

Türk Hava Yolları Finansal Sonuç Değerlendirmesi

- Beklentilerimize paralel net kar.** Türk Hava Yolları <THYAO TI> 4Ç24'te 23.739 milyon TL olan net kar beklentimizin ve piyasa tahmini olan 23.711 milyon TL'nin %3 üzerinde 24.512 milyon TL (671 milyon dolar) net kar açıkladı. Net kar, bir önceki çeyreğe göre %52 ve yıllık bazda %74 düştü. Net karın yıllık bazda %74 düşmesinde, geçtiğimiz yıl yazılan ertelenmiş vergi gelirinin bu çeyrekte 7.430 milyon TL vergi giderine dönmesi etkili oldu.
- Güçlü kargo operasyonları ciroyu desteklemeye devam ediyor.** THY, 4Ç24'te 194.609 milyon TL olan net satış geliri beklentimizin ve piyasa tahmini olan 192.932 milyon TL'ye paralel 193.502 milyon TL (5.609 milyon dolar) net satış geliri açıkladı. Net satış gelirleri yıllık %31 artarken, mevsimsellik nedeniyle bir önceki çeyreğe göre %13 düştü.
- Şirket'in yolcu gelirleri yıllık %31 artışla 154.195 milyon TL'ye, kargo gelirleri %46 artışla 32.718 milyon TL'ye ve teknik gelirler %5 artışla 4.624 milyon TL'ye yükseldi. Kargo gelirleri güçlü talep sayesinde 2024 yılında dolar bazında %35 artış gösterdi. Aynı dönemde kargo gelirlerinin toplam ciro içindeki ağırlığı %15,4 oldu. 4Ç24'te net satışlardaki yıllık büyümeye en yüksek nominal katkı yapan kalemler 3,16 baz puan ile hacim artışı ve 1,74 baz puan ile kargo faaliyetleri oldu. THY 4Ç24'te yıllık %5,5 artışla 498 bin ton kargo taşıdı. 4Ç24'te kargo birim gelirleri %14 artışla 1.906 dolar/ton oldu.
- Yolcu birim gelirinde yatay seyir.** THY'nin 4Ç24'te yolcu birim geliri (R/Y) Amerika ve Afrika'da yaşanan düşüş nedeniyle yıllık bazda %0,6 azalışla 8,63 USc'ye geriledi. Aynı dönemde yolcu RASK %0,4 artışla 7,07 USc oldu. 4Ç24'te Amerika (-5,9%) ve Afrika (-3,5%) yolcu birim gelirlerinin en çok düştüğü bölgeler oldu. Yurt içi yolcu birim gelirleri ise aynı dönemde %16,8 arttı.
- 4Ç24'te brent petrol ve jet yakıt kat sayılarındaki düşüş etkisiyle birim yakıt giderleri beklentilerimizin üzerinde düşerek 2,18 USc'ye geriledi. Birim giderler (CASK), artan personel maliyeti, bakım ve yolcu hizmet ikram maliyeti nedeniyle %2,7 artışla 8,5 USc oldu. Yakıt dışı birim gider (ex – fuel CASK) ücret artışları, GTF motoru kaynaklı sorunlar ve büyüyen kargo operasyonları nedeniyle yıllık %16,9 artışla 6,33 USc'ye yükseldi.

Piyasa Bilgileri

Bloomberg Kodu	THYAO TI
Tavsiye	AL
Önceki Hedef Fiyat (TL/hisse)	454.0
Hedef Fiyat (TL/hisse)	461.0
Kapanış (TL/hisse)	308.25
Yükseliş Potansiyeli (%)	50%
Piyasa Değeri (milyon TL)	425,385
Piyasa Değeri (milyon USD)	11,692
Firma Değeri (milyon TL)	701,302
Sermaye (milyon TL)	1,380
Halka Açıklık Oranı (%)	50.34

Tahminler, TLmn	2024	2025T	2026T
Net Satış Gelirleri	745,430	1,101,842	1,311,249
Büyüme (%)	48%	48%	19%
FAVÖK	136,256	184,014	229,770
Büyüme (%)	18%	44%	17%
FAVKÖK	165,910	218,062	264,560
Büyüme (%)	44%	44%	16%
Net Kar	113,378	142,616	198,221
Büyüme (%)	-30%	48%	15%

