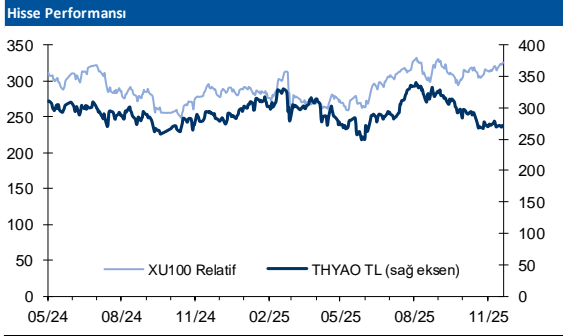


Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu	THYAO			
Mevcut Fiyat (TL)	272.25			
Hedef Fiyat (TL)	404.9			
Getiri Potansiyeli (%)	49%			
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	246.7 342.7			
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	10,889.5			
Sermaye (mln TL)	1,380			
Pazar	Yıldız Pazar			
Hisse Verileri (mln USD)				
Piyasa Değeri	8,833			
Hedeflenen Piyasa Değeri	13,137			
Hisse Performansı				
	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	2%	-13%	6%	-1%
BIST100 Rölatif Getiri	-4%	-20%	-13%	-14%
Özet Veriler (mln EUR)				
	2023	2024	2025T	2026T
Satış Gelirleri	20,942	22,669	23,917	25,591
FAVÖK	5,525	5,059	4,920	5,144
Net Kar	6,021	3,425	2,546	2,559
Tahminler ve Rasyolar				
	2023	2024	2025T	2026T
FD/Ciro	1.2x	1.0x	0.9x	0.9x
FD/FAVÖK	4.4x	4.6x	4.5x	4.3x
F/K	1.8x	3.6x	3.5x	3.5x
PD/DD	0.7x	0.6x	0.4x	0.3x



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 12 Aralık 2025 tarihi itibarıyla.

Ortaklık Yapısı	
Türkiye Varlık Fonu (A Grubu Nama)	49.1%
T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı Özelleştirme İdaresi Başkanlığı (C Grubu Nama)	< 0.01%
Halka Açık A Grubu	50.9%

Strateji ve Araştırma
DenizbankYatirimHizmetleriGrubuStratejiVeArastirma@denizbank.com

Türk Hava Yolları (THYAO TI)

2025 bitti; Asya pazarı ve Air Europa ile 2026

AL – Hedef Fiyat: 404,90 TL (12-ay)

Türk Hava Yolları (THYAO TI), jeopolitik risklerin gündemdeki yerini uzun bir süre koruduğu yılı geride bırakmaya hazırlanırken, bu süreçte yaşanan operasyonel gelişmeleri tekrar hatırlayalım ve önümüzdeki dönem dinamiklerini değerlendirelim. Başlamadan önce; Türk Hava Yolları'nı, (i) stratejik konum ve esnek ağ yönetimi (ii) kargo operasyonları (iii) iştirakleri ile yaratılan büyüme hikayeleri ve (iv) yeniden temettü ödemeleri ile beğendiğimizi tekrar hatırlatmak isteriz.

Bu raporumuz ile birlikte Türk Hava Yolları (THYAO TI) için 12A hedef fiyatımızı 453,46 TL'den 404,90 TL olarak revize ediyor, önerimizi ise AL yönünde korumaya devam ediyoruz. Hisse, 2026 tahminlerimize göre hisse 3,5x F/K ve 4,3x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir. THYAO, yıl başlangıcından bu yana BIST 100 endeksinin %14 gerisinde performans göstererek ana endeksten olumsuz ayrışma gösterirken, hedef fiyatımıza olan uzaklığını yıl boyunca ortalama %54 seviyelerinde sürdürmüştür.

