

# Türk Hava Yolları

## 2021 2.Ç Mali Tablo Analizi

AL

Yükselme Potansiyeli 38%

### Gerçekleşen ve Tahminler

**2Ç21'de kar beklentilerinin aksine net zarar** Türk Hava Yolları 2Ç21'de net kar beklentilerinin aksine (İş Yat. 795 milyon TL; Piyasa: 811milyon TL), 497 milyon TL (62 milyon dolar) net zarar rakamı açıkladı. Şirket 2Ç20'de 2.2 milyar TL (327 milyon dolar) net zarar ve 2Ç19'da 133 milyon TL (26 milyon dolar) net kar rakamı açıklamıştı. THY'nin beklentimizin üzerinde gerçekleşen faaliyet performansına rağmen, net kar tahminimizdeki sapma, beklenenden daha yüksek kur farkı giderlerinden kaynaklandı. THY 2Ç20'deki 6.3 milyar TL'ye (0.9 milyar dolar) ve 2Ç19'deki 18.7 milyar TL'ye (3.2 milyar dolar) kıyasla 2Ç21'de beklentilerle uyumlu 18.2 milyar TL (2.2 milyar dolar) (İs Yat.:18.2 milyar TL; Piyasa: 18.6 milyar TL) konsolide gelir elde etti. Şirket 2Ç21'de hem bizim 3.9 milyar TL, hem de piyasanın 4.1 milyar TL'lik beklentisinin üzerinde 4.4 milyar TL (523 milyon dolar) FAVÖK (analist) rakamı kaydetti. THY 2Ç20'de 1.2 milyar TL (170 milyon dolar) ve 2Ç19'de 2.2 milyar TL (386 milyon dolar) FAVÖK rakamı elde etmişti. FAVÖK marjı 2Ç21'de %24,1 ile 2Ç20'deki %18.8'in ve 2Ç19'daki %12.1'in çok üzerinde gerçekleşti. 2Ç20'de Covid-19 salgının ortaya çıkması yolcu talebine olumsuz etkilediğinden havayolları filolarının çoğunu yere indirmişti. Bu nedenle 2Ç21 sonuçlarını 2Ç20 yerine 2Ç19 ile karşılaştırmanın daha anlamlı olacağına inanıyoruz.

### Son Çeyrekte Öne Çıkanlar

**Yolcu gelirlerindeki kaybı kargo gelirlerindeki yüksek büyüme sınırladı** THY'nin konsolide satış gelirleri ABD doları bazında 2Ç20'deki 901 milyar doların çok üzerinde ve 2Ç19'daki seviyesinin %68'sine tekabül edecek şekilde 2Ç21'de 2.18 milyar dolar gerçekleşti. 2Ç19 ile karşılandığında 2Ç21'de, %46 hacim artışı ve pandemi döneminde birim başına artan kargo gelirleri neticesinde iki katından fazla artış gösteren kargo gelirleri yolcu gelirlerindeki %57'lik gerilemeyi sınırladı. Bunun sonucunda konsolide gelirlerde kargo gelirlerinin 2Ç19'daki payı %13'den 2Ç21'de %43'e yükseldi (2Ç20 : %82). 2Ç19'da kıyasla 2Ç21'de kur etkisi hariç yolcu birim gelirleri (RASK) %22 düşüşle Usc4.58'e gerilerken, kur etkisi hariç R/Y %0.9 artışla Usc7.35'e yükseldi. 1Ç21'e kıyasla ise kur etkisi hariç yolcu birim gelirleri (RASK) ve R/Y sırasıyla %3.4 ve %4 artış gösterdi. 2Ç21'de yıllık bazda kur etkisi hariç R/Y Amerika (-%8.5) ve Orta Doğu'da (-%5.5) dışındaki tüm bölgelerde arttı. (Uzak Doğu (+%11), Afrika (+%5.6), Avrupa (+%16) ve Türkiye (+%23.6)).