Karlılık (%)

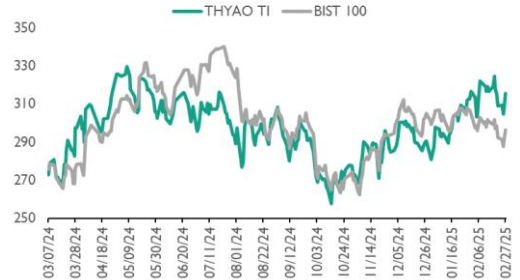
FAVÖK Marjı	18%	17%	18%
FAVKÖK Marjı	22%	20%	20%
Net Kar Marjı	15%	13%	15%

Borçluluk

Net Borç	275,917	353,843	402,828
Net Borç /FAVÖK	2.0	1.9	1.8

Değerleme Çarpanları

F/K	3.8	3.0	2.1
FD/FAVÖK	5.1	3.8	3.1
FD/FAVKÖK	4.2	3.2	2.7



Tablo 1: Özet Görünüm ve Beklentiler

Özet Finansallar				Beklentiler		
milyon TL	4Ç24	4Ç23	y/y	Piyasa	KVY Araştırma	Piyasa Fark (%)
Net Satış Gelirleri	193,502	145,617	33%	192,932	194,609	0%
FAVÖK	27,603	22,072	25%	33,500	26,216	-18%
Net Kar	24,512	93,500	-74%	23,711	23,739	3%

Kaynak: Rasyonet, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

Analist

Muhammet Çakmak

muhammet.cakmak@kuveytturkiyatirim.com.tr



Türk Hava Yolları Finansal Sonuç Değerlendirmesi

- **FAVÖK beklentilerimizin %5 üzerinde.** THY, 4Ç24'te 26.216 milyon TL (741 milyon dolar) olan beklentimizin %5 üzerinde ve piyasa tahmini olan 33.500 milyon TL'nin %18 altında, 27.603 milyon TL (800 milyon dolar) FAVÖK açıkladı. FAVÖK yıllık %25 artarken, bir önceki çeyreğe göre %53 düştü. FAVÖK marjı, yaklaşık 1 baz puan artan operasyonel maliyetler (opex) nedeniyle yıllık 0,9bps düşüşle %14,3'e geriledi. Şirket, 4Ç24'te 30.815 milyon TL (871 milyon dolar) olan beklentilerimizin %14 üzerinde, 35.239 milyon TL (996 milyon dolar) FAVKÖK (EBITDAR) açıkladı. FAVKÖK marjı %17,75 oldu.

- Şirket hesaplamalarına göre FAVÖK, 991 milyon dolar beklentimizin %7,4 üzerinde 1.064 milyon dolar olarak gerçekleşti. FAVKÖK (EBITDAR) yıllık %3,8 artışla 1.260 milyon dolar oldu. FAVKÖK marjı 1,2bps daralmayla %22,5'e geriledi (4Ç23: %23,7).

- **Net borç dolar bazında %5 düştü.** THY filosuna 4Ç24'te 30 uçak girerken, net borç dolar bazında %5 düşüşle 7.821 milyon dolar oldu (4Ç23: 8.246 milyon dolar).

