

29 Nisan 2025

Türk Hava Yolları

Maliyet baskısı ve düşük iştirak karlılığı, net karı 1Ç25'te baskıladı...

A. Can TUĞLU

Analist

atuglu@sekeryatirim.com

Türk Hava Yolları (THYAO) 1Ç25'te US\$ 44mn net zarar (1Ç24: US\$ 226mn net kar) açıklamıştır (Şeker Y.: US\$20mn, Piyasa Ort.: US\$-1mn). 1Ç25'te sınırlı büyüyen yolcu sayısına paralel yolcu gelirlerindeki yıllık %2,7'lik ve kargo gelirlerindeki yıllık %1,6'lık hafif artışın yanı sıra maliyet baskıları kaynaklı düşüş gösteren brüt karlılık, özellikle personel giderlerindeki yükselişle birlikte artan faaliyet giderlerinin negatif etkisi, iştiraklerin azalan karlılığı ve vergi katkısındaki düşüş & net finansman giderlerindeki yıllık %24'lük artış, Şirket'in yılın ilk çeyreğinde zarar elde etmesindeki temel unsurlar olmuştur. THY'nin toplam yolcu sayısı, 1Ç24'e kıyasla %2,3 artış göstererek 1Ç25'te 18.9mn'a ulaşmıştır. Şirket'in toplam kargo hacmi ise 1Ç25'e göre yıllık %0,2 oranında yükseliş göstermiştir. Yatay seyreden yolcu sayısına paralel sınırlı yükseliş gösteren yolcu gelirleriyle birlikte, yavaşlayan küresel ticaretin etkilerinden kaynaklı hafif artış gösteren kargo gelirleri (yıllık +%1,6) nedeniyle THY'nin satış gelirleri, 1Ç25'te yıllık bazda %2,5 artarak US\$ 4.887mn seviyesinde gerçekleşmiştir (Şeker Y.: US\$ 5.071mn, Piyasa Ort.: US\$ 4.914mn). Şirket'in 1Ç25 FAVÖK'ü ise maliyet baskısı ve sınırlı gelir büyümesi nedeniyle US\$ bazında yıllık %19,6 düşüş göstererek US\$ 503mn olarak gerçekleşmiştir (Şeker Y.: US\$ 577mn, Piyasa Ort.: US\$ 491mn). Şirket'in operasyonel sonuçları beklentilere paralel gerçekleşmiştir.

1Ç25 FAVKÖK marjı yıllık 2,8 y.p. düşüş göstererek %13,6 seviyesine geriledi - THY'nin toplam yolcu sayısı, 1Ç25'te yıllık %2,3 oranında yükselmiş, yolcu doluluk oranı ise 1Ç24'ün 0,2 y.p. üzerinde %80,6 olarak gerçekleşmiştir. Bunun yanında, yolcu birim gelirleri 1Ç24'e kıyasla US\$ bazında yıllık %1,6 düşüş göstererek 1Ç25'te US\$ 8.00'e gerilemiştir. Kargo hacmi yıllık bazda %0,2'lik yükseliş göstermiş olup kargo gelirleri de 1Ç25'te yatay yıllık %1,6 artış göstererek US\$ 762mn olarak gerçekleşmiştir. THY'nin AKK başına elde edilen birim gelirleri (AKTK dâhil) 1Ç24'e kıyasla 1Ç25'te yıllık %0,4 artarak US\$6.97'ye yükselmiştir (1Ç24: US\$6.95). Yolcu RASK'ı ise 1Ç25'te yıllık %1,5 düşüş göstererek US\$6,45 olarak gerçekleşmiştir. Birim giderler ise Brent petrol fiyatı & jet yakıt katkısındaki düşüş nedeniyle kaynaklanan akaryakıt birim giderlerindeki (1Ç24: US\$2.63, 1Ç25: US\$2.21, 1Ç25/1Ç24: %-16,0) azalışa rağmen GTF motor sorunlarından ve ücret artışlarından kaynaklı personel birim giderlerindeki yükseliş (1Ç24: US\$1.76, 1Ç25: US\$2.21, 1Ç25/1Ç24: %25,7) nedeniyle akaryakıt hariç CASK'taki artıştan dolayı 1Ç24'e kıyasla yıllık %3,3 oranında artarak US\$8.48 olarak gerçekleşmiştir. FAVKÖK, US\$ bazında 1Ç24'e kıyasla yıllık %14,8 oranında daralarak US\$ 664mn olarak gerçekleşmiştir. FAVKÖK marjı ise US\$ bazında 1Ç24'e kıyasla yıllık 2,8 y.p. düşüş göstererek %13,6'ya gerilemiştir.

Şirket, 2025 yılı beklentilerini korumuştur. Buna göre; THY, 2025 yılında yolcu kapasitesinin 2024'e göre %6-8 aralığında artmasını, yolcu sayısının 91 milyonun üzerinde gerçekleşmesini, toplam satış gelirlerinin 2024'e göre %6-8 aralığında yükselmesini, FAVKÖK marjının %22-24 aralığında gerçekleşmesini ve Yakıt Hariç CASK orta-tek haneli artmasını beklemektedir. Ayrıca; THY, filonun 2025 yılsonu itibarıyla 515-525 uçak aralığına yükselmesini beklemektedir. 1Ç25 sonrası açıklanan finansal sonuçları Şirket payları üzerindeki değerlememiz ile birlikte hafif negatif olarak değerlendirdiyoruz. **THY payları için 495,50 TL olan hedef fiyatımızı koruyor ve hedef fiyatımızın sunduğu getiri potansiyeli nedeniyle AL önerimizi sürdürüyoruz.** Cari pay fiyatı 312,75 TL olan Türk Hava Yolları, hedef pay fiyatımıza göre %58 prim potansiyeli taşımaktadır.

