

Geleceğin Kanatları

Türk Hava Yolları (THYAO TI) için hisse başına 473,60 TL, Pegasus (PGSUS TI) için 369,90 TL hedef fiyat hesaplıyoruz ve her iki hisseyi endeks üzeri getiri önerisiyle araştırma kapsamımıza alıyoruz.

Global Havacılık Sektörü: Global havacılık sektörü, COVID-19 pandemisi sonrası toparlanma sürecine devam ederek yolcu ve yük taşımacılığında önemli ilerleme kaydetti. Artan seyahat ihtiyacı ve hafifleyen kısıtlamalar, sektörün büyümesini hızlandırırken havayolları şirketleri operasyonel verimliliklerini artırmaya yönelik önemli adımlar attı. Global olarak, 2024 ve 2025 yıllarında da tam toparlanma sürecinin devamı bekleniyor. Bu toparlanma sürecinin, sektörün uzun vadeli büyüme potansiyelini olumlu etkileyeceğini düşünüyoruz.

Yerel Havacılık Sektörü: Türkiye’de havacılık sektörü hızlı bir büyüme göstermekte olup THYAO ve PGSUS pandemi öncesi seviyelere global rakiplerine kıyasla daha hızlı ulaşmaları ile öne çıktı. İki şirket de finansal performanslarını istikrarlı bir şekilde sürdürürken, yerel havacılık sektörü de 2023 yılında güçlü bir toparlanma gösterdi ve yolcu sayısında önemli bir artış yaşandı. Özellikle iç hat uçuşlarında büyük bir talep artışı gözlemlendi. Ayrıca güçlü seyreden turist verileri de Türk havacılık sektörünün turizm potansiyelini desteklerken, Türkiye’nin stratejik konumu avantaj sağlamaya devam ediyor.

THYAO: Yüksek operasyonel kapasite ve güçlü uçuş ağı ile dikkat çeken Türk Hava Yolları, geniş filosu ve global ölçekteki operasyonları ile de güçlü bir pazar konumuna sahip. Şirketin taşınan kargo ton kilometre bakımından dünyada ilk üç hava kargo taşıyıcısından biri olması hisseyi cazip kılıyor.

PGSUS: Düşük maliyetli iş modeli ve güçlü operasyonel verimlilik ile öne çıkan Pegasus, özellikle düşük maliyetli hava taşımacılığı segmentinde güçlü bir pazar konumuna sahip. Genç filo yapısı ve yakıt tasarrufu sağlayan uçakların filoya eklenmesi şirketi daha da cazip kılıyor.

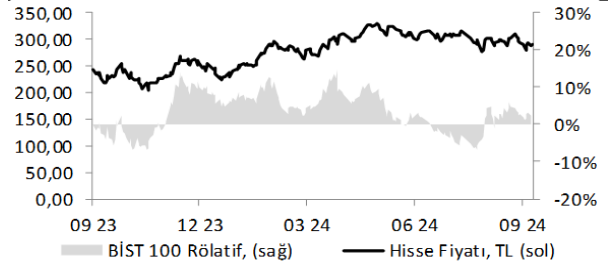
Riskler: Makroekonomik riskler, döviz kuru riski, yakıt fiyatları riski, rekabet riski ve havacılık regülasyonları sektördeki riskler olarak göz önüne çıkıyor. Ancak şirketler hedge imkanlarını kullanarak riskleri kısmen kontrol altına alıyor. Özellikle Pegasus, low-cost carrier modelini benimsediği için düşük birim giderlere sahip, dolayısıyla şirketin zorluklara karşı daha dirençli olduğu söylenebilir.

Havacılık Sektörü

63% Getiri Potansiyeli

Öneri, Hedef Fiyat ve Kotasyon Detayları

Bloomberg Ticker	THYAO TI
Öneri	Endeks Üzeri Getiri
Hisse Başına Fiyat, TL	290,50
Hisse Başına Hedef Fiyat, TL	473,60
Getiri Potansiyeli	63%
Fiili Dolaşım Oranı	50,33%
Piyasa değeri, milyon TL	400.890
Piyasa değeri, milyon ABD doları	11.829
BIST-100 Endeks Ağırlığı	7,33%
BIST Tüm Endeks Ağırlığı	5,51%
Yabancı Yatırımcı Oranı	24,85%
Emeklilik Fonları Oranı	7,72%
Yatırım Fonları Oranı	5,16%



Kaynak: BİST, Finnet

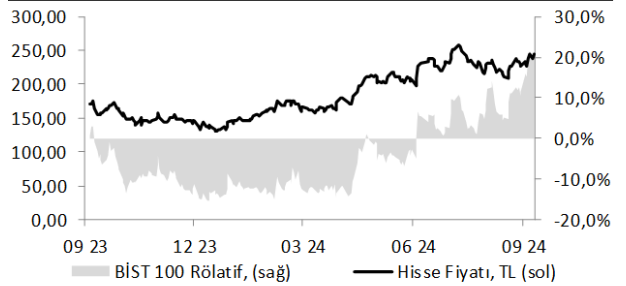
	1a	3a	6a	1y
Nominal	-2,2%	-6,4%	8,2%	27,9%
Rölatif	0,8%	3,3%	-3,3%	4,4%
İşlem Hacmi milyon \$	228,2	254,7	299,8	313,1

Kaynak: BİST, Finnet

52% Getiri Potansiyeli

Öneri, Hedef Fiyat ve Kotasyon Detayları

Bloomberg Ticker	PGSUS TI
Öneri	Endeks Üzeri Getiri
Hisse Başına Fiyat, TL	244,00
Hisse Başına Hedef Fiyat, TL	369,90
Getiri Potansiyeli	52%
Fiili Dolaşım Oranı	42,44%
Piyasa değeri, milyon TL	122.000
Piyasa değeri, milyon ABD doları	3.237
BIST-100 Endeks Ağırlığı	1,88%
BIST Tüm Endeks Ağırlığı	1,42%
Yabancı Yatırımcı Oranı	23,33%
Emeklilik Fonları Oranı	16,75%
Yatırım Fonları Oranı	10,15%



Kaynak: BİST, Finnet

	1a	3a	6a	1y
Nominal	10,2%	3,0%	53,9%	48,5%
Rölatif	13,5%	13,7%	37,5%	21,2%
İşlem Hacmi milyon \$	48,2	53,3	63,4	61,4

Kaynak: BİST, Finnet

Roni ÇİLBİYİK

roni.cilbiyik@phillipcapital.com.tr

Banu Dirim

banu.dirim@phillipcapital.com.tr

Global Havacılık Sektörüne Kısa Bir Bakış

Küresel havacılık sektörü için geçtiğimiz yıl önemli dönüşümlerin yaşandığı bir dönem oldu. COVID-19 pandemisinin ardından toparlanma sürecine giren havacılık sektöründe yolcu ve kargo trafiğinde kayda değer artışlar gözlemlendi. Artan seyahat talepleri, hava yolu şirketlerinin operasyonel kapasitelerini artırmasına ve yeni rota açılımlarına gitmesine neden oldu. Pandemi sonrası seyahat kısıtlamalarının hafifletilmesiyle birlikte, 2023 yılında yolcu sayısında güçlü bir toparlanma yaşandı. Özellikle uluslararası seyahatlerdeki artış, sektörün büyümesinde önemli bir rol oynadı. IATA (Uluslararası Hava Taşımacılığı Birliği) verilerine göre, 2023 yılında küresel yolcu trafiği pandemi öncesi seviyelere yakın bir noktaya ulaştı. Özellikle Asya-Pasifik bölgesi ve Avrupa'da yoğunlaşan talep artışı, bölgesel hava yollarının gelirlerinde belirgin bir iyileşme sağladı. 2024 yılı başlarken, çeşitli ekonomik ve jeopolitik zorluklara rağmen sektörün büyüme ivmesi devam etti.

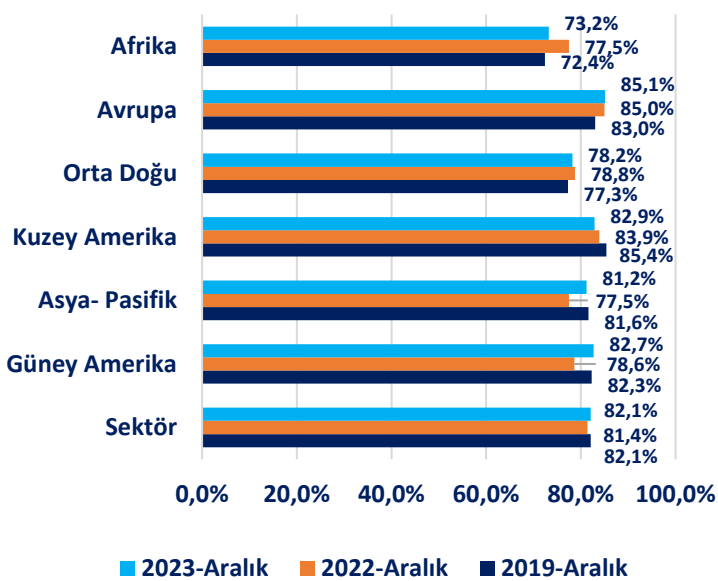
- IATA'nın verilerine göre; 2023 yılında toplam yolcu trafiği RPK (Ücretli Yolcu Kilometre) 2022 yılına göre %36,9 arttı.
- 2023 yılının tamamında, küresel yolcu trafiği 2019 seviyelerinin %94,1'ine ulaştı.

2023 yılında sektörün yeniden büyümesini şekillendiren en önemli gelişmelerden biri Çin'in COVID-19 pandemisi nedeniyle aldığı kısıtlayıcı tedbirlerin ardından sınırlarını yeniden açması oldu. Seyahat kısıtlamalarının kaldırılması ile birlikte Çin'in iç hat yolcu sayıları 2019 seviyelerinin üzerine çıktı.

Birleşmiş Milletler Dünya Turizm Örgütü (UNWTO) verilerine göre, 2023 yılında uluslararası turist sayısı %30 artarak 1,3 milyar kişiye ulaştı. Bu artış, havacılık sektörüne de önemli bir katkı sağladı. BM Dünya Turizm Örgütü'nün yaptığı açıklamalarda küresel turizmin 2024 yılında pandemi etkisinden tamamen kurtulacağı ve uluslararası turist varışlarının 2019 yılına kıyasla %2 daha fazla olacağı öngörüsü belirtildi.

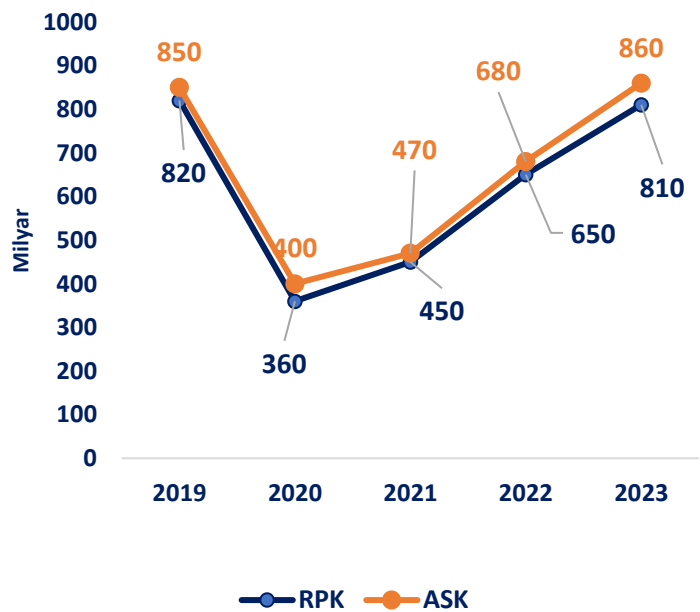
2023 yılı itibarıyla elde edilen veriler ile küresel havacılık sektörünün pandemi sonrası toparlanma sürecinin devam ettiğini ve gelecekte de büyüme potansiyeline sahip olduğunu görüyoruz. Yolcu trafiğinin ve gelirlerin artmaya devam etmesi, sektörün sağlıklı ve sürdürülebilir bir şekilde büyümesine olanak tanıyabilir. Bu veriler ışığında, havacılık sektörünün küresel ekonomiye olan katkısının artarak devam edeceğini ve sektörün, gelecekte karşılaşılabileceği zorluklara rağmen, olumlu bir ivme yakaladığını değerlendiriyoruz.

Bölgelere Göre Yolcu Doluluk Oranları %



Kaynak: IATA

Global AKK ve RPK Değerleri



Kaynak: IATA

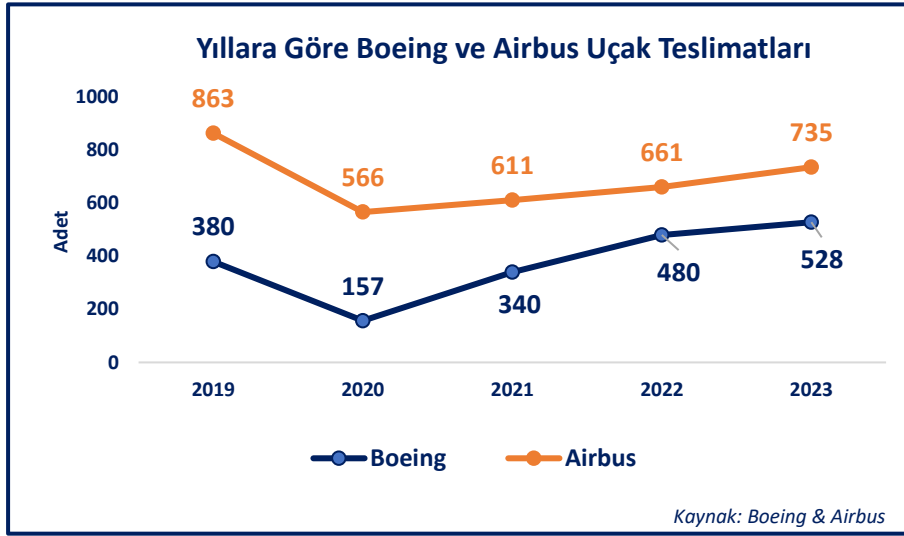
2023'te Öne Çıkan Gelişmeler

2023 yılında yolcu başına gelirlerin seyri yeniden normale döndü...

