

Türk Hava Yolları Finansal Sonuç Değerlendirmesi

- Net kar beklentimizin aksine net zarar.** Türk Hava Yolları <THYAO TI> IÇ25'te 2.678 milyon TL olan net kar beklentimizin ve piyasa tahmini olan 505 milyon TL'nin aksine 1.818 milyon TL (-44 milyon dolar) net zarar açıkladı. Net kar rakamındaki sapmada; i) zayıf operasyonel karlılık ve ii) ertelenmiş vergi gelirlerinin beklentilerimizin oldukça altında kalması etkili oldu. Öte yandan, yüksek finansman gideri net karı baskılayan unsur oldu.
- Düşük sezonda gelirler dirençli kalmaya devam etti.** THY, IÇ25'te 178.015 milyon TL olan net satış geliri beklentimizin ve piyasa tahmini olan 177.693 milyon TL'nin %1 altında, 176.712 milyon TL (4.887 milyon dolar) net satış geliri açıkladı. Net satış gelirleri yıllık %20 artarken, mevsimsel etkiler nedeniyle bir önceki çeyreğe göre %9 düştü.
- THY, yılın ilk çeyreğinde %2,3 artışla 18,9 milyon yolcu taşıdı. Şirketin yolcu gelirleri yıllık %20 artışla 142.009 milyon TL'ye, kargo gelirleri %19 artışla 27.606 milyon TL'ye ve teknik gelirler %15 artışla 5.100 milyon TL'ye yükseldi. Kargo gelirleri, yavaşlayan küresel ticarete rağmen, yıllık %1,6 artış gösterdi. Aynı dönemde kargo gelirlerinin toplam ciro içindeki ağırlığı %15,6 oldu. IÇ25'te net satışlardaki yıllık büyümeye en yüksek nominal katkı yapan kalemler, 1,64 baz puan ile hacim artışı ve 0,51 baz puan ile yolcu RASK (kur ve doluluk etkisi hariç) oldu. THY IÇ25'te bir önceki yıla paralel 478 bin ton kargo taşıdı. IÇ25'te kargo birim gelirleri %14 artışla 1.602 dolar/ton oldu.
- Yolcu birim gelirinde düşüş devam ediyor.** THY'nin IÇ25'te yolcu birim geliri (R/Y), Amerika, Afrika, Avrupa ve Uzak Doğu'da yaşanan düşüş nedeniyle, yıllık bazda %1,6 azalışla 8,00 USc'ye geriledi. Aynı dönemde yolcu RASK %1,5 düşüşle 6,45 USc oldu. IÇ25'te Avrupa (-6,8%) ve Afrika (-3,3%) yolcu birim gelirlerinin en çok düştüğü bölgeler oldu. Yurt içi yolcu birim gelirleri ise aynı dönemde %22,7 arttı.
- IÇ25'te brent petrol ve jet yakıt katsayılarındaki düşüş etkisiyle birim yakıt giderleri, beklentilerimiz doğrultusunda 2,16 USc'ye geriledi. Birim giderler (CASK), artan personel maliyeti, yer hizmetleri, bakım ve diğer giderler nedeniyle %3,3 artışla 8,48 USc oldu. Yakıt dışı birim gider (ex – fuel CASK), ücret artışları ve GTF motoru kaynaklı sorunlar nedeniyle yıllık %12,4 artışla 6,27 USc'ye yükseldi.

Tablo 1: Özet Görünüm ve Beklentiler

Özet Finansallar				Beklentiler		
milyon TL	IÇ25	IÇ24	y/y	Piyasa	KVY Araştırma	Piyasa Fark (%)
Net Satış Gelirleri	176,712	147,238	20%	177,693	178,015	-1%
FAVÖK	10,167	15,500	-34%	17,410	13,920	-42%
Net Kar	-1,818	6,931	a.d.	505	2,678	a.d.

Kaynak: Rasyonet, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

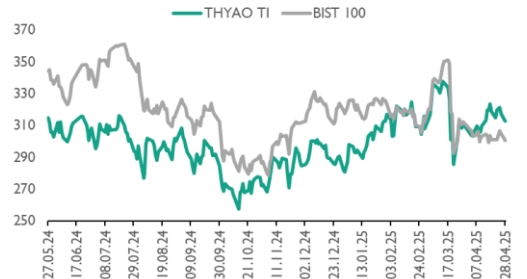
Piyasa Bilgileri	
Bloomberg Kodu	THYAO TI
Tavsiye	AL
Önceki Hedef Fiyat (TL/hisse)	461.0
Hedef Fiyat (TL/hisse)	461.0
Kapanış (TL/hisse)	312.75
Yükseliş Potansiyeli (%)	47%
Piyasa Değeri (milyon TL)	431,595
Piyasa Değeri (milyon USD)	11,249
Firma Değeri (milyon TL)	760,368
Sermaye (milyon TL)	1,380
Halka Açıklık Oranı (%)	50.36

