

Türk Hava Yolları 4Ç2023 Sonuçları

GAYE AKSONGUR YAVUZ gaksongur@ziraatyatirim.com.tr

"THY'nin Son Çeyrek Ana Ortaklık Net Dönem Karı 93,5 milyar TL ile Piyasa Beklentisinin Üzerinde Gerçekleşti..."

Öneri "AL"

Hedef Hisse Fiyatı : 508,50TL

Reuters/Bloomberg	THYAO.IS/THYAO.TI		
Sektör	Ulaştırma		
Dahil Olduğu Ulusal Endeksler	XU030, XU050, XU100		
İşlem Gördüğü Pazar	Yıldız Pazar		
Fiyat	313,25 TL	9,65 USD	
BİST 100	9.717 TL	299 USD	
TL/\$ (TCMB Alış)		32,4742	
Düşük / Yüksek Son 1 Yıl	124,40 TL	313,25 TL	
Hisse Adedi (mn)	1.380		
Piyasa Değeri (mn TL)	432.285		
Net Borç (mn TL)	242.746		
Fiili Dolaşımdaki Pay Oranı	50,5%		
Halka Açıklık	50,0%		
Yabancı Yatırımcı Takas Oranı	30,2%		
Yerli Yatırımcı Takas Oranı	69,8%		
	1 Aylık	3 Aylık	1 Yıllık
TL Getiri	9,6%	24,2%	134,3%
BİST-100	7,6%	18,9%	98,7%
BİST-100 Göreceli	1,9%	4,4%	17,9%
Günlük İşlem Hacmi (mn TL)	3.278		
(mn TL)	4Ç2022	4Ç2023	% Değ.
Net Satış	88.049	145.617	65,4%
Brüt Kar	19.939	22.853	14,6%
Faaliyet Karı /Zararı	12.691	5.747	-54,7%
Ana Ort. Net Dön. Karı/Zararı	8.936	93.500	a.d.
	F/K FD/FAVÖK		
THYAO	2,7	5,8	
BİST-100	7,5	a.d.	
Uluslararası Benzer Şirketler (Cari)	9,1	5,2	
Ortaklık Yapısı (İlk 3)	Pay Oranı		
Diğer	50,5%		
Türkiye Valik Fonu	49,1%		
Hisse Geri Alım	0,3%		

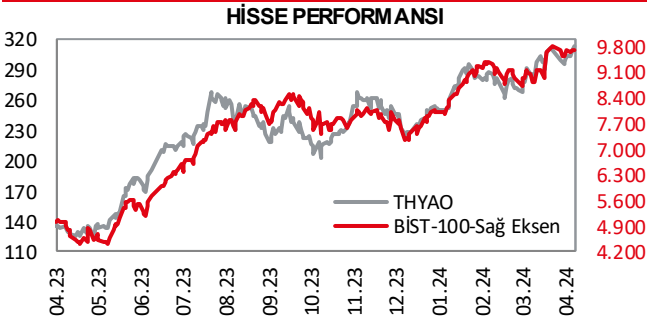
THY 2023 yılının dördüncü çeyreğinde 93,5 milyar TL (3.233mn USD) ana ortaklık net dönem karı kaydetmiştir. Piyasanın kar beklentisi 9,3 milyar TL, bizim kar beklentimiz 9,1 milyar TL idi. Tahminimizdeki sapmada, (enflasyon düzeltmesinden kaynaklanan ertelenmiş vergi geliri sebebiyle) 88,1 milyar TL'lik net vergi geliri etkili olmuştur. Şirket 4Ç2022'de 8,9 milyar TL (473mn USD) net dönem karı kaydetmişti.

4. çeyrek karıyla birlikte THY'nin 2023 yılı ana ortaklık net dönem karı 163 milyar TL'ye (6.021mn USD) ulaşmıştır. 2022'deki ana ortaklık net dönem karı 47,4 milyar TL (2.725mn USD) idi.