Bölgesel bir değerlendirme yapacak olursak Asya- Pasifik bölgesi, COVID-19 sebebiyle diğer trafik bölgelerinin gerisinde kalmıştı. Ancak Omicron varyantıyla ilgili endişelerin azalmasıyla Mart 2022'den itibaren önemli ilerlemeler kaydedildi. Yine de Çin ve Japonya'nın yavaş bir şekilde normalleşmesi nedeniyle yolcu başına gelirler diğer bölgelere göre yavaş büyüdü. Kuzey ve Güney Amerika bölgesini kapsayan rotalar uluslararası yolcu başına gelirlerin toparlanmasına öncülük etti. Ukrayna'daki gerilim, hava sahası kapatmaları ve trafik yönlendirmeleri nedeniyle uluslararası operasyonları etkilemeye devam etti. Rusya hava sahasının kapatılması, neredeyse 40 ülkeden havayolu şirketlerini etkiledi ve en çok etkilenen pazarlar Avrupa-Asya ve Asya-Kuzey Amerika oldu. Hava sahası kapatmaları, uçuşların yeniden yönlendirilmesi veya iptal edilmesini gerektirdiği için yolcu başına gelirler üzerinde doğrudan bir etkiye sahip oldu.

Airbus ve Boeing teslimatları halen zayıf seyrediyor...

2023 yılında; Airbus'ta teslim sayılarının 2019'un altında kalsa da Boeing'de 2019 yılının aşıldığını görüyoruz. Bu teslimatlar, filoların yenilenmesine ve genişlemesine katkıda bulunarak sürdürülebilir yakıt tüketimine sahip modellerin ön planda olmasına da olanak sağlayabilir.



2024 | Global Havacılık Sektörüne Bakış

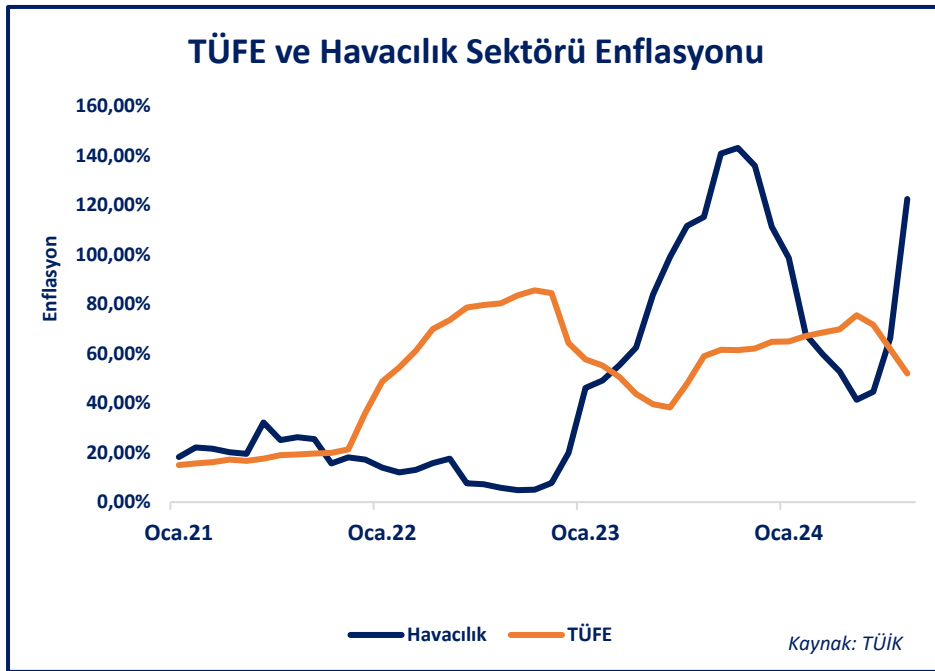
2024 yılının ilk yarısı, küresel havacılık sektörü için toparlanma eğiliminin sürdüğü bir yıl oldu...

Pandemi sonrası toparlanma sürecine giren sektör, çeşitli ekonomik ve jeopolitik faktörlerin etkisiyle yeniden şekilleniyor. Yüksek enflasyon oranları, döviz kuru dalgalanmaları ve akaryakıt fiyatlarındaki artış gibi makroekonomik gelişmeler, sektör üzerinde belirleyici etkiler yaratmaya devam ediyor. Uluslararası Hava Taşımacılığı Birliği (IATA) verilerine göre, küresel yolcu talebi 2023 yılının aynı dönemine kıyasla 2024'ün ilk çeyreğinde %21,5 arttı. Bu dönemde kapasite de %18,7 oranında artış gösterdi ve doluluk oranı %80,6 seviyesine ulaştı. Bu güçlü performans, hem iç hatlarda (%15 artış) hem de dış hatlarda (%26,3 artış) kendini gösterdi.

Türkiye özelinde ise, Türk Hava Yolları (THYAO TI) ve Pegasus Hava Yolları (PGSUS TI) gibi oyuncular, pazar paylarını koruma ve genişletme stratejileri çerçevesinde önemli adımlar atmaya 2024 yılında da devam etti. 2024'ün ilk yarısında Pegasus Toplam AKK'sini (arz edilen koltuk) %19 artırmayı başarırken, Türk Hava Yolları toplam AKK'sini %10,2 oranında artırdı.

Yüksek enflasyon sektörde kârlılığını baskılıyor...

Enflasyonun yüksek seviyelerde seyretmesi, havacılık sektörü için operasyonel maliyetleri artırıcı bir etken oldu. Yılın ilk yarısında yakıt fiyatlarındaki artışlar, sektördeki maliyet baskılarını artırdı ve bu durum, şirketlerin karlılıklarını olumsuz yönde etkiledi. Türkiye'de de benzer şekilde, yüksek enflasyon oranları ve döviz kurlarındaki dalgalanmalar, havayolu şirketlerinin maliyetlerini yönetmelerini zorlaştırdı. Küresel bazda yüksek faiz oranları, borçlanma maliyetlerini artırarak şirketlerin yatırım kapasitelerini sınırladı. Ancak Avrupa bölgesinde faiz indirimi döngüsünün Haziran ayı itibarıyla başlaması ve Fed'in bu hafta içerisinde faiz indirim döngüsüne gireceği beklentisi ile birlikte global pazardaki olası canlanmanın sektör açısından olumlu olacağını düşünüyoruz.



Kargo | Global Kargo Uçuşları ve Gelişmeler

2021'deki dikkat çekici performansın ardından, hava kargo sektörü 2022'de birçok ekonomik ve jeopolitik zorlukla karşılaştı. Enflasyon, Rusya-Ukrayna savaşı, Çin'in sıfır-Covid politikası ve tedarik zinciri aksaklıkları, talep daralmasındaki ana nedenler olarak karşımıza çıktı. Bu zorlukların birçoğu 2023 yılına da taşındı. Ancak deniz trafiğinin sekteye uğraması hava trafiğini destekledi. Artan ticaret kısıtlayıcı önlemlerle birlikte, sektör genelinde Kargo Ton Kilometreleri (CTK) 2023'te yıllık bazda %1,9 azaldı. 2023 yılına, 2020 baharından beri en düşük seviyede başlayan hava kargo trafiği, Ağustos 2023'te pozitif ve artan yıllık büyüme gösterdi. Mart 2024'te, global CTK'lar Mart 2023'e kıyasla %10,3 oranında büyüdü.

2024 yılının başından itibaren, küresel havacılık sektörü, pandeminin getirdiği kısıtlamaların kaldırılması ve seyahat talebindeki artışla birlikte bir toparlanma sürecine girdi. Toparlanma sürecine giren sektörde özellikle uluslararası ve iç hat yolcu sayılarında da kayda değer artışlar gözlemlendi. Yolcu sayılarındaki artışlar havayolu şirketlerinin operasyonel performanslarını da iyileştirdi. Ancak yine de hatırlatmak isteriz ki, mevcut toparlanma sürecinde tedarik zinciri aksaklıkları, lojistik sorunlar ve personel eksiklikleri gibi zorluklar halen kısmen de olsa devam ediyor.

2024 1. yarı yıl küresel kargo uçuşları verileri...

Küresel Kargo Ton-Kilometre (CTK), Haziran ayında yıllık bazda %14,1'lik bir büyüme gösterdi. Mevsimsellikten arındırılmış verilere göre, CTK geçen aya kıyasla %0,9 oranında arttı.

Uluslararası hava kargo hacimleri, Haziran 2023'e kıyasla %15,6 oranında yükseldi ve bu artış tüm bölgeler ve ana ticaret yolları tarafından desteklendi. Asya Pasifik ve Latin Amerika'dan taşıyıcılar en yüksek yıllık büyümeyi kaydetti ve Afrika-Asya ve Orta Doğu-Avrupa rotalarındaki talep yıllık bazda %30'un üzerinde arttı.

Sektör genelinde Mevcut Kargo Ton-Kilometre (ACTK), Haziran ayında yıllık %8,8'lik bir artış sergileyerek yılbaşından bugüne kadar olan kapasite seviyelerinde rekor seviyelere ulaştı.

Küresel üretim ve ticaret rakamları, mevcut en son verilere göre yaklaşık olarak sabit kaldı. Satın alma yöneticileri, yeni ihracat siparişlerine ilişkin kötüleşen beklentilere rağmen üretim çıktısı konusunda iyimserliklerini sürdürdüler.

Türkiye'deki Turizm Sektörünün Havacılık Sektörüne Etkileri Nelerdir?

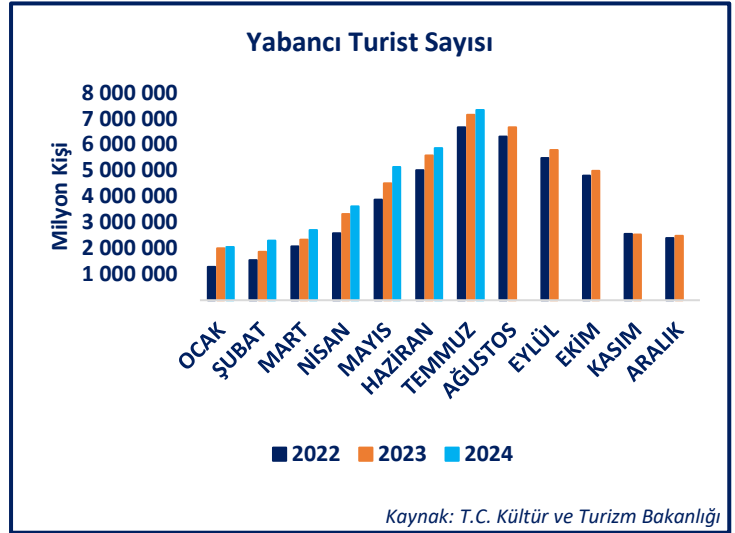
Türkiye Turizm Sektörü

Pandeminin etkileri 2020 yılında turist girişlerinde büyük bir düşüşe neden olsa da, Türkiye turizm sektörü 2021 yılının 2. yarısından itibaren hızlı bir toparlanma süreci yaşamış ve 2023 yılında rekor düzeylere ulaşmıştır. 2024 yılında da bu büyüme trendinin devam etmesi beklenmektedir.

Son açıklanan verilere bakacak olursak T.C. Kültür ve Turizm Bakanlığı verilerine göre Türkiye'yi ziyaret eden yabancı sayısında Temmuz ayında geçen yılın aynı ayına göre %2,60 oranında artış kaydedildi. Türkiye'de 2024 yılının ilk 7 ayında ise toplamda 28.978.471 ziyaretçi kaydedilerek geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %8,27 artış kaydedildi. Açıklanan veriler doğrultusunda ilk 7 aydaki performans ve mevsimsel etkiler dikkate alındığında Türkiye'de yıl sonuna kadar toplam ziyaretçi sayısının %22-%32 civarı bir artışla 60-65 milyon arasında olacağını öngörüyoruz. Türkiye'nin, 2024'te en çok tercih edilen turistik destinasyonlardan biri olmaya devam edecek olması bu tahminimizi destekleyen en büyük sebeplerden biri. Türkiye'nin çeşitlendirilmiş turizm modeli, rekabet gücü düşük bir para birimi endişelerine rağmen bu yıl turist varışları için olumlu bir görünüm sunmaya devam ediyor.

Mevcut turizm verilerinin Türk havacılık sektörü üzerindeki etkilerine kısaca değinecek olursak;

- i) Coğrafya: Türkiye, Asya-Avrupa'nın ortasında avantajlı bir coğrafi konuma sahip. Cazip bir turizm destinasyonu olmanın yanı sıra, doğal olarak Türk hava sahasından geçen milyonlarca yolcu için aynı zamanda bir bağlantı noktasıyız. Avrupa'da Rusya'dan gelen uçuşları yasaklamayan tek ülke olan Türkiye, Rus yolcular için bir transit merkez olarak konumlandı ve bu da 2023'te Rus yolcular için Türkiye en büyük pazar haline geldi. Yurtdışında yaşayan yaklaşık 6,5 milyon Türk vatandaşının olması da sürekli bir seyahat etkinliği yaratmakta ve sektörü desteklemektedir.
- ii) Güçlü ve gelişen altyapı: Beklenen yabancı seyahat akınından yararlanmak için ülke, gelen trafiği desteklemek amacıyla havacılık altyapısını geliştiriyor. Son yirmi yılda, Türk hükümeti havacılık altyapısını genişletmek ve iyileştirmek için milyarlarca dolar yatırım yaptı. Bu yatırımlar ile 2022'de 26 olan havaalanı sayısının 2023'te 53'e çıktığını gördük.



