



THYAO

THYAO, 2025 4.çeyrekte 264.6 mİr TL Hasılat, 39.4 mİr TL FAVÖK, 37.11 mİr TL Net Kar ile piyasa beklentilerinin üzerinde Satış ve Net Kar izlerken beklentilerin aşğısında FAVOK açıkladığını görmekteyiz.

Güçlü operasyona rağmen zayıf karlılık

4Q25'de geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla satışların \$ bazlı %11.9 artış gösterdiğini izlerken Yolcu Gelirlerinde %12.7, Kargo'da %3.4, Teknik Gelirde ise %43.8 güçlü büyüme görmekteyiz. FY25'e baktığımızda ise geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla konsolide gelirlerin %6.3 artış gösterdiğini izlerken Yolcu Gelirlerinde %7.4, Teknik Gelirlerde %25 artış izlerken Kargo segmentinde %3 daralma görmekteyiz. Bölgesel bazlı baktığımızda ise TL bazlı olarak FY25'de gelirlerde sırasıyla Avrupa %24, Asya Uzak Doğu %30.4, Orta Doğu %30.6, Afrika %33.6 ve Amerika'nın %21.1 artış gösterdiğini görmekteyiz.

Operasyonel veriler

4Q25'de operasyonel verilere baktığımızda geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla ;

- AKK %10.4 artış
- Yolcu Sayısı kümüle %15.7, İç Hatlar %10.7, Dış Hatlar %18.4 artış
- Kargo + Posta (Ton) %16.6 artış
- Yolcu Doluluk Oranı ortalama 2.1pt artış ile %83.9 olarak artış gösterdiğini görmekteyiz.

FY25'e de operasyonel verilere baktığımızda geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla ;

- AKK %7.5 artış
- Yolcu sayısı kümüle %8.8, İç Hatlar %4.5, Dış Hatlar %11.3 artış
- Kargo + Posta (Ton) %8.4 artış
- Yolcu Doluluk Oranı ortalama 1pt artış ile %83.1 olarak artış gösterdiğini görmekteyiz.

FY25'e de Havacılık Sektörüne baktığımızda geçtiğimiz yıla kıyasla ;

- 2025 yılında küresel yolcu trafiğine baktığımızda ise %5.3 artış görmekteyiz.
- 2026 yılında yolcu doluluk oranlarında hafif bir yükseliş ile %83.8 seviyesine çıkması beklenmektedir.
- 2026 yılında küresel yolcu trafiğinde ise %4.9 artış beklenmektedir.
- 2025 yılında Türkiye Toplam Yolcu sayısında ise %7 artış görmekteyiz. İç Hatlar sektörde %7, Dış Hatlar ise %8 artış göstermiştir.

Karlılık

- 4Q25'de RASK2 %1.1 daralma gösterirken FY25'e baktığımızda %1.4 daralma
- 4Q25'de CASK %0.5 artış gösterirken FY25'e baktığımızda %1.1 artış görmekteyiz.
- 4Q25'de Yakıt Hariç CASK'a baktığımızda ise %2 daralma görürken FY25'e baktığımızda ise %5 artış görmekteyiz.

Özetle yıl boyu süren artan rekabet ile beraber bilet fiyatlarındaki aşağı yönlü eğilimle yolcu birim başına gelirden (RASK) düşüş sürerken, ek olarak Kargo segmentinde hacimsel artışa rağmen FY25'de daralmanın etkili olduğunu görmekteyiz. CASK için ise yıl boyu personel giderlerinin negatif etkilerini izlerken 4Q25'de personel etkisinin görece azaldığını izlerken yakıt için yıl boyu CASK'ı aşağı destekleyici seyrin 4Q25'de görece tersine döndüğünü görmekteyiz. Özetle RASK -CASK makasının artan rekabet ve değişen yolcu talebiyle beraber daralmaya devam ettiğini görmekteyiz. 4Q25 itibarıyla geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla \$ bazlı baktığımızda sırasıyla Brüt Kar 1.9pt daralmayla %13.9, EBITDA 0.6 daralmayla %20.9, EBITDAR ise 1.6pt daralmayla %23.2 seviyesine gerilediğini izlemekteyiz. FY25 'e baktığımızda ise Brüt Kar 2.9pt daralmayla %16.1, EBITDA 1.3pt daralmayla %21 ve EBITDAR 1.6pt daralmayla %23.7 olarak gerçekteleştiğini görmekteyiz.

