

TÜRK HAVA YOLLARI

Beklentilerin üzerinde net kar

Türk Hava Yolları 3Ç25'te piyasa beklentisi olan 1.232 milyon ABD dolarının %12 ve bizim beklentimiz olan 1.213 milyon ABD doları net karın %14 üzerinde 1.378 milyon ABD doları net kar açıkladı. Beklentimizin üzerinde vergi giderlerine rağmen, beklentimizin üzerinde faaliyet karı beklentimizin üzerinde net kara yol açtı. Şirket 3Ç25'te, piyasa beklentisine paralel, bizim beklentimizin ise %7 üzerinde FAVÖK (şirket tanımı) raporladı.

Yönetim 2025 yılı net satışlar beklentisini düşürdü. Şirket yıllık AKK büyüme beklentisini %7-8 seviyesinde korudu (AK: %7). Yönetim net satışlar büyüme beklentisini %6-8'den %5-6'ya indirdi (AK: %6). Yönetim, yakıt dışı birim giderlerine ilişkin orta tek haneli artış beklentisini sabit tuttu (AK: %6). Şirket 22-24 FAVKÖK marjı beklentisini korudu (AK: %23,0). Yönetim filo büyüklüğü beklentisini 520-525 uçaktan 525-530 seviyesine yükseltti (AK: 525).

Yorum ve Değerlendirme: Tavsiyemizi "Endeksin Üzerinde Getiri" olarak koruyoruz. Hedef fiyatımızı 530 TL seviyesinden 465 TL'ye indiriyoruz. 4Ç25 ve 2026 için düşüncelerimizi aşağıdaki sayfalarda paylaşıyoruz.

Endeks Üzeri Getiri

Analist: Aytunc Uz

aytunc.uz@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	THYAO TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	465.00 (önceki 530.00)
Güncel Fiyat, TL	289.50
Getiri Potansiyeli	61%
Halka Açıklık Oranı	50%
Piyasa Değeri, mn TL	399,510
Firma Değeri, mn TL	753,960

Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	745,430	950,898	1,216,896	1,507,916
FAVÖK, mn TL	136,256	154,985	177,572	223,511
Net Kâr, mn TL	113,378	98,701	108,110	106,155

Borçluluk				
Net Borç, mn TL	275,917	310,650	411,557	412,376
Net Borç/FAVÖK	2.0	2.0	2.3	1.8

Kârlılık				
FAVÖK Marjı	18.3%	16.3%	14.6%	14.8%
Net Marj	15.2%	10.4%	8.9%	7.0%
Temettü Verimi	-	2.4%	1.9%	2.5%

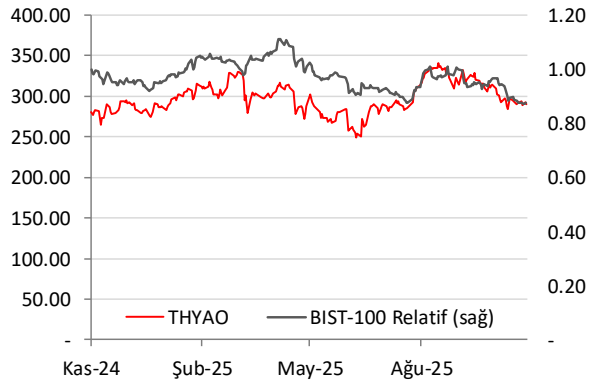
Büyüme				
Ciro, y/y	47.8%	27.6%	28.0%	23.9%
FAVÖK, y/y	18.1%	13.7%	14.6%	25.9%
Net Kâr, y/y	-30.4%	-12.9%	9.5%	-1.8%

Değerleme Verisi				
F/K	3.5	4.0	3.7	3.8
FD/FAVÖK	4.7	4.4	4.4	3.5
FD/Ciro	0.9	0.7	0.6	0.5

Hisse Verileri				
Nominal Getiri	1A	3A	12A	YBG
BİST-100 Relatif	-7.7%	-5.3%	4.8%	5.5%
AOİH, mn TL	-8.7%	-5.1%	-14.2%	-5.1%
	11,337	11,102	9,485	9,749

Çeyrek Özet					
milyon USD	Özet Finansallar				Beklentilerle Karşılaştırma
	3Ç25	3Ç24	y/y	2Ç25	
Net Satışlar	6,953	6,630	5%	5,980	16%
FAVÖK (şirket tanımı)	1,871	2,167	-14%	1,371	36%
FAVÖK Marjı	26.9%	32.7%	-578 bps	22.9%	398 bps
Net Kar	1,378	1,543	-11%	694	99%

Kaynak: Rasyonet, AK Yatırım



Piyasa verileri 7 Kasım 2025 tarihli.