Jet Yakıtları

Jet yakıtı fiyatları, havacılık sektörünün en önemli maliyet kalemlerinden biri olarak karşımıza çıkıyor. Yüksek yakıt maliyetleri, havayolu şirketlerinin operasyonel maliyetlerini, fiyatlandırma stratejilerini ve genel performanslarını doğrudan etkileyerek yolcu talebini yakından etkileyebiliyor. **2024 ilk yarı itibariyle yakıt giderlerinin toplam giderler içindeki payı Türk Hava Yolları'nda %31,4, Pegasus'ta %36,25 düzeyinde oluğu.**

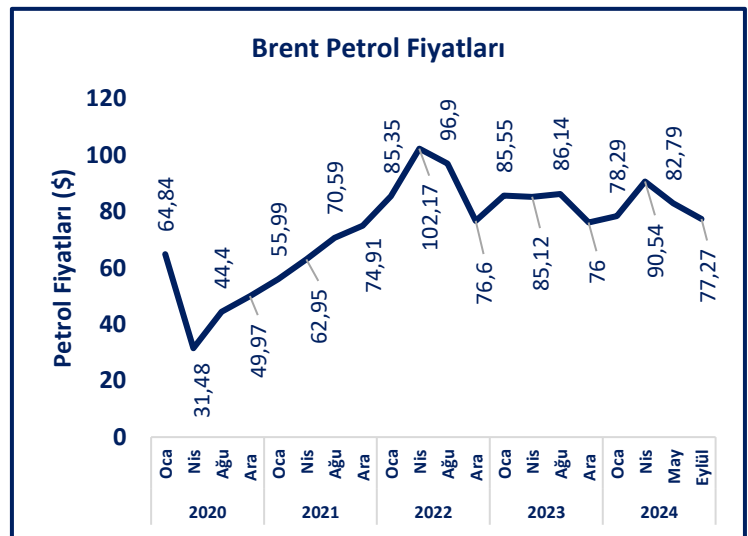
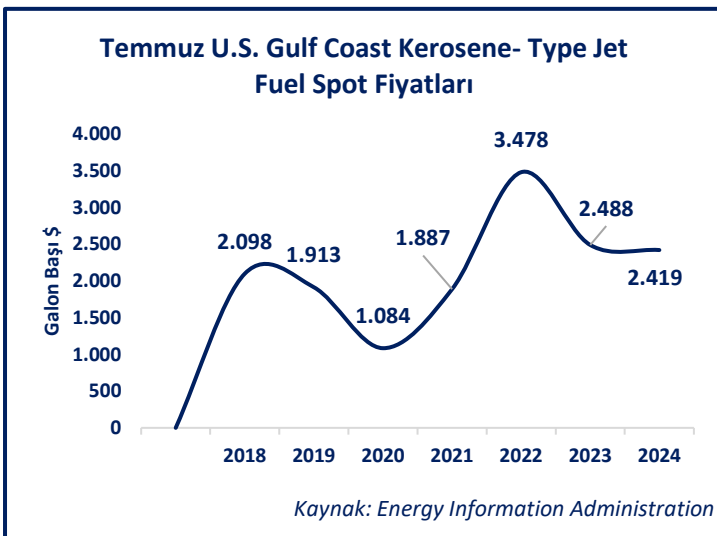
Petrol Fiyatlarının Seyri

Hatırlatacak olursak, Şubat 2022 döneminde başlayan Rusya- Ukrayna savaşı sonrasında petrol fiyatlarında 91\$'dan 115\$ seviyelerine doğru sert yükselişlerin meydana geldiğini görmüştük.

Savaş durumuna ek olarak bu dönemde OPEC+ ülkelerinin üretim kesintileri ve üretim kotalarına bağlılıkları, küresel arzın daralmasına neden oldu. Bu nedenden dolayı 2024 yılında Brent petrol fiyatlarının yüksek seviyelerde devam etmesi, havayolu şirketlerinin yakıt maliyetlerini artırdı. Bu durum, şirketlerin maliyet yönetimine ve verimlilik stratejilerine daha fazla önem vermesini gerektirdi. IATA'nın petrol fiyatları için 2024 yılı tahmini, fiyatların varil başına 85-90\$ arasında kalacağı yönünde. Ancak OPEC, artan talebi karşılamak için üretim hedeflerini yükseltir ise fiyatlarda düşüş meydana gelebilir. Uluslararası Enerji Ajansı (IEA), özellikle Çin'in zayıflayan ekonomisi nedeniyle küresel petrol talebi büyümesinin yavaşladığını vurguladı ve OPEC+'ın üretim kesintilerini sürdürmesi halinde bile 2024 yılında potansiyel bir arz fazlası öngördü. Son aylara baktığımızda petrolde görülen kayda değer geri çekilmelerin özellikle 3. ve 4. çeyreklerde şirketlere pozitif olarak yansiyebileceğini düşünüyoruz. Baz senaryomuzda petrol fiyatlarının 80-85\$ aralığında kalacağını varsayıyoruz. Ayrıca IATA, küresel GYSH büyümesinin yavaşlamasının da petrol fiyatlarını düşürebileceğini öngörüyor.

U.S. Gulf Coast Kerosene'nin Havacılık Sektörüne Etkisi

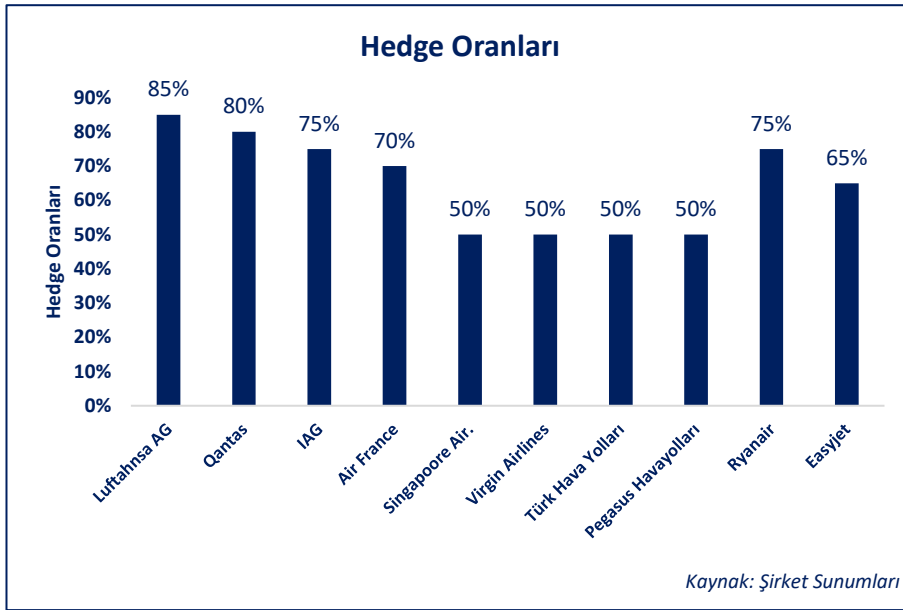
Brent petrol fiyatlarındaki değişiklikler, genellikle rafine ürünler olan jet yakıtı (kerosen) fiyatlarını da etkiler. Havacılıkta kullanılan jet yakıtının ana bileşenlerinden biri olan **Kerosen** Meksika Körfezi'nde üretilen bir yakıt türüdür. U.S. Gulf Coast kerosenin fiyatlarındaki değişiklikler, hem havayolu şirketlerinin operasyonel ve finansal kararlarını hem de genel havacılık sektörünün dinamiklerini önemli ölçüde etkiler. ABD'deki rafineri kapasiteleri, yerel tüketim seviyeleri ve mevsimsel talep değişiklikleri U.S. Gulf Coast kerosene fiyatlarını yakından etkileyebilmektedir.



Havayolları şirketleri petrol fiyatlarındaki artıştan etkilenmemek için neler yapıyor?

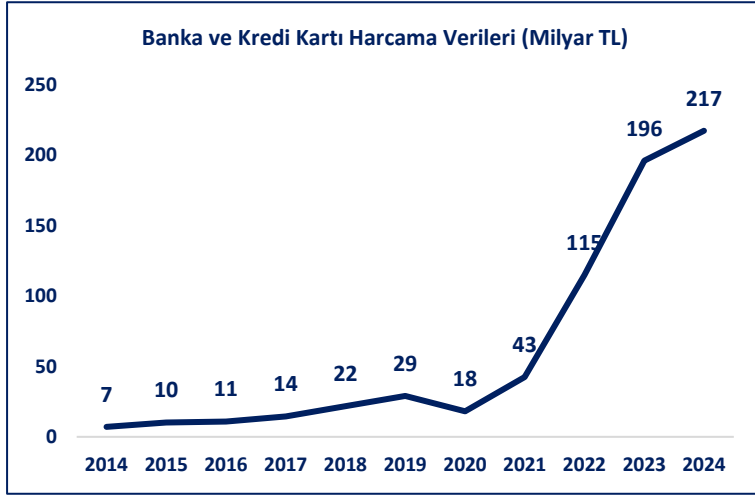
Havacılık sektöründe faaliyet gösteren havayolu şirketleri petrol fiyatlarındaki hareketlere karşı verdiği tepkiler oldukça önemlidir. Şirketler, yakıt ihtiyaçlarının belirledikleri bir kısmını **finansal hedge** ederek beklenmedik durumlara karşı koruma sağlamaktadır. Ayrıca filolara yeni nesil uçak olarak eklenen uçakların verimli olmaları yani diğer uçaklara karşı yakıt tasarrufu sağlayan modellerin toplam filo içerisindeki payın artması maliyetleri kontrol altında tutmaya yardımcı oluyor.

Türk Hava Yolları & Pegasus Havayolları ve Global Hava Şirketlerinin Hedge Oranları

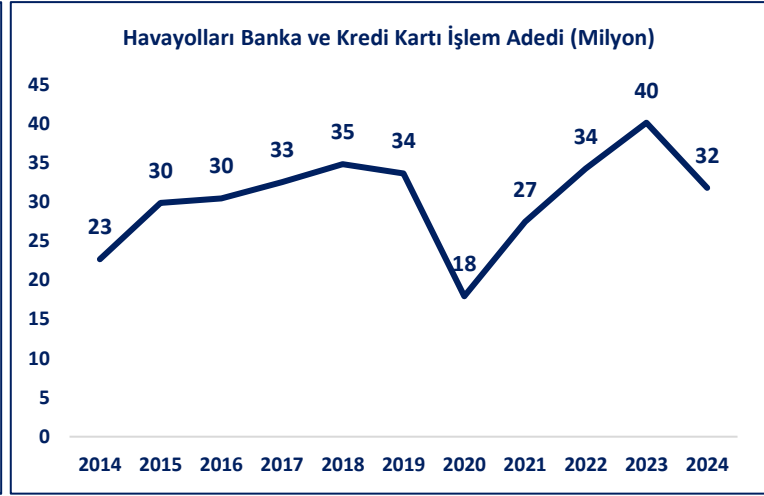


Global hava yolları şirketlerine kıyasla, Türk Hava Yolları ve Pegasus orta seviyede hedge oranlarıyla daha dengeli bir strateji izliyor. Dengeli hedge stratejisi, maliyet artışlarına karşı belirli bir koruma sağlarken, olumlu piyasa koşullarında (örneğin yakıt fiyatlarının düşmesi) şirketlerin daha esnek olmalarını sağlıyor.

Yurt İçi Havacılık Sektöründe Banka ve Kredi Kartı Harcamaları



*2024 yılı verileri Ocak-Ağustos dönemini kapsamaktadır.



*2024 yılı verileri Ocak-Ağustos dönemini kapsamaktadır.

Grafikte gördüğümüz üzere, 2020-2024 yılları arasında banka ve kredi kartı harcamalarının havayolu sektöründe önemli ölçüde arttığını söyleyebiliriz. Bu harcamalardaki artış hem talep hem de sektörün büyümesi açısından önemli ipuçları vermektedir. Sektör dinamikleri açısından yorumlayacak olursak, 2020 yılında Covid-19 nedeni ile ciddi bir darbe alan havacılık sektöründe gerçekleştirilen harcamaların da durağanlaştığını görüyoruz. Ancak, 2021 yılından itibaren hem yurt içi hem de yurt dışı seyahatlerin yeniden başlaması tüketici harcamalarının yeniden yükselmesine neden olmuştur.

Ayrıca havacılık sektöründe harcamaların artışında enflasyonun ve bilet fiyatlarındaki yükselişin de etkili olduğunu düşünüyoruz. Şöyle ki; Türkiye’de 2021 sonrası enflasyonun artması, bilet fiyatlarının yükselmesine neden oldu. Bankalar Arası Kart Merkezi (BKM) verilerine göre 2014 yılında ortalama 312 TL olan bilet fiyatları 2024 yılında 6.830 TL’ye kadar yükselmiştir. Bu artış %2088 oranında bir artışa tekabül etmektedir (2014-2024 bileşik TÜFE atışı %950 seviyelerindedir). Bilet fiyatlarındaki artışın TÜFE artışının üzerinde olması havacılık sektörü gelir büyümesi açısından destekleyici olmuştur.

Enflasyonun artması ile havayolları harcamalarının artmasının nedenleri arasında; zorunlu seyahatler, enflasyonist ortamda gelecekte fiyatların daha da yükseleceği beklentisi ve bazı rotalar (uluslararası seyahatler) için alternatiflerin sınırlı olması yani havayolları dışında bir ulaşım aracının olmaması durumlarının olduğunu düşünüyoruz.

Kısaca havacılık sektörüne yönelik harcamaların yıllar itibarıyla artmasını şirketler açısından olumlu olarak yorumlarken önümüzdeki yıllarda da havacılık harcamalarında söz konusu artış trendinin devam etmesini bekliyoruz.

Pegasus Havayolları

52% Getiri Potansiyeli

Pegasus'u Endeks Üzeri Getiri ve hisse başına 369,90 TL hedef fiyat ile araştırma kapsamımıza alıyoruz. Hisse 2025 yılı tahminlerimiz göre 5,3x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görüyor. Şirketi i) dünyadaki en kârlı low cost (düşük maliyetli) model havayollarından biri olması ii) yeni uçak alımları ile filosunu etkin bir şekilde kullanması iii) genç filo yapısı ve artan uçuş destinasyonları ile desteklenen büyüme görünümü nedeniyle temel olarak beğeniyoruz. Ayrıca Pegasus, merkez olarak kullandığı Sabiha Gökçen Havalimanı'nda yapılan yeni pist ile önümüzdeki yıllarda çift pist uçarak uçuş kapasitesini artıracaktır.