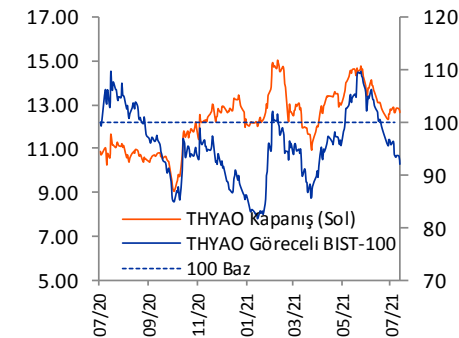
**Faaliyet kar marjlarında iyileşme** 2Ç19'e kıyasla 2Ç21'de kapasitedeki düşüş ve tasarruf önlemleri neticesinde faaliyet giderleri \$ bazında %34 düşüş kaydetti ve satış gelirlerindeki düşüşü bertaraf etti. Sendika ile yapılan anlaşma sonucu ücretlerde yapılan indirim neticesinde personel giderleri 2Ç21'de 2Ç19'e kıyasla \$ bazında %57 geriledi. Havaalanı giderleri ise 2Ç19'e kıyasla operasyonlardaki gerileme ve DHMİ tarafından yönetilen havaalanları ile Sabiha Gökçen Havaalanındaki %50 indirim neticesinde 2Ç21'de \$ bazında %29 geriledi. Yolcu hizmet ve ikram giderleri 2Ç19'a kıyasla 2Ç21'de hem hacimdeki düşüş hem de kabin içi menü konseptindeki değişiklikler sonucu \$ bazında %66 geriledi. 2Ç19'a kıyasla 2Ç21'de sabit giderler nedeniyle yakıt dışı birim giderler (ex fuel CASK), %23 artışla Usc5.85'e, toplam CASK rakamı ise %17 artışla Usc8.02'e yükseldi. Diğer taraftan ASK rakamı kargo operasyonlarıyla ilgili ATK ile eklenerek düzeltildiğinde yakıt dışı birim giderindeki artış 2Ç19'a kıyasla %2.4 ile sınırlı kaldı. THY 2Ç19'daki 561 milyon dolara kıyasla 2Ç21'de 637 milyon dolar FAVKÖK (şirket raporlaması) elde ederken, FAVKÖK marjı 2Ç19'daki %17.6'dan 2Ç21'de %26.6'a yükseldi.

Fiyat Bilgileri	TL	ABD \$
Kapanış	12.63	1.46
12 Aylık Hedef Fiyat	17.40	1.93
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	15.45	5.49
Piyasa Değeri (mn)	17,429	2,018
Halka Açık PD (mn)	8,812	1,020
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	1158.9	127.0
Hisse sayısı (Adet mn)		1,380
Takas Saklama Oranı (%)		51
Yabancı Oranı (%)		23

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL	-6.9	-2.2	19.6
ABD \$	-6.4	-15.9	1.2
BIST-100 Relatif	-10.8	0.5	-10.5

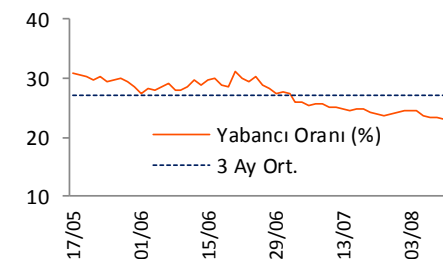
Çarpanlar	2020A	2021T	2022T
F/K	a.d	-40.3	3.4
PD/DD	0.4	0.4	0.3
FD/FAVÖK	16.5	9.7	6.2

### Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 9.02 15.02

Yabancı Oranı (%) Cari (%) : 23.44



Esra Şirineli

esirinel@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 72

## Türk Hava Yolları

Ortaklık Yapısı (%)	Faaliyet Konusu
Diğer	50.9 Türkiye'nin bayrak taşıyıcısı olarak faaliyet gösteren THY'nin %49'u Türkiye Varlık Fonu'nda
Türkiye Varlık Fonu	49.1 bulunuyor. Star Alliance üyesi olan şirket filosunda yer alan 200 uçakla, iç hatlar ve dış hatlar hava taşımacılığında toplamda 217 rotaya hizmet veriyor.

**Net borç pozisyonunda gerileme** THY'nin nakit rezervi 2020 sonundaki ve 1Ç21 sonundaki 1.8 milyar dolardan 2Ç21 sonunda 2.4 milyar dolara yükseldi. Net borç pozisyonu 2020 sonundaki 14.9 milyar dolardan ve 1Ç21 sonundaki 14.3 milyar dolardan 2Ç21'de 13.95 milyar dolara geriledi.

**Yorum:** 2Ç21'deki güçlü FAVÖK üretimine - 2Ç19'dan bile daha iyi - ve net borç pozisyonundaki düşüğe rağmen, piyasanın 2Ç21 için net kar beklentisinin aksine THYAO'nun açıkladığı net zarar rakamına olumsuz piyasa tepkisi görebiliriz. Hisse performansının, Covid-19 aşı oranlarına ilişkin haber akışı ve Türkiye'nin yaz turizm sezonunun potansiyel performansını etkileyen Covid-19 vaka sayılarındaki gelişme ile ilişkili olması bekleniyor. Şirket bugün saat 17:00'de bir web yayını yapacak. Daha sonra tahminlerimizi tekrar gözden geçireceğiz.