“AL”
Hedef Fiyat: 495,50 TL
Yükseliş Potansiyeli: %58
Önceki Hedef Fiyat: 495,50 TL

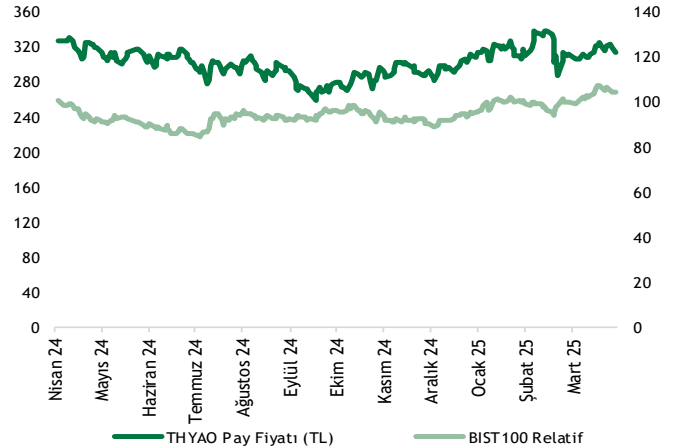
	TRY	US\$
Fiyat	312,75	8,15
BIST 100	9.307	243
US\$ (MB Alış):	38,3665	
52 Hafta Yüksek:	339,50	10,27
52 Hafta Düşük:	257,50	7,46
Bloomberg/Reuters Kodu:	THYAO.TI / THYAO.IS	

	(TL Mn)	(US\$ Mn)
Hisse Senedi Sayısı (Mn):	1.380	
Piyasa Değeri:	431.595	11.249
Halka Açık PD:	215.798	5.625

	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	0,56	-1,57	11,30
US\$ Getiri (%):	-0,26	-16,23	2,50
BIST 100 Relatif Getiri (%):	4,4	4,9	17,6
Gün. Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	8.926		
Gün. Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	259		

Beta	0,95
Yıllık Volatilite (Hisse)	0,3
Yıllık Volatilite (BİST 100)	0,2

Ortaklık Yapısı	%
Türkiye Varlık Fonu	49,12
Halka Açık	50,88
Toplam	100,00



Tablo 1: Özet Gelir Tablosu

Milyon US\$	12A23	12A24	Yıllık	1Ç24	1Ç25	Yıllık
Satış Gelirleri	20.942	22.669	8,2%	4.769	4.887	2,5%
Brüt Kar	4.882	4.322	-11,5%	524	524	0,0%
Brüt Kar Marjı	23,3%	19,1%	-4.2 yp	11,0%	10,7%	
Operasyonel Kar	3.490	2.856	-18,2%	95	-62	A.D.
Operasyonel Kar Marjı	16,7%	12,6%	-4.1 yp	2,0%	-1,3%	
FAVÖK	5.525	5.059	-8,4%	626	503	-19,6%
FAVÖK Marjı	26,4%	22,3%	-4.1 yp	13,1%	10,3%	-4.2 yp
Net Kar	6.021	3.423	-43,1%	226	-44	A.D.
Net Kar Marjı	28,8%	15,1%	-13.7 yp	4,7%	-0,9%	

Kaynak: Türk Hava Yolları, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

Tablo 2: Özet Finansal Tablolar

Varlıklar (mn USD)	2021	2022	2023	2024	31.03.2025
Nakit ve Nakit Benzerleri & Kısa Vadeli Finansal Yatırımlar	2.682	4.701	6.027	6.067	5.531
Ticari Alacaklar	925	995	856	905	1.080
Teslim Öncesi Ödeme (PDP)	546	511	305	837	817
Diğer Dönen Varlıklar	785	1.018	1.407	1.884	1.910
Toplam Dönen Varlıklar	4.938	7.225	8.595	9.693	9.338
Maddi Duran Varlıklar	4.364	4.723	6.118	7.098	7.212
Kullanım Hakları	15.110	16.577	16.928	17.625	17.803
Teslim Öncesi Ödeme (PDP)	279	291	501	566	599
Diğer Duran Varlıklar	16.956	18.705	20.457	22.317	23.494
Toplam Duran Varlıklar	21.599	23.719	27.076	29.981	31.305
Toplam Varlıklar	26.537	30.944	35.671	39.674	40.643
Yükümlülükler (mn USD)	2021	2022	2023	2024	31.03.2025
Kira Yükümlülükleri	10.244	10.766	11.812	11.966	12.319
Banka Kredileri	4.659	3.273	2.435	1.895	1.893
Yolcu Uçuş Yükümlülükleri	1.216	2.291	2.656	2.659	3.487
Ticari Borçlar	891	1.200	1.291	1.494	1.525
Diğer Yükümlülükler	2.690	3.672	1.914	2.346	2.384
Toplam Yükümlülükler	19.700	21.202	20.108	20.360	21.608
Toplam Özkaynaklar	6.837	9.742	15.563	19.314	19.035
Toplam Kaynaklar	26.537	30.944	35.671	39.674	40.643

Kaynak: Finnet, KAP, Türk Hava Yolları, Şeker Yatırım Araştırma

Şeker Yatırım

UYARI NOTU:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5

Şişli /İSTANBUL Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, arastirma@sekeryatirim.com