Pegasus, 53 ülkede 35 iç hat, 106 dış hat olmak üzere toplamda 141 destinasyonda uçuş hizmeti veriyor. Filo büyüklüğü 30 Haziran 2024 itibarıyla 108 uçak seviyesinde olan Pegasus aynı zamanda tüm havayolu şirketleri arasında en genç filolardan birine sahip. 2023 yılında TL bazında %65 ciro büyümesi ve %53'lük FAVÖK büyümesi gerçekleştirerek düşük kura rağmen enflasyonu karşılayacak bir performans göstermeyi başaran şirketin bu performansını orta vadede sürdürebileceğine inanıyoruz. Şirketin **2024** sonunda 973 milyon Euro, **2025** sonunda ise 1.084 milyar Euro FAVÖK elde etmesini öngörüyoruz. Mevsimselliğin oldukça etkili olduğu havacılık sektöründe, Ocak-Ağustos verilerine göre yolcu sayısını geçen yılın aynı dönemine kıyasla %19 artırmayı başarabilen şirketin yolcu sayısı verilerinin istikrarlı bir şekilde artmaya devam ettiğini ve pandemi öncesi dönemi yakalayan yolcu sayılarının büyümenin devam edeceğine işaret ettiğini düşünüyoruz. Pandemi sonrası dönemde Pegasus'un uluslararası hatlarda hızlı bir büyüme kaydetmesinin ardından, 2024 yılında yeni uçuş destinasyonları ve filoya katılacak yeni uçaklarla maliyet avantajı sağlamasını ve pazar ağını genişletmesini bekliyoruz. Şirket iç hatlarda, Sabiha Gökçen Havalimanı'nın kapasite artırımı ile 2023 yılına benzer bir büyüme trendi yakalanabilir. Sabiha Gökçen Havalimanında açılan ikinci pistin şimdilik sadece teorik olarak şirket kapasitesini artırdığını söylemek mümkün, fakat pratikte kapasitenin reel olarak iki katına çıkmasının yatırımların tamamlanması ile mümkün olacağını da hatırlatmak isteriz.

Katalistler, i) yeni açılan hatlar ile cironun büyümeye devam edecek olması, ii) hızlı ve çevik bir operasyon modelini benimsemeleri, iii) filo dağılımındaki kırılımın Airbus modeli nezdinde olması nedeniyle uçak bakımı metotlarının fazla değişmemesi.

Başlıca risk faktörleri, i) yakıt fiyatlarındaki dalgalanmalar, ii) regülasyon ve uyumluluk riskleri, iii) ekonomik dalgalanmalar iv) jeopolitik ve güvenlik riskleri v) Ajet'in düşük maliyetli havacılık modelini benimsemesi sebebiyle ilerleyen yıllarda rekabetin artması.

Öneri, Hedef Fiyat ve Kotasyon Detayları

Bloomberg Ticker	PGSUS TI
Öneri	Endeks Üzeri Getiri
Hisse Başına Fiyat, TL	244,00
Hisse Başına Hedef Fiyat, TL	369,90
Getiri Potansiyeli	52%
Fiili Dolanım Oranı	42,44%
Piyasa değeri, milyon TL	122.000
Piyasa değeri, milyon ABD doları	3.237
BIST-100 Endeks Ağırlığı	1,88%
BIST Tüm Endeks Ağırlığı	1,42%
Yabancı Yatırımcı Oranı	23,33%
Emeklilik Fonları Oranı	16,75%
Yatırım Fonları Oranı	10,15%

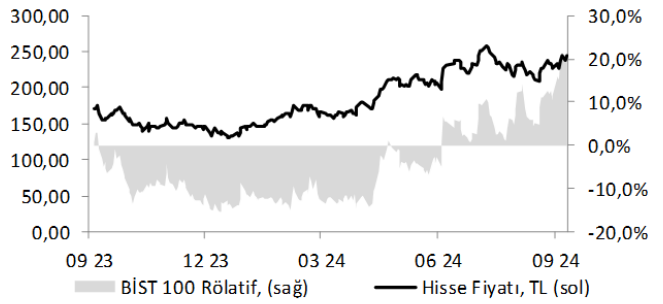
Kaynak: Matriks, PhillipCapital Araştırma
Fiyat ve piyasa değeri 17 Eylül itibarıyla

Finansallar, Milyon €	2023	2024T	2025T
Gelirler	2.670	3.210	3.555
Gelir Büyümesi	12%	17%	11%
Esas Faaliyet Karı	538	610	658
Esas Faaliyet Büyümesi	-2,93%	13,31%	7,85%
Esas Faaliyet Marjı	20,2%	19,0%	18,5%
FAVÖK	838	979	1.084
FAVÖK Marjı	31,4%	30,5%	30,5%
Net Kâr	790	453	412
Net Kâr Büyümesi	83%	-43%	-9%
Net Kâr Marjı	29,6%	14,1%	11,6%
Net Borç	2.597	2.523	2.771
F/K	3,2	7,1	7,9
FD/FAVÖK	7,0	5,8	5,3

Kaynak: Finnet, PhillipCapital Araştırma

	Hisse Sayısı (milyon)	Oran
Esas Holdng A.Ş.	283.284.475	56,66
Diğer	216.715.525	43,34
Toplam	500.000.000	

Kaynak: Şirket Verisi



Kaynak: BİST, Finnet

	1a	3a	6a	1y
Nominal	10,2%	3,0%	53,9%	48,5%
Rölatif	13,5%	13,7%	37,5%	21,2%
İşlem Hacmi milyon \$	48,2	53,3	63,4	61,4

Kaynak: BİST, Finnet

Roni ÇİLBİYİK

roni.cilbiyik@phillipcapital.com.tr

Banu Dirim

banu.dirim@phillipcapital.com.tr



Pegasus Filo Detayları

Pegasus, Türkiye’de en genç ve global düşük maliyetli havayolu şirketleri arasında ortalama **4,5 yıl** ile en genç filolardan birine sahip. Şirket toplamda 6 adet uçağa sahipken 83 adet uçak finansal kiralama, 19 adet uçak operasyonel kiralama yoluyla filoya dahil edilmiştir. **Haziran sonu itibariyle toplam filo büyüklüğü 108 uçak seviyesindedir.** Şirket, filosunu sürekli büyütürken kapasitesini artırma hedefindedir. Bu hedefleri doğrultusunda 2024 yılında, toplamda 16 yeni uçak almayı planlarken filoda bulunan mevcut uçaklarından 8 tanesini filodan çıkarmayı planlamaktadır. Böylelikle, koltuk kapasitesinde %11 civarında bir artış beklenmektedir.

Filo büyüklüğü 2024 yıl sonunda 118 uçak olarak planlanmaktadır.

42 adet A320 neo (hepsini teslim aldı) ve 108 adet A321 neo (45 adet teslim aldı) siparişi teslim planına göre devam ediyor. Mevcut siparişler şirketin büyümesini desteklemektedir.

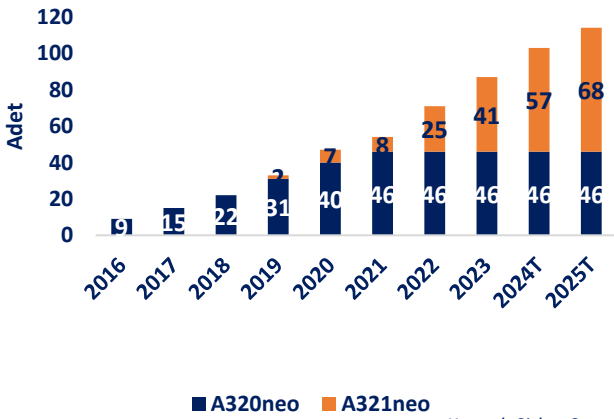
Yılın geri kalanında **11 adet** A321neo’nun teslim alınması, **1 adet B737-800** ’ün filodan çıkması öngörülmektedir.

Filonun ortalama koltuk sayısı 2021’deki 191’den 2029’da 228’e yükselecektir.

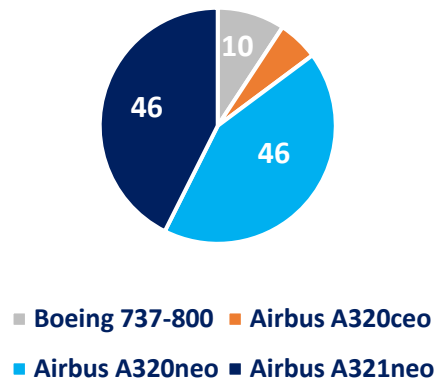
- Şirketin finansal kiralama yolu ile kiraladığı uçakların sayısının, operasyonel kiralama yoluyla kiraladığı uçak sayısından daha yüksek olmasının değerlendirmesini yapacak olursak; her ne kadar şirkete esneklik kaybı yaratıyor olsa da uzun vadede uçaklara sahip olmasından ve maliyet kontrolünün şirketin elinde olmasından dolayı olumlu olarak değerlendiriyoruz.
- Şirketin 98 adet Airbus uçağı bulunurken 10 adet Boeing uçağı bulunmaktadır. Airbus uçaklarının modelleri A320ceo, A320neo ve A321neo’dur. Neo uçakların filo içerisindeki artan payı yakıt tüketiminde şirkete istikrarlı bir biçimde verimlilik sağlamaktadır.

Yeni eklenen uçakların verimli olmaları ve özellikle de yakıt tüketimlerinin eski uçaklara nazaran daha düşük olması maliyetlerin kontrol altında kalmasını sağlıyor. Son zamanlarda jet yakıtlarında meydana gelen artış yeni gelen uçakların daha az yakıt kullanması neticesinde şirkete kıyaslamalı bir rekabet avantajı sağlıyor. Son zamanlarda motor problemlerinden negatif olarak etkilenen şirketlere kıyasla Pegasus’un bu durumdan farklı markalı uçak motorları kullanmasından dolayı etkilenmediğini söylemek mümkün. Şirketin uçak tedariki sürecine baktığımızda Airbus uçaklarının teslimatlarının sınırlı gecikmelerle gerçekleşmesi de şirkete olumlu olarak yansdı.

A32neo ve A321neo Filo Gelişimi



Filo Dağılımı



Airbus & Boeing Kırılımı:
%90,74 / %9,26

PGSUS filo büyüklüğü
2Ç24 sonunda 108 uçak
seviyesinde bulunuyor.

Sahip Olunan: %5,71

Fin. Kiralama: %75,24

Op. Kiralama: %19,05

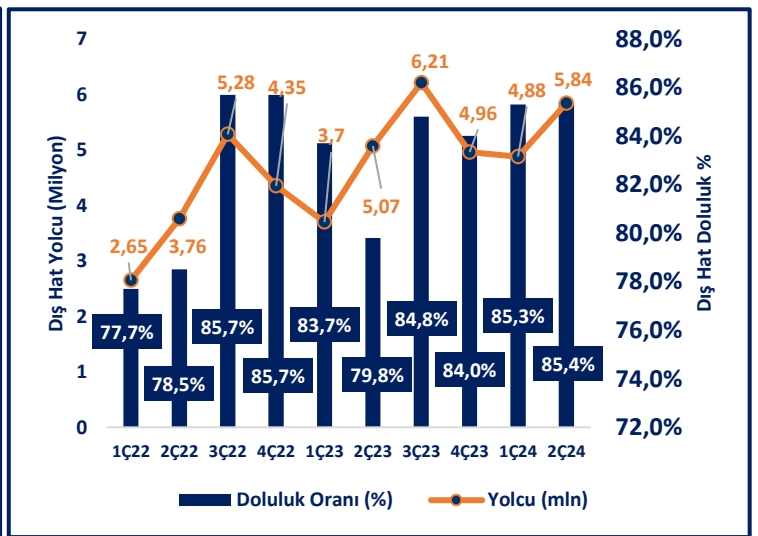
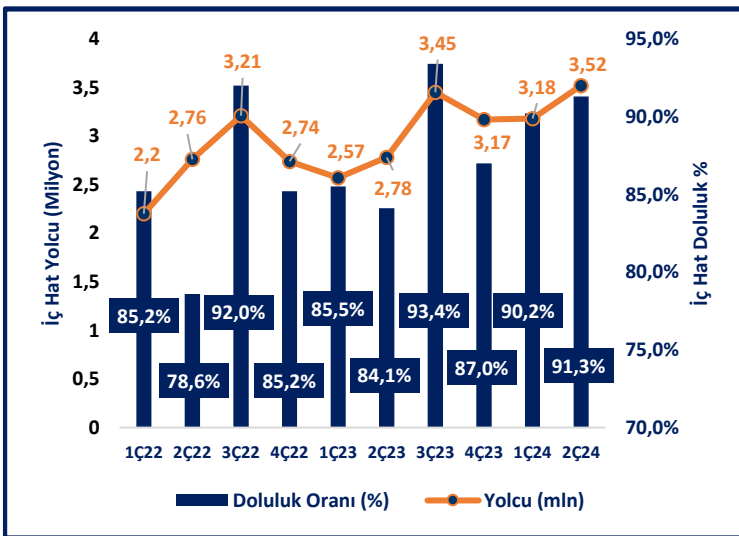
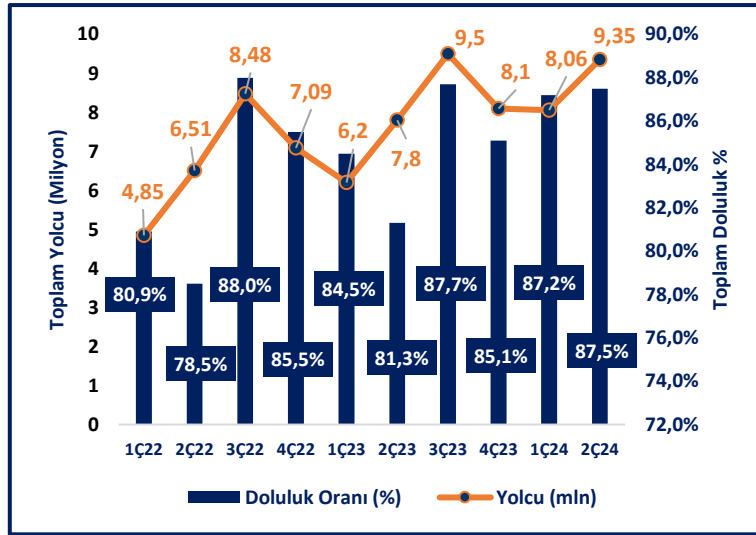


Pegasus Yolcu İstatistikleri

Mevsimselliğin oldukça etkili olduğu havacılık sektöründe Pegasus'un 2024 yılının ilk yarısında güçlü bir performans sergilediğini söylemek mümkün. 2024'ün ilk çeyreğinde 2023'ün ilk çeyreğine kıyasla yolcu sayısını %28 oranında artıran Pegasus, yılın ikinci çeyreğinde de güçlü görüntüsünü koruyarak 2023'ün ikinci çeyreğine göre %20 oranında artışla 17,41 milyon yolcu taşıdı. Açıklanan son verilere göre, Pegasus 2024 Ocak-Ağustos döneminde geçtiğimiz yıla kıyasla %19 artışla 24,65 milyon yolcu taşıdı.

