

## TÜRK HAVA YOLLARI

## Endeks Üzeri Getiri

## Beklenenden kötü sonuçlar

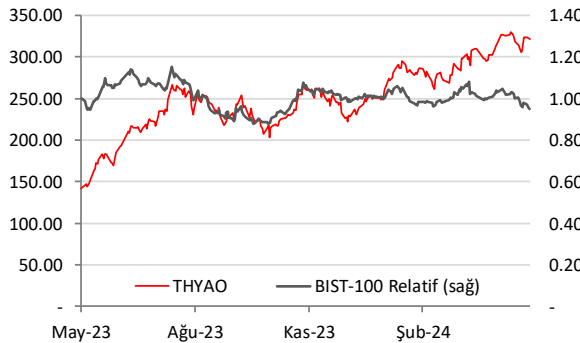
Analist: Aytunç Uz

[aytunc.uz@akyatirim.com.tr](mailto:aytunc.uz@akyatirim.com.tr)

**Türk Hava Yolları (THYAO)** 1Ç24'te piyasa beklentisi olan 249 milyon ABD dolarının %9 ve bizim beklentimiz olan 339 milyon ABD dolarının %33 altında 226 milyon ABD doları (y/y: -%3) net kâr açıkladı. Beklentimizden 143 milyon ABD doları daha yüksek vergi gelirlerine rağmen beklentimizden 249 milyon ABD doları daha yüksek gelen net finansal giderler beklentimizin altında net kara yol açtı.

**Yorum ve Değerlendirme:** 1Ç24'te THY, beklentilerin %20 altında FAVÖK ve %9 altında net kar açıkladı. Açılıştta piyasa tepkisinin "Olumsuz" olacağını düşünüyoruz. THY için hedef fiyatımızı 450 TL seviyesinden 530 TL seviyesine yükseltiyoruz. Hedef fiyat revizyonumuzun arkasındaki temel sebep güncellenen makro tahmin setimizdir. Tavsiyemizi "Endeksin Üzerinde Getiri" olarak koruyoruz. Yönetim genellikle analist konferanslarında beklentilerini paylaşıyor. Konferanstan sonra rakamlarımızı güncelleyebiliriz.

		THYAO Tİ			
Bloomberg Kodu		Endeks Üz. Getiri			
Tavsiye		530.00 (önceki 450.00)			
Hedef Fiyat, TL		321.50			
Güncel Fiyat, TL		65%			
Getiri Potansiyeli		50%			
Halka Açıklık Oranı		443,670			
Piyasa Değeri, mn TL		652,501			
Firma Değeri, mn TL					
Finansal Veriler		2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar					
Ciro, mn TL	504,398	786,398	1,013,407	1,253,668	
FAVÖK, mn TL	115,397	151,297	193,870	237,780	
Net Kâr, mn TL	163,003	85,557	101,974	122,578	
Borçluluk					
Net Borç, mn TL	242,746	382,354	409,904	432,392	
Net Borç/FAVÖK	2.1	2.5	2.1	1.8	
Kârlılık					
FAVÖK Marjı	22.9%	19.2%	19.1%	19.0%	
Net Marj	32.3%	10.9%	10.1%	9.8%	
Temettü Verimi	-	-	-	-	
Büyüme					
Ciro, y/y	62.1%	55.9%	28.9%	23.7%	
FAVÖK, y/y	46.7%	31.1%	28.1%	22.6%	
Net Kâr, y/y	243.7%	-47.5%	19.2%	20.2%	
Değerleme Verisi		2023	2024T	2025T	2026T
F/K	1.6	5.2	4.4	3.6	
FD/FAVÖK	4.0	5.2	4.2	3.5	
FD/Ciro	0.9	1.0	0.8	0.7	
Hisse Verileri		1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	6.2%	12.8%	137.3%	40.6%	
BİST-100 Relatif	-6.0%	-3.3%	-2.8%	-3.6%	
AOİH, mn TL	11,667	11,014	9,782	10,528	



Piyasa verileri 22 Mayıs 2024 tarihlidir.