Borç yapısı

4Q25'de önceki çeyreğe göre finansal borçlar \$ bazlı %15 artış gösterirken Net Borç ise %25 artış gösterdiğini görmekteyiz. Yıl sonu itibarıyla NetBorç/FAVOK çarpanı 1.6x seviyesinde olurken geçtiğimiz yılın 0.5pt üzerinde seyrettiğini görmekteyiz. Çarpandaki hafif yükselmeyi sınırlı negatif değerlendirilmekteyiz.

Açıklanan finansal sonuçları **NÖTR - SINIRLI POZİTİF** olarak değerlendirmekteyiz. Sektörel etkilere kaynaklanan karlılık makasının daralmaya devam ettiğini izlerken trafik verileri ve operasyonel performansın da etkisiyle beraber negatif etkinin görece nötrlendiğini izlemekteyiz. Sektör yüksek sezon olan 3Q25'de fiyat hareketini yapmazken artan jeopolitik riskler altında baskının sürdüğünü izlese de güçlü operasyonel performans ve iskonto çarpanları etkisiyle makul fiyatlamasını sürdürdüğünü görmekteyiz. THYAO için 498.5 TL hedef fiyat ile AL önerimizi sürdürmekteyiz. 4Q25 itibarıyla THYAO 5.6x FD/FAVOK çarpanlarıyla işlem görmektedir. 2026 için RASK'da toparlanma beklesek de bölgesel rekabet etkisi sonucu oluşan bilet fiyatlarındaki aşağı yönlü eğilim sonucu etkinin sınırlı olacağını, CASK'da ise daha dengeli bir seyrir beklemekteyiz. Kargo tarafında 2025'in ardından 2026'da görece toparlanma ve geçtiğimiz yıla kıyasla 100m+ \$ ek katkı beklemekteyiz.

5 Mart 2026

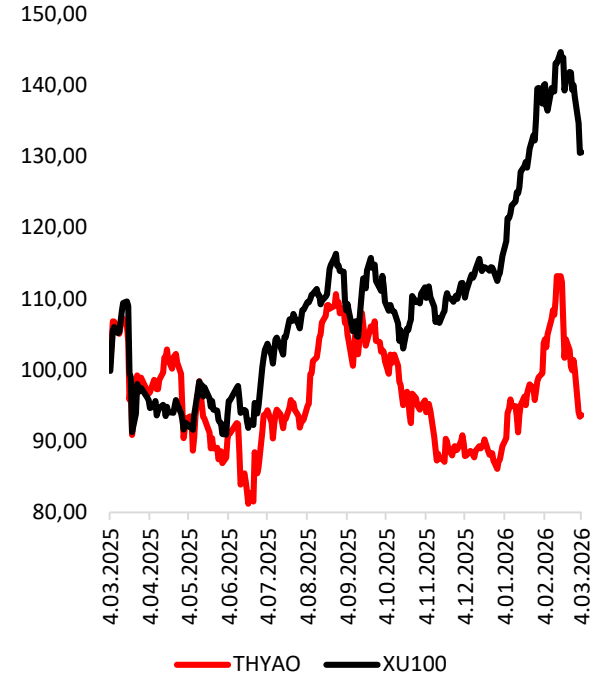
Son Fiyat	287,75
Piyasa Değeri (milyon TL)	397,09
Piyasa Değeri (milyon \$)	9,027
Hedef Fiyat	498,50
Tavsiye	AL
F/K	3,36
FD/FAVÖK	5,64
PD/DD	0,44
Hisse Sayısı (milyon lot)	1,380
FDPO (%)	50,48
Günlük Ort. İşlem Hacmi (milyon TL)	19i969

FİYAT

PERFORMANSI (%)	1 AY	3 AY	12 AY
BİST100'E GÖRE	-22.08	-24.20	-53.20
Nominal (TL)	-10.22	6.57	-7.15
Nominal (USD)	-11.34	3.30	-27.69

