

TÜRK HAVA YOLLARI

Endeks Üzeri Getiri

Beklenenden güçlü faaliyet dışı gelirler beklentinin üzerinde net kara yol açtı

Analist: Aytunç Uz

aytunc.uz@akyatirim.com.tr

Türk Hava Yolları (THYAO) 2Ç24'te piyasa beklentisi olan 687 milyon ABD dolarının %37 ve bizim beklentimiz olan 615 milyon ABD dolarının %53 üzerinde 943 milyon ABD doları (y/y: +%49) net kâr açıkladı. Beklentimizden 66 milyon ABD doları daha yüksek net finansal gelirler ve beklentimizden 290 milyon ABD doları daha yüksek vergi geliri beklentimizin üzerinde net kara yol açtı.

Yorum ve Değerlendirme: 2Ç24'te THY, beklentilerin %13 altında FAVÖK ve %37 üzerinde net kar açıkladı. Operasyonel sonuçlardaki olumsuz sapmaya rağmen beklentileri aşan net kar, güçlü nakit akışı ve iyileşen net borç nedenleriyle açılıştta "Hafif Olumlu" piyasa tepkisi bekliyoruz. (2Ç24'te, önceki çeyreklerde 20'lerde olan çeyreklik tahmin sayısının 8'e düşmesi piyasa beklentisinin kalitesine ilişkin soru işaretlerine yol açmıştır). Tavsiyemizi "Endeksin Üzerinde Getiri" olarak koruyoruz. Hedef fiyatımızı 530 TL seviyesinde koruyoruz. Yönetim genellikle analist konferanslarında beklentilerini paylaşıyor. Konferanstan sonra rakamlarımızı güncelleyebiliriz.

| | |
|----------------------|------------------|
| Bloomberg Kodu | THYAO TI |
| Tavsiye | Endeks Ü. Getiri |
| Hedef Fiyat, TL | 530.00 |
| Güncel Fiyat, TL | 277.00 |
| Getiri Potansiyeli | 91% |
| Halka Açıklık Oranı | 50% |
| Piyasa Değeri, mn TL | 382,260 |
| Firma Değeri, mn TL | 577,824 |

Finansal Veriler**Özet UFRS Finansallar**

| | 2023 | 2024T | 2025T | 2026T |
|----------------|---------|---------|-----------|-----------|
| 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

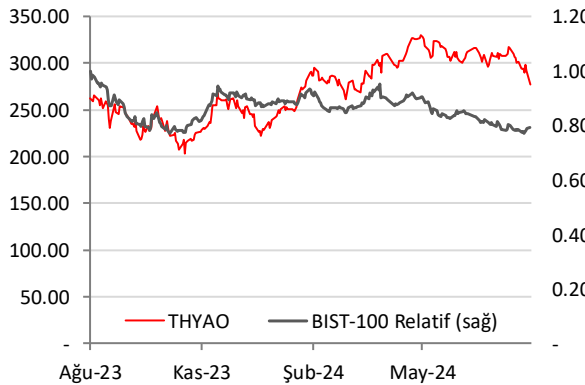
| | | | | |
|--------------|--------|--------|-------|-------|
| Ciro, y/y | 62.1% | 55.9% | 28.9% | 23.7% |
| FAVÖK, y/y | 46.7% | 31.1% | 28.1% | 22.6% |
| Net Kâr, y/y | 243.7% | -47.5% | 19.2% | 20.2% |

Değerleme Verisi

| | 2023 | 2024T | 2025T | 2026T |
|----------|------|-------|-------|-------|
| F/K | 1.6 | 4.5 | 3.7 | 3.1 |
| FD/FAVÖK | 4.0 | 4.8 | 3.9 | 3.3 |
| FD/Ciro | 0.9 | 0.9 | 0.7 | 0.6 |

Hisse Verileri

| | 1A | 3A | 12A | YBG |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| Nominal Getiri | -10.1% | -14.8% | 11.3% | 21.2% |
| BİST-100 Relatif | -1.4% | -11.5% | -16.7% | -8.5% |
| AOİH, mn TL | 8,581 | 9,564 | 9,889 | 10,109 |



Piyasa verileri 5 Ağustos 2024 tarihlidir.

