

Türk Hava Yolları

Yüksekten uçmaya devam...

Endeks Üstü Getiri

Takip ettiğimiz şirketler listesine “Endeks Üstü Getiri” önerisiyle ekliyoruz. Türk Hava Yolları’nda, yolcu trafiğindeki normalleşmenin ve personel maliyetlerindeki artışın, düşük yakıt fiyatları ve güçlü kargo operasyonlarıyla dengelendiğini düşünüyoruz. Düşük maliyetli havayolu firması AJet’in entegrasyonunun THYAO’ya sağlam bir kârlılık getireceğine inanıyoruz. Hisse senedinin cazip bir değere sahip olduğunu düşünüyoruz. THYAO, 2025T’de küresel emsal medyan çarpanlarına göre %26,3 iskonto ile 3,2x FD/FAVÖK ve 3,9x F/K çarpanlarıyla işlem görüyor. THYAO için hedef değerimiz, TL 483,5/hisse ile %67,5 yukarı yönlü bir potansiyele işaret ediyor.

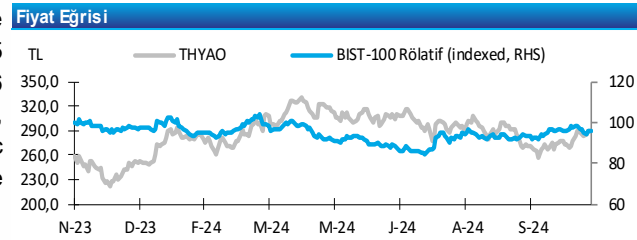
Güçlü seyreden kargo gelirleri... Kargo gelirleri, 9A24’te yıllık bazda %40 artış gösterirken, taşınan kargo miktarı yıllık %26,5 artışla 1.503 bin ton seviyesine yükseldi. Kargo gelirlerinin toplam gelirler içerisindeki payı, 9A24’te yıllık bazda 3,5 puan artarak %14,9 seviyesine ulaştı. Türk Hava Yolları, 23 kargo uçağı ile 366 noktada kargo taşımacılığı yapmaktadır ve IATA’nın 9A24 dönemi verilerine göre, %5,7 pazar payı ile taşınan kargo ton-kilometre açısından dünyadaki en büyük üç hava kargo taşıyıcısından biridir. Kargo gelirlerinde, mevcut filo büyümesinin de etkisiyle, 2024-29T döneminde %10,2 YBBO öngörüyoruz.

Yolcu birim gelirlerinde ve marjlarda normalleşme... Şirket, 9A24’te karşılaştığı zorluklara rağmen operasyonel performansını güçlü tutmayı başardı. Teknik sorunlar nedeniyle yere indirilen 32 uçağına rağmen ASK büyümesi, 9A24’te yıllık bazda %8,4 artış gösterdi. 2024T’de, personel maliyetlerindeki artış ve GTF kaynaklı maliyetler gibi faktörlerin etkisiyle yakıt hariç CASK’da %9,4’lük bir artış beklenirken, yakıt maliyetlerindeki düşüşün bu durumu dengelemesiyle toplam CASK’da %3,7’lik bir artış öngörüyoruz. Yılın geri kalanında yolcu gelirlerindeki baskının hafiflemesi beklenirken, THY’nin 2024T sonunda 5.133 milyon ABD doları FAVÖK ve yaklaşık 3.392mn ABD doları net kâr elde etmesini öngörüyoruz. Hatırlatmak isteriz ki, 2023 sonunda “Vergi Usul Kanunu”na göre yapılan enflasyon düzeltmeleri, UFRS’ye göre raporlanan bilançoda ertelenmiş vergi yükümlülüğünün tersine çevrilmesine ve gelir tablosunda tek seferlik 3.106mn ABD doları gelir kaydedilmesine neden olmuştur. 2025 projeksiyonlarımızda %7,6 ASK artışı ve %4 EBITDA artışı öngörüyoruz. Bu sonuçlar, sıkı ekonomik koşullara rağmen şirketin dayanıklılığını ve operasyonel verimliliğini koruyacağını göstermektedir.

