yana ortalamasına baktığımızda 7,8 USc seviyesinde bulunuyor. Tahminlerimiz, THY'nin geniş uçuş ağı, aktif kapasite yönetimi ve 2033 büyüme stratejisini göz önüne aldığımızda yolcu birim gelirlerinin eski ortalamalardan ziyade "yeni normal" olarak nitelendirdiğimiz 8,8 USc bandında normalleşmeye işaret etmektedir.
- Her alanda rekabet "Ajet"** Türk Hava Yolları, Avrupa ve Orta Doğu bölgelerinde değişen pazar dinamiklerine karşılık vermek üzere AnadoluJet stratejisini yeniden dizayn etmiştir. THY bu süreçte AnadoluJet'in "rekabet gücünü artırıcı, filo ve dijital dönüşümü ile dikkat çeken, gelir ve maliyet kompozisyonu sayesinde rekabetçi ve yeni marka konumlandırması ile kurumsal bir kimlik kazandırma çalışmaları gerçekleştirmiştir. 2024'te operasyonlarına başlayan Ajet ile Avrupa ve Orta Doğu'daki etkinliğinin güçlendirilmesi ve üretimde dış hatların ağırlığının artırılması hedefleniyor. 3Ç24'te 102 adet uçak ve 161 hat ile hizmet veren Ajet'in önümüzdeki 10 yıl içinde filosunu yeni nesil uçaklarla büyütmesi ve 200 uçaklık bir filoyla ulaşması hedeflenmektedir. THY'nin Ajet stratejisi sayesinde uzun vadeli dönemde düşük maliyetli hava yolu şirketlerinden pazar payı kazanımı, yolcu sayısında yaşanabilecek artış önemliyor ve finansal performans üzerinde destekleyici olmasını tahmin ediyoruz.
- Riskler.** i) Jeopolitik riskler, ii) artan yakıt maliyetleri, iii) sektörde rekabet kaynaklı bilet fiyatlarında olası düşüşler, iv) salgın hastalıkların artış göstermesi, v) zayıf turizm sezonu ve vi) yüksek kur dalgalanmaları temel risk faktörleri olarak sıralanabilir.

Piyasa Bilgileri

Bloomberg Kodu	THYAO TI
Tavsiye	AL
Hedef Fiyat (TL/hisse)	454.0
Kapanış (TL/hisse)	289.75
Yükseliş Potansiyeli (%)	57%
Piyasa Değeri (milyon TL)	399,855
Piyasa Değeri (milyon USD)	11,646
Firma Değeri (milyon TL)	682,050
Sermaye (milyon TL)	1,380
Halka Açıklık Oranı (%)	50.00

Tahminler, TLmn	2024T	2025T	2026T
Net Satış Gelirleri	742,855	1,022,859	1,172,962
Büyüme (%)	47%	38%	15%
FAVÖK	133,860	193,037	226,213
Büyüme (%)	16%	44%	17%
FAVKÖK	153,780	221,597	257,879
Büyüme (%)	33%	44%	16%
Net Kar	98,639	145,952	168,022
Büyüme (%)	-39%	48%	15%

Karlılık (%)

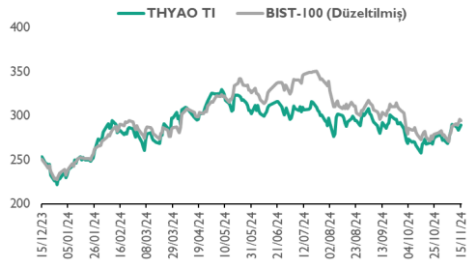
FAVÖK Marjı	18%	19%	19%
FAVKÖK Marjı	21%	22%	22%
Net Kar Marjı	13%	14%	14%

Borçluluk

Net Borç	265,037	353,380	385,404
Net Borç /FAVÖK	2.0	1.8	1.7

Değerleme Çarpanları (USD)

F/K	3.9	3.4	3.1
FD/FAVÖK	4.9	4.3	3.9
FD/FAVKÖK	4.3	3.8	3.4



Analist

Muhammet Çakmak

muhammet.cakmak@kuveytturkyatirim.com.tr



Finansal Görünüm – USD

milyon USD	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Gelir Tablosu					
Net Satış Gelirleri	18,426	20,942	22,375	24,354	26,300
Brüt Kar	4,390	4,882	4,018	4,824	5,305
Operasyonel Giderler	1,674	2,209	2,269	2,663	2,863
FVÖK	2,716	2,673	1,750	2,161	2,442
Amortisman	1,864	2,035	2,282	2,435	2,630
FAVÖK*	4,580	4,708	4,032	4,596	5,072
FAVKÖK**	5,010	5,260	4,632	5,276	5,782
Diğ. Gelir/Gider (net)	63	186	397	433	467
Yat. Fal. Gel. (net)	293	868	1,391	1,514	1,635
Finansal Gelir/Gider (net)	(254)	(320)	(752)	(982)	(1,167)
Vergi Öncesi Kar/Zarar	2,939	3,641	2,956	3,275	3,527
Vergi (-)	(214)	2,380	15	200	240
Net Kar	2,725	6,021	2,971	3,475	3,767

Bilanço	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Dönen Varlıklar	7,225	8,595	10,217	11,446	13,030
Nakit ve Nakit Benzerleri	4,075	683	1,705	2,169	2,556
Finansal Yatırımlar	626	5,344	5,023	5,275	5,538
Ticari Alacaklar	995	856	1,226	1,268	1,369
Stoklar	331	418	503	535	575
Diğer Dönen Varlıklar	1,198	1,294	1,760	2,200	2,992
Duran Varlıklar	23,719	27,076	29,459	33,583	37,949
Toplam Varlıklar	30,944	35,671	39,676	45,029	50,979
Kısa Vadeli Yükümlülükler	8,224	9,087	9,655	10,505	11,384
Finansal Borçlar	3,747	3,723	3,872	4,259	4,557
Ticari Borçlar	1,200	1,291	1,710	1,766	1,898
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,277	4,073	4,073	4,480	4,928
Uzun Vadeli Yükümlülükler	12,978	11,021	11,352	12,121	12,711
Finansal Borçlar	10,292	10,524	10,840	11,599	12,178
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,686	497	512	522	533
Toplam Yükümlülükler	21,202	20,108	21,006	22,626	24,095
Özkaynaklar	9,742	15,563	18,670	22,404	26,884
Ödenmiş Sermaye	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380
Toplam Kaynaklar	30,944	35,671	39,676	45,029	50,979

Nakit Akım Tablosu	2022	2023	2024T	2025T	2026T
FVÖK	2,716	2,673	1,750	2,161	2,442
Amortisman	1,864	2,035	2,282	2,435	2,630
İşletme sermayesindeki değişim	(169)	(143)	36	18	9
Vergi	(214)	2,380	15	200	240
Yatırım harcaması	3,844	3,903	4,600	4,725	4,471
Yatırım harcaması/net satış geliri	21%	19%	21%	19%	17%
Serbest nakit akışı	691	3,328	(589)	53	832
Serbest nakit akışı/net satış geliri	4%	16%	-3%	0%	3%

Büyüme	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Net satış gelirleri	220%	14%	7%	9%	8%
Brüt Kar	242%	11%	-18%	20%	10%
FVÖK	283%	-2%	-35%	23%	13%
FAVÖK	182%	3%	-14%	14%	10%
FAVKÖK	181%	5%	-12%	14%	10%
Net kar	477%	121%	-51%	17%	8%

Marjlar	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Brüt Kar Marjı	24%	23%	18%	20%	20%
Esas Faaliyet Kar Marjı	15%	13%	8%	9%	9%
FAVÖK Marjı	25%	22%	18%	19%	19%
FAVKÖK Marjı	27%	25%	21%	22%	22%
Net Kar Marjı	15%	29%	13%	14%	14%
Net Borç	9,338	8,220	7,983	8,414	8,641
Net borç /FAVÖK (x)	2.0	1.7	2.0	1.8	1.7
Net borç /FAVKÖK (x)	1.9	1.6	1.7	1.6	1.5
Net borç /Özsermaye (x)	1.0	0.5	0.4	0.4	0.3

Değerleme Çarpanları	2022	2023	2024T	2025T	2026T
F/K (x)	3.8	1.8	3.9	3.4	3.1
FD/FAVÖK (x)	4.2	3.8	4.9	4.3	3.9
FD/FAVKÖK (x)	3.8	3.4	4.3	3.8	3.4
FD/S (x)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
Temettü verimi	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

* FAVÖK =(Brüt Kar - Operasyonel Giderler + Amortisman)

** FAVKÖK =(FAVÖK + Düzeltilmiş Faaliyet Tipi Kiralama Giderleri + Düzeltilmiş Kısa Dönem Uçak Kirası Giderleri)

*** FAVÖK ve FAVKÖK rakamları şirket hesaplamalarından farklılık gösterebilir.

**** Net Borç = Toplam Borç - (Nakit ve Nakit Benzerleri + Finansal Yatırımlar)

***** Net Borç hesaplamasına teslim öncesi ödeme (PDP) eklenmediğinden şirket hesaplamalarından farklılık gösterebilir.

Kaynak: THY, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri



Finansal Görünüm – TL

milyon TL	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Gelir Tablosu					
Net Satış Gelirleri	311,169	504,398	742,855	1,022,859	1,172,962
Brüt Kar	75,641	119,446	133,413	202,604	236,602
Operasyonel Giderler	27,910	52,523	75,324	111,853	127,685
FVÖK	47,731	66,923	58,089	90,751	108,917
Amortisman	30,953	48,474	75,771	102,286	117,296
FAVÖK*	78,684	115,397	133,860	193,037	226,213
FAVKÖK**	78,707	115,413	153,780	221,597	257,879
Diğ. Gelir/Gider (net)	1,080	4,502	13,196	18,169	20,836
Yat. Fal. Gel. (net)	5,176	22,522	46,185	63,593	72,925
Finansal Gelir/Gider (net)	(4,764)	(9,381)	(24,972)	(41,262)	(52,049)
Vergi Öncesi Kar/Zarar	51,403	91,282	98,141	137,552	157,318
Vergi (-)	(3,971)	71,716	498	8,400	10,704
Net Kar	47,429	163,003	98,639	145,952	168,022

Bilanço	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Dönen Varlıklar	135,095	253,043	339,218	480,748	581,151
Nakit ve Nakit Benzerleri	76,192	20,115	56,614	91,109	114,001
Finansal Yatırımlar	11,705	157,311	166,776	221,530	247,006
Ticari Alacaklar	18,618	25,192	40,704	53,245	61,058
Stoklar	6,196	12,311	16,697	22,473	25,654
Diğer Dönen Varlıklar	22,384	38,114	58,427	92,392	133,431
Duran Varlıklar	443,476	797,048	978,028	1,410,482	1,692,511
Toplam Varlıklar	578,571	1,050,091	1,317,246	1,891,230	2,273,662
Kısa Vadeli Yükümlülükler	154,040	267,956	320,541	441,215	507,714
Finansal Borçlar	70,184	109,810	128,548	178,883	203,253
Ticari Borçlar	22,482	38,060	56,770	74,160	84,657
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	61,374	120,086	135,224	188,173	219,804
Uzun Vadeli Yükümlülükler	243,104	325,023	376,874	509,067	566,911
Finansal Borçlar	192,799	310,362	359,879	487,137	543,158
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	50,305	14,661	16,995	21,930	23,754
Toplam Yükümlülükler	397,144	592,979	697,415	950,283	1,074,625
Özkaynaklar	181,427	457,112	619,831	743,797	892,556
Ödenmiş Sermaye	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380
Toplam Kaynaklar	578,571	1,050,091	1,317,246	1,694,079	1,967,182

Nakit Akım Tablosu	2022	2023	2024T	2025T	2026T
FVÖK	47,731	66,923	58,089	90,751	108,917
Amortisman	30,953	48,474	75,771	102,286	117,296
İşletme sermayesindeki değişim	1,196	759	401	928	693
Vergi	(3,971)	71,716	498	8,400	10,704
Yatırım harcaması	63,737	92,856	152,720	198,450	201,566
Yatırım harcaması/net satış geliri	20%	18%	21%	19%	17%
Serbest nakit akışı	9,780	93,498	(18,763)	2,060	34,658
Serbest nakit akışı/net satış geliri	3%	19%	-3%	0%	3%