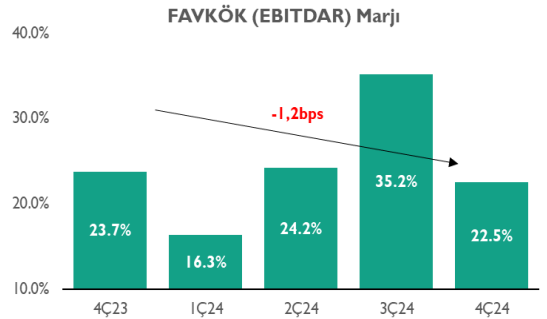
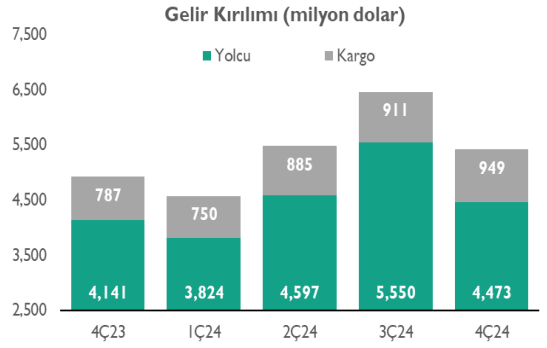
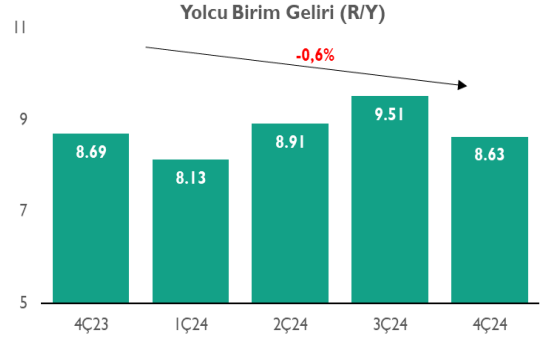
- **Toplam Arz Edilen Koltuk Km (AKK) %7,6 arttı.** 4Ç24'te Uzak Doğu (%17,2), Amerika (%12) ve Afrika'nın (%8,2) desteğiyle arz edilen koltuk kilometre yıllık %7,3 artarak 63,3 milyar AKK oldu. Aynı dönemde iç hat AKK'sı %1,1 arttı. Aynı dönemde ücretli yolcu kilometre (ÜYK) %8,6 ve yolcu doluluk oranı 0,8bps artışla %81,9 oldu. Türk Hava Yolları 4Ç24'te 20,1 milyon yolcu taşıırken, bu yıllık %3,3 artışa işaret etti.

- **12 yıl aranın ardından temettü dağıtım kararı.** THY, iki taksit olmak üzere brüt 6,88 TL ve net 5,85 TL temettü (kar payı) dağıtım kararı aldı. Son kapanışa göre brüt temettü verimi %2,18'dir. Şirket, en son 2013 yılında temettü dağıtımını gerçekleştirmişti.

- **Türk Hava Yolları için 12 aylık hedef fiyatımızı 454 TL'den 461 TL'ye revize ediyor, "AL" yönündeki tavsiyemizi sürdürüyoruz.** THY, genel olarak beklentilerimize paralel finansal sonuçlar açıklamıştır. Net karda yaşanan yıllık %74'lük düşüş, operasyonel performanstan ziyade geçtiğimiz yıl yüksek ertelenmiş vergi gelirin bu çeyrekte vergi giderine dönmesi etkili olmuştur. Hacim artışı ve kargo faaliyetlerinde güçlü görünümün devam ettiğini söyleyebiliriz.

- THY'nin 2025 yılında 24.595 milyon dolar net satış geliri, 4.107 milyon dolar FAVÖK, 4.867 milyon dolar FAVKÖK (EBITDAR) ve 3.183 milyon dolar net kar açıklamasını bekliyoruz. Modelimizde gerçekleştirdiğimiz revizyonlar sonrası Türk Hava Yolları için 12 aylık hedef fiyatımızı 454 TL'den 461 TL'ye revize ediyor, "AL" yönündeki tavsiyemizi sürdürüyoruz. Şirket 2025T göre 3,0x F/K ve 3,2x FD/FAVKÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

- [*Havacılık sektör raporu katılım endeksinde yapılan değişiklik öncesinde hazırlanmıştır.](#)