3Ç25 Sonuçlarına İlişkin Detaylar:

Toplam Arz Edilen Koltuk km (AKK) 3Ç25'te yıllık %8 arttı. 3Ç25'te Avrupa en yüksek katkıyı sağlarken Uzak Doğu onu takip etti. Filo büyüklüğü 3Ç25'te bir önceki çeyreğe göre 21 net girişle 506 uçağa ulaştı. Uluslararası operasyonlara tahsis edilen kapasite 3Ç25'te yıllık 1,1 puan düştü.

Ücretli Yolcu Km (ÜYK), yıllık %9 arttı. 3Ç25'te Avrupa en yüksek katkıyı sağlayan bölge olurken, onu Uzak Doğu izledi. Doluluk oranı 3Ç25'te yıllık 0,6 puan arttı. İç hat doluluk oranı daralırken dış hat doluluk oranı yükseldi.

Kargo hacmi yıllık %10 arttı. 3Ç25'te Uzak Doğu en yüksek katkıyı sağlarken Kuzey Amerika onu takip etti.

3Ç25'te THY'nin net satışları piyasa beklentisine paralel yıllık %5 arttı. İç hat yolcu gelirleri yıllık 65 milyon ABD doları, dış hat yolcu gelirleri yıllık 262 milyon ABD doları arttı. Kargo gelirleri 3Ç25'te yıllık 66 milyon ABD doları tutarında daraldı. 3Ç25'te net satışlardaki yıllık büyümeye en yüksek tutardaki katkıyı yapan kalem dış hat faaliyetleri oldu.

Birim gelirler yıllık %4 daraldı. Birim yolcu gelirleri hem iç hem dış hat faaliyetlerindeki daralma ile yıllık %3 daraldı. İç hat birim yolcu geliri yıllık %7, dış hat birim yolcu geliri %2 daraldı. Kargo fiyatları 3Ç25'te yıllık %7 daraldı.

3Ç25'te birim giderler yıllık %3 arttı. Yakıt fiyatlarındaki düşüş ile birlikte birim yakıt giderleri yıllık %8 daraldı. Yakıt giderleri hariç birim giderler yıllık %8 arttı. Birim personel giderleri yıllık %13 arttı. Birim giderlerdeki artış ağırlıklı olarak personel, havalimanı & navigasyon ve bakım giderlerindeki artıştan kaynaklandı.

3Ç25'te FAVÖK (şirket tanımı) yıllık %14 daraldı. 3Ç25'te FAVÖK marjı 5,8 puan daralarak %26,9 seviyesinde gerçekleşti.

3Ç25'te THY'nin net borcu çeyreklik %11 artarak 6,8 milyar ABD doları oldu. 3Ç25'te filoya net 21 uçak girdi. 3Ç25'te net işletme sermayesi ihtiyacı çeyreklik 698 milyon ABD doları arttı. THY 3Ç25'te 109 milyon ABD doları temettü ödedi. Net borç/FAVÖK oranı bir önceki çeyrekteki 1,2x'ten 3Ç25'te 1,4x seviyesine yükseldi.