## Çeyrek Özet

milyon USD	Özet Finansallar					Beklentilerle Karşılaştırma		
	1Ç24	1Ç23	y/y	4Ç23	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark
Net Satışlar	4,769	4,353	10%	5,119	-7%	4,745	4,781	0%
FAVÖK	503	631	-20%	825	-39%	630	629	-20%
FAVÖK Marjı	10.5%	14.5%	-395 bps	16.1%	-636 bps	13.3%	13.2%	-2,730 bps
Net Kar	226	233	-3%	3,233	-93%	249	339	-9%

Kaynak: Rasyonet, AK Yatırım

**1Ç24 Sonuçlarına İlişkin Detaylar:**

**Toplam Arz Edilen Koltuk km (AKK) 1Ç24'te hem yurt içi hem de yurt dışı operasyonların olumlu katkısıyla yıllık %13 arttı.** 1Ç24'te Uzak Doğu en yüksek katkıyı sağlarken Avrupa onu takip etti. Orta Doğu AKK'sı 1Ç24'te yıllık 90 milyon daraldı. Filo büyüklüğü 1Ç24'te bir önceki çeyreğe göre 13 net ilaveyle 453 uçağa ulaştı. Uluslararası operasyonlara tahsis edilen kapasite 1Ç23'te yıllık 0,3 puan arttı.

**1Ç24'te toplam Ücretli Yolcu Km (ÜYK), hem yurt içi hem de yurt dışı operasyonların olumlu katkısıyla yıllık %12 oranında arttı.** 1Ç24'te Uzak Doğu en yüksek katkıyı sağlayan bölge olurken, onu Kuzey Amerika izledi. Orta Doğu'da RPK 1Ç24'te yıllık 134 milyon azaldı. Doluluk oranı 1Ç24'te yurt dışı operasyonların negatif etkisiyle yıllık 0,9 puan geriledi. Toplam yolcu sayısı, hem yurt içi hem de uluslararası operasyonların olumlu katkısıyla 1Ç24'te yıllık %8 arttı.

**1Ç24'te THY'nin net satışları beklentimize paralel yıllık %10 arttı.** Yurt içi yolcu gelirleri yıllık 48 milyon ABD doları artarken, uluslararası yolcu gelirleri yıllık 129 milyon ABD doları arttı. Kargo gelirleri 1Ç24'te yıllık 159 milyon ABD doları tutarında arttı. 1Ç24'te net satışlardaki yıllık büyümeye en yüksek nominal katkı yapan kalem kargo gelirleri oldu.

**Birim gelirler yıllık %6 daraldı.** Birim yolcu gelirleri uluslararası faaliyetlerdeki daralma ile yıllık %6 daraldı. Yurt içi birim yolcu geliri yıllık %6 artarken uluslararası birim yolcu geliri %7 daraldı. Kargo fiyatları 1Ç24'te yıllık %6 daraldı.

**1Ç24'te birim giderler yıllık %1 arttı.** Birim yakıt giderleri yıllık %8 daraldı. Yakıt giderleri hariç birim giderler yıllık %5 arttı. Birim personel giderleri yıllık %25 arttı.

**1Ç24'te FAVÖK beklentimizin %20 altında kalarak, yıllık %20 daraldı.** 1Ç24'te FAVÖK marjı, beklentimizin 2,6 puan altında, %10,5 seviyesinde gerçekleşti.

**1Ç24'te THY'nin net borcu çeyreklik %7 daralarak 7,4 milyar ABD doları oldu.** 1Ç23'te filoya net 13 uçak girdi. 1Ç24'te net işletme sermayesi ihtiyacı çeyreklik 884 milyon ABD doları daraldı. Net borç/FAVÖK oranı 1Ç24'te 1,6x seviyesine geriledi. (4Ç23: 1,7x). Bir çeyrek önce 3,6 milyar ABD doları seviyesinde olan net nakit rezervi, 1Ç24'te 3,9 milyar ABD doları seviyesine yükseldi. Net nakit rezervine göre THY 1Ç24'te 348 milyon ABD doları tutarında nakit yarattı.