Stratejik Ajet Büyümesi... AJJet markası, global standartlarda düşük maliyetli bir hava yolu olarak faaliyetlerine devam etmek ve pazardaki rekabetçi konumunu güçlendirmek amacıyla, Nisan 2024’te ayrı bir şirket olarak operasyonlarını sürdürmeye başlamıştır. Ana üs olarak Sabiha Gökçen Havalimanı’nı kullanan AnadoluJet, burada yapılan 2. pist ve havalimanında inşa edilecek yeni terminal ile Avrupa ve Orta Doğu’daki varlığını güçlendirerek dış hatların ağırlığını artırmayı hedeflemektedir. 9A24 itibarıyla 16,6 milyon yolcu taşıyan AnadoluJet, 102 uçaklık filosunu 2033 yılı hedefleri doğrultusunda 200 uçak seviyesine çıkarmayı planlamaktadır.

Aktif filo planlaması... 3Ç24 itibarıyla 487 uçaktan oluşan filonun 2033 yılında ise 800 uçağın üzerine çıkarmayı hedefliyor. Türk Hava Yolları ayrıca 3Ç24 itibarıyla 296 olan uçulan nokta sayısını 2033 yılında 400 noktaya çıkarmayı hedefliyor. Mevcut filo büyüklüğüyle kapasite 76.067 kişidir. Yeni uçak alımıyla birlikte 2024 yılında yolcu kapasitesinin 87.209’ye ulaşmasını bekliyoruz ve şirket, 2033 yılında bu sayıyı ikiye katlayarak 161.911’e çıkarmayı hedefliyor.

Hisse Verisi		
Bloomberg Kodu	THYAO.IS	THYAO TI
Sektör		Havacılık
Son Kapanış (TL, 18-Kasım-24)		288,75
Hisse Sayısı (mn)		1.380
Piyasa değeri (TLmn)		398.475
Piyasa değeri (US\$ mn)		11.573
12A Hedef Fiyat (TL/Hisse)		483,5
Yukarı Potansiyel		67,5%
3A Ort. Vol. (mn)		US\$207,1
52-Haftalık	TL222,20 -	TL330,00



Fiyat Performansı				
TL Nominal Getiri	1A	3A	YTD	YoY
	8%	-4%	26%	14%
BIST-100 Rölatif	1%	2%	0%	-5%

Finansal Veriler (mn US\$)				
Net Satışlar	2022	2023	2024T	2025T
	18.426	20.942	22.623	24.608
% büyüme		14%	8%	9%
FAVÖK	4.947	5.525	5.073	5.282
% büyüme		12%	-8%	4%
Net Kar	2.725	6.021	3.343	2.945
% büyüme		121%	-44%	-12%

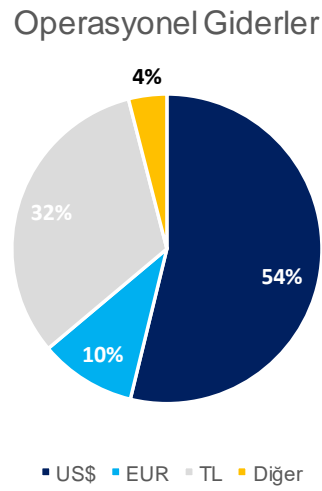
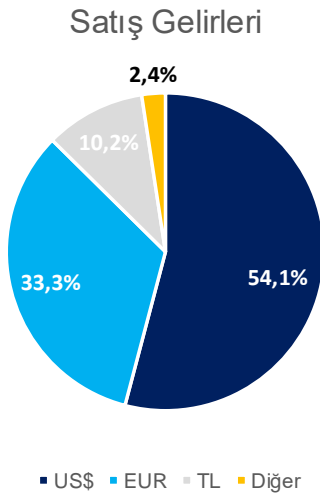
Marjlar (%)				
FAVÖK Marjı	2022	2023	2024T	2025T
	26,8	26,4	22,4	21,5
Net Marj	14,8	28,8	14,8	12,0

