

02 Kasım 2023

Türk Hava Yolları

Güçlü operasyonel karlılık & beklentilerin üzerinde net karlılık...

A. Can TUĞLU
Analist
atuglu@sekeryatirim.com

Türk Hava Yolları (THYAO) 3Ç23'te RT piyasa ortalama net kar beklentisi olan 42.626mn TL'nin %20,4 üzerinde, tahminimiz 46.851mn TL'ye ise %9,6 üzerinde, 51.331mn TL net kar açıklamıştır. THY'nin toplam yolcu sayısı, 3Ç22'ye kıyasla %9,7 artarak 3Ç23'te 25.2mn'a ulaşmış, 3Ç19'un ise %18,3 üzerinde gerçekleşmiştir. Şirket'in toplam kargo hacmi ise 3Ç19'a göre yıllık %9,9 oranında yükseliş göstermiş olup 3Ç22'ye göre ise yatay seyretmiştir. Artan yolcu sayısı, yükselen yolcu birim gelirleri ve TL'nin US\$ karşısındaki değer kaybının etkisiyle THY'nin satış gelirleri, yıllık bazda %55,8 artarak piyasa ortalama beklentisi olan 169.152mn TL'ye ve tahminimiz 168.275mn TL'ye paralel, 169.091mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirket'in 3Ç23 FAVÖK'ü de TL bazında yıllık %63 artarak 3Ç23'te kuvvetli, hesaplamalarımıza göre 55.974mn TL seviyesinde, piyasa ortalama beklentisi olan 54.923mn TL'nin paralelinde (Şeker Y.: 55.091mn TL) gerçekleşmiştir. Şirket'in operasyonel sonuçları beklentilere paralel gerçekleşmiştir; diğer taraftan bu dönemde yüksek ertelenmiş vergi giderlerine (3Ç23: 9.7milyar TL) rağmen oldukça kuvvetli net finansman gelirleri (3Ç23: 4.4milyar TL, 3Ç22: 2.6milyar TL), esas faaliyetlerden diğer gelirler kaleminde güçlü yükseliş & yatırım faaliyetlerinden gelirlerde artış ve başarılı operasyonel sonuçlar sayesinde şirket, beklentilerin üzerinde net kar açıklamıştır.

3Ç23 FAVÖK marjı yıllık 5,0 y.p. artış göstererek %40,2 seviyesine ulaştı - THY'nin toplam yolcu sayısı, 3Ç23'te yıllık %9,7 oranında artmış, diğer taraftan 3Ç19'u da geçerek %18,3 üzerinde gerçekleşmiştir. Şirket'in yolcu doluluk oranı ise 3Ç22'nin 0,2 y.p. altında, 3Ç19'un ise 2,0 y.p. üzerinde, %85,6 olarak gerçekleşmiştir. Bunun yanında, yolcu birim gelirleri 3Ç22'ye kıyasla US\$ bazında yıllık %2,7 artarak 3Ç23'te US\$ 10.08'e yükselmiştir. Kargo hacmi yıllık bazda yatay seyretmesine rağmen kargo gelirlerini 3Ç23'te yıllık %29,5 düşüş göstererek 618mn USD olarak gerçekleşmiştir. Bundan dolayı THY'nin AKK başına elde edilen birim gelirleri (AKTK dâhil) 3Ç22'ye kıyasla yıllık %2,6 azalarak US\$8.69'a gerilemiştir (3Ç22: US\$8.93). Yolcu RASK'ı ise 3Ç23'te yıllık %2,4 yükselerek US\$8,63 olarak gerçekleşmiştir. Birim giderler ise, akaryakıt birim giderlerindeki (3Ç22: US\$3.49, 3Ç23: US\$2.60, 3Ç23/3Ç22: %-25,7) düşüş sayesinde 3Ç22'ye kıyasla yıllık %5,2 azalarak (AKTK dâhil) US\$ 6.58'e gerilemiştir. Böylelikle, THY'nin 3Ç23 satış gelirleri, US\$ bazında yıllık %4,2 yükseliş göstererek US\$ 6.321mn'a, FAVÖK marjı ise US\$ bazında 3Ç22'ye kıyasla yıllık 5,0 y.p. artarak %40,2'ye ulaşmıştır. FAVÖK, US\$ bazında 3Ç22'ye kıyasla yıllık %18,8 oranında artarak US\$ 2.543mn olarak gerçekleşmiştir.

