

TÜRK HAVA YOLLARI

Endeks Üzeri Getiri

Beklentilerin altında zayıf faaliyet sonuçları

Analist: Aytunç Uz

avtunc.uz@akyatirim.com.tr

Türk Hava Yolları (THYAO) 3Ç24'te piyasa beklentisi olan 1.389 milyon ABD dolarının %11 ve bizim beklentimiz olan 1.410 milyon ABD dolarının %10 üzerinde 1.544 milyon ABD doları (y/y: -%20) net kâr açıkladı. Beklentimizin 44 milyon ABD doları altında gerçekleşen faaliyet karına rağmen beklentimizin 200 milyon ABD doları altında kalan vergi gideri beklentimizin üzerinde net kara yol açtı.

Yorum ve Değerlendirme: 3Ç24'te THY, beklentilerin %15 altında FAVÖK açıkladı. Zayıf FAVÖK ve artan net borç nedenleriyle açılıştan "Olumsuz" piyasa tepkisi bekliyoruz. Tavsiyemizi "Endeksin Üzerinde Getiri" olarak koruyoruz. Hedef fiyatımızı 515 TL seviyesinde koruyoruz. Yönetim genellikle analist konferanslarında beklentilerini paylaşıyor. Konferanstan sonra rakamlarımızı güncelleyebiliriz.

Bloomberg Kodu	THYAO TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	515.00
Güncel Fiyat, TL	268.50
Getiri Potansiyeli	92%
Halka Açıklık Oranı	50%
Piyasa Değeri, mn TL	370,530
Firma Değeri, mn TL	592,959

Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
------------------	------	-------	-------	-------

Özet UFRS Finansallar

Ciro, mn TL	504,398	750,999	987,700	1,220,306
FAVÖK, mn TL	115,397	143,817	184,557	225,159
Net Kâr, mn TL	163,003	117,309	133,278	137,277

Borçluluk

Net Borç, mn TL	242,746	291,031	322,107	316,088
Net Borç/FAVÖK	2.1	2.0	1.7	1.4

Kârlılık

FAVÖK Marjı	22.9%	19.2%	18.7%	18.5%
Net Marj	32.3%	15.6%	13.5%	11.2%
Temettü Verimi	-	-	-	-

Büyüme

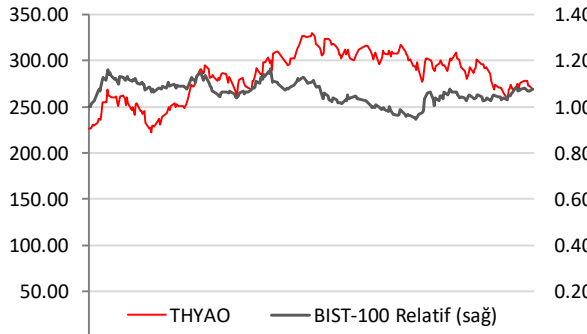
Ciro, y/y	62.1%	48.9%	31.5%	23.6%
FAVÖK, y/y	46.7%	24.6%	28.3%	22.0%
Net Kâr, y/y	243.7%	-28.0%	13.6%	3.0%

Değerleme Verisi

F/K	1.6	3.2	2.8	2.7
FD/FAVÖK	3.9	4.2	3.4	2.8
FD/Ciro	0.9	0.8	0.6	0.5

Hisse Verileri

Nominal Getiri	1A	3A	12A	YBG
BİST-100 Relatif	-1.9%	-7.9%	19.0%	17.5%
AOİH, mn TL	5,522	7,245	9,209	9,247



Piyasa verileri 4 Kasım 2024 tarihlidir.

Çeyrek Özet

milyon USD	Özet Finansallar				Beklentilerle Karşılaştırma			
	3Ç24	3Ç23	y/y	2Ç24	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark
Net Satışlar	6,630	6,321	5%	5,661	17%	6,650	6,652	0%
FAVÖK	1,767	2,047	-14%	1,053	68%	2,079	1,908	-15%
FAVÖK Marjı	26.7%	32.4%	-573 bps	18.6%	-388 bps	31.3%	28.7%	-461 bps
Net Kar	1,544	1,920	-20%	943	64%	1,389	1,410	11%

Kaynak: Rasyonet, AK Yatırım

3Ç24 Sonuçlarına İlişkin Detaylar:

İç hat faaliyetlerinin olumsuz etkisine rağmen Toplam Arz Edilen Koltuk km (AKK) 3Ç24'te yıllık %5 arttı. 3Ç24'te Uzak Doğu en yüksek katkıyı sağlarken Kuzey Amerika onu takip etti. Orta Doğu AKK'sı 3Ç24'te yıllık 1,1 milyar daraldı. İç hat AKK'sı 3Ç24'te yıllık 0,4 milyar daraldı. Filo büyüklüğü 3Ç24'te bir önceki çeyreğe göre 9 net ilaveyle 467 uçağa ulaştı. Uluslararası operasyonlara tahsis edilen kapasite 3Ç24'te yıllık 1,2 puan arttı.