ORTAKLIK YAPISI

	%
Türkiye Varlık Fonu	49,12
Diğer	50,32



Erdem YILDIZ

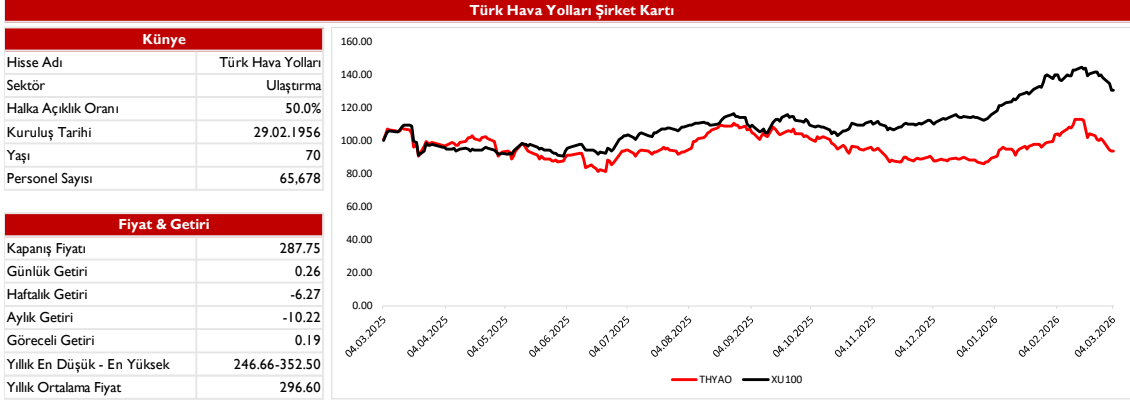
eyildiz@marbasmenkul.com.tr



Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı No:6 D:12 Kat:4 Şişli

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



Özet Bilanço				Özet Bilanço				
Kalemler	2025/12	2025/09	Değişim(%)	Items	2025/12	2025/09	2024/12	Değişim(%)
Dönen Varlıklar	436,412	425,657	2.53	Net Satışlar	955,472	690,825	745,430	38.31
Nakit ve Benzerleri	86,035	100,325	-14.24	Yurt İçi Satışlar	78,635	60,127	58,303	30.78
Stoklar	41,472	37,254	11.32	Yurt Dışı Satışlar	840,840	605,465	663,060	38.88
Ticari Alacaklar	45,791	47,764	-4.13	Diğer Satışlar	35,997	25,233	24,067	42.66
Duran Varlıklar	1,560,333	1,368,789	13.99	Satışların Maliyeti	799,912	572,138	602,522	39.81
Maddi Duran Varlıklar	362,618	335,388	8.12	İskontolar	0.00	0.00	0.00	a.d
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	8,867	7,618	16.40	İndirimler	0.00	0.00	0.00	a.d
Aktifler	1,996,745	1,794,446	11.27	Brüt Kar	155,560	118,687	142,908	31.07
Kısa Vadeli Yükümlülükler	442,076	433,401	2.00	Faaliyet Giderleri	92,025	67,675	78,958	35.98
Uzun Vadeli Yükümlülükler	643,413	517,094	24.43	Esas Faaliyet Karı	63,535	51,012	63,950	24.55
Toplam Borç	1,085,489	950,495	14.20	Amortisman	94,682	67,762	72,306	39.73
Net Borç	495,487	385,262	28.61	FAVÖK	158,217	118,774	0	33.21
Sermaye	1,380	1,380	0.00	Vergi Öncesi Kar	137,578	94,060	121,421	46.27
Özkaynaklar	911,222	843,939	7.97	Ana Ortaklık Net Kar	118,208	81,064	113,378	45.82

Oran Analizi			
Oranlar	2025/12	2025/09	Değişim(%)
Likidite			
Cari Oran	0.99	0.98	0.01
Likit Oran	0.87	0.88	-0.01
Değerleme			
F/K	3.36	4.12	-0.76
PD/DD	0.44	0.52	-0.08
FD/FAVOK	5.64	5.60	0.04
Karlılık			
Özsermaye Karlılığı	14.86	11.09	3.77
Aktif Karlılık	6.96	5.15	1.81
Brüt Kar Marjı	16.28	17.18	-0.90
Net Kar Marjı	12.37	11.73	0.64
FAVÖK Marjı	16.56	17.19	-0.63
Büyüme			
Net Kar Büyüme	4.26	-8.78	13.04
FAVÖK Büyüme	16.12	9.31	6.80
Özsermaye Büyüme	34.03	36.43	-2.40
Aktif Büyüme	42.66	32.56	10.10
Faaliyet Etkinliği			
Stok Devir Hızı	23.13	24.40	-1.27
Alacak Devir Hızı	21.82	21.94	-0.11
Ticari Borç Devir Hızı	12.17	12.22	-0.05

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Marbaş Menkul Değerler tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Yatırım sinyal, 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 sinyal, yorum ve tavsiyeler, herhangi bir yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve sadece burada yer alan bilgilere ve sinyallere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan sinyaller, fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm sinyal ve veriler, Marbaş Menkul Değerler tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu sinyal ve kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan ve zararlardan Marbaş Menkul Değerler sorumlu değildir.

ARAŞTIRMA BİRİMİ

İletişim Bilgileri:

✉ iletisim@marbasmenkul.com.tr
☎ +90 (212) 286 30 00 / 331
☎ +90 (212) 286 30 50
📍 Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı
No:6, İç Kapı:7, Şişli/İstanbul