

Türk Hava Yolları

Şirketin 4Ç23 finansal sonuçları, mevcut operasyonlarını ve gelecek görünümünü değerlendirmek amacıyla Türk Hava Yolları'nın analist toplantısına katıldık. Türk Hava Yolları, Türkiye ve uluslararası pazarlarda havacılık sektöründe artan yolcu trafiği ve destinasyonlarıyla büyümeye devam ediyor. Türk Hava Yolları, ortalama günlük uçuşlarda 2019'a göre %8 artışla Avrupa'nın en yüksek trafiğine sahip konumunda. THYAO için 428 TL hedef fiyatıyla alım önerimizi koruyor ve Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

Toplantının Ana Başlıkları

2023 yılında, taşınan yolcu sayısı 2022 yılına göre %16 arttı... Yurt dışı taşınan yolcu sayısında %14 düzeyinde, yurt içinde taşınan yolcu sayısında ise %19'luk artışla 2023 yılında taşınan toplam yolcu sayısı, 2022 yılının %16 üzerinde 83,4 milyon kişi düzeyinde gerçekleşti.

Yolcu karlılığında bölgesel dalgalanma... Uzak Doğu ve Amerika kıtası, operasyonel karlılık bakımından 2023 yılının ön plana çıkan bölgeleri olurken, Orta Doğu bölgesi ise özellikle 4. Çeyrek olmak üzere birim gelirlerde bir önceki yıla göre en zayıf performansı gösteren bölge oldu. Avrupa bölgesinde ise birim karlılık zayıflarken yoğun trafik gözlemlendi. Uzak Doğu, Amerika ve Avrupa bölgelerine yeni kapasite artışları gerçekleştirileceği duyuruldu.

2023 yılında zayıf seyreden kargo operasyonlarında toparlanma izleri... 2023 yılında zayıf seyreden kargo operasyonları, Kızıl Deniz ve Panama Kanalı'nda gerçekleşen jeopolitik olayların neticesinde hava kargo talebinde artış yaşandı. Mevcut jeopolitik risklerin devam etmesi durumunda, kargo tarafının ciroya katkısının artacağı öngörülüyor. 4. çeyrek döneminde, taşınan kargo hacimleri ilk üç çeyreğin ortalamalarına göre %19 arttı.

2024 beklentileri... Şirket, 2024 yılında 2023 yılının operasyonel performansına paralel bir yıl geçireceğini, ancak akaryakıt hariç CASK (AKK başına gider) kaleminin küresel enflasyondan kaynaklı artabileceği öngörüyor. Personel gideri maliyet kaleminde ise USD bazlı %10 ila %20 oranında artış bekleniyor. Şirket, jet yakıtı maliyetlerinin %37'lik kısmını hedge etmiş durumda. Şirket, 2024 yılı içerisinde, gerekmesi halinde pozisyon ağırlığını arttırarak %40 - %45 bandına çıkartabilme kapasitesine sahip. 2024 dönemi için EBITDAR beklentisi ise %23 ila %25 marjı arasında planlanıyor.

THYAO

Hedef Fiyat TL 428
Getiri Potansiyeli 48%

Hisse bilgileri

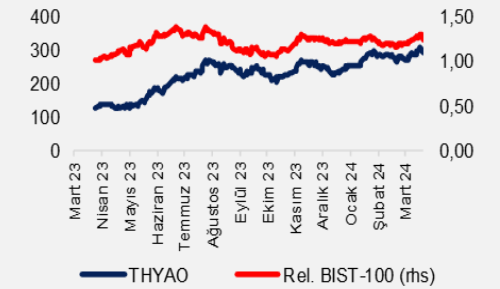
Hisse Kodu	THYAO TI
Hisse fiyatı (4 Nisan 2024)	290,00
Hisse fiyat aralığı (52 haftalık)	124 / 304
Piyasa Değ. (milyon TL - \$ mn)	400200,0 - 12569,3
Hisse adedi (milyon)	1.380
Halka Açıklık Oranı	%50

Ort. Günlük İşlem Hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
USD mn	335,3	336,7	334,5