Büyüme	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Net satış gelirleri	220%	62%	47%	38%	15%
Brüt Kar	242%	58%	12%	52%	17%
FVÖK	283%	40%	-13%	56%	20%
FAVÖK	182%	47%	16%	44%	17%
FAVKÖK	181%	47%	33%	44%	16%
Net kar	477%	244%	-39%	48%	15%

Marjlar	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Brüt Kar Marjı	24%	24%	18%	20%	20%
Esas Faaliyet Kar Marjı	15%	13%	8%	9%	9%
FAVÖK Marjı	25%	23%	18%	19%	19%
FAVKÖK Marjı	25%	23%	21%	22%	22%
Net Kar Marjı	15%	32%	13%	14%	14%
Net Borç	175,086	242,746	265,037	353,380	385,404
Net borç /FAVÖK (x)	2.2	2.1	2.0	1.8	1.7
Net borç /FAVKÖK (x)	2.2	2.1	1.7	1.6	1.5
Net borç /Özsermaye (x)	1.0	0.5	0.4	0.5	0.4

Değerleme Çarpanları	2022	2023	2024T	2025T	2026T
F/K (x)	3.8	1.8	4.0	3.4	3.2
FD/FAVÖK (x)	4.2	3.8	4.9	4.3	3.9
FD/FAVKÖK (x)	3.8	3.4	4.3	3.8	3.4
FD/S (x)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
Temettü verimi	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

* FAVÖK =(Brüt Kar - Operasyonel Giderler + Amortisman)

** FAVKÖK =(FAVÖK + Düzeltilmiş Faaliyet Tipi Kiralama Giderleri + Düzeltilmiş Kısa Dönem Uçak Kirası Giderleri)

*** FAVÖK ve FAVKÖK rakamları şirket hesaplamalarından farklılık gösterebilir.

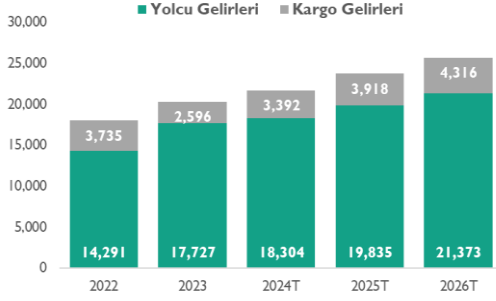
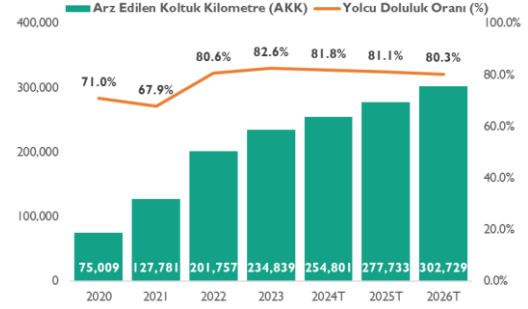
**** Net Borç = Toplam Borç - (Nakit ve Nakit Benzerleri + Finansal Yatırımlar)

***** Net Borç hesaplamasına teslim öncesi ödeme (PDP) eklenmediğinden şirket hesaplamalarından farklılık gösterebilir.

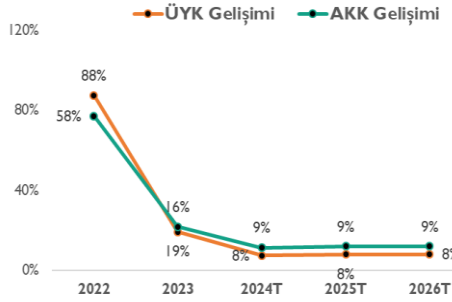
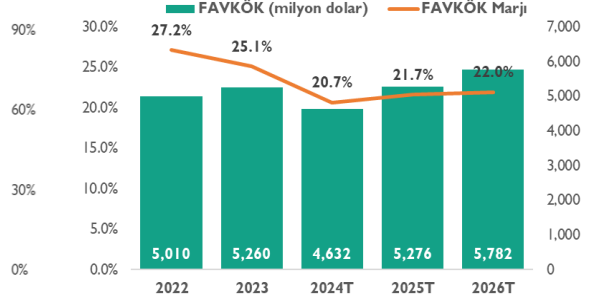
Kaynak: THY, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri



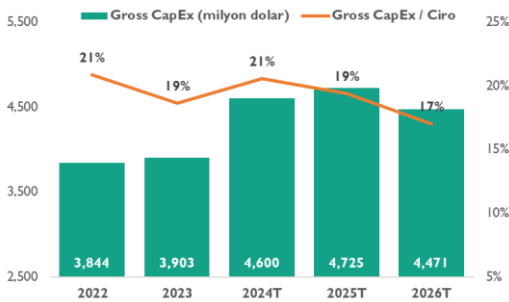
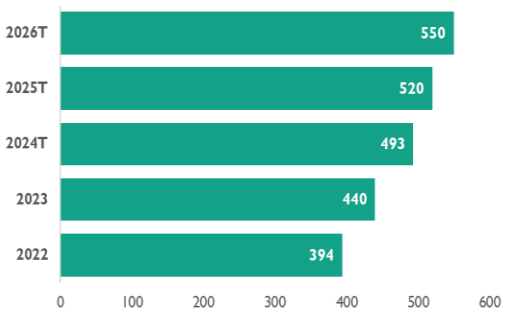
Grafikler

Grafik 9: Gelir Kırılımı (milyon dolar)

Grafik 10: AKK ve Doluluk Oranı (%)


Kaynak: THY, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Grafik 11: ÜYK ve AKK Gelişimi (%)

Grafik 12: FAVKÖK ve FAVKÖK Marjı (%)


Kaynak: THY, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Grafik 13: Gross CapEx ve Gross CapEx / Ciro (%)

Grafik 14: Filo Gelişimi


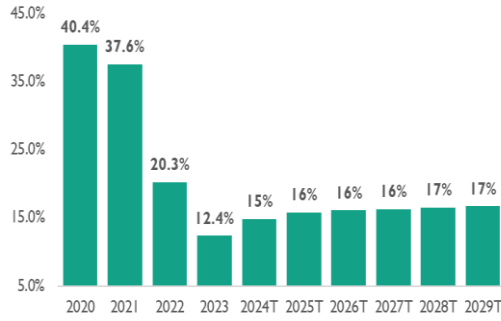
Kaynak: THY, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Yatırım Teması

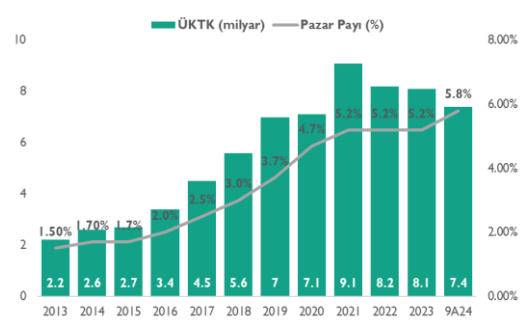
Turkish Cargo'nun zirve yolculuğu. Türk Hava Yolları, başta Covid-19 salgını olmak üzere son dönemde yaşanan bölgesel ve yerel çatışmalar ile tedarik zinciri sorunlarından kaynaklanan zayıf yolcu talebini güçlü kargo gelirleri sayesinde telafi etmeyi başarmıştır. Turkish Cargo, pandemi döneminde olduğu gibi bu dönemde de geçmişten gelen tecrübesi, hızlı ve isabetli karar alma mekanizmaları, güçlü ve son teknoloji altyapısıyla pazar payını artırmayı başarmış ve küresel ölçekte hava kargo taşıyıcıları arasında yükselişini sürdürmüştür.

Pazar payı ve küresel sıralamada yaşanan istikrarlı ve keskin yükseliş, Turkish Cargo'yu son 20 yılda yıllık ortalama %17 büyüme oranı ve sektörde birçok rakibinin üzerinde performansla dünyanın en hızlı büyüyen hava kargo markalarından birine dönüştürmüştür. Uluslararası Hava Taşımacılığı Birliği (IATA) kilometrelendirilmiş tonaj verilerine göre 2010 yılında 33'üncü sırada olan Turkish Cargo, 2023 yılında gösterdiği güçlü performans sayesinde aylık bazda yedi kez kendisini üçüncülüğe taşımış ve tarihinde ilk defa kümüle bazda ise %5,2 pazar payıyla 4'üncü sıraya yükseltmiştir. Turkish Cargo 3Ç24 itibariyle Dünya'da ilk üç hava kargo taşıyıcısından biri konumundadır.

Grafik 15: Kargo Gelirlerinin Ciro İçindeki Payı (%)



Grafik 16: Pazar Payı Gelişimi (ÜKTK)



Kaynak: THY, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

2023 yılında dünya genelindeki yüksek enflasyon, global talepte görülen zayıflama, artan yolcu uçaklarının alt (belly) kapasitesi ve jeopolitik risklerdeki dengelenmenin etkisiyle kargo fiyatları yıllık %30 düşerek, 1.565 dolar/ton seviyesine geriledi. Global kargo fiyatlarındaki düşüşe paralel olarak THY'nin kargo gelirleri 2023 yılında %30 düşüşle 2.596 milyon dolar oldu. Ancak hala kargo gelirlerinin pandemi öncesi seviyelerin %43 üzerinde seyrettiğinin altını çizmek gerektiğini düşünüyoruz.

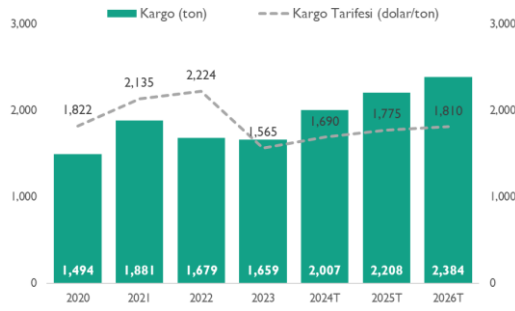
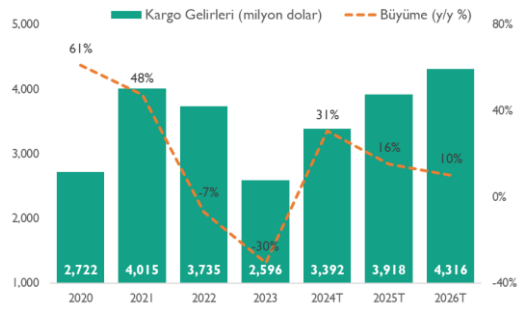
Turkish Cargo 1Y24'te taşınan kargo miktarını yıllık %32 artırarak 989,4 bin ton seviyesine yükseltirken, kargo gelirleri aynı dönemde %37 artarak 1,6 milyar dolar oldu. Ayrıca bu dönemde kargo fiyatları yıllık %4 artarak 1.653 dolar/ton olurken kargo gelirlerinin ciro içindeki payı %15,7 olarak gerçekleşti. Hatırlanacağı üzere kargo gelirlerinin ciro içindeki payı pandemi döneminde yaşanan kapanmalar nedeniyle düşen yolcu gelirleri ve artan kargo gelirleri sayesinde %40 düzeylerinde gerçekleşmişti.

Havacılık şirketlerinin artık vazgeçilmez bir gelir kalemi olan kargo gelirlerinin dünyada yaşanan gerginlikler dolayısıyla önemini giderek artabileceğini tahmin ediyoruz. Bu sebeple THY'nin kargo gelirlerinin ciro içindeki payının önümüzdeki yıllarda %16 - %17 (2024T-2029T ort: %16) bandında konsolide olmasını bekliyoruz.



2023 yılı son çeyreğinde artan jeopolitik gelişmeler sonrası Kızıldeniz'de yaşanan kapanmalar ile 2024 yılına güçlü başlayan e-ticaret segmenti kargo gelirlerini destekliyor. Kuveyt Türk Yatırım Araştırma olarak Türk Hava Yolları için kargo hacminin 2024 yılında %21 artarak 2,01 milyon ton, tarifinin %8 artışla 1.690 dolar/ton seviyesine yükselmesini tahmin ediyoruz.

Böylece 2024 yılında kargo gelirinin yıllık %31 artarak 3.392 milyon dolara yükselmesini ve toplam ciro içindeki ağırlığının %15'e ulaşmasını öngörüyoruz.