4Ç25 Tahminleri – ABD doları cinsinden: 4Ç25'te AKK'nın yıllık %10 artmasını bekliyoruz. Doluluk oranlarındaki artış eğiliminin 4Ç25'te devam etmesini ve ÜYK büyümesinin %11 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Uzayan sezon ve Ortadoğu pazarındaki normalleşmeyle 4Ç25'te birim yolcu gelirlerinde %1 artış bekliyoruz. Kargo gelirlerinin yüksek baz etkisi ve devam eden fiyat düşüşüyle %15 daralmasını bekliyoruz. Özetle 4Ç25'te net satışların %9 büyümesini bekliyoruz. 4Ç25'te birim yakıt giderlerinin %3 düşmesini bekliyoruz. Yakıt dışı birim giderlerin personel, yer hizmetleri ve catering giderlerindeki yüksek baz etkisiyle ve TK Connect sayesinde elde edilen tasarruflarla 4Ç25'te yatay kalacağını düşünüyoruz. Özetle FAVÖK'ün (şirket tanımı) yıllık %1 daralmasını bekliyoruz. Mevduat faiz gelirlerinin düşmeye devam edeceği ve efektif vergi oranının yıllık yatay kalacağını varsayarak 4Ç25'te net karın %42 daralacağını düşünüyoruz.

2026 Tahminleri – ABD doları cinsinden (aksi belirtilmedikçe): 2026'da filoya net 50 uçağın girmesini bekliyoruz. Bu, %10'luk bir büyümeye tekabül ediyor. GTF motor probleminde iyileşme sağlanmayacağını varsayarak sefer sayısının %10 artacağını varsayıyoruz. Yeni alınacak uçakların ağırlıklı olarak AJet'in filosuna katılacak dar gövde

uçaklar olacağını varsayarak ortalama uçuş mesafesinin %1 daralacağını düşünüyoruz. Özetle, 2026'da AKK'nın %9 artmasını bekliyoruz. 2026'da iç hat doluluk oranının %85,5'te yatay kalmasını bekliyoruz. Fakat dış hat doluluk oranının, yeni eklenen uçaklarla yıllık 1,0 puan daralmasını bekliyoruz. 2026'da fiyat rekabetinin devam etmesini dolayısıyla birim yolcu gelirlerinin %1 daralmasını bekliyoruz. Kargo gelirlerinin hacim artışıyla %7 artacağını düşünüyoruz. Toparlamak gerekirse, 2026'da net satışların ABD doları bazında %7 büyüyeceğini düşünüyoruz. 2026'da jet yakıtı fiyatının yatay kalmasını bekliyoruz. Fakat, filoya katılacak yeni nesil uçakların yakıt verimliliğine olumlu katkıda bulunacağını düşünüyoruz. 2026'da TL bazında %25 maaş zammı bekliyoruz. TL'deki reel değerlenmenin devam edeceği, yeni uçaklarla verimlilik artışı sağlanacağı ve yeni projelerle maliyet tasarrufu elde edileceğini varsayarak 2026'da birim personel giderlerinin ABD doları bazında %2 artmasını bekliyoruz. TK Connect doğrudan satışlarının artmasıyla birlikte satış ve pazarlama maliyetlerinde tasarrufların devam etmesini bekliyoruz. Toparlamak gerekirse, 2026 yılında ABD doları cinsinden birim giderlerin %0,5 artmasını bekliyoruz. GTF motor sorununa ilişkin THY'nin 2026'da 320 milyon ABD doları tazminat elde edeceğini varsayarak FAVÖK'ün (şirket tanımlı) %1 daralacağını düşünüyoruz. 2026 yılında mevduat faiz gelirlerinin düşmeye devam edeceği ve efektif vergi oranının yatay kalacağını varsayarak net karın %8 daralacağını düşünüyoruz.

Revizyonlar

	Yeni			Eski		
	2025T	2026T	2027T	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar	23,944	25,681	27,522	24,190	26,108	28,100
% değişim	6%	7%	7%	7%	8%	8%
FAVÖK	3,863	3,720	4,079	4,343	4,697	5,068
FAVÖK Marjı	16.1%	14.5%	14.8%	18.0%	18.0%	18.0%
Net Kar	2,443	2,254	1,938	3,265	2,944	3,051
% değişim	-29%	-8%	-14%	-5%	-10%	4%

Eski Tahminlerle

Fark

Net Satışlar	-1.0%	-1.6%	-2.1%	
FAVÖK	-11.1%	-20.8%	-19.5%	
Net Kar	-25.2%	-23.4%	-36.5%	
Hedef Fiyat		465.0		530.0
HF Değişim		-12.3%		

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.