Fiyat performansı	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	7%	24%	27%
USD	6%	16%	17%
BIST-100'e göre performans	5%	3%	4%

TL mn	2021	2022	2023
Net satışlar	97.378	311.169	504.398
FAVÖK	27.922	78.684	115.397
Net kâr	8.213	47.429	163.003
Net Borç	163.363	175.086	242.746

Değerleme	2021	2022	2023
F/K	12,9x	17,3x	4,9x
F/DD	1,1x	1,0x	1,1x
FD/FAVOK	3,7x	3,8x	5,1x
FD/Net satışlar	0,6x	0,6x	1,3x
Temettü verimi	%8,1	%4,9	%2,5



Serhan Yeniğün
+90 212 355 2622
serhan.yenigun@tacirler.com.tr

Ata Uçak
+90 212 355 2637
ata.ucak@tacirler.com.tr

Ertelenmiş Vergi Gelirinin Gölgesinde...

Finansallara Bakış

Türk Hava Yolları, 2023 yılı finansal sonuçlarını 163 milyar TL net kar ile açıkladı. Açıklanan net kar, yıllık bazda %244 oranında artış gösterdi. Enflasyon düzeltmesi öncesi net kar ise yıllık %53 oranında artışla 70,2 milyar TL düzeyinde gerçekleşti.

2023 yılında, toplam gelirlerde bir önceki yıla göre %62 oranında artışla 504,4 milyar TL ciro yaratımı gerçekleşti (Medyan piyasa beklentisi 500,3 milyar TL, Tacirler Yatırım: 505,9 milyar TL). Yolcu gelirleri yıllık bazda %75 oranında artışla 426,8 milyar TL seviyesinde gerçekleşti. Kargo gelirlerinde ise bir önceki yıla paralel olarak 62,6 milyar TL ciro yaratımı gerçekleşti (2022 Kargo Gelirleri: 61,3 milyar TL). 2023 döneminde gerçekleşen Arz Edilen Koltuk Kilometre (AKK), yıllık bazda %16 artışla 234,9 milyar düzeyine ulaştı.

AKK başına ciro (RASK) tarafında, 2023 döneminde bir önceki yıla göre TL bazında %52 oranında artarken, dolar bazında ise %6,6 artış gösterdi. 4. Çeyrek özelinde bakıldığında ise bu oran, bir önceki yılın aynı dönemine göre TL bazında %42 artarken, dolar bazında ise %6,9 daraldı.

2023 döneminde, CASK (AKK başına gider) TL bazında %42 artarken, personel maaşları TL bazında %87 artışla en fazla artış kaydeden maliyet kalemi oldu. Yolcu Hizmet giderleri TL bazında %70 artışla takip ederken, yer hizmetleri giderleri ise TL bazında %64 arttı. Akaryakıt hariç CASK TL bazında %60 artarken, yıllık yakıt fiyatlarındaki dolar bazlı düşüşe bağlı olarak birim yakıt giderleri TL bazında %18 arttı.

Yukarıdaki temel göstergeler, şirketin operasyonel marjlarında daralmaya işaret etmektedir, ancak net kar tarafında detaylarını aşağıda paylaştığımız nedenlerle marj artışı görülüyor.

Enflasyon Muhasebesi Etkisi

Türk Hava Yolları, fonksiyonel para birimi ABD Doları olduğundan UFRS standartlarına göre raporlama yapıyor olsa da, Vergi Usul Kanunu (VUK)'na göre hazırlanan mali tablolarının Türk Lirası üzerinden olması sebebiyle UFRS ve VUK mali tabloları arasında fark oluştu. Bu fark ağırlıklı olarak filodaki uçakların edinimlerinden oluşan vergisel farklardan kaynaklanmakta ve VUK'ta TL cinsinden değer düşüklüğüne sebep olmaktadır. VUK tablolarında enflasyon düzeltilmesiyle, UFRS ve VUK tabloları arasındaki farklılık azaldı. Bu düzeltme neticesinde, 2023'te kaydedilen 163,0 milyar TL net karın yaklaşık yarısı 73,5 milyar TL tutarındaki ertelenmiş vergi gelirinden gelmektedir.