Grafik 17: Kargo Ton ve Tarife**Grafik 18: Kargo Gelirleri ve Büyüme**

Kaynak: THY, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Tüm bunlara ek olarak şirketin 2033 hedefi doğrultusunda 150 noktaya varış ve 9,5 milyar dolar kargo geliri elde etme hedeflerinin olduğunu hatırlatmak isteriz. Ayrıca İstanbul Havalimanı'ndaki yüksek teknolojiyle donatılan, dünyanın en büyük hava kargo terminallerinden biri olan SmartIST'in sunduğu imkanlar ve THY'nin güçlü marka değeri ve yaygın uçuş ağı sayesinde 2033 yılında taşınan yük miktarını 3,9 milyon tona çıkarmayı hedeflemektedir.

Turkish Cargo filosu, uçuş ağı, altyapısı ve tesisi ile nitelikli iş gücünü her geçen gün güçlendirmeye ve çağın gereklerine uygun şekilde geliştirmeye devam etmektedir. Bu anlamda Turkish Cargo geçmişten bu yana süregelen istikrarlı yükselişini güçlü atılımlarla sürdürürken, 2028 ve 2033 stratejilerinde işaret edilen zirve hedefine de emin adımlarla yürüdüğünü görmekteyiz.

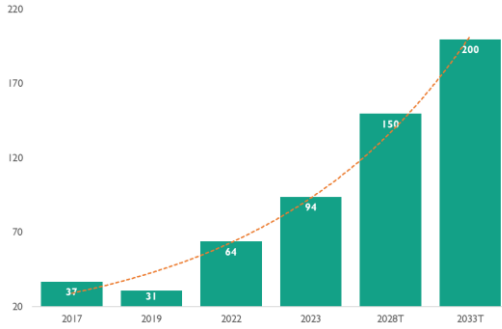
Aynı zamanda Turkish Cargo için; i) Türkiye'nin ideal konumu ve artan ticaret hacmi, ii) Dünya'da güçlü büyümesi ile dikkat çeken e-ticaret segmentinden pay alma imkanı, iii) Asya ve ticaret ortaklıkları sayesinde büyüme fırsatı ve iv) Intermodal taşımacılık için entegre çözümler sunması kargo gelirlerine yönelik fırsatlar olarak değerlendiriyoruz.

Her alanda rekabet “Ajet” Türk Hava Yolları, Avrupa ve Orta Doğu bölgelerinde değişen pazar dinamiklerine karşılık vermek üzere AnadoluJet stratejisini yeniden dizayn etmeye karar vermiştir. Şirket, ana hub’i İstanbul Havalimanı dışında kalan ve Sabiha Gökçen, Ankara ve Antalya gibi merkezlerden hitap ettiği bu pazarda, yoğun düşük maliyetli taşıyıcı (LCC) rekabetine karşı varlık gösterebilmek için AnadoluJet’in “rekabet gücünü artırıcı, filo ve dijital dönüşümü ile dikkat çeken, gelir ve maliyet kompozisyonu sayesinde rekabetçi ve yeni marka konumlandırması ile kurumsal bir kimlik kazandırma çalışmaları gerçekleştirmiştir.

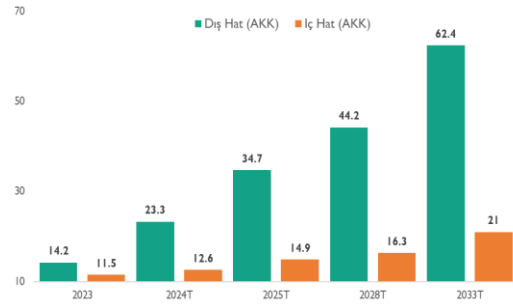
Türk Hava Yolları için Ajet büyüme projeksiyonlarında Sabiha Gökçen’in 2. pistinin açılması kritik bir öneme sahip. Şirket, bu 2. pistle sunulacak olan ilave kapasiteyi kendi lehine çevirip, Ajet’in Avrupa ve Orta Doğu’daki etkinliğini güçlendirmeyi ve üretimde dış hatların ağırlığını artırmayı hedeflemektedir.

THY, Ajet’i rekabette öne çıkarmak, uçuş ağını genişletmek ve sürdürülebilir büyüme ve karlılığı ile ön plana çıkması için ciddi bir filo atılımı gerçekleştirmiştir. 9A24 itibarıyla 102 adet uçak ve 161 hat ile hizmet veren Ajet’in önümüzdeki 10 yıl içinde filosunu yeni nesil uçaklarla büyütmesi ve 2033 yılında 200 uçaklık bir filoya ulaşması hedeflenmektedir. THY, 2024’te Ajet’in yeni nesil filo oranını %65’e, 2028’de %98’e ve 2033’te %100’e ulaşmasını öngörüyor.

Grafik 19: Ajet Filo Gelişimi



Grafik 20: Dış ve İç Hat AKK Gelişimi



Kaynak: THY, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Ajet’in; i) yeni nesil ve ergonomik koltuk dönüşümlü uçakları, ii) genç filosu ve iii) yüksek yoğunluktaki uçakları sayesinde birim maliyetlerin %20 oranında düşmesi beklenirken, birim gelirlerinin ise %20 oranında artış göstermesi bekleniyor.

Şirket, i) yeni nesil ve ergonomik koltuk dönüşümlü uçakları sayesinde %10 – 15 daha düşük yakıt kullanımı, ii) genç filosu sayesinde %9 – 10 CASK avantajı ve iii) yüksek yoğunluktaki uçakları sayesinde %5 yakıt dışı CASK tasarrufu ile %10 – 15 ekstra yan gelir potansiyeli olabileceğini öngörüyor.

Ajet, gerçekleştirdiği atılım ve strateji sayesinde dış hat kapasitesini (AKK) 2028’de %73’e ve 2033’te %75’e çıkararak, 62,4 milyon ASK’a ulaşmayı hedefliyor. Bu 10 yılda yaklaşık 4.4x büyümeye işaret ediyor. Şirket, iç hat yolcu kapasitesini ise yaklaşık 10 yıl içinde 1.8x artırarak 21 milyon ASK seviyesine çıkarmayı hedefliyor. Böylece 2033 yılına gelindiğinde ortalama koltuk sayısı 2019’a göre %14 düzeyinde artması bekleniyor. Bu gelişmeler paralelinde Ajet’in SAW (Sabiha Gökçen Havalimanı) Ankara ve Antalya’da pazar payı artışı gerçekleşmesini hedeflerken, 2033’te 44 ülke ve 80 destinasyonla dış hatlarda da kendini kanıtlayabileceğini bekliyoruz.

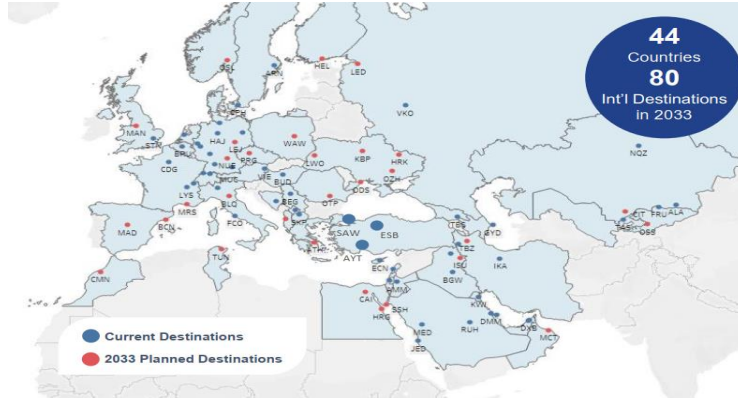
Ajet gerçekleştirdiği dijital dönüşümle de yan gelirlerin payını artırmayı ve doğrudan dağıtım yoluyla marjlarda büyümeyi hedeflemektedir. Şirket bu hedefler doğrultusunda;

- Yeni yolcu hizmet sistemi (PSS) dönüşümü,
- Uluslararası Hava Taşımacılığı Birliği (IATA) sistemi ile doğrudan uyumlu dağıtım kanalı (NDC) entegrasyonlarını tamamlamıştır.

Böylece yeni yolcu sistemiyle daha iyi yolcu entegrasyonu ve şehirlere göre optimize edilmiş ücret sınıflandırmasıyla yıllık %1-2 düzeyinde yan gelir artışı hedeflenmektedir. Ayrıca Uluslararası Hava Taşımacılığı Birliği (IATA) sistemiyle doğrudan uyumlu dağıtım kanalı (NDC) entegrasyonlarının tamamlanması ile küresel dağıtım sistemleri (GDS) komisyon ve teşvik giderlerinin azaltılmasına katkı sunarak ek gelir artışı sağlanması hedeflenmektedir.

Özetle; THY'nin Ajet stratejisi sayesinde uzun vadeli dönemde düşük maliyetli hava yolu şirketlerinden pazar payı kazanımı önemsiyor ve finansal performans üzerinde destekleyici olmasını tahmin ediyoruz.

Grafik 21: Ajet Mevcut ve Planlanan Uçuş Ağı



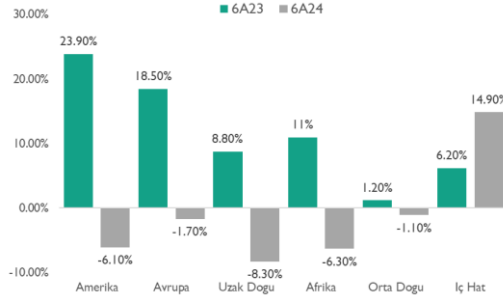
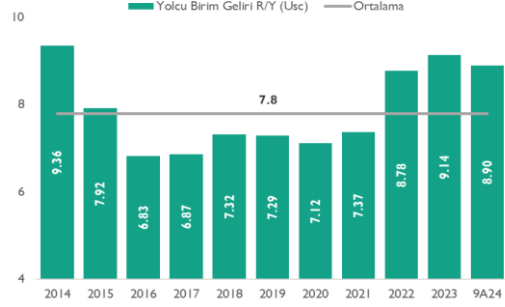
Kaynak: THY, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Yolcu birim gelirlerinde “normalleşme” THY'nin pandemi sonrası uygulamış olduğu strateji ve yüksek talep ortamı yolcu birim gelirlerinde toparlanmayı beraberinde getirdi.

Pandemi sonrası geri gelen güçlü yolcu talebi ve Türkiye'nin 2022 yılında yakaladığı güçlü turizm ivmesinin 2023 yılında da devam etmesiyle, THY artan talebe karşılık verebilmiş ve uluslararası pazar payını artırmayı başarmıştır. Güçlü yolcu talebi sayesinde THY, yolcu birim gelirlerini 2023 yılında son 10 yıllık ortalaması olan 7,8 USc'nin %17,2 üzerinde 9,14 USc'ye çıkartarak, 2013 - 2014 döneminde test edilen 9 USc'in üzerine çıkarmayı başarmıştır.

2024 yılına başlarken küresel havacılık şirketleri arasındaki rekabet ortamı, yüksek faiz döngüsü ve jeopolitik risk kaynaklı bölgesel zayıf talebin yolcu birim gelirleri üzerindeki etkileri görülmeye başlandı. THY'nin yolcu birim gelirleri yukarıda saydığımız gerekçelere paralel olarak 2024 yılı ilk yarısında yıllık %4,1 düşerek 8,54 USc'ye gerilemiştir.

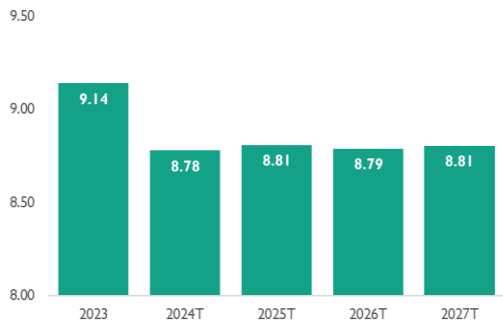
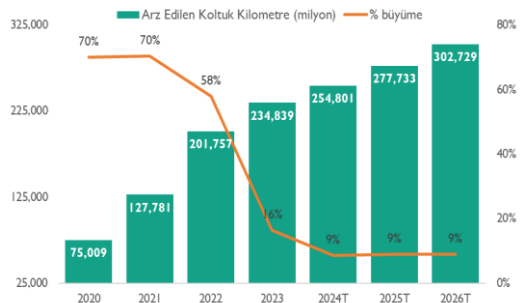
THY'nin yolcu birim gelirleri yılın ilk yarısında iç hatlar hariç bakıldığında ise faaliyet gösterilen her bölgede düşerken, Uzak Doğu %8,3 ve Afrika %6,3 düşüşle en kötü performansı gösterdi. Orta Doğu'da yaşanan jeopolitik riskleri ve kış aylarına yaklaşırken olası virüslere ilişkin gelişmeleri yakından takip ederken, THY'nin gelirini kargo ve yolcu operasyonları sayesinde kaynaktan çeşitlendirmesi ve geniş uçuş ağı sayesinde ise bölgesel olarak dağıtması doğal bir risk azaltma mekanizması olarak karşımıza çıkıyor.