İç hatlarda güçlü büyümesini koruyan şirketin özellikle düşük maliyetli bir iş modeli benimsemesi nedeniyle önümüzdeki dönemde de bu performansını sürdürebileceğini ve 2024 yıl sonunda 2023'ün üzerinde bir büyüme gerçekleştirebileceğini düşünüyoruz.

Dış hatlarda ise, uçuş ağına eklenen destinasyonlar sayesinde 2024 ve 2025 yılında dış hatlar yolcu sayısında pozitif görünümünü devam ettirmesini bekliyoruz. 2023 yılında 31,9 milyon yolcu taşıyan Pegasus'un 2024 yıl sonunda 37 milyon yolcuya, 2025 yıl sonunda ise 39,5 milyon yolcuya ulaşmasını tahmin ediyoruz.



PGSUS AKK (Arz Edilen Koltuk) Gelişimi

Havayolu şirketlerinde kapasiteye dair önemli bir gösterge olarak kabul edilen Arz Edilen Koltuk Kilometre (AKK) toplam koltuk sayısı ve uçulan mesafenin çarpılması ile hesaplanmaktadır. Pegasus'un toplam AKK'si 2023 yılında %22 oranında artış gösterdi. Açıklanan son verilere göre, 2024'ün ikinci çeyreğinde dış hat AKK %9 artış kaydederken, iç hat AKK %21 oranında arttı.

2024 yılının yarısına baktığımızda 31,1 milyar olarak gerçekleşen AKK verisine göre geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla yıllık %19'luk bir artış göz önüne çıkıyor. 2024 yılını toplam AKK'de %12-%14 arası artış ile tamamlamayı hedefleyen Pegasus'un ikinci çeyrekte AKK'nın daha güçlü olduğu varsayımı ile yılı 60,0 milyar AKK ile tamamlamasını bekliyoruz.

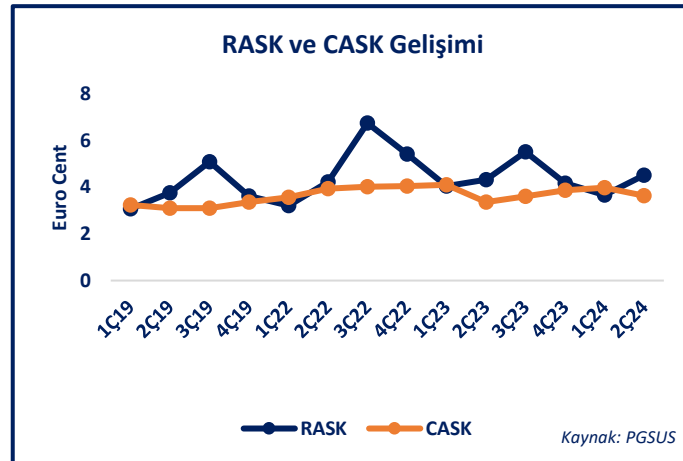
Pegasus'un AKK başına yakıt tüketimi verilerinin düşüş eğilimi içerisinde bulunmasını pozitif olarak değerlendiriyoruz. Şöyle ki; şirket AKK başına yakıt tüketimini düşürerek daha az yakıt tüketiminden dolayı maliyet tasarrufu, yakıt maliyetlerindeki düşüşten dolayı elde edilecek kârın artmasından dolayı kâr artışı ve düşük yakıt tüketimi ile sektörde daha güçlü bir konuma erişebilmesinden dolayı rekabet avantajı sağlayabiliyor.



RASK ve CASK

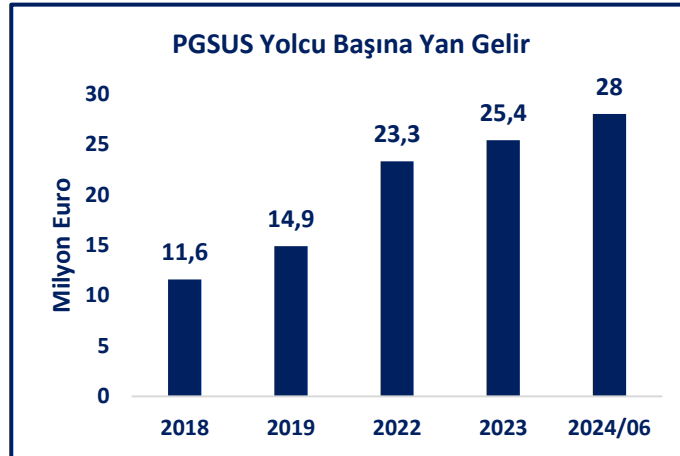
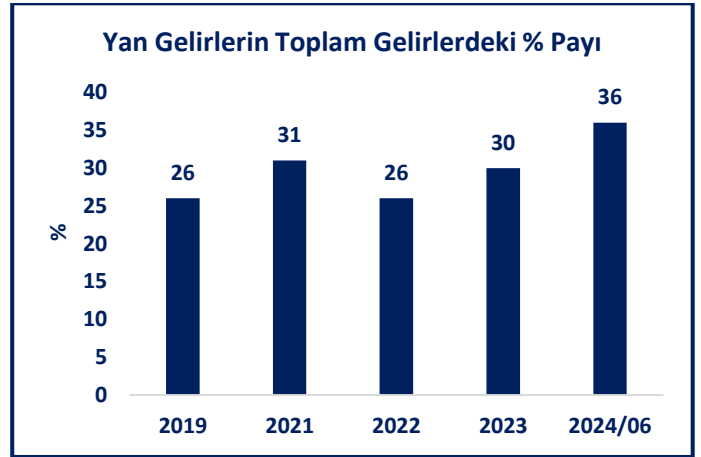
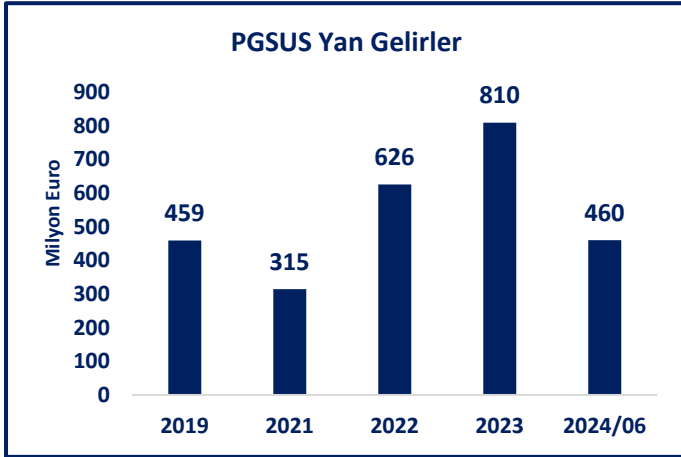
RASK değeri havayolu şirketinin AKK (arz edilen koltuk km) başına birim gelirini, **CASK** değeri ise havayolu şirketinin AKK başına birim giderini ifade etmektedir.

Pegasus'un 2023 yılı sonunda RASK-CASK farkı 0,89 Euro cent ile tarihi ortalamasının yaklaşık 2 kat üzerinde kaydedildi. Kısacası Pegasus'un her bir kilometre başına düşen koltuk başına maliyetinden daha fazla gelir elde ettiğini ve dolayısıyla kârlı çalıştığını görüyoruz. Önümüzdeki dönemlerde de bu makasın yüksek bir biçimde kalacağını düşünüyoruz.

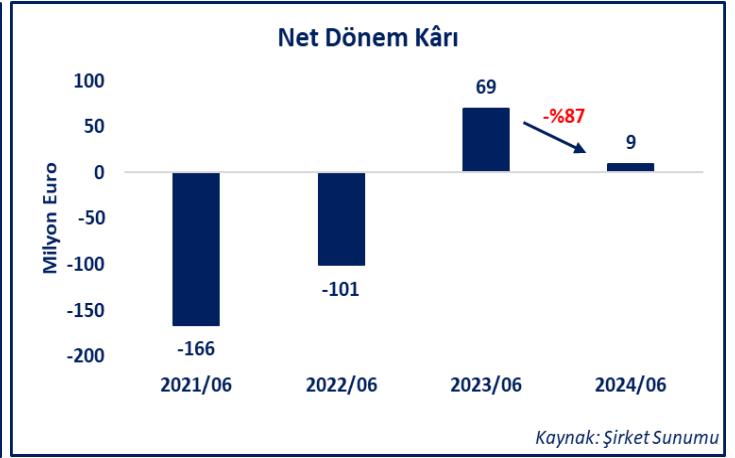
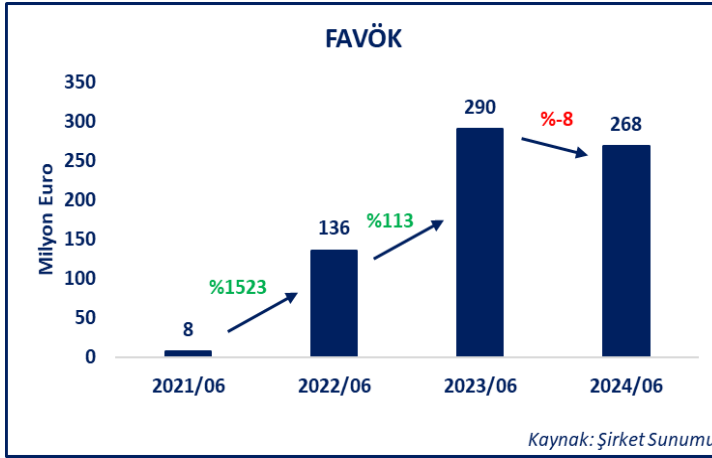
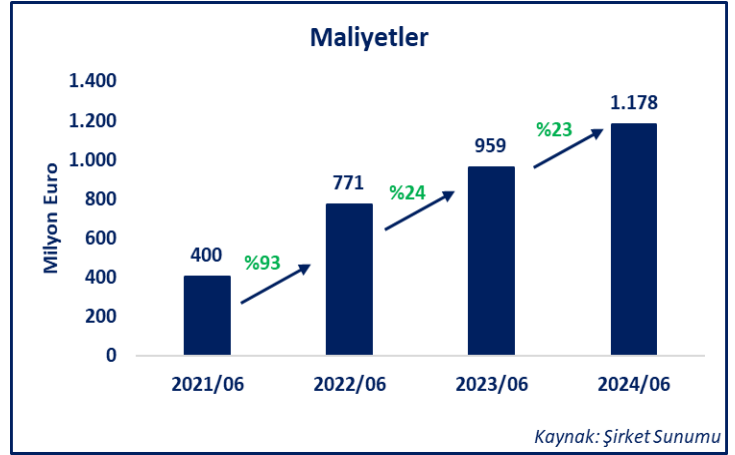
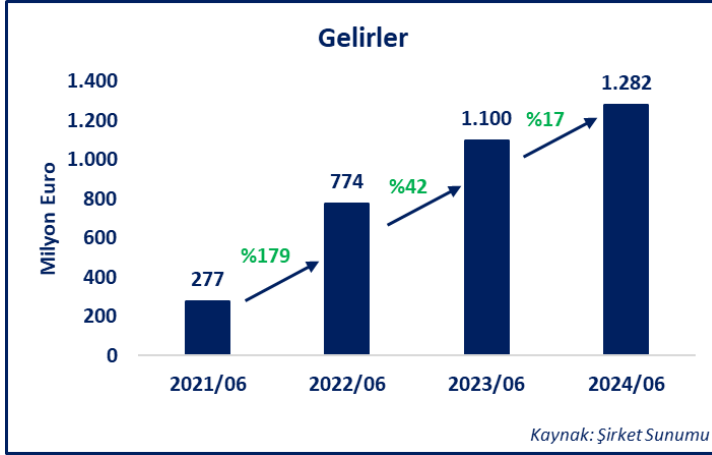


PGSUS Toplam Yan Gelirler ve Yolcu Başına Yan Gelirler

Yan gelirlerin LCC (Low Cost Carrier) modeli benimseyen Pegasus için oldukça önem atfettiğini düşünüyoruz. 2018 yılında 11,6 Euro olan kişi başına yan gelirlerin, bagaj, yiyecek ve uçak içi hizmet ücretleri ile 2023 yılında 25,4 Euro'ya yükseldiğini gördük. Dolayısıyla şirket yüksek yan gelirlere ile operasyonel kârlılığı maksimize etme potansiyeline erişebilir. Kabin bagajı için ücret alma uygulamasının başlamasıyla birlikte ek gelir artışını sürdürmesini bekliyoruz. Yan gelirler 2023 yılının sonunda toplam gelirlerin %30'unu oluşturmuştu.



1Y24 Değerlendirmesi



Pegasus Havayolları, 1Y24 döneminde geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla %87 düşüşle 9 milyon Euro net kâr elde etti. Ancak çeyrek bazda, euro bazında geçtiğimiz yılın aynı çeyreğine kıyasla kârını %23 oranında artırdı. FAVÖK marjı 2Ç24'de %30 hedefinin üzerinde kaldı; Şirket 1Y24 döneminde 268 mn Euro (1Y23: 290 mn Euro) FAVÖK elde ederek tamamladı. Şirketin gelirleri ise 1Y24 döneminde %17 artarak 1.282 mn Euro olarak gerçekleşti.

