

Türk Hava Yolları

12 Aylık Hedef Fiyat 430 TL

Öneri: **AL**

2023 yılı finansal sonuçlarının ardından, Türk Hava Yolları için 12 aylık hedef fiyatımızı 430,00 TL'ye yükseltiyor ve "AL" önerimizi devam ettiriyoruz (Önceki 415,90 TL). Hissenin hedef fiyatımıza göre %44,05 oranında prim potansiyeli bulunmaktadır. Yukarı yönlü revizyondaki ana beklentileri; Orta Doğu'daki jeopolitik endişelerle taşınan kargo miktarındaki artış, Asya ve Uzak Doğu operasyonlarındaki iyileşmenin devamı ve iyi bir yaz sezonu oluşturmaktadır. Diğer yandan Orta Doğu'daki savaşın ve petrol fiyatlarındaki yüksek seyir devamı ihtimali değerlememiz için aşağı yönlü riskler arasındadır.

Net karda ertelenmiş vergi etkisi. Şirketin ana ortaklık net karı 4Ç23'te 93,5mlr TL (3,2mlr USD) seviyesinde gerçekleşmiştir (4Ç22: 8,9mlr TL, 3Ç23: 51,3mlr TL). Net kardaki güçlü artışta enflasyon düzeltmesinden kaynaklanan ertelenmiş vergi geliri etkili olmuştur. 4Ç23'te net kar marjı yıllık 54,1, çeyreklik bazda 33,9 puan artışla %64,2'ye yükselmiştir. Dördüncü çeyrek sonuçlarının ardından 2023 yılsonunda net kar bir önceki yılın aynı dönemine göre %244 artışla 163mlr TL (6,0mlr USD) seviyesinde gerçekleşmiştir. 2023 yılında net kar marjı yıllık 17,1 puan artışla %32,3'e yükselmiştir.

Beklentilere paralel satış geliri. Şirketin net satışları 4Ç23'te yıllık %65,4 artış, çeyreklik bazda %13,9 düşüşle 145,6mlr TL (5,1mlr USD) seviyesinde gerçekleşmiştir. Satış gelirlerinde piyasa medyan beklentisi 141,5mlr TL, bizim beklentimiz ise 145,3mlr TL seviyesinde bulunuyordu. Şirketin 2023 yılındaki cirosu ise 2022'ye göre %62,1 artışla 504,4mlr TL'ye (20,9mlr USD) yükselmiştir. Satış gelirlerinde hacim ve yolcu RASK'taki (Toplam Yolcu Geliri/ AKK) artışlar yükselişi desteklerken, kargo ve diğer gelirler baskı oluşturmuştur.

Yolcu gelir oranında pandemi öncesi seviyelere ulaşıldı. 2023 yılında yolcu gelirleri yıllık %75 artışla 426,8mlr TL'ye, dolar bazında ise %24 artışla 17,7mlr USD'ye yükselmiştir. 2023'te toplam gelirler içerisinde yolcu gelirlerinin oranı %84,6 (2022: %78,4) olmuştur. Böylelikle 2020 yılında %55 seviyesine gerileyen toplam gelirler içerisindeki yolcu gelirlerinin oranı 2019'daki seviyelerine ulaşmıştır. Kargo gelirleri 2023'te yıllık %2,3 artışla 62,6mlr TL'ye yükselirken, dolar bazında %30,5 düşüşle 2,6mlr USD'ye gerilemiştir. 2023'te toplam gelirler içerisinde kargo gelirlerinin oranı %12,4 (2022: %19,7) ile pandemi öncesi ortalamalarına gerilemiştir. Şirketin toplam yolcu ve kargo gelirleri içerisinde yurtdışı gelirlerin oranı ise 2023 yılında %92,6 (2022: %93,1) olmuştur. Yurtdışı gelirler içerisinde coğrafi kısıtlıma bakıldığında Avrupa %33,7 ile ilk sırada yer almaktadır. 2023 yılında Asya ve Uzak Doğu %24,5, Amerika kıtası ise %22,7 seviyelerinde gerçekleşmiştir.

Şirketin toplam AKK'si (Arz Edilen Koltuk Kilometre) 4Ç23'te yıllık %15,8 artışla 58,8mlr'a yükselmiştir. 2023 yılsonunda toplam AKK 2022'ye göre %16,4 artmıştır ve 234,8mlr'a ulaşmıştır. 2023'te yurt içi AKK önceki seneye göre %23,5 artışla 24,8mlr, yurt dışı AKK ise yıllık %15,6 artış ile 210mlr'a yükselmiştir. Taşınan kargo miktarı ise 4Ç23'te yıllık %12,2 artışla 471,5bin tona yükselmiştir. 2023/12 sonunda taşınan kargo miktarı 2022'ye göre %1,2 azalmıştır ve 1,66mn'a gerilemiştir.