THYAO	2022/09K	2023/09K	2021/12K	2022/12K	2023T
F/K	7,44	3,84	36,65	6,35	3,55
FD/FAVÖK	6,70	4,36	16,63	6,05	4,77
Net Satışlar (TL mn)	223.120	358.781	97.378	311.169	509.856
Net Kar (TL mn)	38.493	69.503	8.213	47.429	84.810
Hisse Başına Kar (TL)	27,89	50,36	5,95	34,37	61,46

“AL”
Hedef Fiyat: 358.5 TL
Yükseliş Potansiyeli: %64
Önceki Hedef Fiyat: 293.37 TL

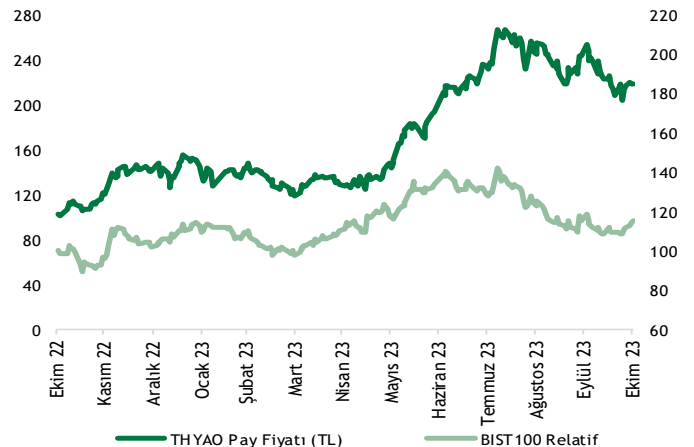
	TRY	US\$
Fiyat	218,10	7,71
BIST 100	7.514	266
US\$ (MB Alış):	28,2366	
52 Hafta Yüksek:	269,80	10,00
52 Hafta Düşük:	100,40	5,40
Bloomberg/Reuters Kodu:	THYAO.TI / THYAO.IS	

Hisse Senedi Sayısı (Mn):	1.380	
	(TL Mn)	(US\$ Mn)
Piyasa Değeri:	299.874	10.620
Halka Açık PD:	149.937	5.310

	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	-10,06	0,37	54,79
US\$ Getiri (%):	-12,81	40,24	2,49
BIST 100 Relatif Getiri (%):	-0,4	-45,9	13,3
Gün. Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	8.050		
Gün. Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	365		

Beta	1,01
Yıllık Volatilité (Hisse)	0,5
Yıllık Volatilité (BİST 100)	0,4

Ortaklık Yapısı	%
Türkiye Varlık Fonu	49,12
Diğer	0,33
Halka Açık	50,55
Toplam	100,00



THY payları için hedef fiyatımızı 293.37 TL'den 358.50 TL'ye yükseltiyor ve AL önerimizi sürdürüyoruz. Yolcu sayısında hem iç hem de dış hatlarda büyümenin devam etmesi, kargo operasyonlarının geçen senenin aynı dönemine göre seyrini koruması neticesiyle Türk Hava Yolları'nın operasyonel olarak başarılı sonuçlarını takdir etmekteyiz. Cari pay fiyatı 218.10 TL olan Türk Hava Yolları, hedef pay fiyatımıza göre %64 prim potansiyeli taşımaktadır. Şirket, 2023T 3.6x F/K çarpanı ve 4.8x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.