2024/06 döneminde öne çıkanlar...

i) Bu dönemde gelirler euro bazlı %17 artarken iç hat gelirleri %33 artış gösterdi. **ii)** Yan gelirlerin ciro içerisindeki payı artmaya devam etti. Misafir başına yan gelir 2Ç24'te 28 Euro olarak gerçekleşti. **iii)** Personel giderleri yıllık %37 artışla 194 mn Euro olarak gerçekleşti. **iv)** Nakit pozisyonu 2023 yıl sonunda 512 milyon Euro iken Haziran 2024 sonunda 579 mn Euro seviyesine yükseldi. **v)** Doluluk oranı 2Ç24'te %87,5, 1Y24'te %87,3 düzeyinde oluştu. **vi)** Toplam AKK geçen yıla göre 2Ç24'de %11, 1Y24'de %19 arttı. Dış hat AKK 2Ç24'te yıllık bazda %9 artarken, 6 aylık dönemde de %19 büyüme gösterdi.



Değerleme

Değerleme Özeti (Milyon EUR)

2024 Tahmini FAVÖK	979
2024 FD/FAVÖK Ort.	7,1
Hedef Firma Değeri	6.950
Net Borç	2.483
Hedef Piyasa Değeri	4.467
Hedef Piyasa Değeri (mln TL)	184.948
Sermaye	500
Hedef Fiyat (TL)	369,90
Mevcut Fiyat (TL)	244,00
Getiri Potansiyeli (%)	52%

Kaynak: PhillipCapital Araştırma

Şirketler	Piyas Değeri (Milyon Euro)	F/K		FD/FAVÖK	
		2024T	2025T	2024T	2025T
Easyjet Plc	4.400	7,9	7,1	2,6	2,4
Ryanair Holdings Plc	16.802	11,1	8,8	5,3	4,6
Jetblue Airways Corp	2.060	-	-	13,0	7,0
Southwest Airlines Co	17.184	145,6	24,3	10,1	5,8
Wizz Air Holdings Plc	1.223	5,5	4,1	4,9	4,0
Cebu Air Inc	19.045	3,2	2,1	6,6	5,3
Ortalama		34,7	9,3	7,1	4,9
PGSUS	3.187	7,1	7,9	5,8	5,3
Prim/ (İskonto)		-79%	-15%	-17%	9%

Kaynak: Bloomberg, PhillipCapital Araştırma

PGSUS

Finansal Veriler

Milyon Euro	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Ciro	2.449	2.670	3.210	3.555	3.982
Ciro Büyümesi	140,4%	12,1%	16,9%	10,8%	12,0%
Esas Faaliyet Karı	554	538	610	658	737
Esas Faaliyet Kar Büyümesi	-	-	13,3%	7,9%	12%
Esas Faaliyet Kar Marjı	23%	20%	19,0%	18,5%	19%
FAVÖK	835	838	979	1.084	1.214
FAVÖK Büyümesi	285,0%	0,4%	16,8%	10,8%	12,0%
FAVÖK Marjı	34,1%	31,4%	30,5%	30,5%	30,5%
Vergi Öncesi Kâr	381	370	412	374	419
Vergi Gideri	-28	-420	-41	-37	-42
Net Kâr	431	790	453	412	461
Net Kâr Büyümesi	-	83,3%	-42,7%	-9,1%	12,0%
Net Kâr Marjı	17,6%	29,6%	14,1%	11,6%	11,6%
Net Borç	2.423	2.597	2.523	2.771	2.984
Net İşletme Sermayesi	-113	-116	-163	-180	-202
F/K	6,92	3,2	7,1	7,9	7,0
FD/FAVÖK	6,90	7,0	5,8	5,3	4,7
Özkaynak Kârlılığı	33,4%	61,2%	23,9%	18%	17%

Kaynak: Şirket Bilgileri, PhillipCapital Araştırma

Türk Hava Yolları

63% Getiri Potansiyeli

Türk Hava Yolları'nı Endeks Üzeri Getiri ve hisse başına 473,60 TL hedef fiyat ile araştırma kapsamımıza alıyoruz. Şirket 2025 tahminlerimize göre 3,5x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir. Şirketi, **i)** dünya genelinde geniş bir uçuş ağına sahip olup, İstanbul'un stratejik konumu sayesinde transit yolcu trafiğini artırması, **ii)** Yüksek kaliteli hizmetler ve müşteri memnuniyeti **iii)** Çeşitlendirilmiş gelir kaynakları (kargo), **iv)** güçlü finansal performans ve operasyonel verimliliği ile temel olarak beğeniyoruz.

2024 yılı ikinci çeyrek itibarıyla filosunda toplamda 458 uçak bulunduran Türk Hava Yolları, yurt içi ve yurt dışında yolcu ve kargo hava taşımacılığı faaliyeti yürütmektedir. Şirket 130 ülkede 296 noktaya uçmaktadır.

Toplam gelirlerini artırmayı başarılı bir şekilde devam ettiren Türk Hava Yolları 2023 yılında yolcu gelirlerini yıllık %75 artışla 426,8 milyar TL'ye, dolar bazında ise %24 artışla 17,7 milyar ABD dolarına yükseltti. Güçlü kalan yolcu talebi ile yolcu sayısı da %16 artışla 83,4 milyon kişiye ulaştı. Türk Hava Yolları'nın dünyanın en çok ülkesine uçan havayolu unvanını elinde bulunduruyor olması ve IGA İstanbul Havalimanı'nın büyümeye elverişli bir konumda olması sebebiyle kapasitesini etkin bir biçimde yönetebiliyor olması, önümüzdeki dönemlerde Türk Hava Yolları'na önemli avantajlar sağlamaya devam edebilir.

Filosunda 25 adet kargo uçağı bulunduran Türk Hava Yolları, 2024 2.Çeyrek IATA verilerine göre ÜKTK (Ücretli Kargo Ton Kilometre) bakımından dünyada ilk üç hava kargo taşıyıcısından biridir. Türkiye'nin küresel bir merkez olarak ideal konumu ve artan ticaret hacmi, hızlı büyüyen ekspres kargo segmentinde yer alması ve Asya'da ortaklık girişimleri ve ticari ortaklıklarla büyüme fırsatı şirkete kargo taşımacılığında oldukça büyük bir avantaj sağlamaktadır.

Katalizörler; **i)** mevsimsellik etkisinden dolayı 2. ve 3. çeyreklerde güçlü operasyonel sonuçlar kaydedilmesi, **ii)** taşınan kargo miktarlarında beklenti üzerinde artış, **iii)** Pandemi şokunun ardından güçlü bir toparlanma ile pazar payının artması, **iv)** Dünya'nın en çok ülkesine uçan havayolu olması.

Başlıca risk faktörleri; **i)** Orta Doğu'daki tansiyonun talep ve doluluk oranlarını etkileyebilmesi **ii)** Yüksek enflasyon ve döviz dalgalanmalarının maliyet yapısını ve operasyonel giderleri negatif anlamda etkilemesi **iii)** petrol fiyatlarındaki yüksek seyrin devam etmesi **iv)** GTF motor sorunları.

Öneri, Hedef Fiyat ve Kotasyon Detayları

Bloomberg Ticker	THYAO TI
Öneri	Endeks Üzeri Getiri
Hisse Başına Fiyat, TL	290,50
Hisse Başına Hedef Fiyat, TL	473,60
Getiri Potansiyeli	63%
Fiili Dolaşım Oranı	50,33%
Piyasa değeri, milyon TL	400.890
Piyasa değeri, milyon ABD doları	11.829
BIST-100 Endeks Ağırlığı	7,33%
BIST Tüm Endeks Ağırlığı	5,51%
Yabancı Yatırımcı Oranı	24,85%
Emeklilik Fonları Oranı	7,72%
Yatırım Fonları Oranı	5,16%

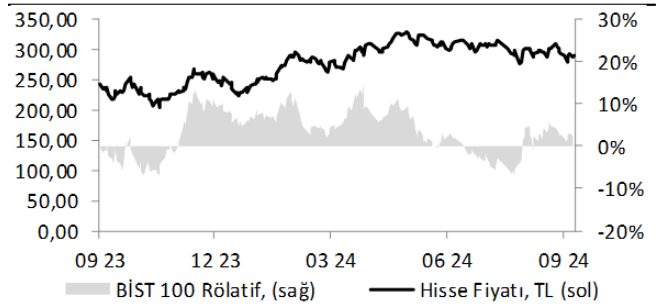
Kaynak: Matriks, PhillipCapital Araştırma
Fiyat ve piyasa değeri 17 Eylül itibarıyla

Finansallar, Milyon \$	2023	2024T	2025T
Gelirler	20.942	22.680	24.228
Gelir Büyümesi	13,7%	8,3%	6,8%
Esas Faaliyet Karı	2.859	3.289	3.271
Esas Faaliyet Büyümesi	2,88%	15,03%	-0,54%
Esas Faaliyet Marjı	13,7%	14,5%	13,5%
FAVÖK	4.708	5.216	5.451
FAVÖK Marjı	22,5%	23,0%	22,5%
Net Kâr	6.021	2.504	2.481
Net Kâr Büyümesi	121%	-58%	-1%
Net Kâr Marjı	28,8%	11,0%	10,2%
Net Borç	8.246	8.591	9.951
F/K	1,9	4,9	4,9
FD/FAVÖK	4,8	3,7	3,5

Kaynak: Finnet, PhillipCapital Araştırma

	Hisse Sayısı (milyon)	Oran
Türkiye Varlık Fonu	677.884.849	49,12
Diğer	702.115.151	50,88
Toplam	1.380.000.000	

Kaynak: Şirket Verisi



Kaynak: BİST, Finnet

	1a	3a	6a	1y
Nominal	-2,2%	-6,4%	8,2%	27,9%
Rölatif	0,8%	3,3%	-3,3%	4,4%
İşlem Hacmi milyon \$	228,2	254,7	299,8	313,1

Kaynak: BİST, Finnet

Roni ÇILBIYIK

roni.cilbiyik@phillipcapital.com.tr

Banu Dirim

banu.dirim@phillipcapital.com.tr



Türk Hava Yolları Filo Detayları

Yeni nesil uçak sayısı: 149

Türk Hava Yolları toplamda **126** adet geniş gövde, **307** adet dar gövde ve **25** adet kargo uçağı olmak üzere toplamda **458** adet uçağı sahiptir. Uçakların **135** adedi şirketin kendi sahip olduğu uçaklar iken **202** adedi finansal kiralama yoluyla filoya dahil edilmiştir.

Şirketin ortalama filo yaşı **9,8**'dir.

2024 yılı için yıl sonu filo büyüklüğü yaklaşık 484 uçak olarak beklenmektedir, 52 giriş ve 8 çıkış ile 2023 sonunda 440 uçaktan net bir artış olacaktır. Yeni girişlerin yaklaşık 10'u AJet için, 5'i kargo için ve geri kalanı Türk Hava Yolları için olacaktır.