Yolcu doluluk oranı yıllık bazda artış gösterdi. Şirketin 4Ç23'te toplam yolcu sayısı bir önceki yılın aynı dönemine göre %8,9 artışla 19,5mn olmuştur. Böylelikle 2023 yılında toplam yolcu sayısı 83,4mn'a ulaşırken, toplam yolcu sayısı içerisinde yurt dışı yolcu sayısının oranı %63,5 olmuştur. Yolcu doluluk oranı 2023 yılı dördüncü çeyrekte %81'e (4Ç22: %83,3) gerilemiştir. Dördüncü çeyrekteki gerilemeye karşılık 2023 yılsonunda yolcu doluluk oranı %82,6'ya (2022: %80,6) yükselmiştir.

Piyasa Bilgileri	15.04.2024
Sektör	Havacılık
Kapanış (TL)	298,50
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)	430,00
Prim Potansiyeli	44,05%
Piyasa Değeri (mn TL)	411.930
Halka Açık Piy. Değ. (mn TL)	205.965
Bugünkü Sermaye (bin TL)	1.380.000
Halka Açık Sermaye (bin TL)	690.000
Halka Açıklık Oranı	50%

Relatif Performans (TL) (BIST-100'e Göre)	% Değ.
1 Aylık	0,74
3 Aylık	-2,05
Yılbaşına göre	0,77
Son 1 Yıl	16,85

Piyasa Çarpanları	
F/K	2,53
PD/DD	0,90
FD/FAVÖK	5,67

Bilanço Özeti (mn TL)	2023/12
Aktif Toplamı	1.050.091
Net Borç	-242.746
Net Satışlar	504.398
FAVÖK	115.397
Net Kar / Zarar	163.003

Finansal Tahminler			
(mn TL)	2023G	2024T	2025T
Satış Gelirleri	504.398	791.905	1.069.072
FAVÖK	115.397	174.110	225.171
Net Kar	163.003	102.895	109.837
Marjlar			
FAVÖK Marjı	22,9%	22,0%	21,1%
Net Kar Marjı	32,3%	13,0%	10,3%

Yolcu birim geliri (R/Y: Yolcu Geliri/Ücretli Yolcu Kilometre) dolar bazında 4Ç23'te yıllık %4,2 düşüşle 8,69 USc'ye geriledi. Jeopolitik gelişmelerin etkisiyle Orta Doğu operasyonlarında yolcu birim geliri dördüncü çeyrekte %5,2 daralmıştır. Uzak Doğu'daki daralma %4,3 olurken, Avrupa'da %3,7 düşüş kaydedilmiştir. Diğer yandan 2023/12 sonunda yolcu birim geliri %4,1 artışla 9,14 USc olmuştur. Amerika kıtasında yolcu birim geliri yıllık %11,1, Avrupa'da %7,1 artış kaydetmiştir.

Yakıt hariç birim giderlerdeki artış karlılığı baskıladı. 2023 yılında satışların maliyeti bir önceki seneye göre %63,4 artışla 384,9mlr TL olurken, faaliyet giderleri aynı dönemde %88,2 artışla 52,5mlr TL'ye yükselmiştir. Dolar bazında CASK (Toplam Giderler/AKK) 2023'te %0,1 düşüşle 7,78 USc olmuştur. Akaryakıt etkisi hariç CASK ise %11,9 artışla 5,13 USc'ye yükselmiştir. Birim gider artışının başlıca etkenleri olarak personel, havalimanı ve komisyon giderleri ön plana çıkmaktadır. Şirketin en büyük maliyet kalemini akaryakıt giderleri oluşturmaktadır. Toplam maliyetler içerisinde akaryakıt giderlerinin payı 2023 yılında %34,1'e (2022: %41,2) gerilemiştir. Akaryakıt CASK 4Ç23'te yıllık yakıt fiyatlarındaki düşüşe bağlı olarak %7,8 azalmıştır. Akaryakıt CASK 2023 yılında ise önceki seneye göre %17,2 düşüşle 2,65 USc'ye gerilemiştir. Böylelikle 2023'te esas faaliyet karı yıllık %46,3 artışla 71,4mlr TL (2,9mlr USD) seviyesinde gerçekleşmiştir. Yakıt hariç birim giderlerindeki artış esas faaliyet karı üzerinde baskı yaratmıştır.

