

7 Kasım 2025 Cuma

|                   |                          |                     |        |            |     |
|-------------------|--------------------------|---------------------|--------|------------|-----|
| Kısa Vadeli Öneri | Endeksin Üzerinde Getiri | Hedef Fiyat (TL)    | 470,00 | FD/FAVÖK : | 5,6 |
| Uzun Vadeli Öneri | AL                       | Kapanış Fiyatı (TL) | 292,50 | F/K :      | 3,8 |

| Gelir Tablosu - Özet |         |         |            |         |          | Açıklanan |         | Beklenti |  |
|----------------------|---------|---------|------------|---------|----------|-----------|---------|----------|--|
| (mn TL)              | 3Ç25    | 2Ç25    | Çeyrekse % | 3Ç24    | Yıllık % | VKY       | Kons.*  |          |  |
| Net Satışlar         | 282.789 | 231.324 | 22%        | 221.815 | 27%      | 283.470   | 283.470 |          |  |
| FAVÖK                | 62.536  | 46.071  | 36%        | 59.088  | 6%       | 80.262    | 70.398  |          |  |
| Net Dönem Karı       | 56.051  | 26.831  | 109%       | 51.539  | 9%       | 45.997    | 50.085  |          |  |
| FAVÖK Marjı          | 22,1%   | 19,9%   | 2,2 yp     | 26,6%   | -4,5 yp  | 28,3%     | 24,8%   |          |  |
| Net Kar Marjı        | 19,8%   | 11,6%   | 8,2 yp     | 23,2%   | -3,4 yp  | 16,2%     | 17,7%   |          |  |

Kaynak: Rasyonet, VKY Araştırma ve Strateji

\*Research Turkey

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y:Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs

- **Net kar, piyasa beklentilerinin üstünde gerçekleşti-** Türk Hava Yolları, yılın üçüncü çeyreğinde piyasa beklentilerinin (1,26 mlr \$ net kar) ve beklentimizin (1,13 mlr \$ net kar) üstünde, yıllık bazda %10,7 azalış ile 1,38 mlr \$ (56,1 mlr TL) net kar açıkladı (3Ç24: 1,54 mlr \$ net kar). Bu dönemde artan maliyetler, zayıflayan ABD Doları'nın muhasebe etkisi ve vergi gideri artışı net karı olumsuz etkiledi.
- **Gelir büyümesinde, yolcu gelirlerindeki güçlü hacim artışı etkisi-** 3Ç25 döneminde şirketin toplam yolcu sayısı yıllık %11,1 artışla 27,2 mn yolcu seviyesine yükseldi. 9A25'te ise şirketin toplam yolcu sayısı yıllık %6,6 artışla 69,4 mn yolcu (Dış Hat:44,5 mn yolcu, +%7,7 y/y) olarak gerçekleşti. 9A25'te yolcu kapasitesinde %6,5'lik artış gerçekleşirken bu dönemde yolcu doluluk oranı %82,9 seviyesine yükselerek pozitif bir seyir izledi (9A24: %82,3). Şirketin yılın üçüncü çeyreğinde satış gelirleri yıllık %4,9 artışla 6,95 mlr \$ (282,8 mlr TL) seviyesine ulaşırken, yolcu gelirleri güçlü hacim artışıyla birlikte yıllık %6,1 artışla 5,89 mlr \$ seviyesine yükseldi. Kargo gelirleri ise bu çeyrekte, küresel ticaretin yavaşlaması ve deniz taşımacılığında gelen rekabetin artmasının etkisiyle, yıllık %7,2 azalış göstererek 845 mn \$ seviyesine geriledi. Yolcu RASK ise 3Ç25'te yıllık %1,9 azalışla 7,92 USc (kur etkisi hariç: 7,93 USc) seviyesine geriledi.
- **Maliyet baskıları ve azalan kargo geliri etkisiyle FAVÖK ve FAVKÖK gerilemesi-** FAVÖK, 3Ç25'te piyasa beklentilerinin (1,83 mlr \$) hafif üstünde, beklentimizin (1,97 mlr \$) hafif altında, yıllık %13,7 azalışla 1,87 mlr \$ olarak açıklandı. Bu dönemde şirketin FAVKÖK'ü yıllık %11,9 azalışla 2,01 mlr \$ seviyesine gerilerken, FAVKÖK marjı maliyet baskıları ve azalan kargo geliri etkisiyle 3Ç25 döneminde yıllık 5,6 puan azalışla %29,6 seviyesine geriledi. 3Ç25'te bir önceki yıla göre azalan jet yakıtı fiyatı ile %8,3 gerileyen akaryakıt CASK (3Ç25: 2,22 USc) maliyet baskısını azaltırken; personel ücret artışları, Avrupa'daki büyük havalimanlarındaki yeni ücret tarifeleri ve GTF motor sorunlarının da (yaklaşık -2 yp) etkisi ile akaryakıt hariç CASK %7,3 artış (3Ç25: 5,37 USc) gösterdi.
- **2025 yılına ilişkin beklentiler-** Şirket ikinci çeyrek finansal sonuçları sonrasında 2025 yılına ait beklentilerini büyük ölçüde korudu. THY, 2025 yılında toplam gelirdeki öngörüsünü %5-6 (2Ç25 beklenti: %6-8) artış olarak güncellerken, yolcu kapasitesindeki beklentisini de %7-8'lik artış olarak sürdürdü. Ayrıca yolcu sayısının 91 milyonun üzerinde, FAVKÖK marjının %22-24 aralığında gerçekleşmesi beklentilerini sürdüren şirket, filo büyüklüğü beklentisini 525-530 uçak (2Ç25 beklenti: 520-525 uçak) olarak revize etti.