Tablo 1: Türk Hava Yolları Trafik Rakamları ve Anahtar Performans Göstergeleri

	9A19	9A22	9A23	% Değişim		3Ç19	3Ç22	3Ç23	% Değişim	
				9A23/9A22	9A23/9A19				3Ç23/3Ç22	3Ç23/3Ç19
Konma Sayısı	370.725	340.066	395.920	16,4%	6,8%	135.609	135.218	148.139	9,6%	9,2%
İç Hatlar	153.028	129.217	158.188	22,4%	3,4%	52.848	48.140	57.925	20,3%	9,6%
Dış Hatlar	217.697	210.849	237.732	12,7%	9,2%	82.761	87.078	90.214	3,6%	9,0%
AKK (mn)	140.625	150.934	176.008	16,6%	25,2%	51.858	60.300	65.191	8,1%	25,7%
İç Hatlar	17.098	15.065	19.137	27,0%	11,9%	5.954	5.693	7.016	23,3%	17,8%
Dış Hatlar	123.527	135.868	156.870	15,5%	27,0%	45.904	54.607	58.175	6,5%	26,7%
ÜYK (mn)	114.513	120.318	146.258	21,6%	27,7%	43.373	51.770	55.821	7,8%	28,7%
İç Hatlar	14.782	13.036	16.245	24,6%	9,9%	5.234	5.197	6.417	23,5%	22,6%
Dış Hatlar	99.731	107.281	130.013	21,2%	30,4%	38.139	46.573	49.404	6,1%	29,5%
Yolcu Doluluk Oranı (%)	81,4%	79,7%	83,1%	3,4%	1,7%	83,6%	85,9%	85,6%	-0,2%	2,0%
İç Hatlar	86,5%	86,5%	84,9%	-1,6%	-1,6%	87,9%	91,3%	91,5%	0,2%	3,6%
Dış Hatlar	80,7%	79,0%	82,9%	3,9%	2,1%	83,1%	85,3%	84,9%	-0,4%	1,8%
Yolcu Sayısı (mn)	56,4	53,9	63,9	18,6%	13,3%	21,3	23,0	25,2	9,7%	18,3%
İç Hatlar	23,4	19,3	23,6	21,9%	0,7%	8,3	7,7	9,4	21,7%	13,1%
Dış Hatlar	33,0	34,5	40,3	16,8%	22,3%	13,0	15,3	15,8	3,6%	21,6%
Dış Hatlar Yolcu Oranı	58,5%	64,1%	63,1%	-1,0%	4,6%	61,0%	66,4%	62,8%	-3,7%	1,7%
Dıştan-dışa Transit Yolcu Sayısı	18,2	16,9	22,4	32,2%	22,9%	7,0	7,1	8,3	16,9%	18,7%
Toplam Yolcu Sayısına Oranı	32,3%	31,4%	35,0%	3,6%	2,7%	32,7%	30,8%	32,8%	2,0%	0,1%
Dış Hat Yolcu Sayısına Oranı	55,2%	49,0%	55,5%	6,5%	0,3%	53,6%	46,3%	52,3%	6,0%	-1,3%
Dış Hat İçerisinde Direkt Yolcu Oranı	44,8%	51,0%	44,5%	-6,5%	-0,3%	46,4%	53,7%	47,7%	-6,0%	1,3%
Kargo ve Posta (ton)	1.117.039	1.259.011	1.187.346	-5,7%	6,3%	399.718	439.747	439.482	-0,1%	9,9%
İç Hatlar	51.451	42.552	42.505	-0,1%	-17,4%	18.889	13.854	15.505	11,9%	-17,9%
Dış Hatlar	1.065.588	1.216.459	1.144.840	-5,9%	7,4%	380.829	425.893	423.977	-0,4%	11,3%
KM Uçuş (mn)	694	717	807	12,6%	16,3%	256	284	299	5,5%	17,0%
İç Hatlar	96	87	108	24,2%	12,2%	33	33	39	20,1%	17,9%
Dış Hatlar	598	630	699	11,0%	17,0%	222	251	260	3,6%	16,9%
AKK Başlı Birim Gelir (US\$)	6,01	6,92	7,97	15,2%	32,6%	6,73	8,43	8,63	2,4%	28,2%
R/Y (US\$, Passenger)	7,39	8,68	9,59	10,5%	29,8%	8,04	9,82	10,08	2,6%	25,4%
AKK Başlı Birim Maliyet (US\$)	6,76	7,65	7,61	-0,5%	12,6%	6,48	7,68	7,27	-5,3%	12,2%