Özet Finansal Görünüm

Gelir Tablosu (milyon TL)	4Ç24	4Ç23	y/y (%)	3Ç24	ç/ç (%)	12A24	12A23	y/y (%)
Net Satışlar	193,502	145,617	33	221,815	-13	745,430	504,398	48
Satışların Maliyeti (-)	162,919	122,764	33	160,876	1	602,522	384,952	57
Brüt Kar/Zarar	30,583	22,853	34	60,939	-50	142,908	119,446	20
Faaliyet Giderleri (-)	22,789	16,064	42	20,387	12	78,958	52,523	50
Esas Faaliyet Karı	7,794	6,789	15	40,552	-81	63,950	66,923	-4
Amortisman	19,809	15,283	30	18,536	7	72,306	48,474	49
FAVÖK	27,603	22,072	25	59,088	-53	136,256	115,397	18
Diğ. Gelir/Gider (net)	7,244	-1,042	a.d.	4,496	61	16,443	4,502	265
Yat. Fal. Gel. (net)	12,212	6,024	103	16,872	-28	52,840	22,522	135
Finansal Gelir/Gider (net)	3,219	-9,283	a.d.	-9,041	a.d.	-17,731	-9,381	a.d.
Parasal Kazanç (Kayıp)	78	46	70	0	a.d.	78	46	70
Vergi Öncesi Kar/Zarar	31,956	5,384	494	56,687	-44	121,421	91,282	33
Vergi	-7,430	88,112	a.d.	-5,165	a.d.	-8,064	71,716	a.d.
Kont. Gücü Olmayan Paylar	14	-4	a.d.	-18	a.d.	-21	-5	a.d.
Ana Ortaklık Net Kar	24,512	93,500	-74	51,540	-52	113,378	163,003	-30

Karlılık	4Ç24	4Ç23	y/y (%)	3Ç24	ç/ç (%)	12A24	12A23	y/y (%)
Brüt Kar Marjı	15.8%	15.7%	0.1bps	27.5%	-11.7bps	19%	24%	-4.5bps
Esas Faaliyet Kar Marjı	4.0%	4.7%	-0.6bps	18.3%	-14.3bps	9%	13%	-4.7bps
FAVÖK Marjı	14.3%	15.2%	-0.9bps	26.6%	-12.4bps	18.3%	22.9%	-4.6bps
Vergi Oranı	-23.3%	1636.6%	a.d.	-9.1%	a.d.	-7%	79%	a.d.
Net Kar Marjı	12.7%	64.2%	-51.5bps	23.2%	-10.6bps	15.2%	32%	-17.1bps
*Net Borç	275,917	242,746	14	282,195	-2	275,917	242,746	14
Net Borç (USD)	7,821	8,246	-5	8,270	-5	7,821	8,246	-5
Net Borç/FAVÖK	2.16	1.72	43.6bps	1.85	31.3bps	2.16	1.72	43.6bps

Nakit Akım Tablosu	4Ç24	4Ç23	y/y (%)	3Ç24	ç/ç (%)	12A24	12A23	y/y (%)
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-22,887	31,679	a.d.	74,611	a.d.	135,580	145,032	-7
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	19,998	-10,950	a.d.	-1,460	a.d.	10,003	-130,387	a.d.
Serbest Nakit Akımı	-2,889	20,729	a.d.	73,151	a.d.	145,583	14,645	894
Gelirlere Oranı (%)	-1.5%	14.2%	a.d.	33%	a.d.	19.5%	2.9%	16.6bps
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	33,945	-25,602	a.d.	-45,541	a.d.	-75,360	-70,563	a.d.
Yabancı Para Çevrim Farkı Etkisi	0	0	a.d.	0	a.d.	0	0	a.d.
Net Nakit Değişimi	31,056	-4,873	a.d.	27,610	12	70,223	-55,918	a.d.

* Pozitif rakam net borç, negatif rakam ise net nakit pozisyonunu ifade etmektedir.

** a.d. = Anlamlı Değil



Dr. Kutay Gözgör

Araştırma Direktörü

kutay.gozgor@kuveytturkyatirim.com.tr**Muhammet Çakmak**

Uzman

Havacılık, Sağlık, Perakende, Savunma

muhammet.cakmak@kuveytturkyatirim.com.tr**Ubeyde Safvan Erbaş**

Kıdemli Uzman

Çimento, Demir – Çelik, Tekstil

ubeyde.eras@kuveytturkyatirim.com.tr

Yasal Uyarı

Bu raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Kuveyt Türk Yatırım") tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararlı da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri'ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım'ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.