Grafik 22: Bölgesel Birim Gelir Değişim (%)

Grafik 23: Yolcu Birim Geliri (R/Y)


Kaynak: THY, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

2024 yılında başlarken, küresel havacılık şirketlerinde görülen güçlü kapasite artışı ile dünya genelinde yolcu kapasitesinin pandemi öncesi seviyeye yükselmesi, düşük maliyetli hava yolu şirketleri ile artan rekabet ortamı, yüksek faiz döngüsü ve jeopolitik risk kaynaklı zayıf talebin etkisiyle 9A24'te %4,2 düşerek 8,9 USc'e gerileyen yolcu birim gelirlerinin 2024 yılı tamamında %4 düşüşle 8,78 USc olmasını bekliyoruz.

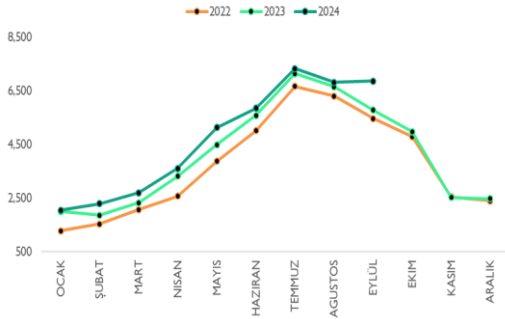
Yolcu birim gelirlerinin (R/Y) 2014'ten bu yana ortalamasına baktığımızda 7,8 USc seviyesinde bulunuyor. Kuveyt Türk Yatırım Araştırma olarak THY'nin geniş uçuş ağı, aktif kapasite yönetimi ve 2033 büyüme stratejisini göz önüne aldığımızda yolcu birim gelirlerinin eski ortalamalardan ziyade "yeni normal" olan 8,8 USc bandında normalleşmesini öngörüyoruz. Yaşanan normalleşmeye rağmen, THY'nin 3Ç24 itibarıyla 130 ülke ve 296 uluslararası noktaya uçuş gerçekleştirdiğini düşündüğümüzde, geniş uçuş ağı ve aktif kapasite yönetimi sayesinde Arz Edilen Koltuk Kilometre'nin 2024'te %9 artarak 254,8 milyar AKK'ye, yolcu doluluk oranının %0,9 düşüşle %81,8'e ve yolcu sayısının %2 artarak 85 milyona yükselmesini bekliyoruz.

Grafik 24: Yolcu Birim Geliri (R/Y) Projeksiyon (USc)

Grafik 25: AKK ve Yıllık Büyüme (%)


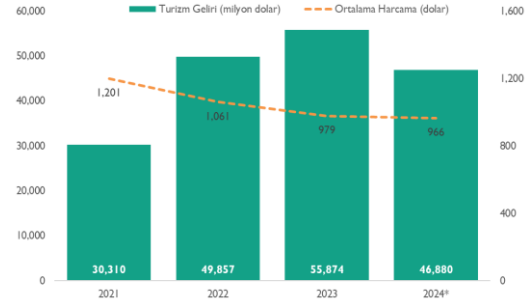
Kaynak: THY, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Güçlü turizm sezonu 2024'te devam ediyor. Kültür ve Turizm Bakanlığı verilerine göre Türkiye'ye gelen yabancı ziyaretçi sayısı Eylül ayında yıllık %2,5 artarak 6,8 milyon oldu. Yılın ilk dokuz ayında ise gelen toplam ziyaretçi sayısı yıllık %8,7 artarak 49,2 milyona yükseldi. Avrupalı turistler yılın ilk dokuz ayında Türkiye'yi en çok ziyaret edenler arasında yer almaya devam etti. Almanya ve Fransa'da gerçekleşen şampiyona ve olimpiyatlar, yazlık bölgelerde yüksek fiyat artışları ve jeopolitik risklerin ön planda olduğu bir yaz dönemini geride bırakmamıza rağmen, ziyaretçi sayılarındaki güçlü görünümün devam etmesi havacılık sektörünü desteklediğini düşündüğümüz faktörler arasında yer alıyor.

Grafik 26: Aylık Ziyaretçi Sayısı (milyon)



Grafik 27: Turizm ve Ortalama Harcama



Kaynak: THY, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

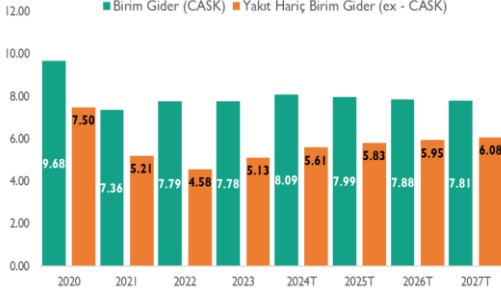
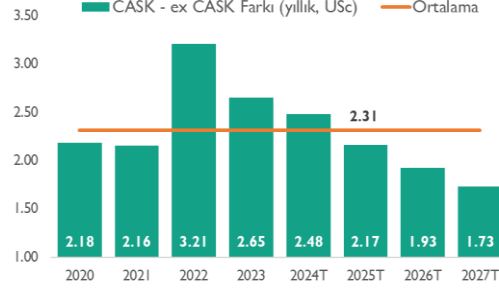
* Ocak - Eylül

TÜİK verilerine göre yılın ilk dokuz ayında 46,9 milyar dolar turizm geliri elde edildi. Kültür ve Turizm Bakanlığı 2024 yılında 60 milyon ziyaretçi ve 60 milyar dolar turizm geliri elde etmeyi hedefini güçlü turizm verileri sonrası yukarı yönlü revize etti. Bu doğrultuda Kültür ve Turizm Bakanlığı yıl sonu ziyaretçi sayısı hedefini 61 milyona yükseltti. Sıcaklıkların mevsim normallerinin üzerindeki seyri ve Türkiye'nin coğrafi konumu sayesinde turizm sezonunun güçlü seyretmesini ve yıl sonu hedeflenen 61 milyon turist ve 60 milyar dolar gelir hedefine yakınsamasını bekliyoruz.

Birim giderlerde yaşanan artış marjları baskılıyor. Kuveyt Türk Yatırım Araştırma olarak akaryakıt maliyetlerinde yıllık %2'lik artış bekliyoruz. Artan personel maliyetleri, yer hizmetleri ve GTF sorunları kaynaklı birim giderin (CASK) yıllık %4 artarak 8,09 USc'e yükselmesini bekliyoruz.

Akaryakıt hariç CASK'ın yıllık %11 artarak 5,6 USc'e yükselmesini tahmin ediyoruz. İY24'te personel ikramiye ödemeleri, iştirak maaş düzenlemeleri ve GTF sorunları birim maliyetler üzerinde %6 artırıcı etki ettiğini not düşmek istiyoruz.

Birim giderlerde yaşanan yükselişin marjlar üzerinde 2024 yılında baskılayıcı faktör olmasını tahmin ediyoruz. CASK'ta beklentimiz dahilinde %4 ve akaryakıt hariç CASK'ın %11 artması halinde FAVÖK marjının 2024'te 4,5bps düşerek, %18'e gerilemesini ve FAVKÖK (EBITDAR) marjının 4,4bps daralarak %20,7'ye gerileyeceğini öngörüyoruz. Bu doğrultuda THY'nin 2024'te 4.032 milyon dolar FAVÖK ve 4.632 milyon dolar FAVKÖK elde etmesini tahmin ediyoruz.

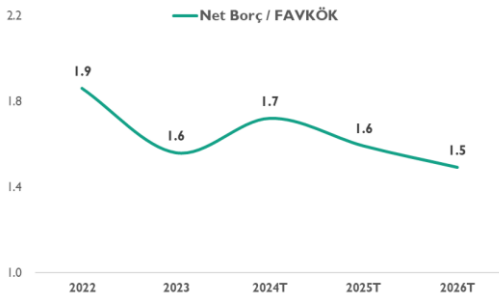
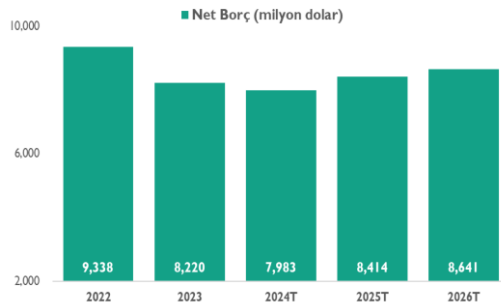
Grafik 28: Birim Giderler - USc

Grafik 29: Birim Gid. ve Ak. Har. Gider Farkı (USc)


Kaynak: THY, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Güçlü nakit yaratımı sayesinde net borç/FAVKÖK çarpanında 1,5x bandında dengeleme bekliyoruz.

Türk Hava Yolları'nın pandemi sonrası güçlü talep ortamında başarılı operasyonel performanslarından elde ettiği güçlü nakit yaratımı, borçluluk ve likidite iyileşmesinde etkili oldu. THY'nin net borcu 2020'de 14,8 milyar dolar ve net borç / FAVKÖK çarpanı 9,8x seviyesinde bulunmaktaydı. Şirket'in operasyonlarından elde ettiği güçlü nakit akışı ve rakiplerine göre üstün borç ödeyebilme kabiliyeti sayesinde 2023 yılında net borç 8,2 milyar dolara gerilerken, net borç / FAVKÖK çarpanı 1,6x olmuştur.

Kuveyt Türk Yatırım Araştırma olarak şirketin güçlü operasyonel performansı ve kaliteli nakit üretimi sayesinde 2024 yılında net borcun 7.983 milyon dolara gerilemesini ve net borç/FAVKÖK'ün dolar bazında 1,7x olarak gerçekleşmesini tahmin ediyoruz. 2024 – 2029T projeksiyonlarımızda net borç/FAVKÖK çarpanının ortalama 1,5x bandında dengelemesini bekliyoruz.

Grafik 30: Net Borç / FAVKÖK (milyon dolar)

Grafik 31: Net Borç (milyon dolar)


Kaynak: THY, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

*Net Borç = Toplam Borç – (Nakit ve Nakit Benzerleri + Finansal Yatırımlar)

**Net Borç hesaplamasına teslim öncesi ödeme (PDP) eklenmediğinden şirket hesaplamalarından farklılık gösterebilir.

Değerleme Özeti

Türk Hava Yolları değerlemesinde dolar bazlı indirgenmiş nakit akımları analizi (İNA) ve benzer piyasa çarpanları analizi yöntemlerini kullandık.

Her iki yöntemle eşit ağırlık (%50 - %50) vererek, Türk Hava Yolları hedef özsermaye değerine ulaşıyoruz. İndirgenmiş nakit akımları analizi senaryomuz 14.079 milyon dolar özsermaye değerine işaret ederken, 2024T ve 2025T FD/FAVKÖK benzer piyasa çarpan analizi senaryomuz 15.783 milyon dolar ortalama değere işaret etmektedir. 2024T FD/FAVKÖK'e %30 2025T FD/FAVÖK çarpanına %70 ağırlık verilmiştir.

Özetle; Türk Hava Yolları için 12 ay ileri ağırlıklandırılmış hedef piyasa değerimiz 14.931 milyon dolardır. Bu hisse başı 10,8 dolara denk gelmekte olup, dolar bazında yükseliş potansiyeli %28,6'dır.

Orta Vadeli Program (OVP) ve Kuveyt Türk Yatırım Araştırma tahminlerimize göre 2025 ortalama USD/TL tahminimiz 42TL olup, Türk Hava Yolları için 12 ileri hedef fiyatımız hisse başına 454 TL ve yükseliş potansiyeli %57'dir.

