

Türk Hava Yolları

AL

Kapanış (TL)	292,50	Hedef fiyat (TL)	430,00		
Piyasa değeri (TL / US\$ milyar)	403,7 / 9,6	12 aylık getiri / görece getiri (%)	6 / -16		
Endeks	BIST30	Pazar	Yıldız		
(US\$ mn)	3Ç24	3Ç25	y/y Δ	Konsensüs	Gerçek / Kons.
Net satışlar	6.630	6.953	%5	6.946	%0
FAVÖK	2.167	1.871	%-14	1.851	%1
FAVÖK marjı	%32,7	%26,9	-580 bp	%26,7	20 bp
Net Kar	1.544	1.378	%-11	1.232	%12

3Ç25 Bilanço Değerlendirmesi

Beklentilerin bir miktar üzerinde kâr - Türk Hava Yolları, 3Ç25'te 1.378 milyon ABD doları net kâr açıkladı; bu rakam konsensüs tahminlerinin %12 üzerinde gerçekleşti. Gelirlerdeki sınırlı artış ve FAVÖK marjındaki belirgin daralma ise beklentilerle uyumlu oldu.

Gelirler beklentilerle uyumlu - THY, 3Ç25'te yıllık bazda %4,9 gelir artışı ile 6,95 milyar ABD doları ciroya ulaştı. Yolcu sayısı %11,1 artarak 27,2 milyona yükseldi. Bu artış, yurt içi trafikte %13,5, uluslararası trafikte %9,7 büyümeden kaynaklandı. Yolcu gelirleri %6,1 arttı, ancak yolcu birim gelirleri %1,9 azaldı; bu azalışta, uluslararası yolcu payının düşmesi de (bu yıl %60,8, geçen yıl %61,9) etkili oldu. Kargo gelirleri %7,2 gerileyerek toplam gelirlerin %12,2'sini oluşturdu (yıllık 150 baz puan düşüş). Zayıf küresel ticarete rağmen kargo hacmi %10,3 arttı; ancak ortalama kargo getirisi %15,9 azaldı.

Düşen kârlılık - Ortalama jet yakıtı fiyatı %7,7 geriledi, uçulan kilometre başına yakıt tüketimi %1,2 azaldı ve buna bağlı olarak yakıt birim giderleri %8,3 düştü. Buna karşın yakıt dışı maliyetler %19,7 artarak gelirlerin %54,2'sine yükseldi (geçen yıl %47,5). Personel giderleri gelirlerin %21,4'üne çıktı (320 baz puan artış), bu da çalışan sayısında %9,2'lik artış ve ortalama maaşlarda (ABD doları bazında) %12,5'lik yükseliş kaynaklı oldu. Personel birim giderleri %13,5, havalimanı ücretleri birim giderleri ise %11,6 arttı; bu artış, Avrupa'daki bazı büyük havalimanlarında uygulanan yeni ücret tarifelerinden kaynaklandı. Sonuç olarak birim gelir-gider makası 0,95 cent'e (geçen yıl 1,52 cent) geriledi ve FAVÖK marjı 580 baz puan düşerek %26,9'a indi. Bu sonuçlar konsensüsle uyumlu gerçekleşti.

2025 yılı beklentileri - Yönetim, 2025 yılı için beklentilerini hafifçe güncelledi. Buna göre %7-8 kapasite artışı, 525-530 uçaklık filo büyüklüğü (2024: 492), 91 milyon yolcu (2024: 85 milyon), %5-6 gelir artışı (önceki %6-8; 9A25: %4,5), yakıt dışı birim maliyetlerde orta tek haneli artış ve %22-24 FAVÖK marjı (2024: %25,3) öngörülüyor.

Genel görüşümüz - Yolcu ve kargo hacimleri güçlü seyretti; ancak zayıf yolcu birim gelirleri ve kargo birim gelirlerindeki düşüş toplam gelirleri baskıladı. Düşen jet yakıtı fiyatlarının olumlu etkisi, personel giderlerindeki artışla dengelendi ve bu durum FAVÖK marjında belirgin bir daralmaya yol açtı. Yönetim, yıl sonu gelir artışı beklentisini %6-8 aralığından %5-6'ya düşürdü; bu revizyon zaten bizim tahminlerimizle uyumlu olduğundan tahminlerimizde değişiklik yapmıyoruz. 12 aylık TL 430 hedef fiyat ve AL önerimizi koruyoruz

Değerleme - Hisse son bir yılda %6 yükseldi ancak BIST100 endeksine görece %16 daha zayıf bir performans gösterdi. 2025 tahminlerimize göre 5,0 F/K ve 3,3 FD/FAVÖK çarpanlarından işlem gören Türk Hava Yolları hissesi için AL görüşümüzü koruyoruz.

Araştırma

yatirimarastirma@icbcyatirim.com.tr
+90-212-276-2727