Kaynak: THY, Şeker Yatırım Araştırma

Tablo 2: Özet Gelir Tablosu

Milyon TL	9A22	9A23	Yıllık	3Ç23	3Ç23	Yıllık	2Ç23	Çeyreklik
Satış Gelirleri	223.120	358.781	60,8%	108.537	169.091	55,8%	107.633	57,1%
Brüt Kar	55.702	96.593	73,4%	33.453	57.125	70,8%	27.250	109,6%
Brüt Kar Marjı	25,0%	26,9%	+1.4 yp	30,8%	33,8%	+4.4 yp	25,3%	+10.4 yp
Operasyonel Kar	36.239	60.134	65,9%	25.692	42.304	64,7%	15.300	176,5%
Operasyonel Kar Marjı	16,2%	16,8%	+0.2 yp	23,7%	25,0%	+2.4 yp	14,2%	+11.1 yp
FAVÖK	58.057	93.325	60,7%	34.161	55.794	63,3%	25.623	117,7%
FAVÖK Marjı	26,0%	26,0%	-1.1 yp	31,5%	33,0%	+2.1 yp	23,8%	+9.3 yp
Net Kar	38.493	69.503	80,6%	27.118	51.331	89,3%	13.754	273,2%
Net Kar Marjı	17,3%	19,4%	-0.3 yp	25,0%	30,4%	+0.1 yp	12,8%	+7.4 yp

Kaynak: Türk Hava Yolları, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

Tablo 3: Özet Finansal Tablolar

BİLANÇO (TL mn)	2020	2021	2022	2022/09	2023/09	% Değ
Maddi Duran Varlıklar	30.431	58.195	87.045	84.474	159.053	88,3%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	744	1.254	1.932	1.557	3.002	92,8%
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	125.568	228.462	354.499	341.814	534.052	56,2%
Ticari Alacaklar	4.672	12.323	18.618	21.326	23.747	11,4%
Hazır Değerler	13.293	35.679	76.192	66.757	24.908	-62,7%
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	12.694	17.795	40.285	48.289	205.578	325,7%
Toplam Aktifler	187.402	353.708	578.571	564.217	950.340	68,4%
Uzun Vadeli Borçlar	89.994	145.647	192.799	177.730	269.628	51,7%
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	10.518	26.968	50.305	51.672	93.807	81,5%
Kısa Vadeli Borçlar	41.057	78.547	131.558	130.359	207.207	59,0%
Ticari Yükümlülükler	6.322	11.896	22.482	22.917	36.298	58,4%
Toplam Yükümlülükler	147.891	263.058	397.144	382.678	606.940	58,6%
Toplam Özsermaye	39.511	90.650	181.427	181.539	343.400	89,2%
Toplam Pasifler	187.402	353.708	578.571	564.217	950.340	68,4%

GELİR TABLOSU (TL mn)	2020	2021	2022	2022/09	2023/09	% Değ
Net Satışlar	46.448	97.378	311.169	223.120	358.781	60,8%
SMM	-43.765	-75.233	-235.528	-167.418	-262.188	56,6%
Brüt Kar	2.683	22.145	75.641	55.702	96.593	73,4%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir/(Gid.)	1.995	1.098	1.080	-119	5.544	A.D.
Faaliyet Giderleri	-6.060	-9.696	-27.910	-19.463	-36.459	87,3%
Net Esas Faaliyet Karı/(Zararı)	-3.377	12.449	47.731	36.239	60.134	65,9%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler (Giderler) ve TFRS 9 Uyarınca Belirlenen Değer Düşüklüğü Kazançları (Kayıpları)	1.261	1.771	5.176	2.813	16.498	486,5%
Finansman Gelir/(Gid.)	-5.402	-6.870	-4.764	1.836	-98	A.D.
Vergi Öncesi Kar	-6.101	9.191	51.403	42.634	85.898	101,5%
Vergi	513	-977	-3.971	-4.141	-16.396	295,9%
Net Kar (Zarar)	-5.588	8.214	47.432	38.493	69.502	80,6%
Ana Ortaklık Payı	-5.588	8.213	47.429	38.493	69.503	80,6%
FAVÖK	8.261	27.922	78.684	58.057	93.325	60,7%

KPI's	2020	2021	2022	2022/09	2023/09
Özsermaye Karlılığı	-13,9%	12,6%	34,9%	32,2%	26,5%
Aktif Karlılığı	-3,3%	3,0%	10,2%	9,6%	9,2%
Brüt Kar Marjı	5,8%	22,7%	24,3%	25,0%	26,9%
FAVÖK Marjı*	17,8%	28,7%	25,3%	26,0%	26,0%
Net Kar Marjı	-12,0%	8,4%	15,2%	17,3%	19,4%
U.V. Borçlar/Özsermaye	227,8%	160,7%	106,3%	97,9%	78,5%

Kaynak: Finnet, KAP, Türk Hava Yolları, Şeker Yatırım Araştırma

Şeker Yatırım

UYARI NOTU:

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 rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5

ŞİŞLİ /İSTANBUL Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, arastirma@sekeryatirim.com