Tablo 2: Değerleme Özet Tablosu

Değerleme Özeti (milyon dolar)		
Method	Parametre	Değerleme Sonucu
İndirgenmiş Nakit Akımları	Özsermaye Değeri	14,079
Piyasa Çarpan Analizi	2024 ve 2025T FD/FAVÖK (5.0x, 4.7x)	15,783
Ağırlıklandırılmış hedef piyasa değeri (%50 İNA & %50 çarpan analizi)		14,931
Ödenmiş Sermaye		1,380
Hisse Başı Hedef Fiyat (USD)		10.8
2025 Ortalama USD/TL		42
Hisse Başı Hedef Fiyat (TL)		454

Tablo 3: Temel Performans Göstergeleri

	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Yolcu Sayısı (milyon)	71,821	83,378	85,045	89,298	93,762
Büyüme (%)	60%	16%	2%	5%	5%
Arz edilen Koltuk Kilometre (AKK)	201,757	234,839	254,801	277,733	302,729
Büyüme (%)	58%	16%	9%	9%	9%
Ücretli Yolcu Kilometre (ÜYK)	162,679	193,932	208,477	225,155	243,167
Büyüme (%)	88%	19%	8%	8%	8%
Doluluk Oranı (%)	80.6%	82.6%	81.8%	81.1%	80.3%
Büyüme (%)	0.13	0.02	(0.01)	(0.01)	(0.01)
Uçak Sayısı	394	440	493	520	550
Büyüme (%)	6%	12%	12%	5%	6%
Yolcu Birim Gelir (R/Y) - USc	8.78	9.14	8.78	8.81	8.79
Büyüme (%)	19%	4%	-4%	0%	0%
Birim Gider (CASK) - USc	7.79	7.78	8.09	7.99	7.88
Büyüme (%)	6%	0%	4%	-1%	-1%
Yakıt Hariç Gider (ex - CASK) - USc	4.58	5.13	5.61	5.83	5.95
Büyüme (%)	-12%	12%	9%	4%	2%



İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

2024 – 2029 yıllarını kapsayan dolar bazlı indirgenmiş nakit akımları analizi yönteminde risksiz faiz oranını Türkiye'nin 10 yıllık Eurobond getirisinden yararlanarak %7,5, hisse risk primini %5,5 ve hisse betasını 0,88x olarak belirleyerek, %12,3 özsermaye maliyetine ulaşıyoruz.

Borçlanma maliyeti için risksiz faiz oranı varsayımımız üzerinde 250bps ek faiz uygulayıp %10'a ulaşırken, borç ağırlığını kademeli olarak azaltarak, 2029'da %39 olarak tahmin ediyoruz. Tahminlerimiz doğrultusunda ortalama sermaye maliyetini (WACC) 2024- 2029 tahmin projeksiyonumuz için ortalama %10,1 olarak hesaplıyoruz. %1 'lik uç değer büyüme oranı uyguluyoruz.

Tablo 4: İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)		2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
milyon dolar							
Hasılat		22,375	24,354	26,300	28,459	30,552	32,654
	Büyüme (%)	7%	9%	8%	8%	7%	7%
Faaliyet Karı (EBIT)		1,750	2,161	2,442	2,931	3,314	3,673
	FVOK Marjı (%)	7.8%	8.9%	9.3%	10.3%	10.8%	11.2%
FAVÖK (EBITDA)		4,032	4,596	5,072	5,777	6,369	6,939
	FAVÖK Marjı (%)	18.0%	18.9%	19.3%	20.3%	20.8%	21.2%
FAVKÖK (EBITDAR)		4,632	5,276	5,782	6,562	7,229	7,894
	FAVKÖK Marjı (%)	20.7%	21.7%	22.0%	23.1%	23.7%	24.2%
Vergi		15	200	240	279	311	341
Yatırım Harcamaları		4,600	4,725	4,471	4,838	5,194	5,551
Yatırım Harcamaları / Satış		20.6%	19.4%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
Net İşletme Sermayesinde Değişim		36	18	9	20	14	13
Serbest Nakit Akışı (FCF)		11	733	1,542	1,983	2,332	2,671
SNA / Satış		0.0%	3.0%	5.9%	7.0%	7.6%	8.2%
AOSM		9.8%	9.9%	10.1%	10.2%	10.3%	10.5%
İndirgeme Faktörü	1.0	1.10	1.21	1.33	1.46	1.61	1.78
Bugüne indirgenmiş nakit akımı		10	608	1,161	1,355	1,445	1,498
Firma Değeri 2024-2029		6,077					
Terminal Büyüme Oranı		1.0%					
Terminal Değer		15,985					
Toplam Firma Değeri		22,062					
- 2024T Net Borç		7,983					
Özsermaye Değeri		14,079					

Kaynak: THY, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri



Tablo 5: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması

AOSM Hesaplama

	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Risksiz Faiz Oranı	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
Hisse Risk Primi	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Beta	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88
Özsermaye Maliyeti	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%
Borçlanma Maliyeti	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Sermaye Ağırlığı	47%	50%	53%	56%	58%	61%
Borç Ağırlığı	53%	50%	47%	44%	42%	39%
Vergi Oranı	25%	25%	25%	25%	25%	25%
AOSM	9.8%	9.9%	10.1%	10.2%	10.3%	10.5%

Kaynak: THY, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Piyasa Çarpan Analizi

Türk Hava Yollarını küresel havacılık sektörlerine göre karşılaştırdığımızda tahminlerimize göre 4,3x FD/FAVKÖK ve 3,9x F/K çarpanlarıyla işlem görmektedir. Bu çarpanlar küresel benzerlerine göre sırasıyla %13 ve %58 iskontoya işaret etmektedir.

Küresel benzer şirketlerin medyan çarpanları baz alınmış olup, 2024T 5,0x FD/FAVÖK ve 9,3x F/K çarpanlarıyla işlem görmektedir. Değerlemede 2024T hedef FD/FAVKÖK 5,0x ve 2025T hedef FD/FAVKÖK için 4,7x baz alınmıştır. 2024 çarpanına %30 2025 çarpanına ise %70 ağırlık verilerek, 15.783 milyon dolar hedef özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Tablo 6: Benzer Şirket Karşılaştırması

Şirket	Piyasa Değeri milyon USD	FD/FAVÖK		F/K	
		24T	25T	24T	25T
ABD		6.3	5.9	9.8	7.4
American Airlines	9,456	7.5	7.1	9.8	7.0
United Airlines	29,984	5.8	4.9	8.9	7.4
Delta Air Lines	41,343	6.3	5.9	10.6	8.8
Avrupa		3.1	2.7	5.3	3.6
Deutsche Lufthansa AG	7,916	3.2	2.8	7.2	5.2
Air France-KLM	2,141	3.0	2.5	3.4	2.0
Asya		4.1	4.4	10.5	12.6
China Airlines Ltd	4,446	4.1	4.4	10.5	12.6
Genel Medyan		5.0	4.7	9.3	7.2
Türk Hava Yolları	11,646	4.3	3.8	3.9	3.4
Prim/iskonto		-13%	-19%	-58%	-53%

Kaynak: EquityRT, Bloomberg, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

THY tahminleri projeksiyonlarımıza dayanmaktadır.



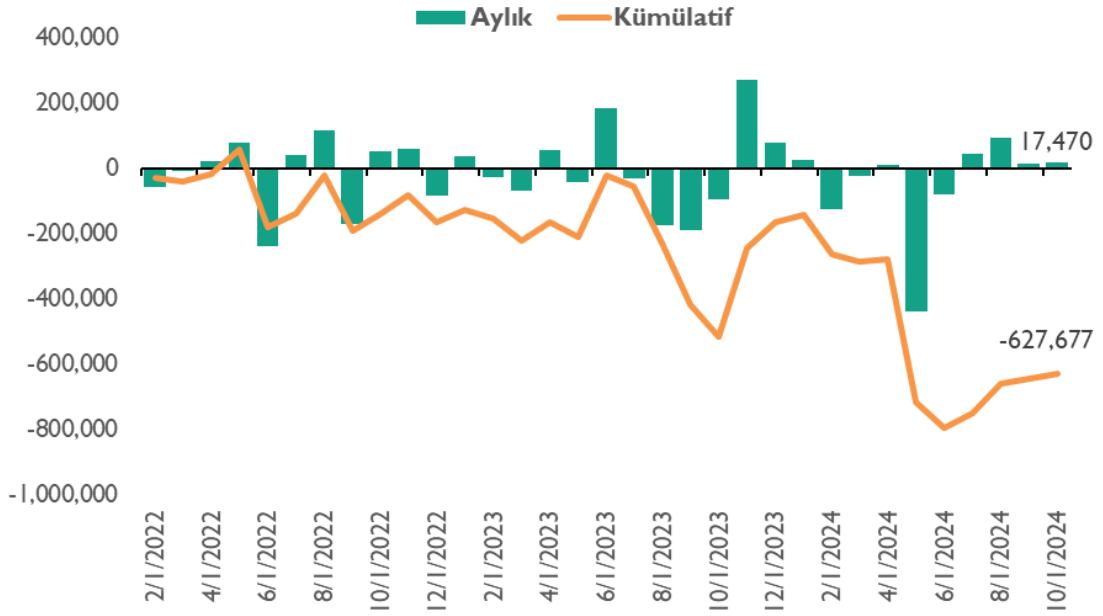
Yabancı İşlemleri

Borsa İstanbul tarafından açıklanan aylık yabancı işlemlerini incelediğimizde, yabancı yatırımcılar 2024 yılı başından bu yana Türk Hava Yolları <THYAO TI> hisse senedinde 462,5 milyon dolar satış yaptı.

Yabancı yatırımcıların 2022 başından bu yana Türk Hava Yolları hissesinde gerçekleştirdiği işlemleri incelediğimizde, 627,7 milyon dolar satış yaptığını görmekteyiz.

Son iki aylık işlemleri incelediğimizde, yabancıların Türk Hava Yolları hisse senedinde 31,1 milyon dolarlık alış yaptığını hatırlatmak isteriz.

Grafik 32: Yabancı İşlemleri



Kaynak: BIST, Rasyonet, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Pegasus Hava Taşımacılığı

Verimli uçaklar karlılığı destekliyor...

- Pegasus Hava Taşımacılığı <PGSUS TI> için hedef fiyatımızı %51 yükselişe işaret eden 355 TL/hisse olarak belirlerken, tavsiyemizi "AL" olarak paylaşıyor ve araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz. Pegasus'u; i) genç filo yapısı, ii) yeni nesil ve yakıt tasarrufu sağlayan uçakları sayesinde etkin maliyet yönetimi ve verimlilik artışı, iii) artan yan gelir desteği, iv) güçlü dış hat uçuş ağı ve artan destinasyon sayısı ile v) global havacılık sektörüne göre yüksek FAVÖK marjı dolayısıyla beğeniyoruz. Şirket, 2024T göre 11,0x F/K ve 7,1x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.**
- Neo uçakların artan payı karlılığı destekliyor.** Türkiye ve globaldeki düşük maliyetli havayolu şirketleri arasında en genç filolardan birine sahip olan Pegasus'un 9A24 itibarıyla filosunda 112 adet uçak bulunurken, filo yaşı 4,5 yıldır. Şirket, yakıt ve birim maliyet tasarrufu ile birlikte emisyon azaltımına odaklanan genç filo planlama stratejisi doğrultusunda Temmuz 2023'te 36 adet yeni Airbus A321neo model uçak siparişi için anlaşma imzaladı. Bu doğrultuda 2021 – 2023 arasındaki ek siparişlerle 2012'de 100 uçaklık A320/321neo ailesi uçak siparişinin kapsamı toplamda 150 adet olarak güncellendi. Bu sipariş kapsamında 42 adet A320neo uçağını filosuna dahil eden Pegasus, 2029 sonunda filosunu yaklaşık 160 adete çıkarmayı ve ortalama koltuk sayısını 2021'deki 191'den 228'e yükseltmeyi planlamaktadır. Pegasus'un bu filo dönüşümü ile daha fazla koltuk arzı, koltuk kilometre başına daha az yakıt tüketimi ve daha az karbon salınımı sayesinde karlılık artışı öngörüyoruz. Filo dönüşümü ile Pegasus'un AKK başına birim giderini (CASK) 2029'da 3,57 Euro'ya gerilemesini beklerken, maliyetlerde yaşanan düşüşle FAVÖK marjında %30 ve üzerine doğru yönelimin devam etmesini bekliyoruz.
- Yan gelirlerde büyümenin devam etmesini bekliyoruz.** Pegasus'un temel stratejilerinden biri yan gelir ve doluluk artışı ile karlılığı desteklemektir. Geçmişte Pegasus'un yan gelir büyümesindeki başarısının temel kaynaklarından biri toplam yolcu içinde uluslararası yolcu payının artırılması olarak karşımıza çıkıyor. 2024 yılı ilk 10 ay trafik sonuçlarına baktığımızda Pegasus'un artan dış hat yolcu trafiğinin olumlu etkisi yan gelirler üzerinde hissedilmeye başladı. Pegasus'un 9A24 itibarıyla misafir başına yan geliri Euro bazında 2023 yıl sonuna göre %16,6 artarak 30,2 Euro'ya yükseldi. Toplam yolcu içinde uluslararası yolcu payının 2024'te yaklaşık %64 düzeyinde gerçekleşmesini beklerken, bu misafir başına yan gelirin yıllık %11 artarak, %28,2'ye ve toplam hasılat içindeki oranının %30'dan %34,1'e yükselmesine işaret etmektedir. Pegasus'un uyguladığı stratejiyle yan gelirlerin önümüzdeki süreçte düşük tek haneli artışlarla 2029 sonunda 31,5 Euro'ya yükselmesini ve yan gelirlerin toplam gelirler içindeki ağırlığının yaklaşık %42,2'ye yükselmesini öngörmekteyiz.
- Riskler.** i) Düşük maliyetli taşıyıcılar (low cost) arasındaki artan rekabet ortamı, ii) beklenen teslimatlarda aksamalar, iii) jeopolitik risklerin alevlenmesi, iv) salgın hastalıkların artış göstermesi, v) zayıf turizm sezonu ve vi) yüksek kur dalgalanmaları temel risk faktörleri olarak sıralanabilir.

