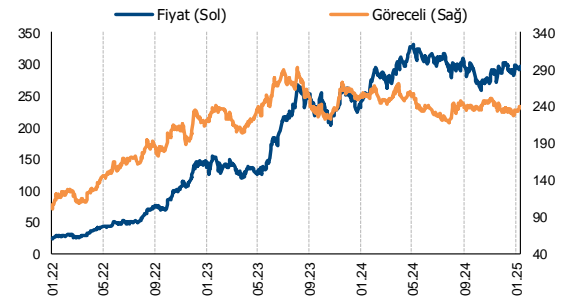


Türk Hava Yolları <THYAO TI> - Zorluklara rağmen karlı büyüme



AL			
Hedef Fiyat	TL500.00		
Potansiyel Getiri	69%		
Fiyat Bilgileri			
Kodu	THYAO.TI / THYAO.IS		
Kapanış Fiyatı	TL295.00		
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	407,100 / 11,490		
Hisse Sayısı (mn)	1380		
Saklama Oranı	%50		
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	7,473.83 / 215.44		
Performans (TL)		Nominal	Göreceli
1 Aylık		-1%	2%
3 Aylık		10%	0%
1 Yıllık		16%	-6%
Yıl başından itibaren		5%	6%
Çarpanlar			
	2023	2024E	2025E
F/K (x)	1.9	3.2	3.6
FD/VAFÖK (x)	3.3	3.5	3.4
Temettü Verimi	-	-	5.9

(*) temettü verimi ödeme gününe göre hesaplanmıştır



Mustafa Görkem Göker
gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

Türk Hava Yolları (THY), özellikle Uzak Doğu ve Amerika'ya yönelik uzun mesafeli uluslararası rotalardaki güçlü talep ve karlı kargo operasyonları sayesinde 2024 yılında, jeopolitik gerginlikten kaynaklanan zorluklara, artan operasyonel maliyetlere -özellikle personel giderleri, motor sorunları nedeniyle yere indirilen uçaklara ve güçlü TL'den gelen baskıya rağmen, bize göre güçlü bir performans gösterdi. Şirketin 2024 yılında USD bazında %8'lik gelir büyümesi kaydetmesini ve ~5,2 milyar USD VAFÖK elde etmesini bekliyoruz. Bu performans, şirketin düşük çift haneli ROIC'sini korumasına ve zaten düşük olan borçluluğunu daha da azaltmasına olanak tanıyacaktır.

2025 yılında THY'nin, büyük ölçüde benzer zorluklarla karşılaşacağını düşünüyoruz. Güçlü TL, zayıf küresel büyüme görünümü ve devam eden motor sorunları bu zorlukların başlıcalarıdır. Buna rağmen, jeopolitik gerginliklerin bir nebze azalması, yeni uzun mesafeli varış noktalarının olgunlaşması, TL'nin normalleşmesi ve daha düşük petrol fiyatları sayesinde bu zorlukların ciro ve marjlar üzerindeki olumsuz etkisinin büyük ölçüde dengeleneceğini düşünüyoruz. Şirketin 2025'te, yine %8 yıllık USD gelir büyümesi ve %24'lük bir VAFÖK marjı elde etmesini bekliyoruz. Özellikle şirket tüm zamanların en düşük borçluluğuna gelmişken ve sektör ortalamasının üzerinde marjlarla büyümesinde herhangi bir kesinti yokken, hissenin 2025'te de aynı endişelerle daha düşük performans göstermesinin makul olmayacağı kanaatindeyiz. Yere indirilen uçakların motor sorunlarının muhtemel çözümünün 2025'teki en önemli katalizör olacağını düşünüyoruz.

THY için AL önerimizi, güncellenen 12 ay hedef fiyatımız 14.0 USD ile yineliyoruz (önceki 13.9 USD). Hedef fiyatımız, 5,3x'lük 2025T FD/VAFÖK hedef çarpana dayanmaktadır. Hedef çarpanımızın bileşenleri, önümüzdeki iki yıl boyunca şirketin %5'lik YBBO ile vergi sonrası esas faaliyetini büyüteceği, %14'lük net faaliyet marjı yakalayacağı ve %12'lik sermaye getirisi elde edeceği; sonraki dönemlerde ise %2,5'lik büyüme ve %10,5'lik sermaye getirisi elde edeceği varsayımlarına dayanmaktadır, ki bu seviyelere şirketin ulaşmada büyük bir sıkıntı yaşamayacağını düşünüyoruz..





Türk Hava Yolları <THYAO TI> - Model Varsayımları (USDmn)

CAPACITY ASSUMPTIONS					
	2022	2023	2024	2025	2026
Load Factor	82,2%	83,2%	83,5%	84,1%	84,1%
-Domestic	85,8%	84,4%	86,4%	84,8%	84,8%
-International	79,3%	82,0%	81,6%	83,3%	83,3%
Number of Passengers	71,8	83,4	85,6	88,6	90,0
-Domestic	25,3	30,2	30,6	29,9	30,4
-International	42,9	49,8	52,5	56,9	57,7
ASK Growth	58%	16%	8%	7%	6%
-Domestic	16%	24%	-1%	3%	7%
-International	59%	16%	11%	8%	6%
Total Fleet	394	440	492	530	570
Passenger Aircraft	373	416	468	506	546
Total Fleet	394	440	492	530	570
Pax per Landing	159	160	163	165	165
Cargo carried (tons)	1.679	1.659	1.985	1.927	1.956

REVENUE & COST ASSUMPTIONS					
	2022	2023	2024	2025	2026
Breakdown of Revenues	18.426	20.942	22.747	24.517	26.137
Pax Revenues	14.291	17.727	18.584	20.289	21.805
Cargo Revenues	3.735	2.596	3.450	3.444	3.495
Passenger Revenue Yields (RPK) (y/y)					
Pax Revenues	19%	4%	-3%	0%	1%
Scheduled	23%	3%	-5%	0%	1%
Domestic	25%	-5%	3%	7%	4%
International	22%	4%	-5%	-1%	1%
Cargo Revenues per Ton	2.224	1.565	1.737	1.787	1.787
CASK	7,79	7,78	8,13	8,17	8,18
Fuel	3,21	2,65	2,42	2,10	2,06
Ex-Fuel	4,58	5,13	5,71	6,06	6,12
Jet Fuel Cost (USD/ton)	1144	969	888	800	800

	2022	2023	2024	2025	2026
Sales Revenue	18.426	20.942	22.721	24.517	26.137
Cost of Sales (-)	-14.036	-16.060	-18.410	-20.003	-21.283
GROSS PROFIT	4.390	4.882	4.311	4.514	4.853
OPEX	-1.674	-2.209	-2.273	-2.223	-2.365
NET OPERATING PROFIT	2.716	2.673	2.038	2.292	2.488
OPERATING PROFIT BEFORE	2.779	2.859	2.413	2.424	2.488
EBITDA (THY)	4.947	5.525	5.116	5.249	5.618
EBITDAR (THY)	5.376	6.077	5.767	5.928	6.332
Net Profit	473	3.233	3.642	3.224	3.217
Margins					
Net Operating	14,7%	12,8%	9,0%	9,3%	9,5%
EBITDA (THY)	26,8%	26,4%	22,5%	21,4%	21,5%
EBITDAR (THY)	29,2%	29,0%	25,4%	24,2%	24,2%

ÇEKİNCE:

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. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.