7 Kasım 2025 Cuma

- **Değerlendirme:** Şirket hisseleri son bir ayda endeksten %7,2, yılbaşından bu yana ise %5,4 negatif ayrıştı. Yılın üçüncü çeyreğinde genel anlamda şirketin usd bazlı operasyonel performansı piyasa beklentileri ile uyumlu, net karı ise beklentilerin üstünde gerçekleşti. Finansallar sonrası THY için hisse başı hedef fiyatımızı 470,00 TL olarak korurken, kısa vadeli "Endeksin Üzerinde Getiri" ve uzun vadeli "AL" önerilerimizde de değişikliğe gitmiyoruz.

| Açıklanan                  |          |          |            |          |          |          |          |          |
|----------------------------|----------|----------|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Gelir Tablosu (mn TL)      | 3Ç25     | 2Ç25     | Çeyrekse % | 3Ç24     | Yıllık % | 9A25     | 9A24     | Yıllık % |
| Net Satışlar               | 282.789  | 231.324  | 22%        | 221.815  | 27%      | 690.825  | 551.928  | 25%      |
| SMM                        | -220.248 | -186.909 | 18%        | -160.876 | 37%      | -572.138 | -439.603 | 30%      |
| Brüt Kar                   | 62.541   | 44.415   | 41%        | 60.939   | 3%       | 118.687  | 112.325  | 6%       |
| Operasyonel Gider          | -24.814  | -20.884  | 19%        | -20.387  | 22%      | -67.675  | -56.169  | 20%      |
| FVÖK                       | 37.727   | 23.531   | 60%        | 40.552   | -7%      | 51.012   | 56.156   | -9%      |
| FAVÖK                      | 62.536   | 46.071   | 36%        | 59.088   | 6%       | 118.774  | 108.653  | 9%       |
| Diğer Gelir/Gider (Net)    | 5.351    | 3.877    | 38%        | 4.496    | 19%      | 16.595   | 9.199    | 80%      |
| Yatırım Faal. Gelir/Gider  | 12.748   | 10.247   | 24%        | 16.872   | -24%     | 34.601   | 40.628   | -15%     |
| Finansal Gelir/Gider (Net) | 4.040    | -7.340   | a.d.       | -9.041   | a.d.     | -12.387  | -20.950  | -41%     |
| Parasal Kazanç/(Kayıp)     | 116      | 8        | 1350%      | 0        | #SAYI/0! | 216      | 0        | #SAYI/0! |
| VÖK                        | 65.110   | 30.956   | 110%       | 56.705   | 15%      | 94.173   | 89.500   | 5%       |
| Net Dönem Karı             | 56.051   | 26.831   | 109%       | 51.539   | 9%       | 81.064   | 88.866   | -9%      |
| Brüt Kar Marjı             | 22,1%    | 19,2%    | 2,9 yp     | 27%      | -5,4 yp  | 17%      | 20%      | -3,2 yp  |
| FAVÖK Marjı                | 22,1%    | 19,9%    | 2,2 yp     | 27%      | -4,5 yp  | 17%      | 20%      | -2,5 yp  |
| Net Kar Marjı              | 19,8%    | 11,6%    | 8,2 yp     | 23%      | -3,4 yp  | 12%      | 16%      | -4,4 yp  |