FAVÖK karı beklentilerimizin altında kaldı. Şirketin FAVÖK karı 2023 yılının dördüncü çeyreğinde yıllık %7 artış, çeyreklik bazda %60,4 düşüşle 22,1mlr TL (1,1mlr USD) seviyesinde gerçekleşmiştir. FAVÖK'te piyasa medyan beklentisi 25,5mlr TL, bizim beklentimiz ise 24,5mlr TL seviyesinde bulunuyordu. Beklentilerin altında gelen FAVÖK karında brüt kar marjındaki daralma ve faaliyet giderlerindeki yukarı yönlü baskı etkili olmuştur. Şirketin FAVÖK marjı 4Ç23'te bir önceki yılın aynı dönemine göre 8,3 bir önceki çeyreğe göre 17,8 puan düşüşle %15,2'ye gerilemiştir. Şirketin 2023'teki FAVÖK karı 2022'ye göre %46,7 artışla 115,4mlr TL'ye (5,5mlr USD) yükselmiştir. FAVÖK marjı 2023'te yıllık 2,4 puan düşüşle %22,9 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Net borç/FAVÖK oranı 1.3x'e geriledi. Şirketin 2022 yılında 175,1mlr TL seviyesinde bulunan net borcu 2023'te 242,8mlr TL'ye yükselmiştir. Dolar bazında net borçtaki azalmanın etkisiyle 2022 yılında 1.7x olan net borç/FAVÖK oranı 2023 yılında 1.3x seviyesine gerilemiştir. Şirketin 2023 yılındaki döviz açığı ise 300mlr TL olmuştur. 2022'de döviz açığı 37,8mlr TL'de bulunuyordu.

Filo durumu. Türk Hava Yolları'nın 2023 yılındaki toplam uçak sayısı bir önceki yıla göre 46 adet artarak 440'a ulaşmıştır. Şirket 2023 yılında uçak sayısının 800'ü aşmasını beklemektedir. Şirket filosunun %27'sini geniş gövde, %67'sini dar gövde ve %6'sını kargo uçakları oluşturmaktadır. Sahip olunan uçakların oranı %27, finansal kiralama yoluyla edinilen uçakların oranı ise %48'dir.

Pazar payı gelişimi. Türk Hava Yolları'nın pazar payı son yirmi yılda dört katına çıkarken, 2010-2023 yılları arasında en çok pazar payı kazanan havayolu olmuştur. 2020'de pandemi ile beraber %1,6 seviyesine gerileyen pazar payı 2023 yılında %2,4 (2022: %2,7) olmuştur. THY Avrupa'nın birinci, dünyanın ise dokuzuncu en büyük havayolu konumunda bulunmaktadır. 2019'da %3,7 pazar payı ile küresel sıralamada 8. Sırada yer alan Turkish Cargo 2023'te %5,2 pazar payına ulaşmış ve dünyada 4. sıraya yükselmiştir.

Değerlendirme. 2023 yılı dördüncü çeyreğinde karlılık marjları, yıllık bazda geriledi. Buna karşın marjlar pandemi öncesi seviyelerin üzerinde bulunmaktadır. Türk Hava Yolları'nı; geniş uçuş ağı, artan yolcu sayısı, 2023 hedefleri doğrultusunda genişleyen filo yapısı ve düşen borçluluk oranları dolayısıyla beğenmekteyiz. Şirketin destinasyon ağındaki genişleme, yeni uçak alımları ve artan kapasitesi ile yolcu sayısındaki artışın devam edebileceğini, düşük borçluluk oranlarının daha güçlü bir bilanço yapısına katkı sağlayabileceğini tahmin etmekteyiz. Türk Hava Yolları için 12 aylık hedef fiyatımızı 430,00 TL olarak belirliyoruz (Önceki 415,90 TL). Hisse önerimizi ise "AL" olarak devam ettiriyoruz. Şirket, 15 Nisan 2024 tarihine göre son bir yıllık süreçte BIST100 endeksinin %17 üzerinde performans göstermiştir. Son verilere göre 2,53 F/K ve 0,90 PD/DD ile işlem gören şirket, havacılık sektörü çarpanlarının altında (iskontolu) işlem görmektedir. Ayrıca şirket bu sene temettü dağıtmayacağını açıklamıştır.

Katalizörler: Orta Doğu'daki jeopolitik endişelerle taşınan kargo miktarındaki beklenti üzeri artış, Asya ve Uzak Doğu operasyonlarındaki iyileşmenin beklentileri aşması, mevsim normallerinin üzerindeki hava sıcaklıklarının etkisiyle yaz sezonunun beklenenden iyi geçmesi ve turist sayısındaki artış.

Riskler: Petrol fiyatlarındaki yükselişin devam etmesi, Orta Doğu'daki savaşa ilişkin tansiyonun yükselmesi, yolcu sayısı ve birim yolcu gelirlerinin beklentilerin altında gerçekleşmesi.