Özet Tablolar

Bilanço	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Nakit ve benzerleri	11.339	14.705	13.424	35.748	87.897	177.426
Ticari alacaklar	3.002	3.205	4.672	12.323	18.618	25.192
Stoklar	1.000	1.723	2.236	3.481	6.196	12.311
Diğer dönen varlıklar	8.365	8.706	10.327	14.245	22.384	38.114
Dönen varlıklar	23.706	28.339	30.659	65.797	135.095	253.043
Finansal yatırımlar	2.338	2.723	2.429	4.335	8.258	26.350
Maddi duran varlıklar	73.219	21.640	30.431	58.195	87.045	178.849
Maddi olmayan duran varlıklar	429	489	653	1.088	1.432	2.557
Diğer duran varlıklar	9.384	93.680	123.230	224.293	346.741	589.292
Duran varlıklar	85.370	118.532	156.743	287.911	443.476	797.048
Toplam varlıklar	109.076	146.871	187.402	353.708	578.571	###
Kısa vadeli borçlanmalar	12.492	18.563	32.726	53.464	70.184	109.810
Ticari borçlar	5.375	6.708	6.322	11.896	22.482	38.060
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	9.379	10.146	8.331	25.083	61.374	120.086
Kısa vadeli yükümlülükler	27.246	35.417	47.379	90.443	154.040	267.956
Uzun vadeli borçlanmalar	43.342	60.976	89.994	145.647	192.799	310.362
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	7.204	9.683	10.518	26.968	50.305	14.661
Uzun vadeli yükümlülükler	50.546	70.659	100.512	172.615	243.104	325.023
Özkaynaklar	31.284	40.795	39.511	90.650	181.427	457.112
Ana ortaklığa ait	31.281	40.792	39.502	90.640	181.422	457.257
Kontrol gücü olmayan paylar	3	3	9	10	5	-145
Toplam kaynaklar	109.076	146.871	187.402	353.708	578.571	###
Net borç	44.495	64.834	109.296	163.363	175.086	242.746
Net işletme sermayesi	-2.387	-3.220	2.582	-6.930	-36.658	-82.529
Net işletme sermayesi (operasyonel)	-1.373	-1.780	586	3.908	2.332	-557
Yatırılan sermaye	71.261	18.909	33.666	52.353	51.819	98.877
Oranlar						
Karlılık						
Özsermaye kârlılığı	%15,7	%12,6	-%13,9	%12,6	%34,9	%51,1
Net kâr	%6,4	%6,0	-%12,0	%8,4	%15,2	%32,3
Aktif devri	0,7x	0,6x	0,3x	0,4x	0,7x	0,6x
Kaldıraç	3,5x	3,6x	4,2x	4,2x	3,4x	2,6x
Aktif kârlılığı	%4,6	%3,5	-%3,3	%3,0	%10,2	%20,0
Yatırılan sermaye kârlılığı	%8,4	%6,0	-%10,3	%23,2	%73,3	%71,1
Kaldıraç						
Net borç/toplam varlıklar	%51	%54	%65	%56	%45	%40
Net borç/özsermaye	1,42	1,59	2,77	1,80	0,97	0,53
Net borç/FAVÖK	3,90	5,41	13,23	5,85	2,23	2,10