Çeyrek Özet

| milyon USD | Özet Finansallar | | | | Beklentilerle Karşılaştırma | | | |
|--------------|------------------|-------|----------|-------|-----------------------------|--------|-------|-------------|
| | 2Ç24 | 2Ç23 | y/y | 1Ç24 | ç/ç | Piyasa | AK | Piyasa Fark |
| Net Satışlar | 5,661 | 5,149 | 10% | 4,769 | 19% | 5,546 | 5,548 | 2% |
| FAVÖK | 1,053 | 1,205 | -13% | 503 | 109% | 1,216 | 1,045 | -13% |
| FAVÖK Marjı | 18.6% | 23.4% | -480 bps | 10.5% | -1,193 bps | 21.9% | 18.8% | -3,322 bps |
| Net Kar | 943 | 635 | 49% | 226 | 317% | 687 | 615 | 37% |

Kaynak: Rasyonet, AK Yatırım

2Ç24 Sonuçlarına İlişkin Detaylar:

İç hat faaliyetlerinin olumsuz etkisine rağmen Toplam Arz Edilen Koltuk km (AKK) 2Ç24'te yıllık %8 arttı. 2Ç24'te Uzak Doğu en yüksek katkıyı sağlarken Avrupa onu takip etti. Orta Doğu AKK'sı 2Ç24'te yıllık 520 milyon daraldı. İç hat AKK'sı 2Ç24'te yıllık 430mn daraldı. Filo büyüklüğü 2Ç24'te bir önceki çeyreğe göre 5 net ilaveyle 458 uçağa ulaştı. Uluslararası operasyonlara tahsis edilen kapasite 2Ç24'te yıllık 1,5 puan arttı.

İç hat faaliyetlerinin olumsuz etkisine rağmen Ücretli Yolcu Km (ÜYK), yıllık %7 arttı. 2Ç24'te Uzak Doğu en yüksek katkıyı sağlayan bölge olurken, onu Avrupa izledi. Orta Doğu'da ÜYK 2Ç24'te yıllık 361 milyon azaldı. İç hat ÜYK 2Ç24'te yıllık 56 milyon daraldı. Doluluk oranı 2Ç24'te yurt dışı operasyonların olumsuz etkisiyle yıllık 0,8 puan geriledi. Toplam yolcu sayısı, dış hat faaliyetlerinin olumlu katkısıyla 2Ç24'te %2 arttı. İç hat yolcu sayısı yıllık 8,4 milyon seviyesinde yatay kaldı.

Uluslararası faaliyetlerdeki güçlü performans ile kargo hacmi yıllık %30 arttı. 2Ç24'te Uzak Doğu en yüksek katkıyı sağlarken Avrupa onu takip etti. Orta Doğu kargo hacmi yükselen siyasi gerilime rağmen yıllık %32 arttı. Yurt içi kargo hacmi yıllık %2 daraldı.

2Ç24'te THY'nin net satışları beklentimize ve piyasa beklentisine paralel yıllık %10 arttı. İç hat yolcu gelirleri yıllık 87 milyon ABD doları artarken, dış hat yolcu gelirleri yıllık 93 milyon ABD doları arttı. Kargo gelirleri 2Ç24'te yıllık 285 milyon ABD doları tutarında arttı. 2Ç24'te net satışlardaki yıllık büyümeye en yüksek nominal katkı yapan kalem kargo gelirleri oldu.

Birim gelirler yıllık %1 arttı. Birim yolcu gelirleri uluslararası faaliyetlerdeki daralma ile yıllık %2 daraldı. Yurt içi birim yolcu geliri yıllık %24 artarken uluslararası birim yolcu geliri %5 daraldı. Kargo fiyatları 2Ç24'te yıllık %14 arttı.

2Ç24'te birim giderler yıllık %8 arttı. Artan yakıt verimliliğine rağmen birim yakıt giderleri artan jet fiyatı sebebiyle yıllık %7 arttı. Yakıt giderleri hariç birim giderler yıllık %8 arttı. Birim personel giderleri yıllık %21 arttı. Birim giderlerdeki artış ağırlıklı olarak personel, yakıt ve yer hizmetleri giderlerindeki artıştan kaynaklandı.

2Ç24'te FAVÖK beklentimize paralel fakat piyasa beklentisinin %13 altında kalarak, yıllık %13 daraldı. 2Ç24'te FAVÖK marjı, beklentimize paralel, %18,6 seviyesinde gerçekleşti. FAVÖK marjındaki yıllık daralma ağırlıklı olarak birim giderlerdeki artıştan kaynaklanmaktadır.