Satış gelirleri 4. çeyrekte %65,4 oranında artarak 145,6 milyar TL'ye (Piyasa beklentisi: 140,7 milyar TL) yükselen şirketin satışların maliyeti %80,2 artmış ve 122,8 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Böylelikle brüt kar 22,9 milyar TL olmuştur. Brüt kar marjı %15,7'yi göstermiştir. Aynı dönemde operasyonel giderler 16,1 milyar TL olmuştur. Diğer faaliyetlerden ise özellikle bağış ve yardım giderlerine istinaden 4Ç2023'de 1 milyar TL net gider kaydedilmiştir. Böylece Şirket'in faaliyet karı 5,7 milyar TL olmuştur. 4. çeyrekte yatırım faaliyetlerinden özellikle devlet teşvik gelirleri sayesinde 6 milyar TL net gelir kaydedilmiştir. Diğer taraftan, iştiraklerden net gelirler yoğunlukla Sun Express ve TGS kaynaklı 2,9 milyar TL'yi göstermiştir. Şirketin FAVÖK rakamı 4Ç2022'ye göre %7 artarak 4Ç2023'de 22,1 milyar TL seviyesinde gerçekleşmiştir. (Piyasa beklentisi: 25,3 milyar TL) FAVÖK marjı 4Ç2022'deki %23,4'e göre 8,3 puan gerilemiş ve %15,2 olmuştur.

Finansman tarafında da çoğunlukla türev işlemler gerçeğe uygun değer farkları, kiralama faiz giderleri ve kur etkisi kaynaklı 9,3 milyar TL net gider kaydedilmiştir. Tüm bunlara bağlı olarak vergi öncesi kar 5,3 milyar TL olurken, 88,1 milyar TL'lik net vergi geliri sonrası 93,5 milyar net dönem karı açıklanmıştır.

Türk Hava Yolları'nın hedef hisse fiyatını, tahminlerimizdeki güncellemelere bağlı olarak 385,00TL'den **508,50TL**'ye yükseltiyoruz ve hisse için daha önceki **"AL"** önerimizi koruyoruz.



Kaynak: Bloomberg, Finnet, Matriks; 25.04.2024 verileri kullanılmıştır.

Türk Hava Yolları 2023'ün 4. çeyreğinde 19,5mn yolcu taşımıştır. 4Ç2022 ile mukayese edildiğinde, yurtiçi yolcu sayısı %10,5 oranında artarken, yurt dışı yolcu sayısı %7,5 artmıştır.

Toplam	1Ç22	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	4Ç23	23-22% Değ.
Konma Sayısı	87.374	117.475	135.220	111.625	110.698	137.083	148.152	123.801	10,9%
Yolcu Sayısı (Mn)	12,66	18,24	22,98	17,93	17,06	21,66	25,21	19,45	8,5%
Kargo + Posta (Bin Ton)	382	437	440	420	353	395	439	472	12,2%
Arzedilen Koltuk Km (Mn)	38.839	51.798	60.309	50.810	51.737	59.086	65.199	58.818	15,8%
Ücretli Yolcu Km (Mn)	27.273	41.278	51.772	42.356	42.072	48.369	55.831	47.660	12,5%
Yolcu Doluluk Oranı (%)	70,2%	79,7%	85,8%	83,4%	81,3%	81,9%	85,6%	81,0%	-2,3 pt

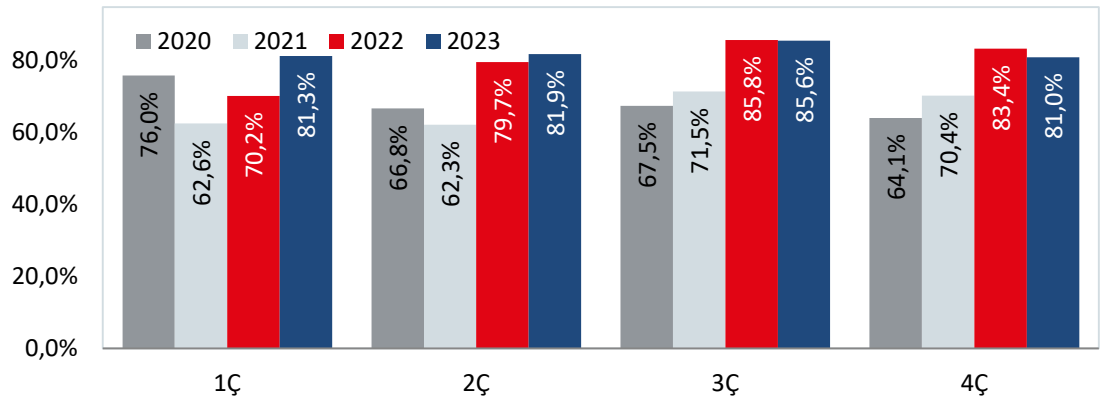
Yurtiçi	1Ç22	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	4Ç23	23-22% Değ.
Konma Sayısı	35.779	45.297	48.141	43.252	41.890	58.369	57.927	47.265	9,3%
Yolcu Sayısı (Mn)	5,11	6,52	7,71	6,15	5,77	8,42	9,39	6,79	10,5%
Kargo + Posta (Bin Ton)	14	14	14	16	13	14	16	13	-14,5%
Arzedilen Koltuk Km (Mn)	4.150	5.223	5.693	5.054	4.967	7.153	7.017	5.702	12,8%
Ücretli Yolcu Km (Mn)	3.471	4.368	5.198	4.233	3.982	5.845	6.418	4.701	11,1%
Yolcu Doluluk Oranı (%)	83,6%	83,6%	91,3%	83,8%	80,2%	81,7%	91,5%	82,5%	-1,3 pt