## Türk Hava Yolları

UFRS Gelir Tablosu (TL m n)	2Ç20	3Ç20	4Ç20	1Ç21	2Ç21	1Y20	1Y21
<b>Net Satışlar</b>	<b>6,177</b>	<b>11,018</b>	<b>13,923</b>	<b>13,252</b>	<b>18,233</b>	<b>21,507</b>	<b>31,485</b>
<b>Brüt Kar</b>	<b>-678</b>	<b>933</b>	<b>2,108</b>	<b>1,275</b>	<b>2,948</b>	<b>-358</b>	<b>4,223</b>
Faaliyet Giderleri	911	1,345	1,628	1,795	2,128	3,087	3,923
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>-1,589</b>	<b>-412</b>	<b>480</b>	<b>-520</b>	<b>820</b>	<b>-3,445</b>	<b>300</b>
<b>FAVÖK</b>	<b>1,164</b>	<b>2,563</b>	<b>3,885</b>	<b>2,566</b>	<b>4,399</b>	<b>1,813</b>	<b>6,965</b>
Faaliyet Dışı Gelirler (Gider)	-107	-1,331	-535	749	-1,529	-858	-780
<b>Vergi Öncesi Kar (Zarar)</b>	<b>-1,696</b>	<b>-1,743</b>	<b>-55</b>	<b>229</b>	<b>-709</b>	<b>-4,303</b>	<b>-480</b>
Vergi Giderleri (Gelirleri)	-538	797	-330	209	212	46	421
<b>Net Profit (Exc. IFRS 16)</b>	<b>-2,234</b>	<b>-946</b>	<b>-385</b>	<b>438</b>	<b>-497</b>	<b>-4,257</b>	<b>-59</b>

Büyüme & Opr. Perf.	2Ç20	3Ç20	4Ç20	1Ç21	2Ç21	1Y20	1Y21
<b>Büyüme</b>							
Net Satışlar (yıllık)	-67%	-51%	-27%	-14%	195%	-66%	46%
Faaliyet Gideri (yıllık)	-63%	-46%	-28%	-18%	134%	-58%	27%
Esas Faaliyet Karı (yıllık)	-3883%	-111%	-40%	-72%	-152%	-156%	-109%
FAVÖK (yıllık)	-48%	-56%	26%	295%	278%	-84%	284%
Net Kar (yıllık)	-1780%	-126%	-120%	-122%	-78%	-205%	-99%
<b>Marjlar</b>							
Brüt Marj	-11.0%	8.5%	15.1%	9.6%	16.2%	-1.7%	13.4%
Faaliyet Gideri / Ciro	14.7%	12.2%	11.69%	13.5%	11.7%	14.4%	12.5%
Faaliyet Kar Marjı	-25.7%	-3.7%	3.4%	-3.9%	4.5%	-16.0%	1.0%
FAVÖK Marjı	18.8%	23.3%	27.9%	19.4%	24.1%	8.4%	22.1%
Net Kar Marjı	-36.2%	-8.6%	-2.8%	3.3%	-2.7%	-19.8%	-0.2%
Özkaynak Karlılığı (Yıllıklandırılmış)	3.5%	-7.8%	-13.5%	-7.3%	-3.1%	11.3%	8.3%
Aktif Karlılığı (Yıllıklandırılmış)	0.9%	-1.9%	-3.1%	-1.6%	-0.7%	3.2%	2.3%
Effektif Vergi Oranı	-31.7%	45.7%	-600.0%	-91.3%	29.9%	1.1%	87.7%
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	46.3%	4.2%	18.0%	36.1%	53.7%	12.3%	46.3%
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	47.5%	-0.3%	13.4%	37.1%	47.3%	4.9%	43.0%
Operasyonel Nakit Akışı / FAVÖK	246%	18%	65%	186%	222%	145%	209%