Kaynak: Tacirler Yatırım

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Gelir tablosu	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Net satışlar	62.853	75.118	46.448	97.378	311.169	504.398
Brüt kâr	13.569	13.079	2.683	22.145	75.641	119.446
Faaliyet giderleri	7.423	9.710	6.060	9.696	27.910	52.523
Esas faaliyet kârı	6.146	3.369	-3.377	12.449	47.731	66.923
FAVÖK	11.400	11.993	8.261	27.922	78.684	115.397
Net diğer gelir	532	2.184	3.256	2.869	6.256	27.024
Net finansman geliri	-2.100	-966	-5.402	-6.870	-4.764	-9.381
Vergi öncesi kâr	5.234	5.056	-6.101	9.191	51.403	91.282
Vergi gideri	1.189	520	-513	977	3.971	-71.716
Net kâr - Ana ortaklık	4.045	4.535	-5.588	8.213	47.429	163.003
Nakit akış tablosu						
FAVÖK	11.400	11.993	8.261	27.922	78.684	115.397
Vergi gideri	1.396	346	-284	1.323	3.687	-52.578
Yatırımlar	5.325	5.652	7.904	6.811	15.274	24.549
İşletme sermayesi değişimi	1.416	-833	5.802	-9.512	-29.728	-45.871
Serbest nakit akışı	3.263	6.828	-5.161	29.300	89.451	189.297
Büyüme ve marjlar						
Net satışlar	%12,8	%12,8	%12,8	%12,8	%12,8	%12,8
FAVÖK	%14,7	%14,7	%14,7	%14,7	%14,7	%14,7
Net kâr	%3,2	%3,2	%3,2	%3,2	%3,2	%3,2
Brüt marj	%21,6	%17,4	%5,8	%22,7	%24,3	%23,7
Esas faaliyet kâr marjı	%9,8	%4,5	-%7,3	%12,8	%15,3	%13,3
FAVÖK marjı	%18,1	%16,0	%17,8	%28,7	%25,3	%22,9
Net marj	%6,4	%6,0	-%12,0	%8,4	%15,2	%32,3
Serbest nakit akışı marjı	%6,4	%6,0	-%12,0	%8,4	%15,2	%32,3
Hisse başına (TL)						
Net kâr	2,93	3,29	-4,05	5,95	34,37	118,12
Özsermaye	22,67	29,56	28,63	65,69	131,47	331,24
Temettü	0,18	0,22	0,76	0,83	0,80	0,91
Değerleme						
F/K	102,3x	91,3x	12,5x	12,9x	17,3x	4,9x
F/DD	1,3x	1,0x	1,0x	1,1x	1,0x	1,1x
FD/FAVOK	8,2x	5,8x	4,5x	3,7x	3,8x	5,1x
FD/Net satışlar	1,3x	0,9x	0,7x	0,6x	0,6x	1,3x
Temettü verimi	%1,8	%2,4	%8,4	%8,1	%4,9	%2,5
Serbest nakit akışı verimi	%23,5	%55,5	-%41,4	%207,2	%400,4	%378,9