Revizyonlar	Yeni			Eski		
	2024T	2025T	2026T	2024T	2025T	2026T
Net Satışlar	22,748	23,818	25,247	21,713	22,438	23,877
% değişim	9%	5%	6%	4%	3%	6%
FAVÖK	4,326	4,524	4,789	4,346	4,495	4,783
FAVÖK Marjı	19.0%	19.0%	19.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Net Kar	2,445	2,365	2,469	2,409	2,353	2,481
% değişim	-59%	-3%	4%	-60%	-2%	5%
<b>Eski Tahminlerle Fark</b>						
Net Satışlar	4.8%	6.2%	5.7%			
FAVÖK	-0.5%	0.7%	0.1%			
Net Kar	1.5%	0.5%	-0.5%			
Hedef Fiyat		530.0			450.0	
HF Değişim		17.8%				

<b>Gelir Tablosu (milyon USD)</b>	<b>1Ç23</b>	<b>2Ç23</b>	<b>3Ç23</b>	<b>4Ç23</b>	<b>1Ç24</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
<b>Satış Gelirleri</b>	<b>4,353</b>	<b>5,149</b>	<b>6,321</b>	<b>5,119</b>	<b>4,769</b>	<b>10,686</b>	<b>18,426</b>	<b>20,942</b>
Satışların Maliyeti	-3,705	-3,862	-4,185	-4,308	-4,245	-8,322	-14,036	-16,060
<b>Brüt Kar</b>	<b>648</b>	<b>1,287</b>	<b>2,136</b>	<b>811</b>	<b>524</b>	<b>2,364</b>	<b>4,390</b>	<b>4,882</b>
Operasyonel Giderler	514	579	553	563	552	1,089	1,674	2,209
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>134</b>	<b>708</b>	<b>1,583</b>	<b>248</b>	<b>-28</b>	<b>1,275</b>	<b>2,716</b>	<b>2,673</b>
Amortisman ve İtfa Payları	497	497	464	577	531	1,740	1,864	2,035
<b>FAVÖK</b>	<b>631</b>	<b>1,205</b>	<b>2,047</b>	<b>825</b>	<b>503</b>	<b>3,015</b>	<b>4,580</b>	<b>4,708</b>
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	142	152	722	-50	196	-252	223	966
Diğer Faaliyet Gelir / (Gider)	-20	86	153	-33	70	139	63	186
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	-12	42	116	86	2	75	121	232
Yatırım Faalaliyetlerinden Gelir / (Gider)	139	198	283	248	308	200	293	868
Finansal Gelir / (Gider)	35	-174	170	-351	-184	-666	-254	-320
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>276</b>	<b>860</b>	<b>2,305</b>	<b>200</b>	<b>168</b>	<b>1,023</b>	<b>2,939</b>	<b>3,641</b>
Vergi Geliri / (Gideri)	-43	-225	-385	3,033	58	-64	-214	2,380
<b>Vergi Sonrası Net Kar</b>	<b>233</b>	<b>635</b>	<b>1,920</b>	<b>3,233</b>	<b>226</b>	<b>959</b>	<b>2,725</b>	<b>6,021</b>
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Net Kar</b>	<b>233</b>	<b>635</b>	<b>1,920</b>	<b>3,233</b>	<b>226</b>	<b>959</b>	<b>2,725</b>	<b>6,021</b>
<b>Büyüme (Yıllık)</b>	<b>1Ç23</b>	<b>2Ç23</b>	<b>3Ç23</b>	<b>4Ç23</b>	<b>1Ç24</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Satış Gelirleri	42.7%	13.5%	4.2%	7.3%	9.6%	58.7%	72.4%	13.7%
Operasyonel Giderler	39.7%	38.8%	27.7%	23.5%	7.4%	22.9%	53.7%	32.0%
Faaliyet Karı	-6.9%	36.2%	10.2%	-59.7%	n.a.	n.a.	113.0%	-1.6%
FAVÖK	6.8%	24.0%	7.1%	-25.4%	-20.3%	167.1%	51.9%	2.8%
Net Kar	44.7%	10.2%	26.7%	583.5%	-3.0%	n.a.	184.2%	121.0%
<b>Karlılık / Rasyo Analizi</b>	<b>1Ç23</b>	<b>2Ç23</b>	<b>3Ç23</b>	<b>4Ç23</b>	<b>1Ç24</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Brüt Kar Marjı	14.9%	25.0%	33.8%	15.8%	11.0%	22.1%	23.8%	23.3%
Operasyonel Gider Marjı	11.8%	11.2%	8.7%	11.0%	11.6%	10.2%	9.1%	10.5%
Faaliyet Kar Marjı	3.1%	13.8%	25.0%	4.8%	-0.6%	11.9%	14.7%	12.8%
FAVÖK Marjı	14.5%	23.4%	32.4%	16.1%	10.5%	28.2%	24.9%	22.5%
Efektif Vergi Oranı	-15.6%	-26.2%	-16.7%	1516.5%	34.5%	-6.3%	-7.3%	65.4%
Net Kar Marjı	5.4%	12.3%	30.4%	63.2%	4.7%	9.0%	14.8%	28.8%