2Ç24'te THY'nin net borcu çeyreklik %10 daralarak 6,6 milyar ABD doları oldu. 2Ç24'te filoya net 5 uçak girdi. 2Ç24'te net işletme sermayesi ihtiyacı çeyreklik 3,7 milyar ABD doları daraldı. Net borç/FAVÖK oranı 2Ç24'te 1,5x seviyesine geriledi. (1Ç24: 1,6x). Bir çeyrek önce 3,9 milyar ABD doları seviyesinde olan net nakit rezervi, 2Ç24'te 4,4 milyar ABD doları seviyesine yükseldi. Net nakit rezervine göre THY 2Ç24'te 452 milyon ABD doları tutarında nakit yarattı.

| Gelir Tablosu (milyon USD) | 1Ç23 | 2Ç23 | 3Ç23 | 4Ç23 | 1Ç24 | 2Ç24 | 2021 | 2022 | 2023 |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| Satış Gelirleri | 4,353 | 5,149 | 6,321 | 5,119 | 4,769 | 5,661 | 10,686 | 18,426 | 20,942 |
| Satışların Maliyeti | -3,705 | -3,862 | -4,185 | -4,308 | -4,245 | -4,570 | -8,322 | -14,036 | -16,060 |
| Brüt Kar | 648 | 1,287 | 2,136 | 811 | 524 | 1,091 | 2,364 | 4,390 | 4,882 |
| Operasyonel Giderler | 514 | 579 | 553 | 563 | 552 | 581 | 1,089 | 1,674 | 2,209 |
| Faaliyet Karı | 134 | 708 | 1,583 | 248 | -28 | 510 | 1,275 | 2,716 | 2,673 |
| Amortisman ve İtfa Payları | 497 | 497 | 464 | 577 | 531 | 543 | 1,740 | 1,864 | 2,035 |
| FAVÖK | 631 | 1,205 | 2,047 | 825 | 503 | 1,053 | 3,015 | 4,580 | 4,708 |
| Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider) | 142 | 152 | 722 | -50 | 196 | 348 | -252 | 223 | 966 |
| Diğer Faaliyet Gelir / (Gider) | -20 | 86 | 153 | -33 | 70 | 81 | 139 | 63 | 186 |
| Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı | -12 | 42 | 116 | 86 | 2 | 17 | 75 | 121 | 232 |
| Yatırım Faaliliyetlerinden Gelir / (Gider) | 139 | 198 | 283 | 248 | 308 | 441 | 200 | 293 | 868 |
| Finansal Gelir / (Gider) | 35 | -174 | 170 | -351 | -184 | -191 | -666 | -254 | -320 |
| Vergi Öncesi Kar | 276 | 860 | 2,305 | 200 | 168 | 858 | 1,023 | 2,939 | 3,641 |
| Vergi Geliri / (Gideri) | -43 | -225 | -385 | 3,033 | 58 | 85 | -64 | -214 | 2,380 |
| Vergi Sonrası Net Kar | 233 | 635 | 1,920 | 3,233 | 226 | 943 | 959 | 2,725 | 6,021 |
| Azınlık Payları | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Net Kar | 233 | 635 | 1,920 | 3,233 | 226 | 943 | 959 | 2,725 | 6,021 |
| Büyüme (Yıllık) | 1Ç23 | 2Ç23 | 3Ç23 | 4Ç23 | 1Ç24 | 2Ç24 | 2021 | 2022 | 2023 |
| Satış Gelirleri | 42.7% | 13.5% | 4.2% | 7.3% | 9.6% | 9.9% | 58.7% | 72.4% | 13.7% |
| Operasyonel Giderler | 39.7% | 38.8% | 27.7% | 23.5% | 7.4% | 0.3% | 22.9% | 53.7% | 32.0% |
| Faaliyet Karı | -6.9% | 36.2% | 10.2% | -59.7% | n.a. | -28.0% | n.a. | 113.0% | -1.6% |
| FAVÖK | 6.8% | 24.0% | 7.1% | -25.4% | -20.3% | -12.6% | 167.1% | 51.9% | 2.8% |
| Net Kar | 44.7% | 10.2% | 26.7% | 583.5% | -3.0% | 48.5% | n.a. | 184.2% | 121.0% |
| Karlılık / Rasyo Analizi | 1Ç23 | 2Ç23 | 3Ç23 | 4Ç23 | 1Ç24 | 2Ç24 | 2021 | 2022 | 2023 |
| Brüt Kar Marjı | 14.9% | 25.0% | 33.8% | 15.8% | 11.0% | 19.3% | 22.1% | 23.8% | 23.3% |
| Operasyonel Gider Marjı | 11.8% | 11.2% | 8.7% | 11.0% | 11.6% | 10.3% | 10.2% | 9.1% | 10.5% |
| Faaliyet Kar Marjı | 3.1% | 13.8% | 25.0% | 4.8% | -0.6% | 9.0% | 11.9% | 14.7% | 12.8% |
| FAVÖK Marjı | 14.5% | 23.4% | 32.4% | 16.1% | 10.5% | 18.6% | 28.2% | 24.9% | 22.5% |
| Efektif Vergi Oranı | -15.6% | -26.2% | -16.7% | 1516.5% | 34.5% | 9.9% | -6.3% | -7.3% | 65.4% |
| Net Kar Marjı | 5.4% | 12.3% | 30.4% | 63.2% | 4.7% | 16.7% | 9.0% | 14.8% | 28.8% |