Yatırım Merkezlerimiz

Genel Müdürlük

Nispetiye Cad. B-3 Blok Kat: 9 Akmerkez Etiler - İSTANBUL
0 212 355 46 46

Adana	Cemal Paşa Mah. Gazipaşa Bul. Cemal Uğurlu Apt. Kat: 1 D: 4	(0 322) 457 77 55
Akattlar İrtibat Bürosu	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 8 (Eski No D: 10) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
Ankara	Remzi Oğuz Ank Mah. Tunalı Hilmi Cad. Yaprak Apt. No: 94 Kat: 2 D: 9 Kavaklıdere Çankaya	(0 312) 435 18 36
Ankara - Çukurambar İrtibat Bürosu	Kızılırmak Mah.Ufuk Üniversitesi Cad. Next Level Loft Ofis No: 4/65 Kat: 24 Söğütözü Çankaya	(0 312) 909 87 70
Antalya	Şirinyalı Mah. İsmet Gökşen Cad. Özden Apt. No:82/6 Muratpaşa	(0 242) 248 45 20
Bakırköy	İstanbul Cad. Bakırköy İş Merkezi No: 6 Kat: 4 D: 14 Bakırköy	(0 212) 570 52 59
Bodrum İrtibat Bürosu	Konaklı Mahallesi, Atatürk Bulvarı, Arbor-Abdullah Ünal Çabuk İş Merkezi No: 285/1-A6 Bodrum	(0 212) 355 46 46
Bursa	Konak Mah. Barış (120) Sokak , Ofis Artı Binası, Dış kapı No:3 Daire:33 Nilüfer-BURSA	(0 224) 225 64 10
Çankaya İrtibat Bürosu	Çankaya Mahallesi Cinnah Caddesi Cinnah Apartmanı No: 55 D: 7-8 Çankaya / ANKARA	(0 212) 355 46 46
Denizli	Urban İş Merkezi 2. Ticari Yol Daire 26 Kat: 6 Bayramyeri	(0 258) 265 87 85
Erenköy	Bağdat Cad. Çubukçu Apt. No: 333 Kat: 2 D: 4 Kadıköy	(0 216) 348 82 82
Gaziantep	İncilipinar Mah. Gazimuhtarpaşa Bul. Kepkepzade Park İş Merkezi B Blok No: 18 Kat: 1 D: 5	(0 342) 232 35 35
Girne	Ziya Rızki Cad. Şehit Necati Gürkaya Sok. Kat: 1 D: 1 Girne - KKTC	(0 392) 815 14 55-0533 889 15 51
İzmir	Şair Eşref Bul. Ragıp Şanlı İş Merkezi No: 6 Kat: 3 D: 306 Çankaya	(0 232) 445 01 61
İzmir Karşıyaka Şube	Yalı Mahallesi Ahmet Kemal Baysak Bulvarı No:42 D:11	(0 232) 241 19 24
İzmir İrtibat Bürosu	Şehit Nevres Bulvarı Eczacıbaşı Apartmanı No: 7 Kat: 2 Daire: 5 Pasaport Alsancak - Konak	(0 232) 241 24 50
İzmit	Hürriyet Cad. Kaya İşhanı No: 39/5 İzmit	(0 262) 323 11 33
İzmit İrtibat Bürosu	Ömerağa Mah. Alemdar Cad. İ. Kolaylı Apt. No: 8 Kat: 2 İzmit	(0 262) 260 01 01
Karadeniz Ereğli	Murtaza Mah. Hamamüstü Sok. İ. Esat Taneri İş Merkezi No: 19 Kat: 2 Karadeniz Ereğli	(0 372) 316 40 50
Kartal	Üsküdar Cad. Cevat Kayacan Apt. No: 26 Kat: 4 D: 8 Kartal	(0 216) 306 22 71-306 22 06
Kayseri	Hunat Mah. Nuh Mehmet Baldöktü Sok. Gürcüoğlu Plaza No: 5 K: 3 D: 11 Melikgazi	(0 352) 221 08 68-222 82 51
Marmaris İrtibat Bürosu	Kemeraltı Mah. Orgeneral Mustafa Muğlalı Cad. Güven Apt. No: 22 D: 2 Marmaris	(0 252) 321 08 00
Merkez Şube	Akat Mahallesi Meydan Caddesi B Blok No: 16 D: 7 (Eski No D: 9) Beşiktaş	(0 212) 355 46 46
Mersin	İnönü Mah. 1401 Sok. No:32 Pozcu Evo Kat:2 No:10-11 Yenişehir Mersin	(0 324) 238 11 89
Trabzon İrtibat Bürosu	Kemerkaya Mahallesi Halkevi Cad. Mandıralı İş Merkezi No: 4 Daire: 4 Ortahisar	(0 462) 432 24 50

Uyarı Notu

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel 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.

Yatırım Danışmanlığı hizmeti talep edilmesi halinde; yatırımcının Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi imzalamış olması, Yerindelik Testi'ni tamamlamış ve risk grubunun belirlemiş olması zorunludur.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor herhangi bir sürede belirli bir getirinin sağlanacağına dair bir taahhüt içermemekte olup, zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yorum ve tavsiyelerde değişiklikler söz konusu olabilir. Bu raporda bahsedilen yatırım araçlarının fiyatları ve değerleri yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak hareket edebilir ve netice itibarıyla yatırımcılar anaparalarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu raporda yer alan geçmiş performans verileri gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bu raporda yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemektedir. Raporlardaki yorumlardan, bilgilerin tam veya doğru olmaması ve/veya güncellenme nedeniyle doğabilecek maddi ve manevi zararlardan Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Aksi halde, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. uğramış olduğu bütün zarar ve ziyanı talep etme hakkını saklı tutar.