Yurtdışı	1Ç22	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	4Ç23	23-22% Değ.
Konma Sayısı	51.595	72.178	87.079	68.373	68.808	78.714	90.225	76.536	11,9%
Yolcu Sayısı (Mn)	7,56	11,72	15,27	11,78	11,29	13,24	15,82	12,66	7,5%
Kargo + Posta (Bin Ton)	368	422	426	405	340	381	424	458	13,2%
Arzedilen Koltuk Km (Mn)	34.690	46.575	54.616	45.756	46.769	51.932	58.182	53.117	16,1%
Ücretli Yolcu Km (Mn)	23.802	36.909	46.574	38.123	38.089	42.524	49.413	42.959	12,7%
Yolcu Doluluk Oranı (%)	68,6%	79,2%	85,3%	83,3%	81,4%	81,9%	84,9%	80,9%	-2,4 pt

Kaynak: Türk Hava Yolları, Ziraat Yatırım

Ek olarak, şirketin yolcu doluluk oranı 4. çeyrekte 2022 yılı 4. çeyreğe göre 2,3 puan azalışla %81 olarak gerçekleşmiştir. Bununla birlikte Avrupa Eurocontrol verilerine göre THY, 2023 yılında network taşıyıcılar arasında Avrupa'da en fazla sefer yapan havayolu olmuştur.