| Bilanço (mn TL)        | 9A25             | 6A25             |              | 9A24             |              |
|------------------------|------------------|------------------|--------------|------------------|--------------|
| <b>Dönen Varlıklar</b> | <b>425.657</b>   | <b>397.076</b>   | <b>7%</b>    | <b>338.882</b>   | <b>26%</b>   |
| Hazır Değerler         | 100.325          | 98.791           | 2%           | 62.644           | 60%          |
| Menkul Kıymetler       | 159.028          | 150.560          | 6%           | 150.125          | 6%           |
| KV Ticari Alacaklar    | 47.764           | 40.762           | 17%          | 39.556           | 21%          |
| Stoklar                | 37.254           | 31.937           | 17%          | 15.598           | 139%         |
| Diğer Dönen Varlıklar  | 81.286           | 75.026           | 8%           | 70.959           | 15%          |
| <b>Duran Varlıklar</b> | <b>1.368.789</b> | <b>1.255.513</b> | <b>9%</b>    | <b>1.014.787</b> | <b>35%</b>   |
| <b>Aktif Toplamı</b>   | <b>1.794.446</b> | <b>1.652.589</b> | <b>9%</b>    | <b>1.353.669</b> | <b>33%</b>   |
| <b>KV Borçlar</b>      | <b>433.401</b>   | <b>431.666</b>   | <b>0%</b>    | <b>348.022</b>   | <b>25%</b>   |
| KV Finansal Borçlar    | 150.890          | 138.324          | 9%           | 127.785          | 18%          |
| KV Ticari Borçlar      | 72.258           | 65.696           | 10%          | 48.012           | 50%          |
| Diğer KV Borçlar       | 210.253          | 227.646          | -8%          | 172.225          | 22%          |
| <b>UV Borçlar</b>      | <b>517.094</b>   | <b>468.803</b>   | <b>10%</b>   | <b>386.956</b>   | <b>34%</b>   |
| UV Finansal Borçlar    | 493.725          | 446.268          | 11%          | 367.179          | 34%          |
| UV Ticari Borçlar      | 0                | 0                | a.d.         | 0                | a.d.         |
| Diğer UV Borçlar       | 23.369           | 22.535           | 4%           | 19.777           | 18%          |
| <b>Öz Sermaye</b>      | <b>843.951</b>   | <b>752.120</b>   | <b>12%</b>   | <b>618.691</b>   | <b>36%</b>   |
| <b>Pasif Toplamı</b>   | <b>1.794.446</b> | <b>1.652.589</b> | <b>9%</b>    | <b>1.353.669</b> | <b>33%</b>   |
| <b>Net Borç</b>        | <b>385.262</b>   | <b>335.241</b>   | <b>14,9%</b> | <b>282.195</b>   | <b>36,5%</b> |

Kaynak: Rasyonet, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y: Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs



[www.vakifyatirim.com.tr](http://www.vakifyatirim.com.tr) | [www.vkyanaliz.com](http://www.vkyanaliz.com)

## Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

|                      |          |
|----------------------|----------|
| Tuğba AKCA           | Direktör |
| Hande İrem YILDIZ    | Analist  |
| Dilara ÇAYAN         | Analist  |
| Şule ÖZKAN           | Analist  |
| Mevlüt Can KARABAYIR | Analist  |

Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. No:18 Park Maya Sitesi F-2/A Blok  
Beşiktaş 34335 İSTANBUL  
+90 212 352 35 77

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekil ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.