✓ Şu ana dek şekillenen 2025 tablosu ve yıl sonu beklentilerimiz:

- Türk Hava Yolları, 2025'in ilk 11 ayında, geçen yılın aynı dönemine kıyasla yolcu sayısını %8,4 artırarak yaklaşık 85 milyon seviyesine ulaştırmıştır. Bu performansla Şirket, 91 milyonun üzerinde olan yıl sonu yolcu hedefini yakalayacak durumdadır. Finansal tarafta ise yılın ilk 9 ayında satış gelirleri yıllık %4,5 büyüme kaydetmiştir; bu veri, yıl sonu gelir büyüme beklentisi olan %5-6 aralığının alt bandına işaret etmektedir. Aynı dönemde FAVKÖK, %5'lik daralmayla 4.255 milyon dolar olarak gerçekleşmiş olsa da elde edilen %23,9'luk marj, Şirket'in %22-24 bandındaki yıl sonu kârlılık hedefini orta noktadan yakalayacağını teyit etmektedir. Özetle THY, 2025 yılını operasyonel ve finansal beklentileriyle uyumlu bir şekilde tamamlamaya hazırlanmaktadır.
- 4Q25'e dair ilk görüşlerimiz. Her ne kadar her çeyreğin kendine özgü dinamikleri olsa da 2025'in büyüme açısından en güçlü döneminin son çeyrek olacağını öngörmekteyiz. Çeyreklik bazda cironun yıllık büyümelerini hatırlayacak olursak; sırasıyla, %2,5, %6 ve %5 artışları takip etmiştik. 4Q25'te ise söz konusu büyümenin %10 seviyelerinde olmasını bekleriz. Bu noktada son çeyrekteki büyüme beklentimizin temelini ise kargo tarafı oluşturmaktadır. Kargo gelirlerinin son çeyrekte yeniden 950 milyon dolar seviyelerinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Maliyet tarafında ise Brent petrol fiyatlarındaki düşüşe karşın jet yakıtı makasının (crack spread) artış eğiliminde olması, akaryakıt giderlerinde beklenen iyileşmeyi sınırlamaktadır. Buna karşın, personel giderlerinin geçmiş dönemlerdeki kadar baskı yaratmayacağını düşünüyoruz. Tüm bu faktörler ışığında, son çeyrekte FAVKÖK marjının %21,8 seviyesinde oluşacağını tahmin ediyoruz.
- 4Q25 dönemine yönelik ilk beklentilerimizi özetleyecek olursak: 6,2 milyar dolar ciro, 1,2 milyar dolar FAVÖK, 1,3 milyar dolar FAVKÖK ve 500 milyon dolar net kar yönünde. Bu paralelde 2025 yıl sonu beklentilerimiz, 23,9 milyar dolar ciro, 4,9 milyar dolar FAVÖK, 5,6 milyar dolar FAVKÖK ve 2,5 milyar dolar net kar olarak şekillenmekte.

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. Büyükdere Cad. No: 141 Kat: 19 34394 Esentepe, İstanbul TÜRKİYE

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 müşterileri 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 yer alan bilgilere burada dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

✓ 2026'ya yönelik beklentilerimiz:

- 2026 yılı beklentilerimizi şekillendiren dinamiklere geçmeden önce, 2025 ile birlikte yeniden hayatımıza giren temettü ödemelerinin önümüzdeki dönemde de devam etmesini beklediğimizi belirtelim. Mevcut net kar tahminimiz doğrultusunda 2026 yılında %2,3 temettü verimliliği ile yaklaşık 204 milyon dolar temettü ödemesi beklentisi ile çalıştığımızı belirtelim.
- 2026'ya ilişkin beklentilerimizi, 2025'te gözlediğimiz kapasite artışının devam edeceği ve <yüksek tek haneli> seviyelerde gerçekleşeceği senaryo altında kurguluyoruz. Büyüme beklentimizin merkezinde yine Asya pazarı yer almakta. Rusya hava sahasının kapalı olması ile elde edilen coğrafi avantaj, 2025'te Uzak Doğu'da yakalanan ivmeyi desteklemiştir. **Önümüzdeki yıl bu bölgede rekabetin kızışması muhtemel olsa da pazarın içsel büyüme dinamiklerinin söz konusu etkiyi nötrleyeceğini ve Asya operasyonlarının düşük çift haneli büyümeyle Şirket'i sürükleyeceğini öngörüyoruz.** Keza, uçak teslimatlarında yaşanan gecikmeler, bölgedeki rekabeti sınırlayabilecek etki olarak masada yer almaktadır. Amerika kıtasında büyüme iştahının daha sınırlı kalacağını tahmin ederken, AJet'in düşük %20'li seviyelerde büyüme göstermesini ve yılın en önemli kapasite büyümelerinden biri olacağını değerlendiriyoruz.
- Birim gelirler tarafında 2025'ten çok farklı noktada değiliz. Artan rekabet paralelinde birim gelirlerin baskılanmaya devam etmesini bekliyoruz. Bu paralelde, 2026 yılı ciro beklentimiz 25,6 milyar dolar olarak şekillenmekte.
- 2026'ya yönelik maliyet dinamiklerini değerlendirdiğimizde; Brent petrol fiyatlarında önemli derecede yukarı yönlü hareketlenme beklemesek de, jet yakıtı makasındaki (crack spread) seviyelerin korunmasının kârlılık üzerinde baskı unsuru olmaya devam edeceğini değerlendiriyoruz. Buna ek olarak, 2025 yılında gördüğümüz ölçekte olmasa da reelde değerli kalacağını düşünerek şekillendirdiğimiz Türk lirası düşüncesi ile bu durumun personel giderleri üzerinde yarattığı maliyet artışı ve birim gelirlerdeki baskı, marjları sınırlandıran diğer temel faktörler arasında yer alacaktır. Ancak, tüm bu risklere rağmen, operasyonel kârlılığın 2025 yılı için belirlenen %22-24 FAVKÖK bandından belirgin bir sapma göstermeyeceğini öngörüyoruz. **Bu doğrultuda, Şirket'in, 2026'da yaklaşık %23 seviyesinde FAVKÖK ve %20 seviyelerinde FAVÖK marjı ile yılı tamamlamasını bekliyoruz.**
- Net kâr projeksiyonumuzu şekillendiren temel faktörler ise TL kur uyumsuzluğunun devam etmesi (mismatch) ve finansman giderlerinde beklediğimiz artış eğilimidir. Bu baskı unsurları paralelinde, net kârın 2025 yılı performansının altında kalarak yaklaşık 2,6 milyar USD seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.
- Şirket, 2025 yılını, 525-530 uçaklık filo büyüklüğüyle kapatmayı hedeflerken, Kasım 2025 trafik verileri mevcut filonun 513 uçak seviyesinde olduğunu göstermektedir. Kalan süredeki teslimat takvimi göz önüne alındığında, yıl sonu hedeflerinin yakalanmasının halen mümkün olduğunu düşünüyoruz. Uzun vadeli stratejik planlara baktığımızda ise 2026 yılında filo genişleme hızının ivme kazanarak, 2025'teki nominal artışın üzerinde gerçekleşeceğini öngörmekteyiz. Hızlanan bu büyüme ve yatırım sürecine paralel olarak, 2026 yılında Şirket'in borçluluk seviyelerinde artış yaşanması beklentilerimiz dahilindedir.
- Şirket'in küresel konumlanma stratejisi kapsamında, Air Europa ile imzalanan ortaklık sözleşmesi 2026 ajandasının en önemli başlıklarından biri olacaktır. 2026'da tamamlanmasını beklediğimiz bu işlemde, 300 milyon EUR yatırımla Şirket, %25-27 bandında pay edinecektir. Bu hamleyi, özellikle Latin Amerika hattında yaratacağı sinerji ve turizm odaklı yeni pazar erişimleriyle orta-uzun vadeli gelir büyümesini destekleyen stratejik bir adım olarak gördüğümüzü yinelemek isteriz.