Çarpan (US\$, x)				
F/K	2022	2023	2024T	2025T
	4,2	1,9	3,5	3,9
FD/FAVÖK	3,4	3,1	3,4	3,2
Net Borç/FAVÖK	1,8	1,4	1,5	1,4
Özsermaye karlılığı (%)	28,0	38,7	17,4	13,9

Hissedar Dağılımı	
Türkiye Varlık Fonu	49,1%
Halka Açık	50,9%

Maliyet yönetimi... Akaryakıt giderleri, havayolu şirketlerinin işletme nakit maliyetlerinin en büyük kısmını oluşturarak yaklaşık %30-35'ini kapsamaktadır. Dolayısıyla, düşen jet yakıtı fiyatları operasyonel açıdan havayolu şirketleri için olumludur. THYAO'nun 2025 yılı için %21 oranında 75 ABD Doları fiyattan Brent petrol fiyatları için hedge'i bulunuyor. Şu anda petrol fiyatları yıllık bazda %11,2 daha düşüktür. Mevcuta 76 ABD Doları seviyelerinde seyreden Brent Petrol fiyat 70 ABD dolarının altına düşerse, bu durum korunma isteğini tetikleyebilir. Önümüzdeki dönemde petrol fiyatlarındaki düşüş eğiliminin devam edebileceğini düşünmekteyiz. Bu nedenle, talep dinamiklerinin güçlü olduğu ve işletme marjlarının iyileşmesine olanak sağlayan bir ortamda, düşük hedge oranlarına sahip THYAO için düşen yakıt fiyatlarını olumlu değerlendiriyoruz.

Riskler... Jet yakıt fiyatlarında artış, bölgesel gerilimler kaynaklı jeopolitik riskler ve TL'nin ABD Doları'na karşı değer kazanması tahminlerimiz ve hedef fiyatımız üzerinde aşağı yönlü risk oluşturabilecek ana etkenler olabilir.



Kaynak: Şirket verisi

Operasyonel Metrikler	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024T	2025T
Filo Büyüklüğü	329	332	350	363	370	394	440	488	514
AKK (mn)	173.084	182.031	187.713	74.961	127.765	201.735	234.846	253.032	272.338
Doluluk Oranı	79,1%	81,9%	81,6%	71,0%	67,9%	80,6%	82,6%	82,1%	82,4%
Yolcu Sayısı ('000)	68,6	75,1	74,3	28,0	44,8	71,8	83,4	85,0	89,5
RASK (EUR Cents)	6,3	7,1	7,0	9,0	8,4	9,1	8,9	8,9	9,0
CASK (EUR Cents)	5,9	6,4	6,7	9,7	7,4	7,8	7,8	8,1	8,2

Kaynak: Şirket verisi, Bulls Yatırım Tahminleri

Gelir Tablosu (US\$ mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024T	2025T
Net Satışlar	10.958	12.855	13.229	6.734	10.686	18.426	20.942	22.623	24.608
FAVÖK	2.252	2.463	2.589	1.481	3.416	4.947	5.525	5.073	5.282
FAVKÖK	3.018	3.348	3.106	1.866	3.744	5.377	6.077	5.730	5.922
Amortisman	1.066	1.087	1.521	1.659	1.740	1.864	2.035	2.193	2.276
Faaliyet Karı	794	1.169	585	-530	1.275	2.716	2.673	2.148	2.254
Özk. Yön. Değ. Yat. Kar/Zarar	102	123	82	-87	75	121	232	161	246
Diğer Operasyonel Gelir/Gider	228	22	291	275	139	63	186	249	162
Yatırımlardan Gelir/Gider	177	99	89	179	200	293	868	1.673	695
Net Finansal Gider	-1.022	-459	-171	-763	-666	-254	-318	-883	-382
Vergi Öncesi Kar	279	954	876	-926	1.023	2.939	3.641	3.338	2.975
Net Kar	223	753	788	-836	959	2.725	6.021	3.343	2.945
<i>Favök Marjı</i>	20,6%	19,2%	19,6%	22,0%	32,0%	26,8%	26,4%	22,4%	21,5%
<i>Net Kar Marjı</i>	2,0%	5,9%	6,0%	-12,4%	9,0%	14,8%	28,8%	14,8%	12,0%