İç hat faaliyetlerinin olumsuz etkisine rağmen Ücretli Yolcu Km (ÜYK), yıllık %5 arttı. 3Ç24'te Uzak Doğu en yüksek katkıyı sağlayan bölge olurken, onu Kuzey Amerika izledi. Orta Doğu'da ÜYK 3Ç24'te yıllık 0,7 milyar azaldı. İç hat ÜYK 3Ç24'te yıllık 0,4 milyar daraldı. Doluluk oranı 3Ç24'te yurt dışı operasyonların olumsuz etkisiyle yıllık 0,6 puan geriledi. Toplam yolcu sayısı, iç hat ve Orta Doğu faaliyetlerinin olumsuz etkisiyle 3Ç24'te %3 daraldı.

Uluslararası faaliyetlerdeki güçlü performans ile kargo hacmi yıllık %17 arttı. 3Ç24'te Uzak Doğu en yüksek katkıyı sağlarken Avrupa onu takip etti. Orta Doğu kargo hacmi yükselen siyasi gerilime rağmen yıllık %11 arttı.

3Ç24'te THY'nin net satışları beklentimize ve piyasa beklentisine paralel yıllık %5 arttı. İç hat yolcu gelirleri yıllık 110 milyon ABD doları artarken, dış hat yolcu gelirleri yıllık 110 milyon ABD doları daraldı. Kargo gelirleri 3Ç24'te yıllık 293 milyon ABD doları tutarında arttı. 3Ç24'te net satışlardaki yıllık büyümeye en yüksek tutardaki katkıyı yapan kalem kargogelirleri oldu.

Birim gelirler yıllık %1 arttı. Birim yolcu gelirleri uluslararası faaliyetlerdeki daralma ile yıllık %4 daraldı. Yurt içi birim yolcu geliri yıllık %30 artarken uluslararası birim yolcu geliri %8 daraldı. Kargo fiyatları 3Ç24'te yıllık %26 arttı.

3Ç24'te birim giderler yıllık %9 arttı. Yakıt fiyatlarındaki önemli düşüş ile birlikte birim yakıt giderleri yıllık %7 daraldı. Yakıt giderleri hariç birim giderler yıllık %17 arttı. Birim personel giderleri yıllık %46 arttı. Birim giderlerdeki artış ağırlıklı olarak personel, yiyecek-icecek ve yer hizmetleri giderlerindeki artıştan kaynaklandı.

3Ç24'te FAVÖK beklentimizin %7, piyasa beklentisinin %13 altında kalarak, yıllık %14 daraldı. 3Ç24'te FAVÖK marjı, beklentimizin 2 puan altında, %26,7 seviyesinde gerçekleşti. FAVÖK marjındaki yıllık daralma ağırlıklı olarak birim giderlerdeki artıştan kaynaklanmaktadır.

3Ç24'te THY'nin net borcu çeyreklik %14 artarak 7,5 milyar ABD doları oldu. 3Ç24'te filoya net 9 uçak girdi. 3Ç24'te net işletme sermayesi ihtiyacı çeyreklik 871 milyon ABD doları arttı. Net borç/FAVÖK oranı 3Ç24'te 1,8x seviyesine arttı. (2Ç24: 1,5x). Bir çeyrek önce 4,4 milyar ABD doları seviyesinde olan net nakit rezervi, 3Ç24'te 4,3 milyar ABD doları seviyesine geriledi. Net nakit rezervine göre THY 3Ç24'te 89 milyon ABD doları tutarında nakit yaktı.