Beklentilerimizde yaptığımız değişiklikler

	2025E	2025Y	değişim (%)	2026E	2026E	değişim (%)
Satış Gelirleri	24,256	23,917	-1%	25,954	25,591	-1%
FAVÖK	5,579	4,920	-12%	5,969	5,144	-14%
Net kar	2,789	2,546	-9%	3,374	2,559	-24%
FAVÖK Marjı	23.0%	20.6%	-2.4 puan	23.0%	20.1%	-2.9 puan
Net Kar Marjı	11.5%	10.6%	-0.9 puan	13.0%	10.0%	-3 puan

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

Yolcu trafiği verileri

Toplam	11A24	11A25	y/y Δ
Arzedilen Koltuk Km ('000)	232,786,790	249,920,634	7%
Yolcu Sayısı	78,738,778	85,331,654	8%
Kargo + Posta (Ton)	1,835,299	1,975,318	8%
Dıştan Dışa Transfer Yolcu Sayısı	28,844,851	32,523,091	13%

Yurt içi	11A24	11A25	y/y Δ
Arzedilen Koltuk Km ('000)	22,607,664	23,140,579	2%
Yolcu Sayısı	28,466,644	29,579,993	4%
Kargo + Posta (Ton)	54,633	56,895	4%

Yurt dışı	11A24	11A25	y/y Δ
Arzedilen Koltuk Km ('000)	210,179,126	226,780,055	8%
Yolcu Sayısı	50,272,134	55,751,661	11%
Kargo + Posta (Ton)	1,780,666	1,918,423	8%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Şirket verileri

Yurt içi	11A24	11A25	y/y Δ
Arzedilen Koltuk Km ('000)	22,519,877	23,054,198	2%
Yolcu Sayısı	28,376,460	29,498,954	4%
Kargo + Posta (Ton)	54,583	56,804	4%

Avrupa	11A24	11A25	y/y Δ
Arzedilen Koltuk Km ('000)	56,189,812	60,773,647	8%
Yolcu Sayısı	25,207,977	27,513,631	9%
Kargo + Posta (Ton)	553,037	574,249	4%

Orta Doğu	11A24	11A25	y/y Δ
Arzedilen Koltuk Km ('000)	16,651,260	17,961,862	8%
Yolcu Sayısı	6,793,954	7,856,259	16%
Kargo + Posta (Ton)	144,984	165,962	14%

Uzak Doğu	11A24	11A25	y/y Δ
Arzedilen Koltuk Km ('000)	57,201,290	62,267,072	9%
Yolcu Sayısı	7,316,130	8,252,627	13%
Kargo + Posta (Ton)	636,677	704,244	11%

Afrika	11A24	11A25	y/y Δ
Arzedilen Koltuk Km ('000)	19,727,025	22,128,401	12%
Yolcu Sayısı	3,843,622	4,633,452	21%
Kargo + Posta (Ton)	130,675	129,599	-1%

Kuzey Amerika	11A24	11A25	y/y Δ
Arzedilen Koltuk Km ('000)	41,817,792	45,117,589	8%
Yolcu Sayısı	3,880,359	4,136,628	7%
Kargo + Posta (Ton)	226,983	263,788	16%

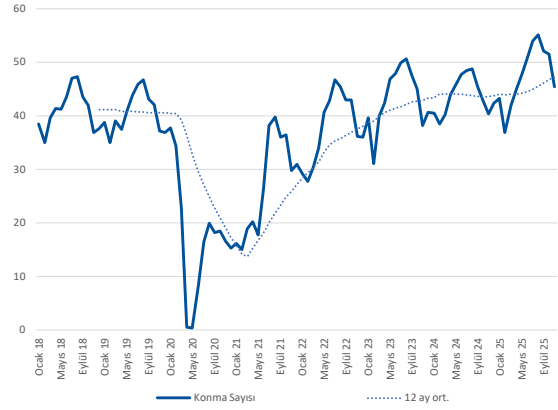
Orta & Güney Amerika	11A24	11A25	y/y Δ
Arzedilen Koltuk Km ('000)	13,276,405	12,947,350	-2%
Yolcu Sayısı	1,020,396	1,028,629	1%
Kargo + Posta (Ton)	52,777	52,228	-1%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Şirket verileri

