

Türk Hava Yolları

AL

Kapanış (TL)	296,50	Hedef fiyat (TL)	430,00		
Piyasa değeri (TL / US\$ milyar)	407,8 / 10,0	12 aylık getiri / görece getiri (%)	7 / -5		
Endeks	BIST30	Pazar	Yıldız		
(US\$ mn)	2Ç24	2Ç25	y/y Δ	Konsensüs	Gerçek / Kons.
Net satışlar	5.661	5.980	%6	5.998	%0
FAVÖK	1.202	1.371	%14	1.259	%9
FAVÖK marjı	%21,2	%22,9	170 bp	%21,0	190 bp
Net Kar	943	694	%-26	656	%6

2Ç25 Bilanço Değerlendirmesi

Beklentilerin hafif üzerinde kâr - Türk Hava Yolları, 2Ç25'te 694 milyon ABD doları net kâr açıkladı; bu rakam, piyasa beklentilerinin biraz üzerinde gerçekleşti. Gelirler beklentilere paralel gelirken, FAVÖK marjında kayda değer bir iyileşme sağlandı.

Gelirler beklentiye paralel - THY, 2Ç25'te yıllık %5,6 gelir artışı ile 6,0 milyar ABD dolarına ulaştı; bu rakam, piyasa beklentilerine paralel gerçekleşti. Yolcu sayısı %5,2 artışla 23,3 milyona çıktı; bu artış, uluslararası trafikteki %8,0 büyümeye ile sağlanırken, yurtiçi trafik %0,8 arttı. Yolcu gelirleri %7,4 artarken, kapasite başına gelirler yıllık %0,7 yükseldi; bu artışta uluslararası trafik payının %61,5'e çıkması etkili oldu (geçen yıl: %60,0). Kargo gelirleri %9,4 azalarak toplam gelirin %13,4'ünü oluşturdu; bu oran geçen yıla göre 220 baz puan düşerken, zayıf küresel ticarete rağmen kargo hacmi %6,0 arttı.

Karlılıkta iyileşme - Ortalama jet yakıtı fiyatı %13,4 düşerken, kilometre başına yakıt tüketimi %0,8 azaldı. Böylece kapasite başına yakıt giderleri %15,2 geriledi. Ancak, yakıt dışı maliyetler %13,9 artarak gelirin %56,8'ine yükseldi (geçen yıl: %52,7). Personel giderleri belirgin şekilde artarak gelirin %22,3'üne ulaştı (300 baz puan artış); bu artış, çalışan sayısındaki %10,3 artış ve ABD doları bazında ortalama maaşlardaki %10,6 yükselişten kaynaklandı. Kapasite başına personel giderleri %22,3 arttı. Diğer önemli maliyet kalemleri - havalimanı ücretleri, bakım ve ikram - toplamda kapasite başına giderleri %12,9 artırdı. Bu doğrultuda, kapasite başına gelir-gider farkı geçen yılki 0,52 cent seviyesinden 0,54 cent'e yükseldi ve FAVÖK marjı 170 baz puan artarak %22,9'a çıktı; bu oran, piyasa beklentisinin 190 baz puan üzerindeydi.

2025 yılı beklentileri - Yönetim, tahminlerini hafif revize ederek şu beklentileri açıkladı: %7-8 kapasite artışı, 520-525 uçaklık filo büyüklüğü (2024: 492), 91 milyon yolcu (2024: 85 milyon), %6-8 gelir artışı (1Y25: %4), yakıt hariç birim maliyette orta tek haneli artış, %22-24 FAVÖK marjı (2024: %25,3).

Genel görüşümüz - Yolcu trafiği güçlü seyretti ve uluslararası trafik payının artması sayesinde kapasite başına yolcu gelirleri hafifçe yükseldi. Küresel piyasadaki zayıflığa rağmen kargo hacimleri arttı; ancak düşen fiyatlar kargo gelirlerini olumsuz etkiledi. Artan personel giderleri, daha düşük jet yakıtı fiyatlarıyla dengelendi ve FAVÖK marjında önemli bir iyileşme sağlandı. Beklendiği üzere, sezon etkisiyle zayıf geçen 1Ç sonrası operasyonlarda toparlanma görüldü. Yönetim, 2025 yılının ikinci yarısında daha güçlü trafik, gelir artışı ve karlılık öngörerek yıllık beklentilerini büyük ölçüde korudu. Tahminlerimizi, 12 aylık TL 430 hedef fiyatımızı ve AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.

Değerleme - Hisse son bir yılda %7 yükseldi ancak BIST100 endeksine görece %5 daha zayıf bir performans gösterdi. 2025 tahminlerimize göre 2,7 F/K ve 3,2 FD/FAVÖK çarpanlarından işlem gören Türk Hava Yolları hissesi için AL görüşümüzü koruyoruz.

Araştırma

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