Revizyonlar						
	Yeni			Eski		
	2024T	2025T	2026T	2024T	2025T	2026T
Net Satışlar	22,684	23,901	25,719	23,119	24,384	26,038
% değişim	8%	5%	8%	10%	5%	7%
FAVÖK	4,316	4,426	4,745	4,274	4,523	4,805
FAVÖK Marjı	19.0%	18.5%	18.5%	18.5%	18.5%	18.5%
Net Kar	3,517	3,181	2,893	2,981	2,582	2,644
% değişim	-42%	-10%	-9%	-50%	-13%	2%
Eski Tahminlerle Fark						
Net Satışlar	-1.9%	-2.0%	-1.2%			
FAVÖK	1.0%	-2.1%	-1.2%			
Net Kar	18.0%	23.2%	9.4%			
Hedef Fiyat		515.0			515.0	
HF Değişim		0.0%				

Gelir Tablosu (milyon USD)	3Ç23	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24
Satış Gelirleri	6,321	5,119	4,769	5,661	6,630
Operasyonel Giderler	4,738	4,871	4,797	5,151	5,418
Faaliyet Karı	1,583	248	-28	510	1,212
Amortisman ve İtfa Payları	464	577	531	543	555
FAVÖK	2,047	825	503	1,053	1,767
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	722	-48	196	348	483
Diğer Faaliyet Gelir / (Gider)	153	-33	70	81	134
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	116	86	2	17	114
Yatırım Faalaliyetlerinden Gelir / (Gider)	283	248	308	441	497
Finansal Gelir / (Gider)	170	-349	-184	-191	-262
Vergi Öncesi Kar	2,305	200	168	858	1,695
Vergi Geliri / (Gideri)	-385	3,033	58	85	-152
Vergi Sonrası Net Kar	1,920	3,233	226	943	1,543
Azınlık Payları	0	0	0	0	-1
Net Kar	1,920	3,233	226	943	1,544
Büyüme (Yıllık)	3Ç23	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24
Satış Gelirleri	4.2%	7.3%	9.6%	9.9%	4.9%
Operasyonel Giderler	2.3%	17.2%	13.7%	16.0%	14.4%
Faaliyet Karı	10.2%	-59.7%	-120.9%	-28.0%	-23.4%
FAVÖK	7.1%	-25.4%	-20.3%	-12.6%	-13.7%
Net Kar	26.7%	583.5%	-3.0%	48.5%	-19.6%
Karlılık / Rasyo Analizi	3Ç23	4Ç23	1Ç24	2Ç24	2Ç24
Operasyonel Gider Marjı	75.0%	95.2%	100.6%	91.0%	81.7%
Faaliyet Kar Marjı	25.0%	4.8%	-0.6%	9.0%	18.3%
FAVÖK Marjı	32.4%	16.1%	10.5%	18.6%	26.7%
Efektif Vergi Oranı	-16.7%	1516.5%	34.5%	9.9%	-9.0%
Net Kar Marjı	30.4%	63.2%	4.7%	16.7%	23.3%

Bilanço (milyon USD)	3Ç23	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24
Dönen Varlıklar	9,285	8,595	8,535	9,505	9,932
Nakit ve Nakit Benzerleri	910	683	841	1,011	1,836
Finansal Yatırımlar	5,586	5,344	4,825	4,788	4,400
Ticari Alacaklar	867	856	990	1,166	1,159
Stoklar	359	418	454	499	457
Diğer Dönen Varlıklar	1,563	1,294	1,425	2,041	2,080
Duran Varlıklar	25,427	27,076	27,578	28,083	29,741
Finansal Yatırımlar	368	398	541	599	1,137
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	349	497	513	496	618
Toplam Sabit Yatırımlar	22,330	23,117	23,403	23,675	24,534
Diğer Duran Varlıklar	2,380	3,064	3,121	3,313	3,452
Toplam Varlıklar	34,712	35,671	36,113	37,588	39,673
Kısa Vadeli Yükümlülükler	8,878	9,087	9,479	10,084	10,181
Finansal Borçlar	3,812	3,723	3,276	3,054	3,738
Ticari Borçlar	1,323	1,291	1,358	1,510	1,404
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,743	4,073	4,845	5,520	5,039
Uzun Vadeli Yükümlülükler	13,252	11,021	10,632	10,476	11,320
Finansal Borçlar	9,831	10,524	10,063	9,889	10,741
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,421	497	569	587	579
Özkaynaklar	12,582	15,563	16,002	17,028	18,172
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	12,577	15,558	15,998	17,024	18,169
Azınlık Payları	5	5	4	4	3
Toplam Kaynaklar	34,712	35,671	36,113	37,588	39,673
İşletme Sermayesi	-3,003	-2,830	-3,714	-4,172	-3,301
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	-15%	-14%	-17%	-19%	-15%
Toplam Borç	13,643	14,247	13,339	12,943	14,479
Net Borç / (Nakit)	6,734	7,915	7,355	6,616	7,544
Net Borç / G12A FAVÖK	1.3	1.7	1.6	1.5	1.8
Net Borç / Özkaynaklar	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	-8,919	-10,164	-9,348	-7,689	-6,790

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.