Kaynak: Şirket verisi, Bulls Yatırım Tahminleri

Bilanço Tablosu (US\$ mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024T	2025T
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.891	1.636	2.075	1.811	2.677	4.075	683	1.131	2.461
KV Ticari Alacaklar	592	570	540	637	925	995	856	1.113	1.230
Stoklar	193	190	290	305	261	331	418	420	539
Toplam Sabit Varlıklar	13.080	14.012	17.355	19.023	19.568	21.335	23.117	25.105	27.732
Verilen Uçak Avansları	364	1.314	1.539	1.246	825	802	806	971	1.098
Diğer Varlıklar	2.077	3.010	2.925	2.508	2.281	3.406	9.791	10.483	9.729
Toplam Varlıklar	18.197	20.732	24.724	25.530	26.537	30.944	35.671	39.222	42.789
Toplam Finansal Borç	9.082	10.614	13.391	16.718	14.911	14.039	14.247	13.477	14.834
KV Ticari Borçlar	855	1.022	1.130	861	891	1.200	1.291	1.291	1.618
Diğer Yükümlülükler	2.914	3.151	3.339	2.568	3.898	5.963	4.570	5.284	5.168
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	5.346	5.945	6.863	5.382	6.836	9.742	15.558	19.169	21.169
Toplam Özkaynaklar	5.346	5.945	6.864	5.383	6.837	9.742	15.563	19.170	21.170
THYAO Tanımlı Net Borç	7.074	8.169	10.538	14.115	11.582	8.669	7.699	7.508	7.514
Kira Borcu Düzeltilmiş Net Borç	10.685	12.624	10.916	14.889	12.229	9.338	8.220	8.146	8.173

Kaynak: Şirket verisi, Bulls Yatırım Tahminleri

Değerleme

Türk Hava Yolları değerlemesinde dolar bazlı indirgenmiş nakit akımları analizi (İNA) ve benzer 1-yıl ileri FD/FAVÖK çarpan analizi yöntemlerini kullandık. Her iki yöneme eşit ağırlık (%50 - %50) vererek THYAO için bir hedef fiyatımızı 483,5 TL olarak 'Endeks Üstü Getiri' tavsiyesiyle belirliyoruz. Hedef fiyatımızın %67.5 yukarı potansiyele işaret etmektedir. İNA analizimizde, %7,5 US\$ risksiz faiz oranından, %5.5'lik özsermaye risk priminden ve 0,96x betadan elde edilen sabit %10.7 AOSM'yi varsayıyoruz. Küresel benzer şirketlerin 1 yıl ileri medyan çarpanı baz alınmış olup, 2025T 4,3x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.

Metodoloji	Ağırlık	Özsermaye Değeri (TL mn)
1- Yıl İleri Benzer Şirket FD/FAVÖK	50%	326.365
İNA	50%	340.911
Hedef Özsermaye Değeri, TL mn	100%	667.276
Yukarı/Aşağı Potansiyel		67,5%
Hisse Sayısı (mn)		1.380
Kapanış Fiyatı, TL		288,8
Hedef Fiyat, TL		483,5

