

## Türk Hava Yolları (THYAO TI)

## Güçlü maliyet kesintileri – Yeni önerimiz “AL”

AL (önceki Tut)

Kapanış Fiyatı (TL)	15,58	Hedef Fiyatı (TL)	19,20				
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	21.500 / 2.226	12A Nominal / Göreceli Getiri (%)	64 / 18				
Halka Açıklık Oranı	50	3a Ort. Günlük İşlem Hacı (TL mn)	1065,6				
UFRS - USD milyon	3Ç21	3Ç20	Yıllık Δ	2Ç21	Çeyreklik Δ	YKYt	Piyasa Beklentisi
Net Satışlar	3.405	1.528	122,8%	2.176	56,5%	3.452	3.420
VAFÖK	1.285	520	147,1%	579	121,9%	1.005	1.039
Net Kar	735	-132	n.m.	-62	n.m.	426	457
VAFÖK Marjı	37,7%	34,0%	3,7 pp	26,6%	11,1 pp	29,1%	30,4%

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP

## 3Ç21 Sonuçları

- Beklentilerin üzerinde karlılık.** Türk Hava Yolları, 3Ç21 UFRS finansallarında, 735 milyon USD net kar açıkladı. Piyasa beklentisi 457 milyon USD, bizim beklentimiz ise şirketin 426 milyon USD kar açıklayacağı yönündeydi. Şirketin 3Ç21 cirosu beklentilerimize paralel gelirken, birim giderlerdeki sert düşüş, iştiraklerin yükselen katkısı ve kur farkı gelirleri sayesinde VAFÖK ve net kar hem bizim hem piyasa tahminlerinin ciddi üzerinde geldi. Sonuçlara piyasa tepkisinin olumlu olmasını bekliyoruz.
- Büyüyen kargo operasyonları.** THY, 3Ç21'de Kovid öncesine göre %32 daha az uluslararası yolcu taşıdı ve yolcu gelirlerinde de benzer düzeyde daralma yaşadı. Bununla birlikte, konsolide gelirleri, iki kattan fazla artan ve çeyrek bazda cironun yaklaşık %28'ini oluşturan kargo gelirleri sayesinde aynı dönemde sadece %15 düştü. Şirket, Kovid kısıtlamaları nedeniyle küresel düzeyde yaşanan kapasite kıtlığı sonrası artan birim kargo fiyatları sayesinde, kargo hacimlerinin %22 arttığı bir çeyrekte, kargo gelirlerini %132 arttırdı.
- Birim giderlerde sert düşüş.** THY'nin yakıt hariç nakit birim giderleri, rekor düzeyde düşük uçak kullanımına rağmen Kovid öncesi seviyelere göre %35 azalarak ve yakın tarihteki en düşük seviyeye geriledi. Kapasitenin gerilediği dönemde çelişki gibi gözükken bu durum, büyük ölçüde personel giderlerinin maaş kesintileri sonrası sert bir şekilde azalması, toplam iş gücünde gözlemlenen gerileme ve ikram hizmet giderlerinin düşmesiyle sağlandı. Şirket Yönetiminin maliyet düşürme önlemlerinin zayıf TL'nin katkısıyla VAFÖK'e güçlü yansımaları zaten bekliyorduk, ancak sonuçlar beklentilerimizden çok daha iyi geldi.
- Güçlü USD'nin katkısı.** THY, 3Ç21'de USD'nin EUR karşısında güçlenmesi sayesinde 265mn USD net kur farkı geliri elde etti, ki bu da net kardaki yıllık nominal toparlanmanın 1/3'ünü açıklıyor. THY, 9,7 milyar USD'si EUR bazında olmak üzere 10,1 milyar USD açık döviz pozisyon taşıyor. Hesaplarımıza göre THY'nin manşet net borcu, bir yıl önce 13,9 milyar USD, bir önceki çeyrek 12,6 milyar USD iken, Eylül sonu 11,8 milyar USD'ye geriledi. Operasyonlardan elde edilen nakit yanında, 584 milyon dolar tutarında iade alınan uçak depozito ödemeleride bu gerilemede rol oynadı. THY'nin net borcu, yıllıklandırılmış VAFÖK'ünün 3,7 katı, öz kaynaklarının ise 1,8 katıdır..