Yolcu Doluluk Oranları



Kaynak: Türk Hava Yolları, Ziraat Yatırım

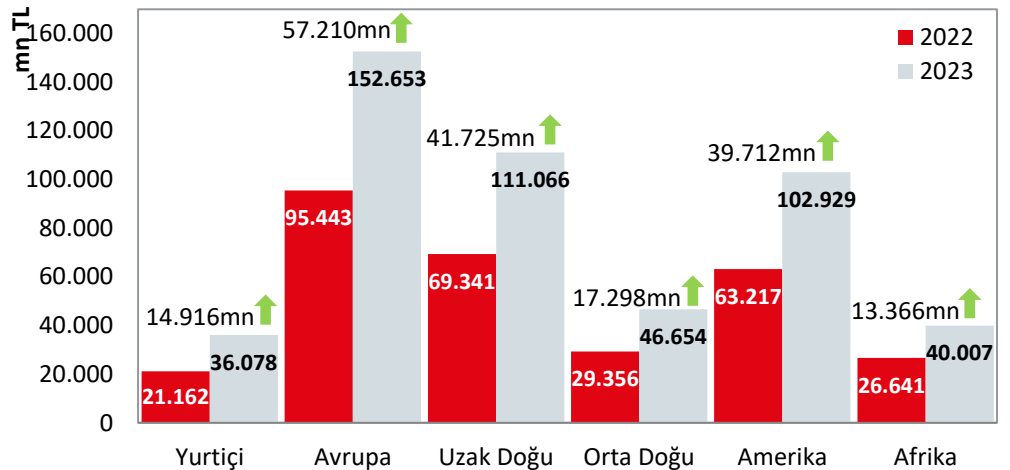
ÖZET GELİR TABLOSU (MN TL)	4Ç22	4Ç23	4Ç23-4Ç22 %Değ.	2022	2023	%Değ.
SATIŞLAR	88.049	145.617	65,4%	311.169	504.398	62,1%
Satışların Maliyeti (-)	68.110	122.764	80,2%	235.528	384.952	63,4%
BRÜT KAR/ZARAR	19.939	22.853	14,6%	75.641	119.446	57,9%
Genel Yönetim Giderleri (-)	1.170	3.429	193,1%	4.701	10.622	126,0%
Pazarlama Giderleri (-)	7.277	12.635	73,6%	23.209	41.901	80,5%
NET FAALİYET KARI/ZARARI	11.492	6.789	-40,9%	47.731	66.923	40,2%
Diğer Faaliyet Gelir/Giderleri	1.199	-1.042	a.d.	1.080	4.502	a.d.
FAALİYET KARI/ZARARI	12.691	5.747	-54,7%	48.811	71.425	46,3%
Yatırım Faaliyet Gelirleri/Giderleri	2.363	6.024	154,9%	5.176	22.522	a.d.
Özkaynak Yönt. Değer. Yat.	315	2.896	a.d.	2.180	6.716	208,1%
FAVÖK*	20.627	22.072	7,0%	78.684	115.397	46,7%
FAVKÖK	21.349	24.786	16,1%	80.583	122.002	51,4%
Finansman Öncesi Faal. Karı/Zar.	15.369	14.667	-4,6%	56.167	100.663	79,2%
Faal. Dışı Fin. Gelirler/Giderler	-6.600	-9.329	a.d.	-4.764	-9.427	a.d.
Net Parasal Pozisyon Kazançları	0	46	a.d.	0	46	a.d.
Vergi Öncesi Kar	8.769	5.384	-38,6%	51.403	91.282	77,6%
Vergi Gideri (-)	-170	-88.112	a.d.	3.971	-71.716	a.d.
NET DÖNEM KARI/ZARARI	8.939	93.496	a.d.	47.432	162.998	243,6%
Ana Ortaklık Net Dönem Karı	8.936	93.500	a.d.	47.429	163.003	243,7%
FİNANSAL ORANLAR	4Ç22	4Ç23		2022	2023	
Brüt Kar Marjı	22,6%	15,7%	-7,0%	24,3%	23,7%	-0,6%
Faaliyet Kar Marjı	14,4%	3,9%	-10,5%	15,7%	14,2%	-1,5%
FAVÖK Marjı	23,4%	15,2%	-8,3%	25,3%	22,9%	-2,4%
FAVKÖK Marjı	24,2%	17,0%	-7,2%	25,9%	24,2%	-1,7%
Net Kar Marjı	10,1%	64,2%	54,1%	15,2%	32,3%	17,1%

Kaynak: Türk Hava Yolları, Ziraat Yatırım, *Diğer Faaliyet Gelir/Giderleri Hariç

THY'nin 2023 yılı satış gelirleri özellikle Avrupa, Uzak Doğu ve Amerika gelirlerindeki artışlar sebebiyle 2022'ye göre %62,1 yükselmiştir.

Yolcu ve Kargo Gelirlerinin Coğrafi Dağılımı

THY'nin 2023 yılı gelirlerinin yaklaşık %30'u Avrupa bölgesinden...

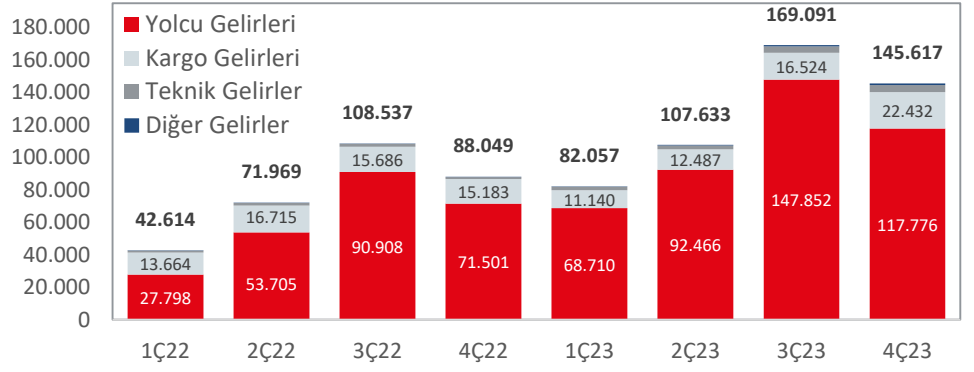


Kaynak: Türk Hava Yolları, Ziraat Yatırım

Kargo Gelirleri 2023 yılı 4. çeyrekte 22,4 milyar TL...