Piyasa Bilgileri

Bloomberg Kodu	PGSUS TI
Tavsiye	AL
Hedef Fiyat (TL/hisse)	355.0
Kapanış (TL/hisse)	235.50
Yükseliş Potansiyeli (%)	51%
Piyasa Değeri (milyon TL)	117.750
Piyasa Değeri (milyon USD)	3.430
Firma Değeri (milyon TL)	219.703
Sermaye (milyon TL)	500
Halka Açıklık Oranı (%)	43.00

Tahminler, TLmn

	2024T	2025T	2026T
Net Satış Gelirleri	112,498	145,172	166,170
Büyüme (%)	60%	29%	14%
FAVÖK	30,490	41,059	48,732
Büyüme (%)	41%	35%	19%
Net Kar	10,768	15,747	20,026
Büyüme (%)	-48%	46%	27%

Karlılık (%)

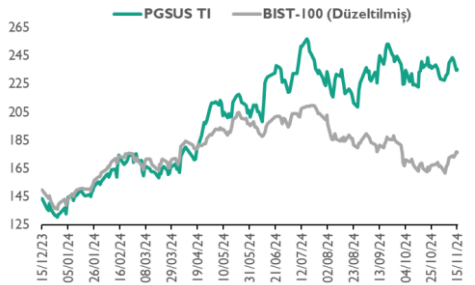
FAVÖK Marjı	27%	28%	29%
Net Kar Marjı	10%	11%	12%

Borçluluk

Net Borç	108,920	122,709	137,702
Net Borç /FAVÖK	3.6	3.0	2.8

Değerleme Çarpanları (Euro)

F/K	11.0	8.9	7.3
FD/FAVÖK	7.1	6.2	5.5



Analist

Muhammet Çakmak

muhammet.cakmak@kuveytturkiyatirim.com.tr



Finansal Görünüm – EUR

milyon EUR	2023	2024T	2025T	2026T
Gelir Tablosu				
Net Satış Gelirleri	2,670	3,082	3,376	3,693
Brüt Kar	642	672	773	881
Operasyonel Giderler	122	181	196	212
FVÖK	520	490	577	669
Amortisman	304	345	378	414
FAVÖK*	839	836	955	1,083
Diğ. Gelir/Gider (net)	(31)	(21)	(14)	(9)
Yat. Fal. Gel. (net)	44	45	50	54
Finansal Gelir/Gider (net)	(164)	(237)	(259)	(284)
Vergi Öncesi Kar/Zarar	370	280	356	435
Vergi (-)	420	15	10	10
Net Kar	790	295	366	445

Bilanço	2023	2024T	2025T	2026T
Dönen Varlıklar	1,474	2,502	2,984	3,572
Nakit ve Nakit Benzerleri	494	1,334	1,747	2,260
Finansal Yatırımlar	569	569	575	580
Ticari Alacaklar	51	101	111	121
Stoklar	33	40	43	46
Diğer Dönen Varlıklar	327	458	508	564
Duran Varlıklar	4,726	5,010	5,811	6,857
Toplam Varlıklar	6,200	7,512	8,795	10,429
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,142	1,625	2,103	2,759
Finansal Borçlar	572	732	937	1,218
Ticari Borçlar	200	264	285	308
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	370	629	881	1,233
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,380	3,873	4,235	4,673
Finansal Borçlar	3,097	3,562	3,918	4,349
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	283	311	318	324
Toplam Yükümlülükler	4,522	5,498	6,338	7,432
Özkaynaklar	1,678	2,014	2,457	2,997
Ödenmiş Sermaye	500	500	500	500
Toplam Kaynaklar	6,200	7,512	8,795	10,429

Nakit Akım Tablosu	2023	2024T	2025T	2026T
FVÖK	520	490	577	669
Amortisman	304	345	378	414
İşletme sermayesindeki değişim	(3)	(7)	(8)	(9)
Vergi	420	15	10	10
Yatırım harcaması	162	191	219	247
<i>Yatırım harcaması/net satış geliri</i>	<i>6%</i>	<i>6%</i>	<i>7%</i>	<i>7%</i>
Serbest nakit akışı	1,085	666	754	855
<i>Serbest nakit akışı/net satış geliri</i>	<i>41%</i>	<i>22%</i>	<i>22%</i>	<i>23%</i>

Büyüme	2023	2024T	2025T	2026T
Net satış gelirleri	9%	15%	10%	9%
Brüt Kar	-7%	5%	15%	14%
FVÖK	-10%	-6%	18%	16%
FAVÖK	0%	0%	14%	13%
Net kar	83%	-63%	24%	22%

Marjlar	2023	2024T	2025T	2026T
Brüt Kar Marjı	24%	22%	23%	24%
Esas Faaliyet Kar Marjı	19%	16%	17%	18%
FAVÖK Marjı	31%	27%	28%	29%
Net Kar Marjı	30%	10%	11%	12%
Net Borç	2,606	2,390	2,533	2,727
Net borç /FAVÖK (x)	3.1	2.9	2.7	2.5
Net borç /Özsermaye (x)	1.6	1.2	1.0	0.9

Değerleme Çarpanları	2023	2024T	2025T	2026T
F/K (x)	2.6	11.0	8.9	7.3
FD/FAVÖK (x)	5.1	7.1	6.2	5.5
FD/S (x)	1.6	1.9	1.8	1.6
Temettü verimi	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

* FAVÖK =(Brüt Kar - Operasyonel Giderler + Amortisman)

** Net Borç = Toplam Borç – (Nakit ve Nakit Benzerleri + Finansal Yatırımlar)

*** Net Borç hesaplamasına teslim öncesi ödeme (PDP) eklenmediğinden şirket hesaplamalarından farklılık gösterebilir

Kaynak: Pegasus, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri



Finansal Görünüm – TL

miloyon TL	2023	2024T	2025T	2026T
Gelir Tablosu				
Net Satış Gelirleri	70,532	112,498	145,172	166,170
Brüt Kar	16,818	24,513	33,226	39,644
Operasyonel Giderler	2,996	6,623	8,426	9,523
FVÖK	13,823	17,890	24,800	30,121
Amortisman	7,803	12,600	16,259	18,611
FAVÖK*	21,626	30,490	41,059	48,732
Diğ. Gelir/Gider (net)	(735)	(784)	(607)	(417)
Yat. Fal. Gel. (net)	1,343	1,643	2,141	2,450
Finansal Gelir/Gider (net)	(4,336)	(8,637)	(11,146)	(12,758)
Vergi Öncesi Kar/Zarar	10,115	10,221	15,317	19,576
Vergi (-)	10,793	548	430	450
Net Kar	20,908	10,768	15,747	20,026

Bilanço	2023	2024T	2025T	2026T
Dönen Varlıklar	48,002	91,331	128,304	160,730
Nakit ve Nakit Benzerleri	16,078	48,708	75,128	101,684
Finansal Yatırımlar	18,535	20,769	24,712	26,120
Ticari Alacaklar	1,669	3,699	4,773	5,463
Stoklar	1,075	1,446	1,840	2,080
Diğer Dönen Varlıklar	10,644	16,710	21,851	25,382
Duran Varlıklar	153,954	182,849	249,877	308,569
Toplam Varlıklar	201,955	274,180	378,180	469,298
Kısa Vadeli Yükümlülükler	37,184	59,325	90,432	124,168
Finansal Borçlar	18,625	26,724	40,298	54,824
Ticari Borçlar	6,526	9,642	12,268	13,866
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	12,033	22,959	37,866	55,478
Uzun Vadeli Yükümlülükler	110,102	141,359	182,115	210,264
Finansal Borçlar	100,894	129,997	168,461	195,689
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	9,208	11,362	13,654	14,574
Toplam Yükümlülükler	147,286	200,684	272,547	334,432
Özkaynaklar	54,669	73,496	89,666	109,392
Ödenmiş Sermaye	102	500	500	500
Toplam Kaynaklar	201,955	274,180	362,213	443,824

Nakit Akım Tablosu	2023	2024T	2025T	2026T
FVÖK	13,823	17,890	24,800	30,121
Amortisman	7,803	12,600	16,259	18,611
İşletme sermayesindeki değişim	759	401	928	693
Vergi	10,793	548	430	450
Yatırım harcaması	4,169	6,759	9,229	10,915
Yatırım harcaması/net satış geliri	6%	6%	6%	7%
Serbest nakit akışı	27,492	23,878	31,333	37,574
Serbest nakit akışı/net satış geliri	39%	21%	22%	23%

Büyüme	2023	2024T	2025T	2026T
Net satış gelirleri	65%	60%	29%	14%
Brüt Kar	45%	46%	36%	19%
FVÖK	43%	29%	39%	21%
FAVÖK	53%	41%	35%	19%
Net kar	194%	-48%	46%	27%

Marjlar	2023	2024T	2025T	2026T
Brüt Kar Marjı	24%	22%	23%	24%
Esas Faaliyet Kar Marjı	20%	16%	17%	18%
FAVÖK Marjı	31%	27%	28%	29%
Net Kar Marjı	30%	10%	11%	12%
Net Borç	87,244	108,920	122,709	137,702
Net borç /FAVÖK (x)	4.0	3.6	3.0	2.8
Net borç /Özsermaye (x)	1.6	1.5	1.4	1.3

Değerleme Çarpanları	2023	2024T	2025T	2026T
F/K (x)	2.6	11.0	8.9	7.3
FD/FAVÖK (x)	5.1	7.1	6.2	5.5
FD/S (x)	1.6	1.9	1.8	1.6
Temettü verimi	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

* FAVÖK = (Brüt Kar - Operasyonel Giderler + Amortisman)

** Net Borç = Toplam Borç - (Nakit ve Nakit Benzerleri + Finansal Yatırımlar)

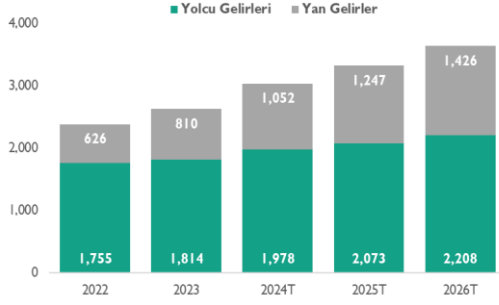
*** Net Borç hesaplamasına teslim öncesi ödeme (PDP) eklenmediğinden şirket hesaplamalarından farklılık gösterebilir

Kaynak: Pegasus, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

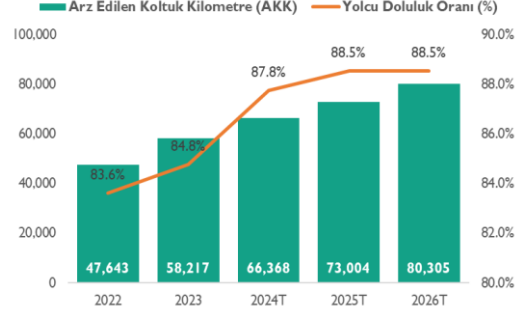


Grafikler

Grafik 33: Gelir Kırılımı (milyon euro)