Source: Bloomberg, Bulls Yatırım Tahminleri

Metodoloji	US\$ mn
1- Yıl İleri Benzer Şirket FD/FAVÖK	4,3
Firma Değeri, US\$ mn	6.202
Net Borç (US\$ mn)	7.201
Azınlık Payı (US\$ mn)	3
Uzun Vadeli Finansal Yatırımlar (US\$ mn)	1.137
Özkaynak Yön. Kazançlar (US\$ mn)	618
Özsermaye Değeri (US\$ mn)	16.575
Hedef Özsermaye Değeri, TL mn	652.730

Metodoloji	US\$ mn
İNA	25.251
Firma Değeri, US\$ mn	25.251
Net Borç (US\$ mn)	7.201
Azınlık Payı (US\$ mn)	3
Uzun Vadeli Finansal Yatırımlar (US\$ mn)	1.137
Özkaynak Yön. Kazançlar (US\$ mn)	618
Özsermaye Değeri (US\$ mn)	19.802
Hedef Özsermaye Değeri, TL mn	681.822

Benzer Şirket Çarpanları

Türk Hava Yollarını 2025T'de 3.4x FD/FAVÖK ve 3.5x F/K çarpanlarıyla işlem görmektedir. Bu çarpanlar küresel emsallerine göre sırasıyla %26 ve %51 iskontoya işaret etmektedir

Şirket Adı	Kodu	Ülke	Piyasa Değeri (mn US\$)	FD/FAVÖK		F/K	
				2024T	2025T	2024T	2025T
Deutsche Lufthansa AG	XTRA:LHA	Almanya	7.966	2,8	3,2	7,3	5,1
Air France-KLM SA	ENXTPA:AF	Fransa	2.114	2,5	3,3	3,0	1,9
easyJet plc	LSE:EZJ	Birleşik Krallık	4.994	2,8	2,8	8,6	7,5
Ryanair Holdings plc	ISE:RYA	İrlanda	21.580	6,6	7,0	13,6	10,7
Wizz Air Holdings Plc	LSE:WIZZ	Birleşik Krallık	1.777	6,0	4,7	7,2	4,8
International Consolidated Airlines Group S.A.	LSE:IAG	Birleşik Krallık	15.158	3,0	3,4	5,7	5,3
Delta Air Lines, Inc.	NYSE:DAL	ABD	40.544	5,6	7,0	10,5	8,6
Alaska Air Group, Inc.	NYSE:ALK	ABD	6.706	4,3	6,7	12,4	10,0
LATAM Airlines Group S.A.	SNSE:LTM	Şili	8.408	4,9	4,3	8,9	8,0
Copa Holdings, S.A.	NYSE:CPA	Panama	4.267	4,5	4,7	7,0	5,7
Cathay Pacific Airways Limited	SEHK:293	Hong Kong	7.370	4,6	4,3	7,9	7,7
Air China Limited	SEHK:753	Çin	15.348	10,1	9,8	11,2	8,0
China Airlines, Ltd.	TWSE:2610	Tayvan	4.406	3,9	4,9	10,9	16,1
EVA Airways Corp.	TWSE:2618	Tayvan	6.829	4,2	4,1	7,7	10,7
Korean Airlines Co.,Ltd.	KOSE:A003490	Güney Kore	6.411	3,6	3,7	6,5	6,1
Singapore Airlines Limited	SGX:C6L	Singapur	14.029	6,0	5,3	7,9	13,8
Japan Airlines Co., Ltd.	Tse:9201	Japonya	6.901	5,1	4,2	10,7	9,7
Peer Median				4,5	4,3	7,9	8,0
Türk Hava Yolları Anonim Ortaklığı	IBSE:THYAO	Türkiye	11.510	3,4	3,2	3,5	3,9

Kaynak: Capital IQ, Bulls yatırım

Uyarı Notu

Burada 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 yatırım 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 sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler 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 Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi imzalamış olması, Yerindelik Testini 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, Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Bulls 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 Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz. Bu raporun tümü veya bir kısmı Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz, üçüncü kişilere gösterilemez veya ileride kullanılmak üzere saklanamaz.