THY'nin 4. çeyrekte yolcu gelirleri 117,8 milyar TL olurken, kargo gelirleri yıllık %47,7 artışla 22,4 milyar TL'ye yükselmiştir. Taşınan Kargo-Posta, 2022 yılı 4. çeyrekte 420bin ton iken, 2023 yılı 4. çeyrekte 472bin ton olmuştur. Satış gelirleri içinde kargo gelirlerinin payı 4Ç2023'de %15,4 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Satışların Dağılımı (mn TL)



Kaynak: Türk Hava Yolları, Ziraat Yatırım

THY'nin net borcu 242,7 milyar TL...

THY'nin 2023 sonu itibariyle net borcu 242,7 milyar TL seviyesinde olup, net yabancı para açık pozisyonu ise 300 milyar TL'dir. THY'nin döviz açık pozisyonu EUR ve JPY cinsinden olup, TL'de ise fazlası bulunmaktadır. Finansallarını dolar cinsinden tutan THY, Doların Japon Yeni ve Euro'ya karşı değer kaybetmesinden olumsuz etkilenmektedir.

Beklentilerimizi güncelliyoruz...

THY ile ilgili tahminlerimizi 2023 yılı gerçekleştirmeleri ardından güncelliyoruz. Buna göre 2023 yılsonu satış geliri tahminimiz 801,3 milyar TL iken FAVÖK marjı tahminimiz %20,2 seviyesindedir.

Finansal Tahminler (mn TL)	2023	2024 Tahmin	2025 Tahmin
Satış Gelirleri	504.398	801.309	1.036.084
FAVÖK	115.397	161.795	193.390
Net Kar (Zarar)	163.003	126.616	134.400
FAVÖK Marjı	22,9%	20,2%	18,7%
Net Kar Marjı	32,3%	15,8%	13,0%

Kaynak: Türk Hava Yolları, Ziraat Yatırım

Hedef hisse fiyatımızı 508,50TL'ye yükseltiyoruz...

THY'nin tahmini değerini, beklentilerimizdeki güncellemelere bağlı olarak 531,295mn TL'den 701.727mn TL'ye, hedef hisse fiyatını da 385,00TL'den **508,50TL**'ye yükseltiyoruz. Hisse güncellediğimiz hedef hisse fiyatına göre %38,4 oranında iskontolu işlem görmektedir. Buna istinaden hisse için daha önceki **"AL"** önerimizi koruyoruz.

Özet Değerleme Tablosu	Açıklama	(Mn TL)
Kullanılan Yöntem		
İndirgenmiş Nakit Akımları	(%5 büyüme)	769.985
Benzer Şirket Karşılaştırması	(2024T FD/FAVÖK: 5,0x)	428.696
Hedef Piyasa Değeri	(%80 İNA+%20 Benzer Şirket)	701.727
Hedef Hisse Fiyatı		508,50 TL
THYAO Hisse Fiyatı (25.04.2024)		313,25
İskonto Oranı		38,4%

Kaynak: Türk Hava Yolları, Ziraat Yatırım

Jeopolitik riskler, giderler ve nakit döngüsü risk unsurları olarak takip edilmelidir...

Seyahat kısıtlamalarına yol açabilecek riskler (savaş, salgın hastalık, deprem, jeopolitik gelişmeler vs.), ana maliyet kalemleri olan akaryakıt ve personel giderlerini etkileyebilecek faktörler (petrol fiyatları, enflasyon vs.) ile uçak alımlarına bağlı nakit çıkışları (2024 hedeflenen filo artışı 44) risk unsurları olarak izlenmelidir.