## Genel Değerlendirme

- Hedef fiyat ve önerimizi yükseltiyoruz.** THY'nin 3ç21 finansallarını, maliyet tarafında sağlanan indirimlerin, ki ilk tahminlerimizden çok daha iyi bir seviyededir, sürdürülebilirliğini göstermesi açısından olumlu karşılıyoruz. Şirket, personel ücretlerinde 2020 yılında yaptığı kesintiler sonrası Temmuz 2021'de %10, çok yakın zamanda da %25'lik bir düzeltme yapsa da, USD bazında Covid öncesi seviyelere göre halen en az yaklaşık %20-25 daha düşük birim personel giderine sahip. Bu nedenle, kısmen jet yakıtı fiyatlarının artması ve bazı maliyet kalemlerindeki normalleşme nedeniyle şirketin birim maliyetlerinin artmasını beklesek de, önceki varsayımlarımızdan daha düşük bir beklentiye sahibiz..Kargo tarafındaki Güçlü seyir de, yolcu cephesindeki zayıflığa ilişkin endişelerimizi hafifletiyor. Son olarak, 2022 yıl sonu daha az uçak öngördüğümüzden, borçluluk tahminimiz de azaldı. Buna göre, hedef fiyatımızı 19.2TL'ye, (önceki 16TL), önerimizi de 'AL'a yükseltiyoruz (önceki TUT).