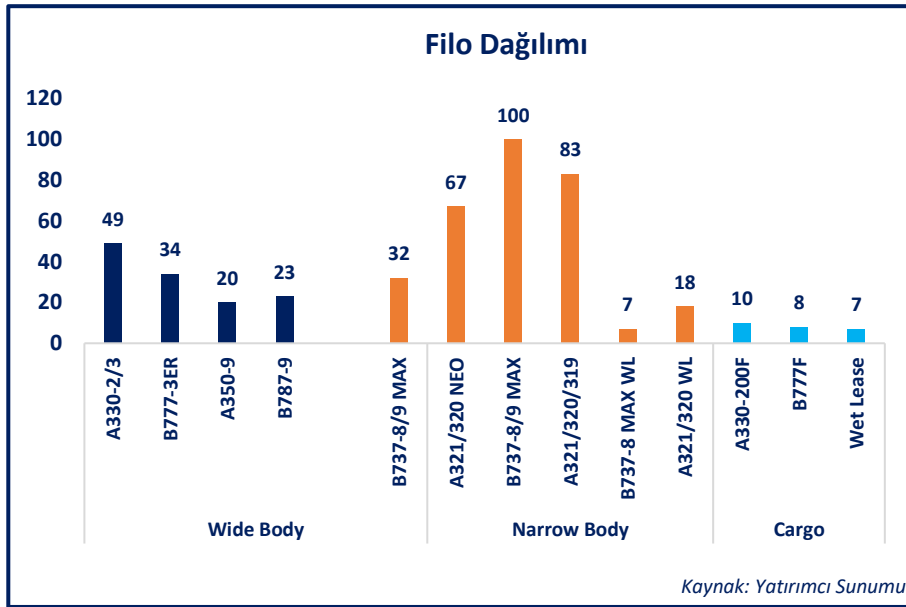
Airbus & Boeing
Kırlımı: %55/%45

Sahip Olunan: %29

Finansal Kiralama: %44

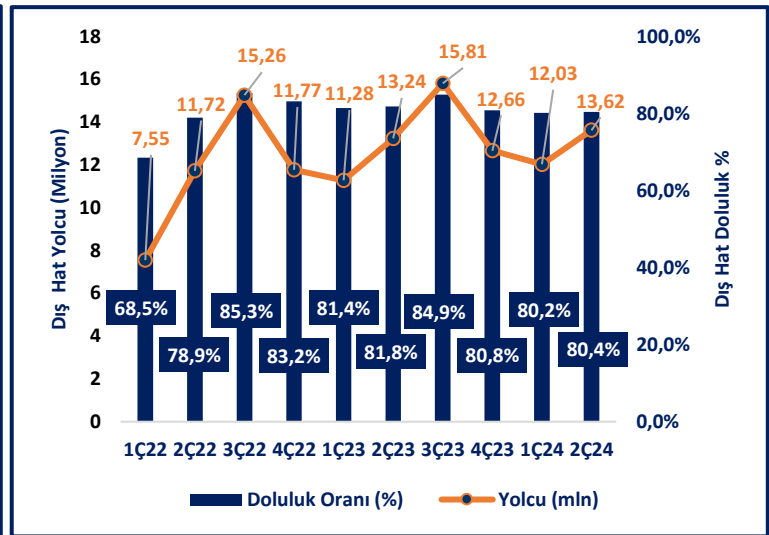
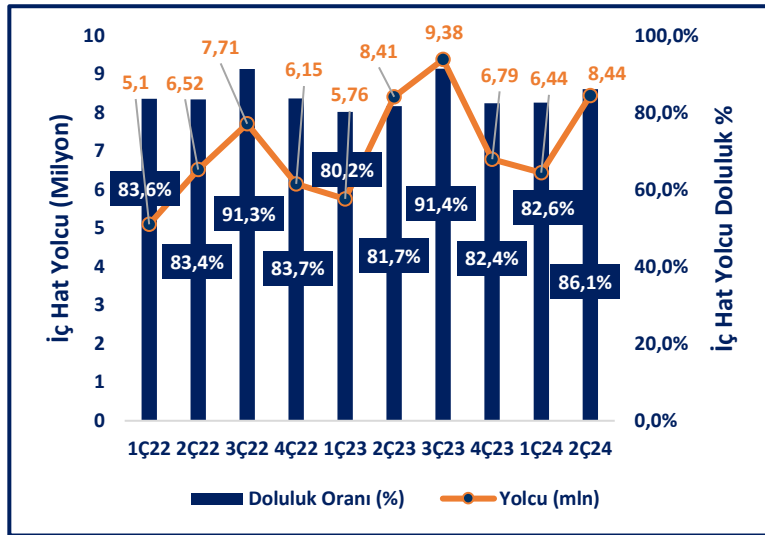
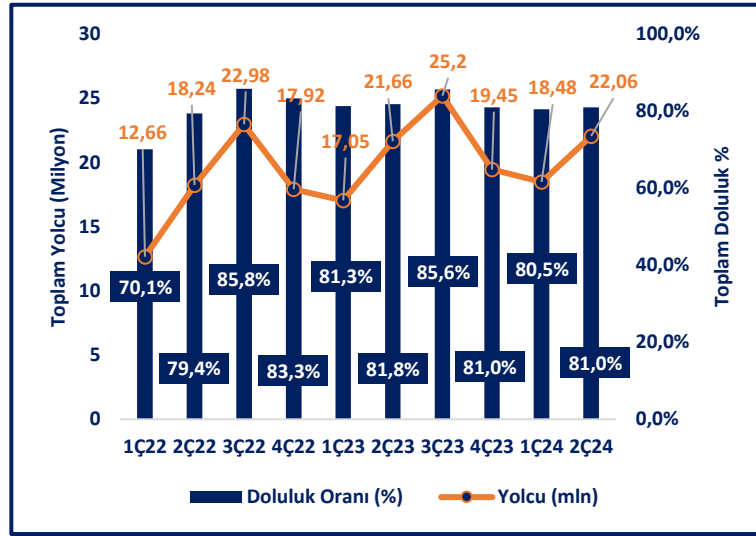
Operasyonel
Kiralama: %26

Şirket Temmuz 2024'de filosunda yer alan PW1100G-JM tipi motora sahip A320/321NEO uçaklarındaki motor kaynaklı operasyonel sorunların etkisini azaltmak amacıyla International Aero Engines (IAE) ile olan anlaşmalarının revize edilerek oluşan zararların tazmin edilmesine yönelik uzlaşmaya vardı.

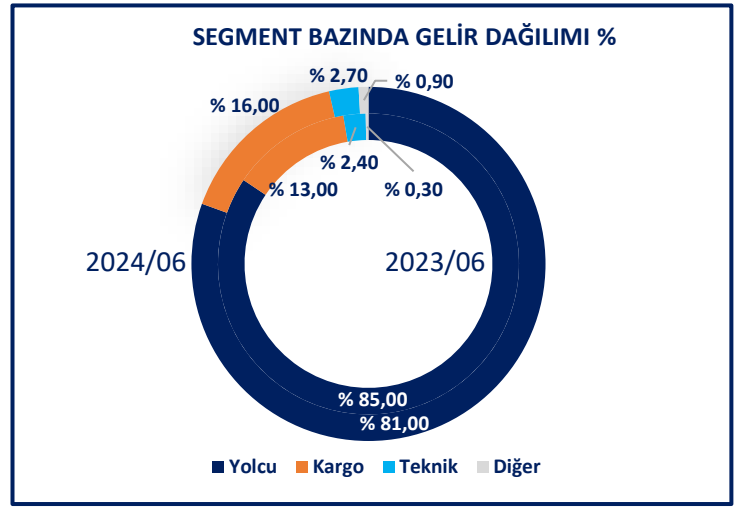
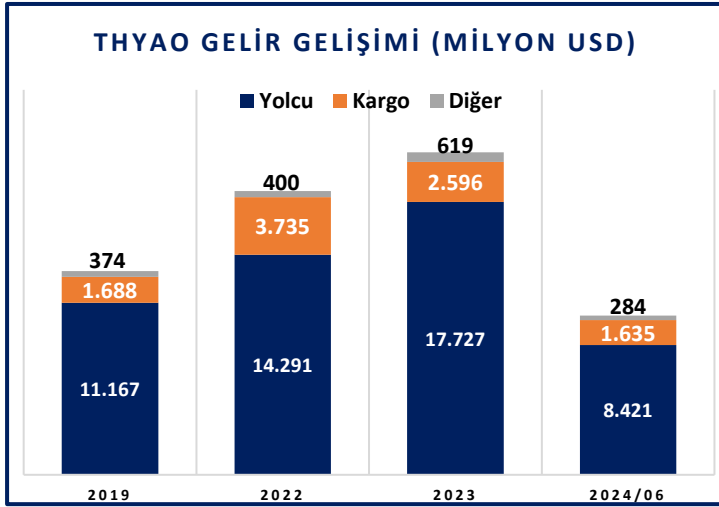


Türk Hava Yolları Yolcu İstatistikleri

Pandemi sonrası güçlü kapasite artışları ve talebin etkisiyle şirket 2023'te 83,4 milyon yolcu sayısına ulaştı. Böylelikle toplam yolcu sayısı 2022'nin %16,1, 2019'un ise %12,2 üzerinde gerçekleşti. 2024 yılının 2. çeyreğinde taşınan yolcu sayısı bir önceki yılın aynı dönemine göre %2 artışla 22 milyon kişiye ulaştı ve böylelikle yılın ilk yarısında ise toplam yolcu sayısı %4,8 artışla 40,6 milyon oldu. Açıklanan son verilere göre, Türk Hava Yolları 2024 Ocak-Ağustos döneminde geçtiğimiz yıla kıyasla %2,5 artışla 57,3 milyon yolcu taşıdı. Türk Hava Yolları geniş uçuş ağı sayesinde bölgesel risklere karşı operasyonel esneklik gösterebiliyor. **2024 yılının toplamında şirketin yaklaşık 92 milyon yolcu, 2025 yılında ise yaklaşık 101 milyon yolcu sayısına ulaşmasını bekliyoruz.**



THYAO Gelir Dağılımı

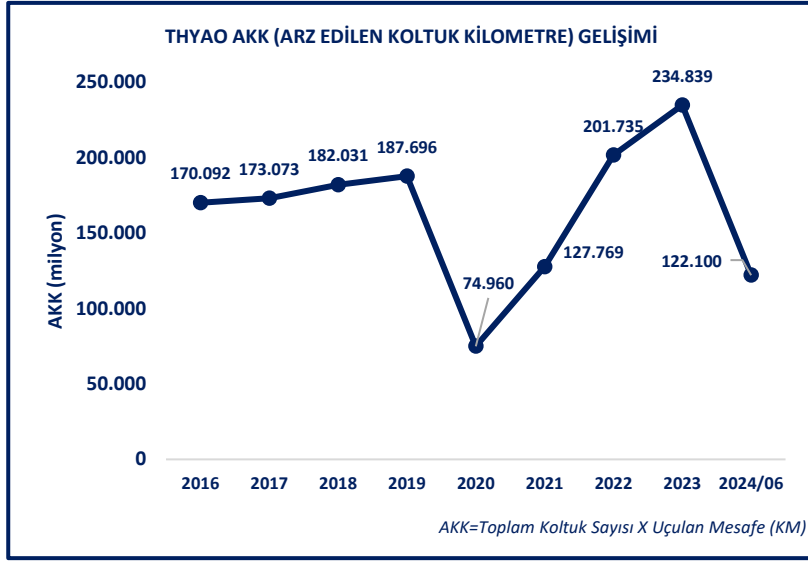


Kargo Gelirleri

Bilindiği üzere pandemi dönemine girmemiz ile birlikte hem küresel hem de yerel havacılıkta yolcu taşımacılığının şirketlerin operasyonel kârlılığını aşağı yönde baskıladığını görmüştük. Ancak Türk Hava Yolları güçlü kargo faaliyetleri ile rakiplerinden pozitif ayrılmıştı. Hatırlanacağı üzere kargo gelirlerinin ciro içerisindeki payı pandemi döneminde %40 seviyelerine kadar yükselmişti. 2023 yılında ise bu oran %12,4 seviyesine geriledi. 2024 yılının ilk yarısına baktığımızda ise, kargo gelirlerinin toplam ciro içerisindeki payı %15,7'ye yükseldi (6A23: %12,5).

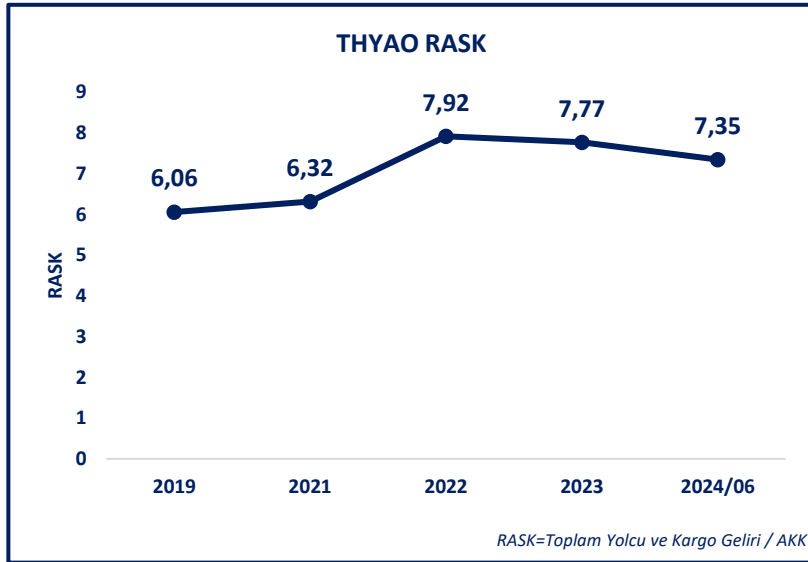
Bu nedenle, kargo taşımacılığının şirket için oldukça önemli olduğunu düşünüyoruz. THYAO 2023 yılı sonunda kargoculuk faaliyetlerinden dolar bazında 2022'ye kıyasla %30,5 oranında daha az gelir elde etti fakat kargo gelirlerindeki düşüş 2023'ün son çeyreğinde %3 düzeyinde yavaşladı. 2024'ün ilk yarısına baktığımızda ise kargo gelirlerinin geçtiğimiz yılın ilk yarısına kıyasla dolar bazında %37,3 oranında artması kargo taşımacılığının önümüzdeki yıllarda şirkete farklı bir hikâye yaratacağı görüşündeyiz. 2024/06 döneminde kargo operasyonları için destekleyici bir trafik ve getiri ortamı karşımıza çıkmaktadır. Ancak, kargoculuk dinamiklerinin kırılgan olması, 2024 yıl sonu tahmini için kesin yorum yapmayı zorlaştıran etkenler arasında bulunuyor.

THYAO AKK (Arz Edilen Koltuk Kilometre) Gelişimi



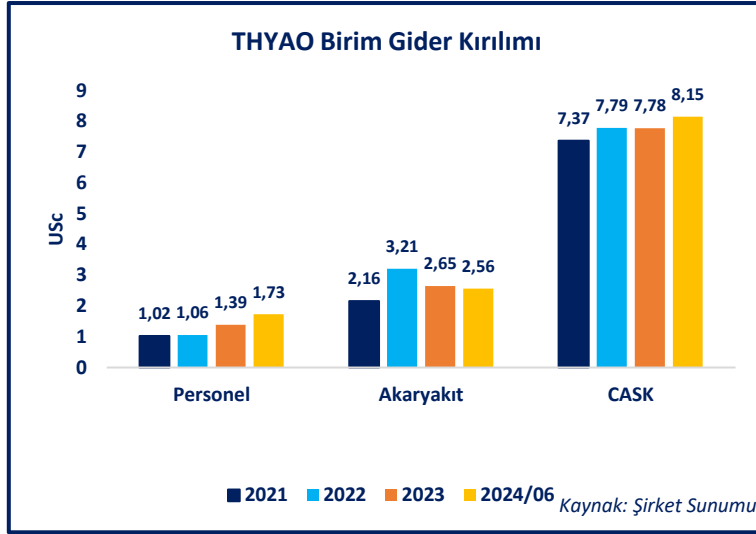
Özellikle 2020 yılında pandeminin etkisiyle kesin bir düşüş gördüğümüz AKK verisinde 2021 ve 2022 yıllarında kısmen toparlanma görüntüsü göz önüne çıkmıştır. 2023 yıl sonunda şirketin pandemi etkilerini atlatmasını ve pandemi öncesi dönemi aşan AKK verisi elde etmesini olumlu olarak değerlendiriyoruz.

THYAO RASK (AKK Başına Birim Gelir) Gelişimi



THYAO'nun AKK ve RASK verilerini incelediğimizde bu açıdan da şirketin pandemi etkilerini atlattığını ve operasyonel verimliliğini yüksek seviyelerde tutmayı başardığını yorumlamak mümkün. Şirket kriz dönemlerinde esneklik ve uyum yeteneğinin olması güçlü bir performans sergiledi.