ÖZET BİLANÇO (Mn TL)	2022	2023	%Değ.
DÖNEN VARLIKLAR	135.095	253.043	87,3%
Nakit ve Nakit Benzerleri	76.192	20.115	-73,6%
Finansal Yatırımlar	11.705	157.311	a.d.
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	18.618	25.192	35,3%
Diğer Kısa Vadeli Alacaklar	16.387	26.196	59,9%
Türev Enstrümanlar	819	531	-35,2%
Stoklar	6.196	12.311	98,7%
Peşin Ödenmiş Giderler	3.293	6.975	111,8%
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	650	1.210	86,2%
Diğer Dönen Varlıklar	1.235	3.202	159,3%
DURAN VARLIKLAR	443.476	797.048	79,7%
Finansal Yatırımlar	3.079	11.724	280,8%
Diğer Uzun Vadeli Alacaklar	17.887	41.076	129,6%
Özkaynak Yön. Değ. Yatırımlar	5.179	14.626	182,4%
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	1.290	1.271	-1,5%
Maddi Duran Varlıklar	87.045	178.849	105,5%
Kullanım Hakları	309.943	498.310	60,8%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.932	3.344	73,1%
Ertelenen Vergi Varlıkları	32	9.763	a.d.
Peşin Ödenmiş Giderler	17.089	38.085	122,9%
TOPLAM AKTİFLER	578.571	1.050.091	81,5%
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	154.040	267.956	74,0%
Finansal Borçlar	19.821	39.662	100,1%
Uzun Vad. Fin. Borç. Kısa Vad. Kıs.	50.363	70.148	39,3%
Diğer Finansal Yükümlülükler	0	0	a.d.
Ticari Borçlar	22.482	38.060	69,3%
Çalışanlara Sağ. Fayda. İliş. Karş.	3.425	12.315	259,6%
Diğer Borçlar	2.341	7.141	205,0%
Türev Araçlar	3.953	2.971	-24,8%
Ertelenmiş Gelirler	44.840	79.776	77,9%
Cari Dönem Vergi Yükümlülüğü	58	1.148	a.d.
Borç ve Gider Karşılıkları	837	1.640	95,9%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	5.920	15.095	155,0%
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	243.104	325.023	33,7%
Finansal Borçlar	192.799	310.362	61,0%
Diğer Borçlar	441	749	69,8%
Ertelenen Gelirler	2.022	3.185	57,5%
Borç ve Gider Karşılıkları	6.258	9.250	47,8%
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	41.584	1.477	-96,4%
ÖZSERMAYE	181.427	457.112	152,0%
Ödenmiş Sermaye	1.380	1.380	0,0%
Özsermaye Enf. Düz. Farkları	1.124	1.124	0,0%
Geri Alınan Paylar	0	-655	a.d.
K./Z.Yen. Sınıflandırılmayacak B.D.K. Gel./Gid.	92.168	187.496	103,4%
K./Z. Yen. Sınıflandırılacak B.D.K. Gel./Gid.	19.948	38.112	91,1%
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	59	714	a.d.
Geçmiş Yıl Karları/Zararları	19.311	66.088	242,2%
Net Dönem Karı/Zararı	47.432	162.998	243,6%
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	5	-145	a.d.
TOPLAM PASİFLER	578.571	1.050.091	81,5%
ÖZET GELİR TABLOSU (Mn TL)	2022	2023	%Değ.
SATIŞLAR	311.169	504.398	62,1%
Satışların Maliyeti (-)	235.528	384.952	63,4%
BRÜT KAR/ZARAR	75.641	119.446	57,9%
Genel Yönetim Giderleri (-)	4.701	10.622	126,0%
Pazarlama Giderleri (-)	23.209	41.901	80,5%
Diğer Faaliyet Gelir/Giderleri	1.080	4.502	a.d.
ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	48.811	71.425	46,3%
Yatırım Faaliyet Gelirleri/Giderleri	5.176	22.522	a.d.
Özkaynak Yönt. Değer. Yat.	2.180	6.716	208,1%
Faaliyet Dışı Finansal Gelirler/Giderler	-4.764	-9.427	a.d.
Net Parasal Pozisyon Kazançları	0	46	a.d.
Vergi Gideri (-)	3.971	-71.716	a.d.
NET DÖNEM KARI/ZARARI	47.432	162.998	243,6%

Kaynak: Türk Hava Yolları, Ziraat Yatırım

Ziraat Yatırım Araştırma - Öneri Listesi Tanımları

(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için hesaplanan iskonto oranı)

AL : %20,01 ve üzeri iskonto **EKLE** : %10,01 ile %20,00 aralığında iskonto **TUT** : %-10,00 ile %10,00 aralığında iskonto
AZALT : %-10,01 ile %-20,00 aralığında iskonto **SAT** : %-20,01 ve üzeri iskonto **İZLE** : Nötr

Uyarı Notu: Burada yer alan 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. 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.

ZİRAAT YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Araştırma Bölümü

e-mail: arastirma@ziraatyatirim.com.tr

Genel Müdürlük Pazarlama

Levent Mah. Gonca Sokağı No.22 (Emlak Pasajı) Kat.1 34330 Beşiktaş İSTANBUL

+90 212 339 8080 / info@ziraatyatirim.com.tr

Aracılık Hizmetleri Servisi

0 850 22 22 979

Yurt çapındaki tüm T.C. Ziraat Bankası A.Ş. Şubeleri