Yolcu trafiği verileri

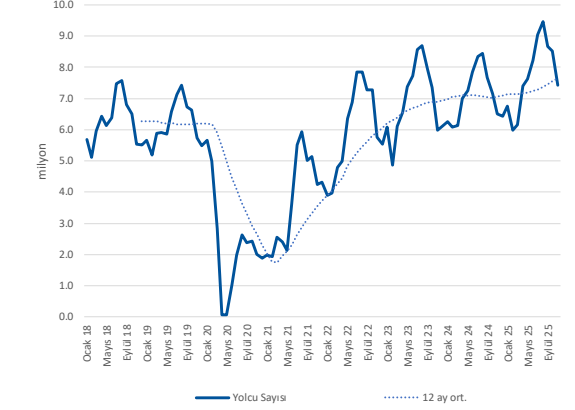
SEÇİLMİŞ TRAFİK VERİLERİNE AİT KARŞILAŞTIRMALAR

Toplam Konma Sayısı



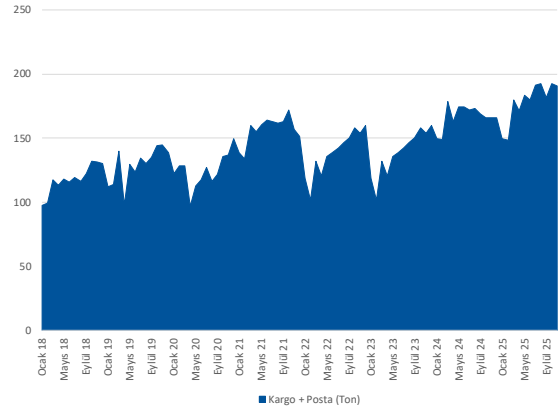
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, THY

Toplam Yolcu Sayısı



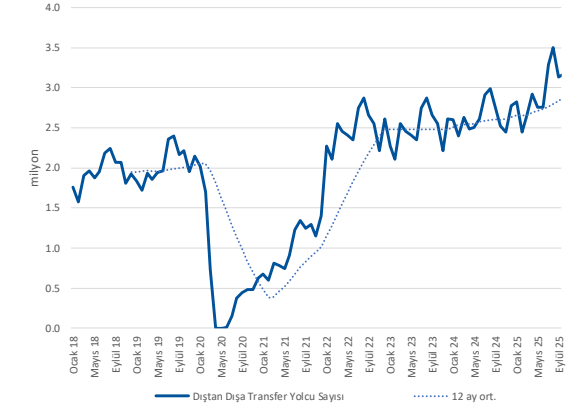
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, THY

Toplam Kargo Posta



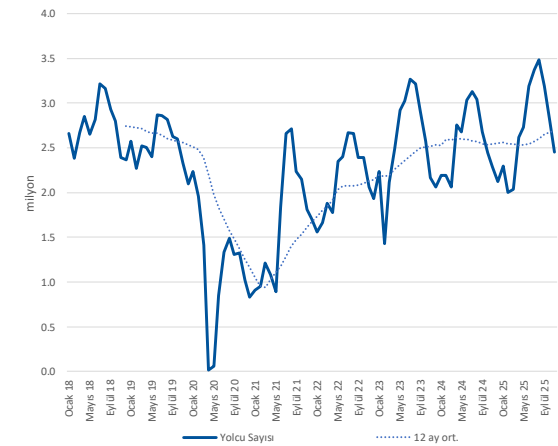
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, THY

Dıştan Dışa Transfer Yolcu Sayısı



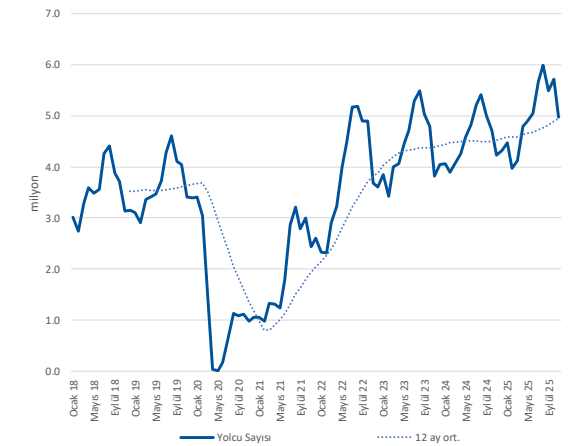
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, THY