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%	35%	25%
FAVKÖK	165,910	218,062	264,560
Büyüme (%)	44%	31%	21%
Net Kar	113,378	142,616	198,221
Büyüme (%)	-30%	26%	39%

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 (USD)			
F/K	3.2	3.5	2.8
FD/FAVÖK	4.7	4.9	4.3
FD/FAVKÖK	4.0	4.1	3.7



Analist

Muhammet Çakmak

muhammet.cakmak@kuveytturkyatirim.com.tr



Türk Hava Yolları Finansal Sonuç Değerlendirmesi

- **FAVÖK beklentilerimizin %27 altında kaldı.** THY, 1Ç25'te 13.920 milyon TL (384 milyon dolar) olan beklentimizin %27 ve piyasa tahmini olan 17.410 milyon TL'nin %42 altında, 10.167 milyon TL (286 milyon dolar) FAVÖK açıkladı. FAVÖK, yıllık %34 ve bir önceki çeyreğe göre %63 düştü. FAVÖK marjı, yüksek operasyonel faaliyet giderleri nedeniyle yıllık bazda 4,8bps düşüşle %5,8'e geriledi. Şirket, 1Ç25'te 19.728 milyon TL (554 milyon dolar) olan beklentilerimizin %24 altında, 16.210 milyon TL (447 milyon dolar) FAVKÖK (EBITDAR) açıkladı. FAVKÖK marjı %9,2 oldu.

- Şirket hesaplamalarına göre FAVÖK, 544 milyon dolar olan beklentimizin %8 altında, 503 milyon dolar olarak gerçekleşti. FAVKÖK (EBITDAR) yıllık %14,8 düşüşle 664 milyon dolar oldu. FAVKÖK marjı 2,8bps daralmayla %13,6'ya geriledi (1Ç24: %16,3).

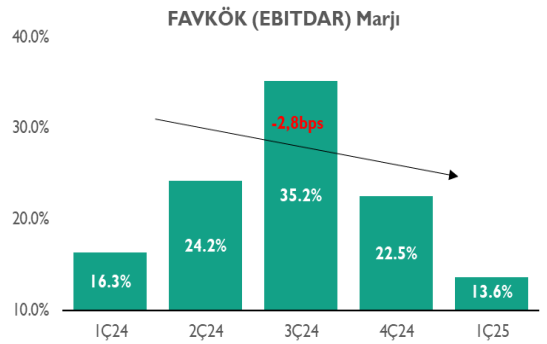
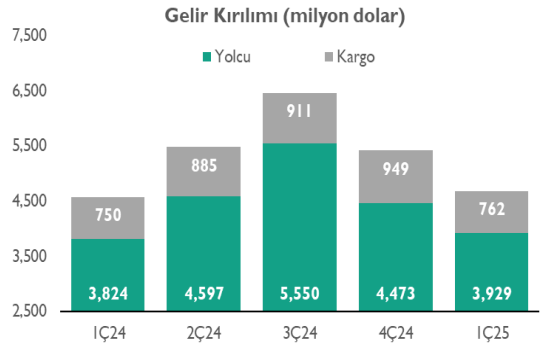
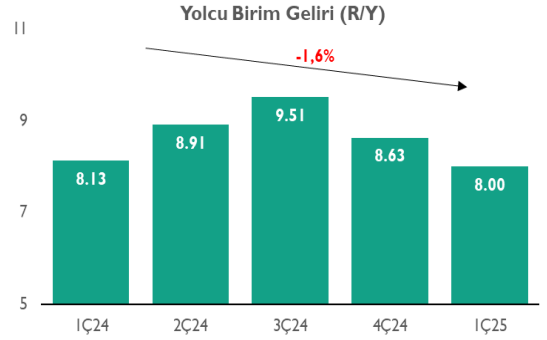
- **Net borç dolar bazında %13 arttı.** THY filosuna 1Ç25'te 5 uçak girerken, net borç dolar bazında %13 artışla 8.706 milyon dolar oldu (1Ç24: 7.696 milyon dolar).

- **Toplam Arz Edilen Koltuk Km (AKK) %4,3 arttı.** 1Ç25'te Uzak Doğu (%9,1), Orta Doğu (%5,5) ve Afrika ve Amerika'nın (%3,6) desteğiyle arz edilen koltuk kilometre yıllık %4,3 artarak 61 milyar AKK oldu. Aynı dönemde iç hat AKK'sı yatay kaldı. Ücretli yolcu kilometre (ÜYK) %4,4 ve yolcu doluluk oranı 0,2bps artışla %80,6 oldu.

- **Türk Hava Yolları için 461 TL hedef fiyatımızı korumaya devam ediyoruz.** THY, genel olarak hem bizim hem de konsensüs beklentilerinin altında FAVÖK ve net kar açıkladı. Düşük sezonda gelirler dirençli kalsa da, başta personel maliyetleri olmak üzere operasyonel maliyetlerdeki yüksek seyir ve beklentilerimizin altında kalan vergi etkisi, net karda gerçekleşen sapmanın nedenleri arasında yer alıyor. Zayıf sonuçlara piyasa tepkisinin "negatif" olabileceğini düşünüyoruz.