UFRS Nakim Akım (TL m n)	2Ç20	3Ç20	4Ç20	1Ç21	2Ç21	1Y20	1Y21
<b>İşletme Faal. Kay. Net Nakit</b>	<b>2,861</b>	<b>459</b>	<b>2,509</b>	<b>4,778</b>	<b>9,787</b>	<b>2,635</b>	<b>14,565</b>
Düzeltilme Öncesi Kar	-2,234	-946	-385	438	-497	-4,257	-59
Amortisman & İtfa Payları	2,753	2,975	3,405	3,086	3,579	5,258	6,665
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	2,242	1,941	2,501	-462	3,325	3,232	2,863
İşletme Sermayesindeki Değ.	100	-3,511	-3,012	1,716	3,380	-1,598	5,096
<b>Yatırım Faal. Kay. Nakit</b>	<b>71</b>	<b>-489</b>	<b>-645</b>	<b>134</b>	<b>-1166</b>	<b>-1576</b>	<b>-1032</b>
Sabit Sermaye Yatırımları	-1,488	-1,614	-1,961	-1,033	-1,507	-4,329	-2,540
Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	1,559	1,125	1,316	1,167	341	2,753	1,508
<b>Serbest Nakit Akım</b>	<b>2,932</b>	<b>-30</b>	<b>1,864</b>	<b>4,912</b>	<b>8,621</b>	<b>1,059</b>	<b>13,533</b>
<b>Finansman Faal. Kay. Nakit</b>	<b>-1,019</b>	<b>-2,153</b>	<b>1,565</b>	<b>-3,526</b>	<b>-3,737</b>	<b>-1,340</b>	<b>-7,263</b>
Finansal Borçlardaki Değişim	1,906	1,194	5,176	576	1,090	4,278	1,666
Temettü Ödemeleri	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-2,925	-3,347	-3,611	-4,102	-4,827	-5,618	-8,929
Yabancı Para Çevrim Farkları Etkisi	0	0	0	0	0	0	0
<b>Net Nakit Değişimi</b>	<b>1,913</b>	<b>-2,183</b>	<b>3429</b>	<b>1386</b>	<b>4884</b>	<b>-281</b>	<b>6,270</b>

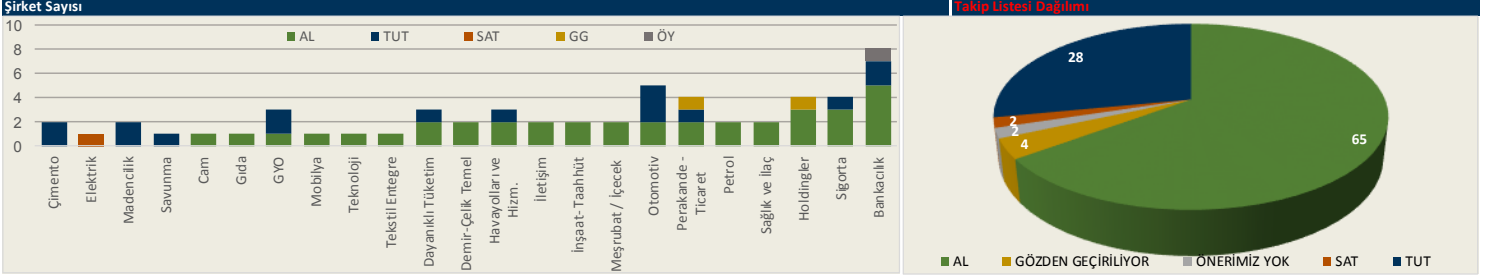
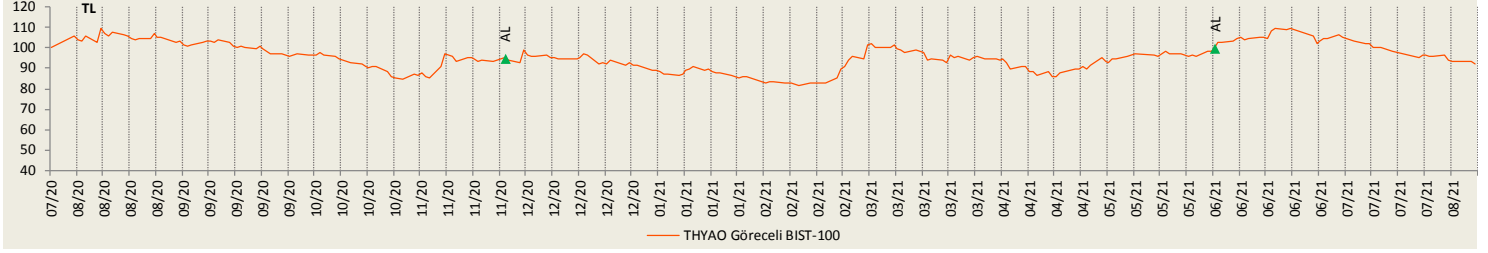
Türk Hava Yolları