## THYAO TI - Türk Hava Yolları - Açıklanan Finansallar (UFRS; US\$mn)

Gelir Tablosu	3Ç21	3Ç20	Y/Y Δ	9A21	9A20	Y/Y Δ	2Ç21	Q/Q Δ
<b>Net Satışlar</b>	<b>3.405</b>	<b>1.528</b>	<b>123%</b>	<b>7.377</b>	<b>4.962</b>	<b>49%</b>	<b>2.176</b>	<b>56%</b>
Satışların Maliyeti	-2.414	-1.399	73%	-5.864	-4.873	20%	-1.826	32%
<b>BRÜT KAR (ZARAR)</b>	<b>991</b>	<b>129</b>	<b>n.m.</b>	<b>1.513</b>	<b>89</b>	<b>n.m.</b>	<b>350</b>	<b>183%</b>
Faaliyet Giderleri	-294	-188	56%	-792	-680	16%	-254	16%
<b>Operasyonel Kar</b>	<b>697</b>	<b>-59</b>	<b>n.m.</b>	<b>721</b>	<b>-591</b>	<b>n.m.</b>	<b>96</b>	<b>n.m.</b>
<b>VAFÖK</b>	<b>1.285</b>	<b>520</b>	<b>147%</b>	<b>2.273</b>	<b>875</b>	<b>160%</b>	<b>579</b>	<b>122%</b>
Net Diğer Gelirler	25	134	-81%	74	224	-67%	18	39%
Net Yatırım Gelirleri	54	30	80%	153	121	26%	54	0%
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. Kar / Zararlarındaki Paylar	74	-5	n.m.	48	-96	n.m.	-9	n.m.
Net Finansal Gelirler / Giderler	20	-348	n.m.	-185	-576	-68%	-248	n.m.
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri (Gideri)	-135	116	n.m.	-77	132	n.m.	27	n.m.
Durdurulan Faaliyetler Vergi Son. Dönem Karı (Zarar)	0	0	n.m.	0	0	n.m.	0	n.m.
Azınlık Payları	0	0	n.m.	0	0	n.m.	0	n.m.
<b>Net Kar</b>	<b>735</b>	<b>-132</b>	<b>n.m.</b>	<b>734</b>	<b>-786</b>	<b>n.m.</b>	<b>-62</b>	<b>n.m.</b>
<b>Marjlar</b>								
Brüt	29,1%	8,4%	20,7 pp	20,5%	1,8%	18,7 pp	16,1%	13,0 pp
<b>VAFÖK</b>	<b>37,7%</b>	<b>34,0%</b>	<b>3,7 pp</b>	<b>30,8%</b>	<b>17,6%</b>	<b>13,2 pp</b>	<b>26,6%</b>	<b>11,1 pp</b>
Operasyonel	20,5%	-3,9%	24,3 pp	9,8%	-11,9%	21,7 pp	4,4%	16,1 pp
Efektif Vergi Oranı	18,2%	n.m.	n.m.	12,6%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
<b>Net</b>	<b>21,6%</b>	<b>-8,6%</b>	<b>30,2 pp</b>	<b>9,9%</b>	<b>-15,8%</b>	<b>25,8 pp</b>	<b>-2,8%</b>	<b>24,4 pp</b>
<b>Bilanço</b>	<b>Eyl.21</b>	<b>Ara.20</b>	<b>Δ</b>					
Nakit ve Benzerleri	2.995	1.829	64%					
Finansal Borçlar (*)	16.317	16.701	-2%					
<b>Net Borç</b>	<b>13.322</b>	<b>14.872</b>	<b>-10%</b>					
Ticari Alacaklar	918	619	48%					
Stoklar	268	305	-12%					
Ticari Borçlar	844	861	-2%					
Duran Varlıklar	21.810	21.352	2%					
Uzun Vadeli Yükümlülükler	13.567	13.693	-1%					
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>27.160</b>	<b>25.530</b>	<b>6%</b>					
<b>Özkaynaklar (Ana Ortaklığa Ait)</b>	<b>6.527</b>	<b>5.382</b>	<b>21%</b>					
<b>Nakit Akım Tablosu</b>	<b>Ocak-Eyl21</b>	<b>Ocak-Eyl20</b>	<b>Δ</b>					
Serbest Nakit Akım	2.257	-319	n.m.					
İşletme Faaliyetlerinden Kaynaklanan Net Nakit	2.434	-57	n.m.					
Yatırım Faaliyetlerinden Kaynaklanan Net Nakit	-177	-262	-32%					
<b>Finansal Rasyolar</b>	<b>Eyl.21</b>	<b>Ara.20</b>	<b>Δ</b>					
Borç / Özkaynak	250,0%	310,3%	-60,3 pp					
Alacak Gün Sayısı	34	34	0					
Stok Gün Sayısı	12	18	-5					
Ticari Borç Gün Sayısı	39	50	-11					
Net İşletme Sermayesi Gün Sayısı	7	2	6					

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP (\*): THY metodolojisine göre

**Tahminlerimizde Değişiklikler**

Operasyonel Veri	2019	2020	2021		2022	
			Yeni	Eski	Yeni	Eski
Uçak Sayısı	350	363	370	377	392	400
Koltuk Sayısı	69.023	72.325	74.202	75.279	79.014	80.395
Yolcu Sayısı	74,3	28,0	45,3	42,1	64,3	64,3
ASK (bn)	187.713	74.962	129.607	120.439	181.799	180.730
RPK (bn)	153.203	53.250	88.257	82.929	133.196	132.594
Doluluk Oranı	81,6%	71,0%	68,1%	68,9%	73,3%	73,4%
<b>Finansallar</b>						
Toplam Gelirler	13.229	6.734	10.530	9.482	13.507	12.867
Toplam Giderler	12.644	7.264	9.399	9.245	12.842	12.370
Net Faaliyet Karı	585	-530	1.131	236	665	498
VAFÖK (YKY)	2.106	1.129	2.851	1.946	2.455	2.288
Net Kar	788	-836	963	103	449	284
<b>Marjlar</b>						
Net Faaliyet Karı	4%	-8%	11%	2%	5%	4%
VAFÖK	16%	17%	27%	21%	18%	18%
Net	6%	-12%	9%	1%	3%	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.