- 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 tahmin ediyoruz. Havacılık sektöründe yılın ilk çeyreğinin mevsimsel etkiler nedeniyle en düşük sezon konumunda olması nedeniyle modelimizde revizyona gitmiyoruz. Türk Hava Yolları için 461 TL hedef fiyatımızı korumaya devam ediyoruz. Şirket, 2025T göre 3,5x F/K ve 4,1x FD/FAVKÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

- *Şirket, takip listemize katılım endeksinde yapılan değişiklik öncesinde eklenmiştir.



Özet Finansal Görünüm

Gelir Tablosu (milyon TL)	1Ç25	1Ç24	y/y (%)	4Ç24	ç/ç (%)	12A24	12A23	y/y (%)
Net Satışlar	176,712	147,238	20	193,502	-9	745,430	504,398	48
Satışların Maliyeti (-)	164,981	131,098	26	162,919	1	602,522	384,952	57
Brüt Kar/Zarar	11,731	16,140	-27	30,583	-62	142,908	119,446	20
Faaliyet Giderleri (-)	21,977	17,048	29	22,789	-4	78,958	52,523	50
Esas Faaliyet Karı	-10,246	-908	a.d.	7,794	a.d.	63,950	66,923	-4
Amortisman	20,413	16,408	24	19,809	3	72,306	48,474	49
FAVÖK	10,167	15,500	-34	27,603	-63	136,256	115,397	18
Diğ. Gelir/Gider (net)	7,367	2,111	249	7,244	2	16,443	4,502	265
Yat. Fal. Gel. (net)	11,606	9,532	22	12,212	-5	52,840	22,522	135
Finansal Gelir/Gider (net)	-9,087	-5,714	a.d.	3,219	a.d.	-17,731	-9,381	a.d.
Parasal Kazanç (Kayıp)	92	0	a.d.	78	18	78	46	70
Vergi Öncesi Kar/Zarar	-1,929	5,095	a.d.	31,956	a.d.	121,421	91,282	33
Vergi	75	1,823	-96	-7,430	a.d.	-8,064	71,716	a.d.
Kont. Gücü Olmayan Paylar	-36	-13	a.d.	14	a.d.	-21	-5	a.d.
Ana Ortaklık Net Kar	-1,818	6,931	a.d.	24,512	a.d.	113,378	163,003	-30

Karlılık	1Ç25	1Ç24	y/y (%)	4Ç24	ç/ç (%)	12A24	12A23	y/y (%)
Brüt Kar Marjı	6.6%	11.0%	-4.3bps	15.8%	-9.2bps	19%	24%	-4.5bps
Esas Faaliyet Kar Marjı	-5.8%	-0.6%	a.d.	4.0%	a.d.	9%	13%	-4.7bps
FAVÖK Marjı	5.8%	10.5%	-4.8bps	14.3%	-8.5bps	18.3%	22.9%	-4.6bps
Vergi Oranı	-3.9%	35.8%	a.d.	-23.3%	a.d.	-7%	79%	a.d.
Net Kar Marjı	-1.0%	4.7%	a.d.	12.7%	a.d.	15.2%	32%	-17.1bps
*Net Borç	328,773	248,478	32	275,917	19	275,917	242,746	14
Net Borç (USD)	8,706	7,696	13	7,821	11	7,821	8,246	-5
Net Borç/FAVÖK	2.02	1.72	30.2bps	2.16	-13.4bps	2.16	1.72	43.6bps

Nakit Akım Tablosu	1Ç25	1Ç24	y/y (%)	4Ç24	ç/ç (%)	12A24	12A23	y/y (%)
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	32,339	35,194	-8	-22,887	a.d.	135,580	145,032	-7
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-22,792	6,048	a.d.	19,998	a.d.	10,003	-130,387	a.d.
Serbest Nakit Akımı	9,547	41,242	-77	-2,889	a.d.	145,583	14,645	894
Gelirlere Oranı (%)	5.4%	28.0%	-22.6bps	-1%	a.d.	19.5%	2.9%	16.6bps
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-18,040	-35,238	a.d.	33,945	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	-8,493	6,004	a.d.	31,056	a.d.	70,223	-55,918	a.d.

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

** a.d. = Anlamlı Değil



Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Ekibi

Dr. Kutay Gözgör

Araştırma Direktörü

Muhammet Çakmak

Uzman

Havacılık, Sağlık, Perakende, Savunma

Ubeyde Safvan Erbaş

Kıdemli Uzman

Çimento, Demir – Çelik, Tekstil

Eren Bozdoğan

Uzman

Otomotiv, Giyim, Perakende, Beyaz Eşya, Savunma

İletişim ve Haberleşme için:

arastirma@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.