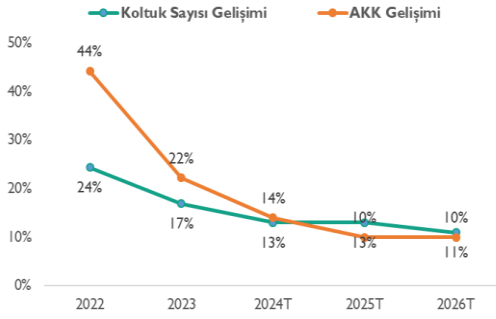


Grafik 34: AKK ve Doluluk Oranı (%)

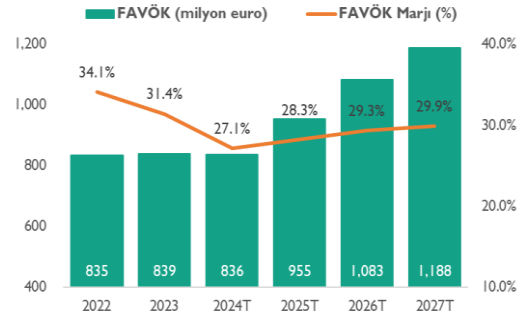


Kaynak: Pegasus, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Grafik 35: Koltuk Sayısı ve AKK Gelişimi (%)

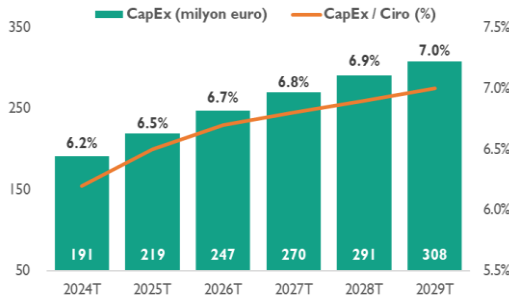


Grafik 36: FAVÖK (milyon Euro) ve FAVÖK Marjı (%)

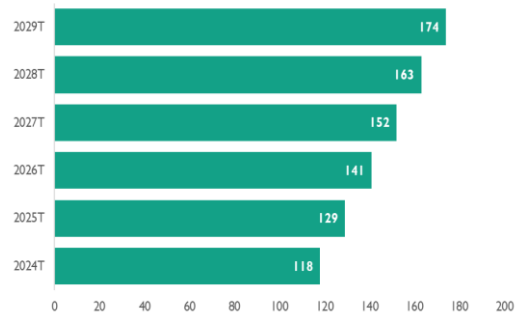


Kaynak: Pegasus, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Grafik 37: CapEx ve CapEx / Ciro (%)



***Grafik 38: Filo Gelişimi**



Kaynak: Pegasus, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

* Filodan çıkışlar dikkate alınmamıştır. 2029T göre filodan çıkışlar dahil toplam uçak sayısının 161'e yükselmesini bekliyoruz.

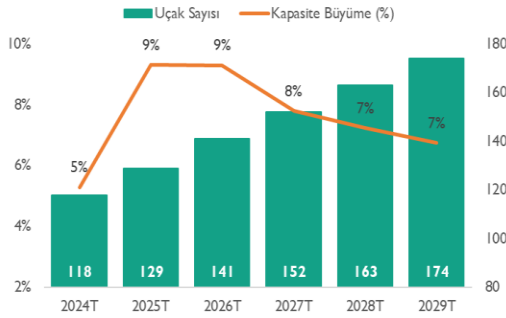
Yatırım Teması

Neo uçakların artan payı karlılığı destekliyor. Türkiye ve globaldeki düşük maliyetli havayolu şirketleri arasında en genç filolardan birine sahip olan Pegasus'un 9A24 itibarıyla filosunda 112 adet uçak bulunurken, filo yaşı 4,5 yıldır. Şirket, yakıt ve birim maliyet tasarrufu ile birlikte emisyon azaltımına odaklanan genç filo planlama stratejisi doğrultusunda, Temmuz 2023'te 36 adet yeni Airbus A321neo model uçak siparişi için anlaşma imzaladı. Pegasus, 2012 tarihinde imzalanan ve 2017, 2021, 2022 yıllarındaki tadillerle toplam 114 adet yeni uçağı kapsayan Airbus siparişini güncelleyerek, mevcut siparişlere ek olarak verdiği 36 uçaklık bu yeni siparişe ait uçakların tesliminin 2029 yıl sonuna kadar tamamlanmasını ve filoya katılmasını planlıyor.

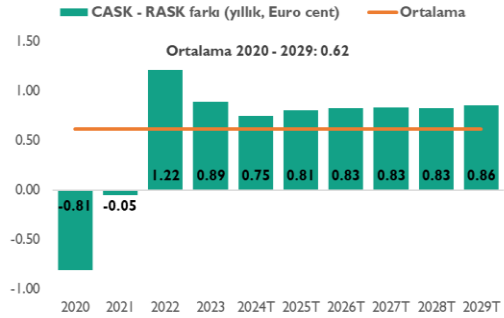
Pegasus, A321neo tipi uçaklar ile 239 koltuk konfigürasyonu sayesinde kapasite kullanımı açısından önemli avantajlar sağlarken, aynı zamanda sahip olduğu yeni nesil LEAP-1A motorların teknik özellikleri sayesinde jet yakıt tüketimini azaltma konusunda önemli bir kazanım sağlamayı hedefliyor. Airbus, bir önceki nesil uçaklara göre yeni nesil neo uçakların yakıt tüketimi ve karbon emisyonu açısından %15-20 seviyesinde verimlilik sağladığını beyan ediyor.

Şirket, siparişlerin 2029 sonunda tamamlanmasıyla filosunu yaklaşık 160 adete çıkarmayı ve ortalama koltuk sayısını 2021'deki 191'den 228'e yükseltmeyi planlıyor. Şirket'in her yıl yaklaşık 11 adet yeni nesil uçağı filosuna katmayı planladığını düşündüğümüzde kapasitenin yıllık ortalama %8 artış kaydetmesini bekliyoruz. 2024 yıl sonunda filo büyüklüğünün 118 olması bekleniyor.

*Grafik 39: Filo ve Kapasite Büyümesi



Grafik 40: CASK - RASK Farkı



Kaynak: Pegasus, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

* Filodan çıkışlar dikkate alınmamıştır. 2029T göre filodan çıkışlar dahil toplam uçak sayısının 161'e yükselmesini bekliyoruz.

Pegasus, bu filo dönüşümü ile daha fazla koltuk arzı, koltuk kilometre başına daha az yakıt tüketimi ve daha az karbon salınımı sayesinde karlılık artışı öngörüyoruz. Filo dönüşümü ile Pegasus'un AKK başına birim giderini (CASK) 2029'da 3,57 Euro'ya gerilemesini beklerken, maliyetlerde yaşanan düşüşle FAVÖK marjında %30 ve üzerine doğru yönelimin devam etmesini bekliyoruz.

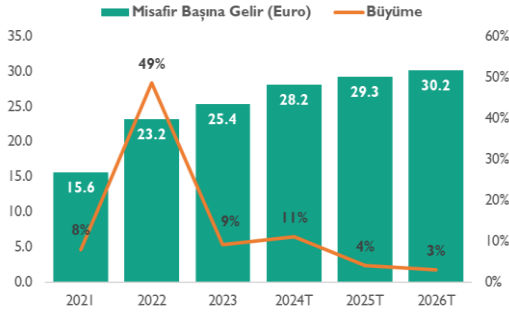


Yan gelirlerde büyümenin devam etmesini bekliyoruz. Pegasus'un temel stratejilerinden biri yan gelir ve doluluk artışı ile karlılığı desteklemektir. Şirket, geçmişte yan gelir büyümesini toplam yolcu içindeki uluslararası yolcu payının artırılması ile sağlamıştır. Uluslararası yolcu başına yan gelirlerin iç hatlara kıyasla çok daha verimli olduğunu hatırlatmak isteriz.

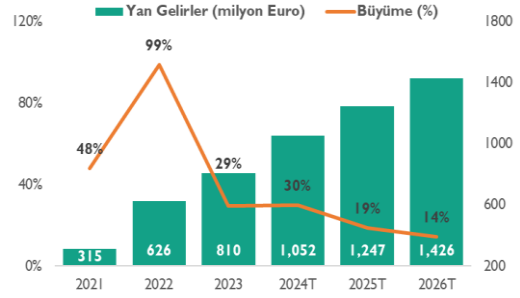
2024 yılı ilk 10 ay trafik sonuçlarına baktığımızda Pegasus'un artan dış hat yolcu trafiğinin olumlu etkisi yan gelirler üzerinde hissedilmeye başladı. Ekim 2024 itibarıyla toplam yolcu içinde uluslararası yolcu payı %63,9 oldu. Pegasus'un 9A24 itibarıyla misafir başına yan geliri Euro bazında 2023 yıl sonuna göre %16,6 artarak 30,2 Euro'ya yükseldi. Toplam yolcu içinde uluslararası yolcu payının 2024'te yaklaşık %64 düzeyinde gerçekleşmesini beklerken, bu misafir başına yan gelirin 2024'te yıllık %11,2 artarak, %28,2'ye ve toplam hasılat içindeki oranının %30'dan %35,2'ye yükselmesine işaret etmektedir. Yan gelirlerin toplam hasılat içindeki ağırlığı 2021 – 2023 döneminde ortalama %29 olmuştur.

Pegasus'un uyguladığı stratejiyle yan gelirlerin önümüzdeki süreçte düşük tek haneli artışlarla 2029 sonunda 31,5 Euro'ya ve yan gelirlerin toplam gelirler içindeki ağırlığının yaklaşık %42,2 yükselmesini öngörmekteyiz.

Grafik 41: Misafir Başına Gelir ve Yıllık Büyüme



Grafik 42: Toplam Yan Gelirler ve Yıllık Büyüme



Kaynak: Pegasus, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

FAVÖK marjında %30 üzerine yükseliş hedefi. Pegasus, global ölçekte “en yüksek FAVÖK marjına sahip” havayolları arasında yer alıyor. Pandeminin sona ermesi sonrası güçlü talep ortamıyla şirketin FAVÖK marjı 2022 yılında %34,1 ile rekor tazeledi. Küresel havacılık sektörünün 2023 ve 2024'te pandemi öncesi döneme dönebileceğini ve düşük maliyetli hava yolu şirketleri arasındaki artan rekabet ile jeopolitik gelişmeleri düşündüğümüzde FAVÖK marjının 2024 yılında %28 - %30 bandında normalleşmesini bekliyoruz.

Önümüzdeki süreçte ise Pegasus'un neo uçaklar ile etkin maliyet yönetimi ve verimlilik artış hedefi, Sabiha Gökçen Havalimanı'nda önümüzdeki yaz faaliyete başlanması beklenen yeni pist, artan destinasyon ve doluluk oranları sayesinde yan gelirin büyümesinin devam etmesiyle FAVÖK marjının kademeli olarak artarak, 2026T'de %29,3'e ve 2029T'da %30,8'e yükselmesini tahmin ediyoruz.

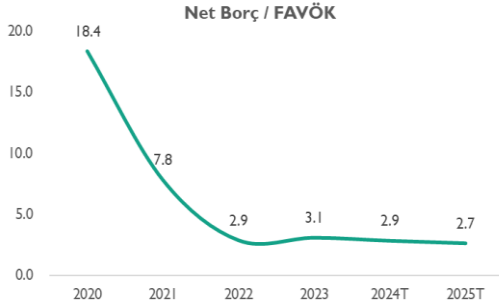


Net borç/FAVÖK'te hedef 2019.

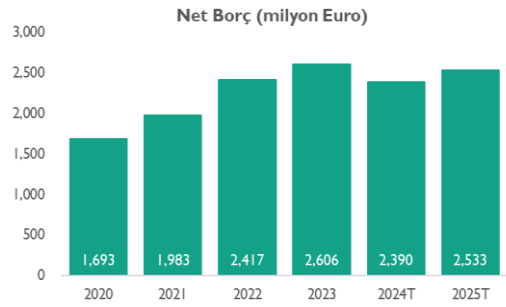
Pegasus, pandemi sonrası yüksek talep ortamında başarılı operasyonel performanslarından yaratmış olduğu güçlü nakit yaratımı sayesinde bilanço ve borçluluk yapısını iyileştirmiştir. Pegasus'un pandemide net borcu 1.693 milyon Euro ve net borç / FAVÖK çarpanı 18,4x'te bulunmaktaydı. Şirket'in operasyonlarından elde ettiği güçlü nakit akışı sayesinde net borç/ FAVÖK çarpanında kademeli iyileşme dikkat çekmektedir. Şirket'in 2023 yılında 2.426 milyon TL net borcu bulunurken, net borç/FAVÖK çarpanı 2,9x'e gerilemiştir.