16 Nisan 2024 Salı

arastirma@anadoluyatirim.com.tr

Özet Gelir Tablosu (bin TL) – Çeyreklik

	4Ç23	4Ç22	% Değ.	4Ç23	3Ç23	% Değ. Yıllık
Net Satışlar	145.617.000	88.049.000	65,4	145.617.000	169.091.000	-13,9
Brüt satış karı	22.853.000	19.939.000	14,6	22.853.000	57.125.000	-60,0
Faaliyet Giderleri	16.064.000	8.447.000	90,2	16.064.000	14.821.000	8,4
Finansal Gelir/Gider	-9.329.000	-6.600.000	a.d.	-9.329.000	4.404.000	a.d.
Esas Faaliyet Karı	5.747.000	12.691.000	-54,7	5.747.000	46.388.000	-87,6
FAVÖK	22.072.000	20.627.000	7,0	22.072.000	55.794.000	-60,4
Ana Ortaklık Net Kar	93.500.000	8.936.000	946,3	93.500.000	51.331.000	82,2

Oranlar	4Ç23	4Ç22	Fark	4Ç23	3Ç23	Fark
Brüt Kar Marjı (%)	15,7	22,6	-7,0	15,7	33,8	-18,1
Esas Faa.Kar Marjı (%)	3,9	14,4	-10,5	3,9	27,4	-23,5
FAVÖK Marjı (%)	15,2	23,4	-8,3	15,2	33,0	-17,8
Net Kar Marjı (%)	64,2	10,1	54,1	64,2	30,4	33,9

Özet Bilanço ve Gelir Tablosu (bin TL) – Yıllık

(bin TL)	2023/12	2022/12	% Değ.	2021/12	2020/12	% Değ.
Dönen Varlıklar	253.043.000	135.095.000	87,3	65.797.000	30.659.000	114,6
Hazır Değerler	20.115.000	76.192.000	-73,6	35.679.000	13.293.000	168,4
Duran Varlıklar	797.048.000	443.476.000	79,7	287.911.000	156.743.000	83,7
Aktif Toplamı	1.050.091.000	578.571.000	81,5	353.708.000	187.402.000	88,7
Borç Toplamı	592.979.000	397.144.000	49,3	263.058.000	147.891.000	77,9
Finansal Borç Toplamı	420.172.000	262.983.000	59,8	199.008.000	122.594.000	62,3
Özsermaye	457.257.000	181.422.000	152,0	90.640.000	39.502.000	129,5

Özet Gelir Tablosu	2023/12	2022/12	% Değ.	2021/12	2020/12	% Değ.
Net Satışlar	504.398.000	311.169.000	62,1	97.378.000	46.448.000	109,6
Brüt satış karı	119.446.000	75.641.000	57,9	22.145.000	2.683.000	725,4
Faaliyet Giderleri	52.523.000	27.910.000	88,2	9.696.000	6.060.000	60,0
Net Finansal Gelir/Gider	-9.427.000	-4.764.000	a.d.	-6.870.000	-5.402.000	a.d.
Esas Faaliyet Karı	71.425.000	48.811.000	46,3	13.547.000	-1.382.000	a.d.
FAVÖK	115.397.000	78.684.000	46,7	27.922.000	8.261.000	238,0
Ana Ortaklık Net Kar	163.003.000	47.429.000	243,7	8.213.000	-5.588.000	a.d.
Net Nakit Pozisyonu	-242.746.000	-175.086.000	a.d.	-163.363.000	-109.296.000	a.d.
Yabancı Para Pozisyonu	-299.958.000	-37.832.000	a.d.	-106.820.000	-80.144.000	a.d.
Net Parasal Poz. Kaz. (Kay.)	46.000	0	a.d.			

Finansal Oranlar	2023/12	2022/12	Fark	2021/12	2020/12	Fark
T.Fin.Borç/T.Aktif (%)	40,01	45,45	-5,4	56,26	65,42	-9,2
Toplam Borç/Özsermaye (%)	129,68	218,91	-89,2	290,22	374,39	-84,2
Toplam Borç/T. Varlıklar (%)	56,47	68,64	-12,2	74,37	78,92	-4,5
Cari Oran	0,94	0,88	0,07	0,73	0,65	0,1
Brüt Kar Marjı (%)	23,68	24,31	-0,6	22,74	5,78	17,0
FAVÖK Marjı (%)	22,88	25,29	-2,4	28,67	17,79	10,9
Net Kar Marjı (%)	32,32	15,24	17,1	8,43	-12,03	20,5

Anadolu Yatırım Araştırma Müdürlüğü**Sevgül Düzgün**

Anadolu Yatırım Araştırma Departmanı | Müdür

Sduzgun@anadoluyatirim.com.tr | www.anadolubank.com.tr (216) 649 77 35

Uyarı: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel 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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Anadolubank A.Ş. ve Anadolu Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.