<b>Bilanço (milyon USD)</b>	<b>1Ç23</b>	<b>2Ç23</b>	<b>3Ç23</b>	<b>4Ç23</b>	<b>1Ç24</b>
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>7,911</b>	<b>8,542</b>	<b>9,285</b>	<b>8,595</b>	<b>8,535</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	2,620	2,622	910	683	841
Finansal Yatırımlar	2,660	3,219	5,586	5,344	4,825
Ticari Alacaklar	905	902	867	856	990
Stoklar	340	358	359	418	454
Diğer Dönen Varlıklar	1,386	1,441	1,563	1,294	1,425
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>24,158</b>	<b>24,517</b>	<b>25,427</b>	<b>27,076</b>	<b>27,578</b>
Finansal Yatırımlar	280	304	368	398	541
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	237	235	349	497	513
Toplam Sabit Yatırımlar	21,580	21,870	22,330	23,117	23,403
Diğer Duran Varlıklar	2,621	2,716	3,116	3,860	4,203
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>32,069</b>	<b>33,059</b>	<b>34,712</b>	<b>35,671</b>	<b>36,113</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>9,035</b>	<b>9,630</b>	<b>8,878</b>	<b>9,087</b>	<b>9,479</b>
Finansal Borçlar	4,068	3,909	3,812	3,723	3,276
Ticari Borçlar	1,226	1,302	1,323	1,291	1,358
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,741	4,419	3,743	4,073	4,845
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>13,009</b>	<b>12,976</b>	<b>13,252</b>	<b>11,021</b>	<b>10,632</b>
Finansal Borçlar	10,254	10,060	9,831	10,524	10,063
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,755	2,916	3,421	497	569
<b>Özkaynaklar</b>	<b>10,025</b>	<b>10,453</b>	<b>12,582</b>	<b>15,563</b>	<b>16,002</b>
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	10,022	10,448	12,577	15,558	15,998
Azınlık Payları	3	5	5	5	4
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>32,069</b>	<b>33,059</b>	<b>34,712</b>	<b>35,671</b>	<b>36,113</b>
İşletme Sermayesi	-2,997	-3,697	-3,003	-2,830	-3,714
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	-15%	-18%	-15%	-14%	-17%
Toplam Borç	14,322	13,969	13,643	14,247	13,339
Net Borç / (Nakit)	8,552	7,671	6,734	7,915	7,355
Net Borç / G12A FAVÖK	1.9	1.6	1.3	1.7	1.6
Net Borç / Özkaynaklar	0.9	0.7	0.5	0.5	0.5
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	-6,763	-5,949	-8,919	-10,164	-9,348



## AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların İnternet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.