Kuveyt Türk Yatırım Araştırma olarak global ölçekte en yüksek FAVÖK marjına sahip havayolları arasında yer alan Pegasus'un güçlü operasyonel performansı ve yaratmış olduğu FAVÖK'ün katkısıyla 2024T- 2029T döneminde net borç/FAVÖK çarpanının 2,6x bandında dengelenmesini, filo dönüşümü ardından ise hedefin 2019 yılında görülen 1,7x olmasını bekliyoruz.

Grafik 43: Net Borç / FAVÖK



Grafik 44: Net Borç (milyon Euro)



Kaynak: Pegasus, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Değerleme Özeti

Pegasus değerlemesinde euro bazlı indirgenmiş nakit akımları analizi (INA) ve benzer piyasa çarpanları analizi yöntemini kullandık.

İndirgenmiş nakit akımları analizine %30, benzer piyasa çarpanları analiz yönetimine %70 ağırlık vererek, Pegasus'un hedef özsermaye değerine ulaşıyoruz. İndirgenmiş nakit akımları analizi senaryomuz 7.800 milyon euro özsermaye değerine işaret ederken, 2024T ve 2025T FD/FAVKÖK benzer piyasa çarpan analizi senaryomuz 2.558 milyon euro ortalama değere işaret etmektedir. 2024T FD/FAVÖK'e %30 2025T FD/FAVÖK çarpanına %70 ağırlık verilmiştir.

Özetle; Pegasus için 12 ay ileri ağırlıklandırılmış hedef piyasa değerimiz 4.130 milyon euordur. Bu hisse başı 8.26 euroya denk gelmekte olup, euro bazında yükseliş potansiyeli %27,5'tir.

Orta Vadeli Program (OVP) ve Kuveyt Türk Yatırım Araştırma tahminlerimize göre 2025 ortalama EUR/TL tahminimiz 43TL olup, Pegasus için 12 ileri hedef fiyatımız hisse başına 355 TL ve yükseliş potansiyeli %51'dir.

Tablo 7: Değerleme Özet Tablosu

Değerleme Özeti (milyon euro)		
Method	Parametre	Değerleme Sonucu
İndirgenmiş Nakit Akımları	Özsermaye Değeri	7,800
Piyasa Çarpan Analizi	2024 ve 2025T FD/FAVÖK (6.0x, 5.3x)	2,558
Ağırlıklandırılmış hedef piyasa değeri (%30 İNA & %70 çarpan analizi)		4,130
Ödenmiş Sermaye		500
Hisse Başı Hedef Fiyat (EUR)		8.26
2025 Ortalama EUR/TL		43.0
Hisse Başı Hedef Fiyat (TL)		355

Tablo 8: Temel Performans Göstergeleri

	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Yolcu Sayısı (milyon)	26,940	31,926	37,353	42,583	47,267
Büyüme (%)	34%	19%	17%	14%	11%
Arz edilen Koltuk Kilometre (AKK)	47,643	58,217	66,368	73,004	80,305
Büyüme (%)		22%	14%	10%	10%
Koltuk Sayısı	32,217	37,664	42,560	48,093	53,383
Büyüme (%)		17%	13%	13%	11%
Doluluk Oranı (%)	83.6%	84.8%	87.8%	88.5%	88.5%
Büyüme (bps)	0.07	0.01	0.04	0.01	0.00
Uçak Sayısı	96	103	118	129	141
Büyüme (%)	7%	7%	15%	9%	9%
AKK başına birim gelir - Euro sent (RASK)	5.14	4.59	4.64	4.62	4.60
Büyüme (%)	66%	4%	-4%	0%	0%
AKK başına birim gider - Euro sent (CASK)	3.93	3.69	3.91	3.83	3.76
Büyüme (%)	25%	-6%	6%	-2%	-2%
CASK - RASK farkı (yıllık, Euro cent)	1.22	0.89	0.74	0.79	0.83
Büyüme (%)	-46%	-27%	-17%	7%	6%

Kaynak: Pegasus, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri



İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

2024 – 2029 yıllarını kapsayan euro bazlı indirgenmiş nakit akımları analizi yönteminde risksiz faiz oranını %7,5, hisse risk primini %5,5 ve hisse betasını 1,2x olarak belirleyerek, %14 özsermaye maliyetine ulaşıyoruz.

Borçlanma maliyeti için risksiz faiz oranı varsayımımız üzerinde 450bps ek faiz uygulayıp %12'ye ulaşırken, borç ağırlığını kademeli olarak azaltarak, 2029'da %70 olarak tahmin ediyoruz. Tahminlerimiz doğrultusunda ortalama sermaye maliyetini (WACC) 2024- 2029 tahmin projeksiyonumuz için ortalama %10,5 olarak hesaplıyoruz. %1'lik uç değer büyüme oranı uyguluyoruz.

Tablo 9: İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları (iNA) milyon euro		2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Hasılat		3,082	3,376	3,693	3,972	4,220	4,407
	Büyüme (%)		10%	9%	8%	6%	4%
Faaliyet Karı (EBIT)		490	577	669	743	787	865
	FVOK Marjı (%)	15.9%	17.1%	18.1%	18.7%	18.7%	19.6%
FAVÖK (EBITDA)		836	955	1,083	1,188	1,260	1,358
	FAVÖK Marjı (%)	27.1%	28.3%	29.3%	29.9%	29.9%	30.8%
Vergi		40	40	40	40	40	40
Yatırım Harcamaları		191	219	247	270	291	308
Yatırım Harcamaları / Satış		6.2%	6.5%	6.7%	6.8%	6.9%	7.0%
Net İşletme Sermayesinde Değişim		(7)	(8)	(9)	(9)	(9)	(3)
Serbest Nakit Akışı (FCF)		692	784	885	967	1,018	1,093
SNA / Satış		22.5%	23.2%	24.0%	24.3%	24.1%	24.8%
AOSM		10.4%	10.4%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%
İndirgeme Faktörü	1.0	1.10	1.22	1.35	1.49	1.64	1.82
Bugüne indirgenmiş nakit akımı		627	643	657	650	619	602
Firma Değeri 2024-2029		3,798					
Terminal Büyüme Oranı		1.0%					
Terminal Değer		6,392					
Toplam Firma Değeri		10,190					
- 2024T Net Borç		2,390					
Özsermaye Değeri		7,800					

Kaynak: Pegasus, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri



Tablo 10: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) Hesaplama

AOSM Hesaplama

	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Risksiz Faiz Oranı	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
Hisse Risk Primi	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Beta	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20
Özsermaye Maliyeti	14%	14%	14%	14%	14%	14%
Borçlanma Maliyeti	12%	12%	12%	12%	12%	12%
Sermaye Ağırlığı	27%	28%	29%	29%	30%	30%
Borç Ağırlığı	73%	72%	71%	71%	70%	70%
Vergi Oranı	25%	25%	25%	25%	25%	25%
AOSM	10.4%	10.4%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%

Kaynak: Pegasus, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Piyasa Çarpan Analizi

Pegasus küresel havacılık sektörlerine göre karşılaştırdığımızda tahminlerimize göre 7,1x FD/FAVÖK ve 11,0x F/K çarpanlarıyla işlem görmektedir. Bu çarpanlar küresel benzerlerine göre sırasıyla %18 ve %30 prime işaret etmektedir.

Küresel benzer şirketlerin medyan çarpanları baz alınmış olup, 2024T 6,0x FD/FAVÖK ve 8,5x F/K çarpanlarıyla işlem görmektedir. Değerlemede 2024T hedef FD/FAVÖK 6,0x ve 2025T hedef FD/FAVÖK için 5,3x baz alınmıştır. 2024 çarpanına %30 2025 çarpanına ise %70 ağırlık verilmiştir.

Tablo 11: Benzer Şirket Karşılaştırması

Şirket	Piyasa Değeri milyon EUR	FD/FAVÖK		F/K	
		24T	25T	24T	25T
ABD		13.1	8.1		20.7
Southwest Airlines	18,569	9.9	7.2	43.5	20.7
Jetblue Airways	2,326	16.3	9.1		
Avrupa		6.0	5.1	8.5	7.7
Ryanair Holdings	23,187	7.0	6.2	13.6	10.5
Easyjet PLC	4,894	2.9	2.7	8.5	7.7
Wizz Air	7,197	6.0	5.1	5.4	6.2
Asya		4.5	4.4	9.0	9.6
Eva Airways Corp	6,572	3.1	3.5	8.4	10.3
Air Arabia	3,522	5.9	5.3	9.5	8.9
Genel Medyan		6.0	5.3	8.5	9.6
Pegasus Hava Taşımacılığı	3,246	7.1	6.2	11.0	8.9
Prim/İskonto		18%	17%	30%	-7%

Kaynak: EquityRT, Bloomberg, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri
Pegasus tahminleri projeksiyonlarımıza dayanmaktadır.



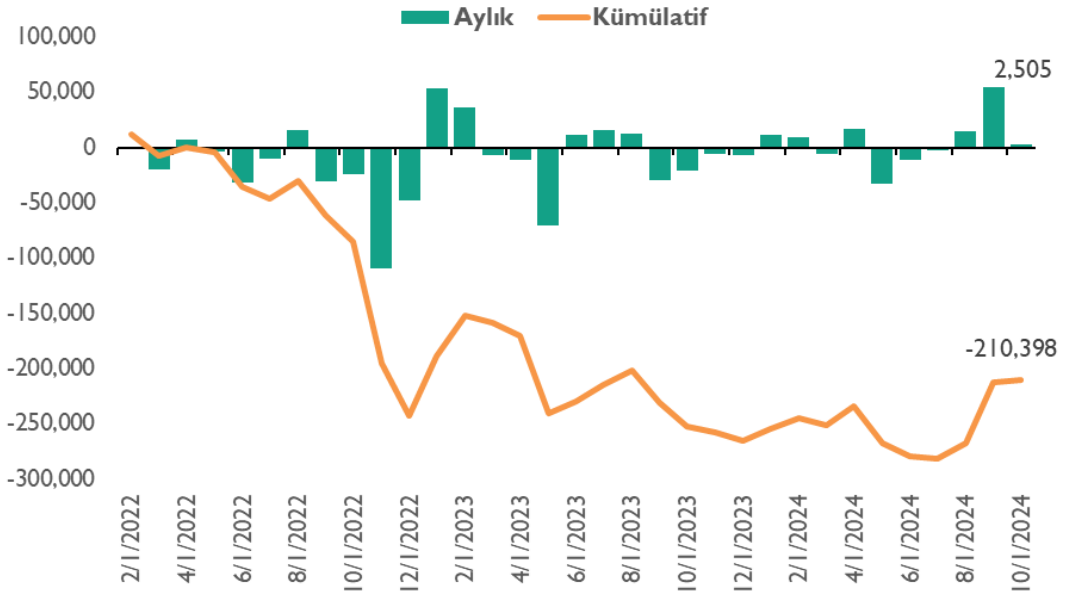
Yabancı İşlemleri

Borsa İstanbul tarafından açıklanan aylık yabancı işlemlerini incelediğimizde, yabancı yatırımcılar 2024 yılı başından bu yana Pegasus <PGSUS TI> hisse senedinde 55,1 milyon dolar alım yapmıştır.

Yabancı yatırımcıların 2022 başından bu yana Pegasus hissesinde gerçekleştirdiği işlemleri incelediğimizde, 210,4 milyon dolar satış yaptığını görmekteyiz.

Son iki aylık işlemleri incelediğimizde, yabancıların Pegasus hisse senedinde 56,6 milyon dolarlık alış yaptığını hatırlatmak isteriz.

Grafik 45: Yabancı İşlemleri



Kaynak: BIST, Rasyonet, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Ekibi

Dr. Kutay Gözgör

Araştırma Direktörü

kutay.gozgor@kuveytturkyatirim.com.tr

Muhammet Çakmak

Uzman

Havacılık, Sağlık, Perakende, Savunma

muhammet.cakmak@kuveytturkyatirim.com.tr

Ubeyde Safvan Erbaş

Uzman

Çimento, Demir – Çelik, Tekstil

ubeyde.erbasm@kuveytturkyatirim.com.tr

Yasal Uyarı

Bu raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“Kuveyt Türk Yatırım”) tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararlı da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri’ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım’ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.