UFRS Bilanço (TL mn)	2Ç20	3Ç20	4Ç20	1Ç21	2Ç21
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>28,568</b>	<b>29,238</b>	<b>30,659</b>	<b>34,150</b>	<b>41,325</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	12,150	9,974	13,424	14,809	20,450
Ticari Alacaklar	1,896	3,287	4,672	5,990	7,438
Stoklar	2,257	2,448	2,236	2,344	2,373
Diğer Dönen Varlıklar	12,265	13,529	10,327	11,007	11,064
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>140,730</b>	<b>161,783</b>	<b>156,743</b>	<b>177,125</b>	<b>187,247</b>
Maddi Duran Varlıklar	124,526	144,205	30,431	35,181	37,738
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	704	772	744	848	865
Kullanım Hakkı Varlıkları (UFRS 16)	0	0	108,465	122,572	130,764
Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	13,172	14,292	14,674	16,266	15,774
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>169,298</b>	<b>191,021</b>	<b>187,402</b>	<b>211,275</b>	<b>228,572</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>44,319</b>	<b>47,844</b>	<b>47,379</b>	<b>51,859</b>	<b>60,661</b>
Finansal Borçlar	26,300	31,019	32,600	34,794	37,305
Ticari Borçlar	6,743	6,518	6,322	6,378	7,522
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	11,276	10,307	8,457	10,687	15,834
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>84,164</b>	<b>99,187</b>	<b>100,512</b>	<b>111,563</b>	<b>119,038</b>
Finansal Borçlar	73,310	87,559	89,994	98,460	104,976
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	10,854	11,628	10,518	13,103	14,062
<b>Özkaynaklar</b>	<b>40,815</b>	<b>43,990</b>	<b>39,511</b>	<b>47,853</b>	<b>48,873</b>
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	40,806	43,980	39,502	47,844	48,864
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>169,298</b>	<b>191,021</b>	<b>187,402</b>	<b>211,275</b>	<b>228,572</b>

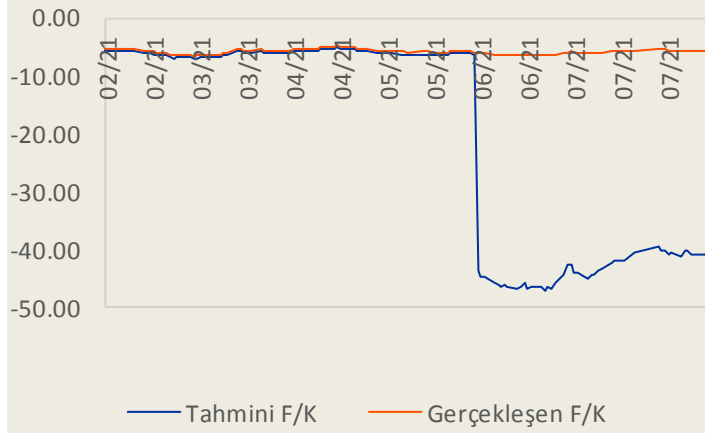
Yatırımlar ve Borçluluk	2Ç20	3Ç20	4Ç20	1Ç21	2Ç21
Net Sabit Sermaye Yatırımları	1,488	1,614	1,961	1,033	1,507
Net Sabit Sermaye Yatırımları / Ciro	24.1%	14.6%	14.1%	7.8%	8.3%
İşletme Sermayesindeki Değişiklikler (Nakit Akım)	100	-3,511	-3,012	1,716	3,380
İşletme Sermayesindeki Değişiklikler / Ciro	1.6%	-31.9%	-21.6%	12.9%	18.5%
Net Borç (Nakit)	87,460	108,604	109,170	118,445	121,831
Net Borç / FAVÖK (Yıllıklandırılmış)	8.2	14.5	13.2	11.6	9.1

## Türk Hava Yolları

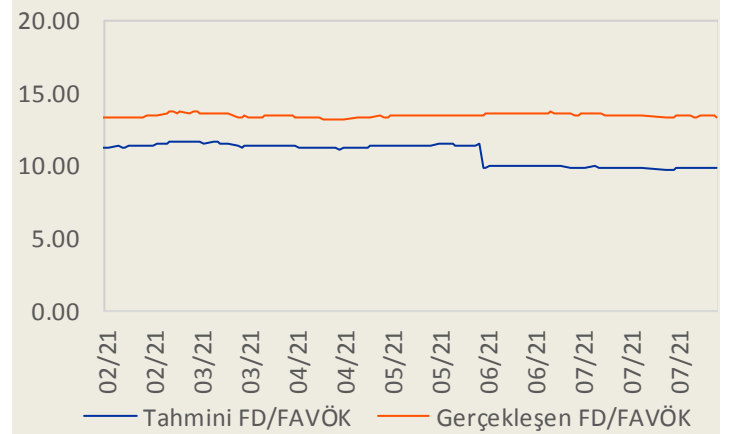
### Göreceli Getiri / Öneriler



### Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



### Tahmini FD/FAVÖK & Gerçekleşen FD/FAVÖK



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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 tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.