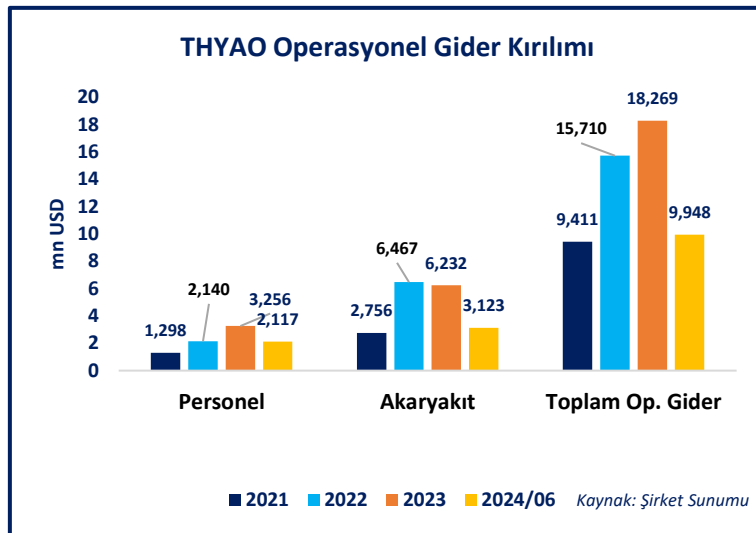
THYAO Birim Gider (CASK) ve Operasyonel Gider Kırılımı



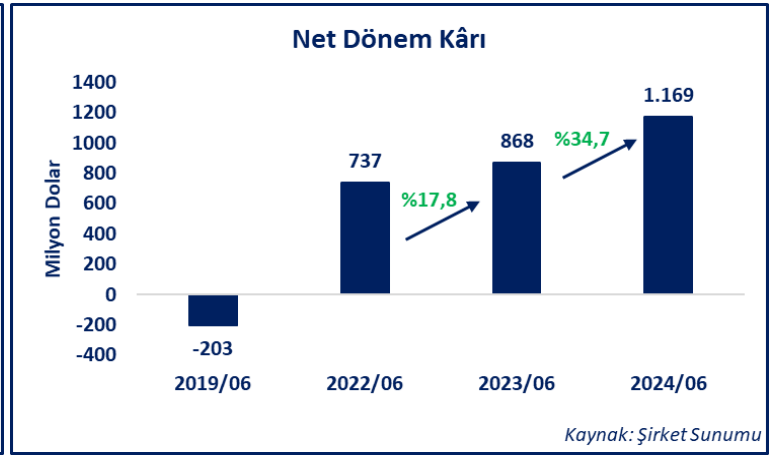
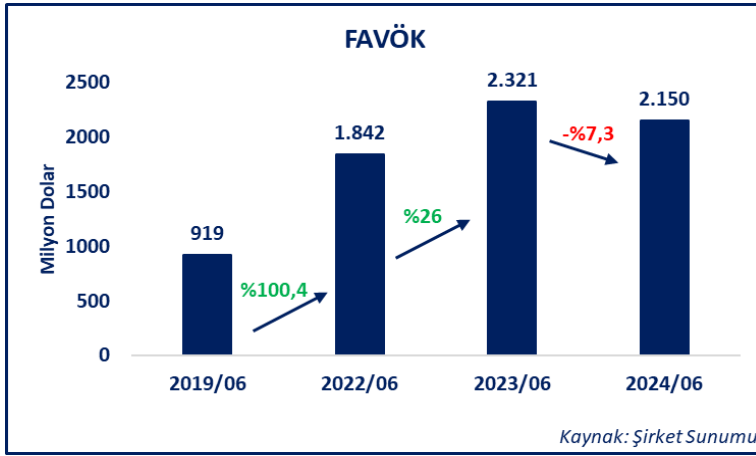
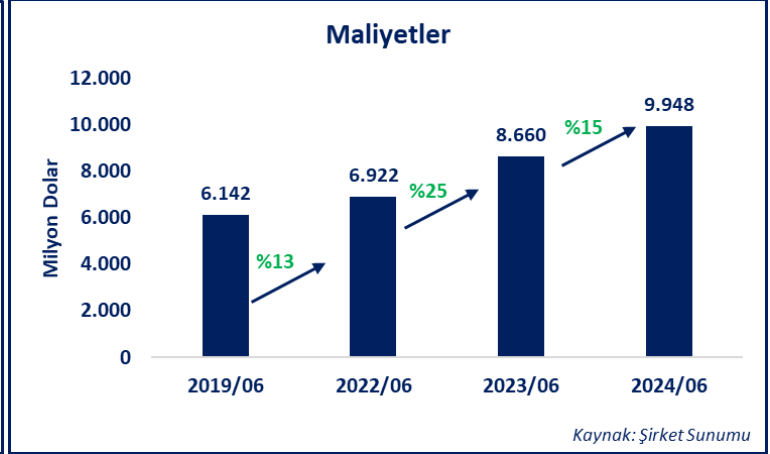
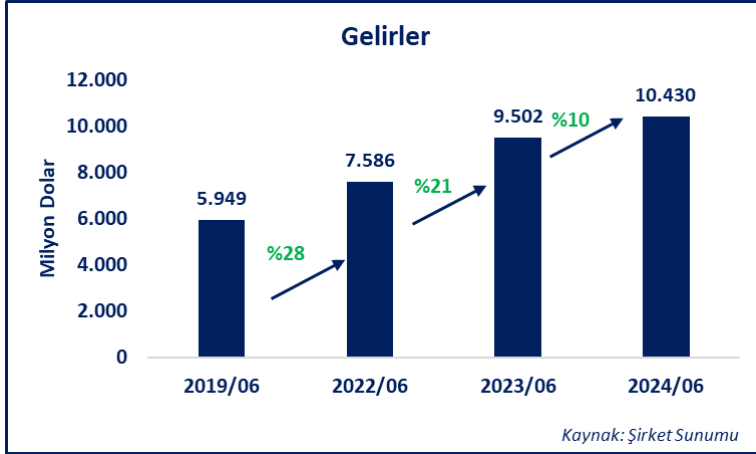
Yukarıdaki tabloda birim gider (CASK) kırılımı yer almaktadır. 2019-2023 yılları arasında baktığımızda birim gider içerisindeki en yüksek paya personel ve akaryakıt kalemleri sahip olduğundan tablomuzda sadece bu kalemlere yer verdik. Personel ve akaryakıt giderleri Türk Hava Yolları'nın operasyonel maliyetlerini önemli ölçüde etkilemiştir. Kalemler hakkında çok kısa bir değerlendirme yapacak olursak;

Personel giderlerini etkileyen en önemli faktör personel maaşlarındaki artışlardır. 2024 yılında da özellikle personel giderlerinde artış yönlü baskının devam etmesini bekliyoruz.

Akaryakıt: Küresel akaryakıt fiyatlarındaki dalgalanmalardan ve operasyonların artmasından kaynaklı akaryakıt giderlerinin artmaya devam etmesini öngörüyoruz.



1Y24 Değerlendirmesi



Türk Hava Yolları, 1Y24 döneminde geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla %34,7 oranında artışla 1,17 milyar ABD doları net kâr elde etti. 1Y24 döneminde şirketin net kâr marjı %11,2 seviyesine yükseldi (1Y23 net kâr marjı: %9,1).

Toplam gelirlerde dolar bazlı %10 artış... Şirketin 2Ç24 gelirleri geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla dolar bazında %10 oranında artış göstererek 5,6 milyar dolar oldu. Böylelikle şirket 1Y24 dönemini 10,43 milyar ABD doları gelir elde ederek tamamladı.

Kargoculuk tarafında güçlü görünüm devam ediyor... Kargo gelirleri güçlü e-ticaret büyümesiyle 2Ç24'de bir önceki yılın aynı çeyreğinde göre dolar bazında %48 oranında artarak 885 mn dolar oldu. 1Y24 dönemi itibariyle kargo gelirlerinin toplam ciro içerisindeki payı %16 seviyesine yükselirken bu oran geçtiğimiz yılın aynı yarısında %13 idi.

Segment bazlı gelir dağılımında yolcu gelirlerinin azaldığı dikkat çekiyor... 1Y23 döneminde toplam gelir içindeki payı %85 olan yolcu gelirleri, 1Y24 döneminde %81 oranına geriledi. Son aylardaki trafik verileri kargoculuk faaliyetinin yolcu taşımacılığı faaliyetine kıyasla daha güçlü seyrettiğine işaret ediyordu.

Ertelenmiş vergi gelirinde artış bu çeyrekte dikkat çekti... 2Ç24 döneminde şirket 2,7 milyar TL ertelenmiş vergi geliri kaydetti.



Değerleme

Değerleme Özeti (Milyon Dolar)

2024 Tahmini FAVÖK	5.216
2024 FD/FAVÖK Ort.	4,4
Hedef Firma Değeri	22.952
Net Borç	7.165
Hedef Piyasa Değeri	15.787
Hedef Piyasa Değeri (mln TL)	653.598
Sermaye	1.380
Hedef Fiyat (TL)	473,60
Mevcut Fiyat (TL)	290,50
Getiri Potansiyeli (%)	63%

Kaynak: PhillipCapital Araştırma

Şirketler	Piyasa Değeri (Milyon Dolar)	F/K		FD/FAVÖK	
		2024T	2025T	2024T	2025T
LHA GR EQUITY	7.795	7,2	4,8	3,3	2,7
AAL US EQUITY	6.986	9,7	5,7	7,0	5,9
ALK US EQUITY	5.253	9,3	7,3	3,9	3,3
QAN AU EQUITY	7.418	7,1	6,5	3,6	3,3
Ortalama		8,3	6,1	4,4	3,8
THYAO	11.575	4,9	4,9	3,7	3,5
Prim/ (İskonto)		-42%	-19%	-17%	-7%

Kaynak: Bloomberg, PhillipCapital Araştırma

THYAO

Finansal Veriler

Milyon Dolar	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Ciro	18.426	20.942	22.680	24.228	26.166
Ciro Büyümesi	72,4%	13,7%	8,3%	6,8%	8,0%
Esas Faaliyet Karı	2.779	2.859	3.289	3.271	3.271
Esas Faaliyet Kar Büyümesi	97%	3%	15,0%	-0,5%	8%
Esas Faaliyet Kar Marjı	15%	14%	14,5%	13,5%	13%
FAVÖK	4.586	4.708	5.216	5.451	5.887
FAVÖK Büyümesi	52,3%	2,7%	10,8%	4,5%	8,0%
FAVÖK Marjı	24,9%	22,5%	23,0%	22,5%	22,5%
Vergi Öncesi Kâr	2.939	3.641	3.130	3.101	3.349
Vergi Gideri	214	2.380	626	620	670
Net Kâr	2.725	6.021	2.504	2.481	2.617
Net Kâr Büyümesi	184,2%	121,0%	-58,4%	-0,9%	5,5%
Net Kâr Marjı	14,8%	28,8%	11,0%	10,2%	10,0%
Net Borç	9.364	8.246	8.591	9.951	11.299
Net İşletme Sermayesi	125	-19	287	299	322
F/K	4,10	1,9	4,9	4,9	4,5
FD/FAVÖK	4,70	4,8	3,7	3,5	3,3
Özkaynak Kârlılığı	32,6%	47,7%	14,9%	13%	12%

Kaynak: Şirket verisi, PhillipCapital Araştırma

Metodoloji

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder.

Endeks Üzeri Getiri (EÜ)

Eğer şirket için bu karar verilmişse, hissede orta ve uzun vadede endekse kıyasla daha iyi bir getiri beklendiğini gösterir. Elbette bu karar hissenin yükseleceğini veya endeks üzerinde getiri sağlayacağını garanti etmez. Rapor yayımlandıktan sonra olabilecek her türlü konjonktür değişimi, makro ekonomideki gelişmeler, dünya ekonomilerindeki gelişmeler, şirket hakkında çıkan bir haber bu kararımızı değiştirebilir.

Endekse Paralel Getiri (EP)

Eğer ilgili hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararı verilmişse, bunun çeşitli sebepleri olabilir. Şirketin son verileri, geleceğe ilişkin tahminler konusunda geçmişe göre önemli farklılıklar göstermeyeceğini veriyorsa bu karar verilmiş olabilir. Şirketin hisse fiyatı değerlemeler açısından olması gereken fiyata yakın seviyelerde olabilir. Bir hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararının verilmiş olması bu hissenin aşağı ya da yukarı yönlü hareket yapmayacağı anlamına gelmez. Genellikle bu karar verilen hisselerde orta ve uzun vadede endekse paralel bir getiri elde edilmesinin beklendiğini gösterir. Fakat, gelecek her yeni haber, konjonktür değişimi bu kararı değiştirebilir

Endeks Altında Getiri (EA)

Bir hisse için “Endeks Altında Getiri” kararı verilmişse, orta ve uzun vadede endekse kıyasla daha zayıf bir getiri beklendiğini gösterir. “Endeks Altı Getiri” kararı verilmiş olsa dahi ilgili hisse senedinin kısa vadeli tepki yükselişleri yapabileceği veya teknik göstergelerinin kısa vadeli alım sinyali vermiş olması mümkündür. Bazı durumlarda, aslında orta ve uzun vadede hisse senedinden getiri beklenmiyor olsa da önemli bir haber, geçici bir kar artış haberi, ya da kısa vadede fiyatın olumlu bir seyir izlemesine neden olacak gelişmeler olduğunda da kısa vadeli “Endeks Üzeri Getiri” veya “Endekse Paralel Getiri” sağlanabilir.

PhillipCapital analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirmeyebilir.

Yasal Uyarı

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri 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 analizler 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. 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. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. Raporda yer alan bilgi ve veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından PhillipCapital hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, PhillipCapital ve tüm çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlara ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Sunulan yorum ve tavsiyelerin objektifliğini etkileyebilecek nitelikte bilinen herhangi bir ilişki ve koşul bulunmamakta olup, gerek Şirketimiz gerekse müşterileri arasında doğabilecek önemli çıkar çatışmalarına yol açmayacak şekilde hazırlanması için azami dikkat ve özen gösterilmiştir. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Bu raporun tümü veya bir kısmı PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.