| Bilanço (milyon USD) | 1Ç23 | 2Ç23 | 3Ç23 | 4Ç23 | 1Ç24 | 2Ç24 |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Dönen Varlıklar | 7,911 | 8,542 | 9,285 | 8,595 | 8,535 | 9,505 |
| Nakit ve Nakit Benzerleri | 2,620 | 2,622 | 910 | 683 | 841 | 1,011 |
| Finansal Yatırımlar | 2,660 | 3,219 | 5,586 | 5,344 | 4,825 | 4,788 |
| Ticari Alacaklar | 905 | 902 | 867 | 856 | 990 | 1,166 |
| Stoklar | 340 | 358 | 359 | 418 | 454 | 499 |
| Diğer Dönen Varlıklar | 1,386 | 1,441 | 1,563 | 1,294 | 1,425 | 2,041 |
| Duran Varlıklar | 24,158 | 24,517 | 25,427 | 27,076 | 27,578 | 28,083 |
| Finansal Yatırımlar | 280 | 304 | 368 | 398 | 541 | 599 |
| Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar | 237 | 235 | 349 | 497 | 513 | 496 |
| Toplam Sabit Yatırımlar | 21,580 | 21,870 | 22,330 | 23,117 | 23,403 | 23,675 |
| Diğer Duran Varlıklar | 2,621 | 2,716 | 3,116 | 3,860 | 4,203 | 4,511 |
| Toplam Varlıklar | 32,069 | 33,059 | 34,712 | 35,671 | 36,113 | 37,588 |
| Kısa Vadeli Yükümlülükler | 9,035 | 9,630 | 8,878 | 9,087 | 9,479 | 10,084 |
| Finansal Borçlar | 4,068 | 3,909 | 3,812 | 3,723 | 3,276 | 3,054 |
| Ticari Borçlar | 1,226 | 1,302 | 1,323 | 1,291 | 1,358 | 1,510 |
| Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler | 3,741 | 4,419 | 3,743 | 4,073 | 4,845 | 5,520 |
| Uzun Vadeli Yükümlülükler | 13,009 | 12,976 | 13,252 | 11,021 | 10,632 | 10,476 |
| Finansal Borçlar | 10,254 | 10,060 | 9,831 | 10,524 | 10,063 | 9,889 |
| Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler | 2,755 | 2,916 | 3,421 | 497 | 569 | 587 |
| Özkaynaklar | 10,025 | 10,453 | 12,582 | 15,563 | 16,002 | 17,028 |
| Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar | 10,022 | 10,448 | 12,577 | 15,558 | 15,998 | 17,024 |
| Azınlık Payları | 3 | 5 | 5 | 5 | 4 | 4 |
| Toplam Kaynaklar | 32,069 | 33,059 | 34,712 | 35,671 | 36,113 | 37,588 |
| İşletme Sermayesi | -2,997 | -3,697 | -3,003 | -2,830 | -3,714 | -4,172 |
| İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri | -15% | -18% | -15% | -14% | -17% | -19% |
| Toplam Borç | 14,322 | 13,969 | 13,643 | 14,247 | 13,339 | 12,943 |
| Net Borç / (Nakit) | 8,552 | 7,671 | 6,734 | 7,915 | 7,355 | 6,616 |
| Net Borç / G12A FAVÖK | 1.9 | 1.6 | 1.3 | 1.7 | 1.6 | 1.5 |
| Net Borç / Özkaynaklar | 0.9 | 0.7 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.4 |
| Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil) | -6,763 | -5,949 | -8,919 | -10,164 | -9,348 | -7,689 |

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda 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 bilgiler dayanak 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 Internet 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.