İç Hatlar Yolcu Sayısı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, THY

Dış Hatlar Yolcu Sayısı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, THY

Yasal Uyarı

Bu rapor/e-posta içerisinde yer alan değerlendirmeler Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda yer alan ifadeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve hiçbir şekilde alış veya satış yapılması yönünde yönlendirme olarak değerlendirilmemelidir. Deniz 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 etmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk okuyucuların kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Deniz Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Deniz Yatırım ve DenizBank Finansal Hizmetler Grubu çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bu rapor/e-posta içerisinde yer alan bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler sermaye piyasası aracına yönelik bir yatırım tavsiyesi, alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve yatırım danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Buradaki içeriğin hiçbir bölümü Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, hiçbir şekil ve ortamda yayımlanamaz, alıntı yapılamaz ve kullanılamaz.

Derecelendirme

Deniz Yatırım Analistleri, her hisse senedi için bir veya birden fazla değerlendirme yöntemi kullanarak 12 aylık hedef değerler (fiyatlar) ve buna bağlı olarak potansiyel getirileri hesaplamaktadır. 12 ay derecelendirme sistemimiz; AL, TUT ve SAT olmak üzere 3 farklı genel yatırım tavsiyesi içerir.

AL: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **en az %20 ve üzerinde** oluşması şeklindeki değerlendirme ifade etmektedir.

TUT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0-20 aralığında** oluşması şeklindeki değerlendirme ifade etmektedir.

SAT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0'dan daha düşük** seviyelerde oluşması şeklindeki değerlendirme ifade etmektedir.

Derecelendirme	Potansiyel Getiri (PG), 12-ay
AL	≥%20
TUT	%0-20
SAT	≤%0

Kaynak: Deniz Yatırım

Deniz Yatırım Analistleri, hisse senetlerini; potansiyel katalizörler, tetikleyici gelişmeler, riskler ile piyasa, sektör ve rakip firma gelişmeleri ışığında değerlendirmektedir. Analistlerimiz, genel yatırım tavsiyesinin kamuoyuyla paylaşılmasını takip eden süreçte hisse senetlerini titizlikle yakından takibe devam etmekte; ancak, hisse senedi fiyatındaki dalgalanmalardan ötürü değerler, derecelendirme sistemimizdeki sınırları aştığı takdirde, hisse senedi hakkında sundukları tavsiyeyi değiştirmemeyi ve/veya Gözden Geçirme (GG) sürecine almayı tercih edebilirler. Olası Gözden Geçirme (GG) durumunda, analistlerimiz açısından derecelendirme ve/öneri güncelleme noktasında herhangi bir zaman kısıtlaması kesinlikle söz konusu değildir. Kimi durumlarda, değerlendirme açısından, matematiksel olarak yükseliş potansiyeli veya düşüş riskinin doğması durumunda, analistlerimiz, AL-TUT-SAT önerilerinin dışında, sektör ve şirket ile ilgili genel gidişatı ve son gelişmeleri gözetenerek derecelendirmeye temel oluşturan potansiyel getiri seviyelerinin dışında önerilerde bulunma haklarını saklı tutarlar. Bu gibi durumlarda, bahse konu şirket(ler)in, içerisinde buldukları sektörün genel koşulları, muhtemel risk ve getiri başlıkları, açıklanan son finansallarındaki parametreler, politik ve jeopolitik gibi farklı birçok girdi gözetilerek değerlendirilme bulunulabilir. Analistlerimiz, AL-TUT-SAT önerilerini belirlerken, sadece matematiksel değerlerin gözetildiği, mekanik bir süreç yürütmemektedirler.