

Türk Hava Yolları Finansal Sonuç Değerlendirmesi

- Net kar beklentimizin %6 üzerinde gerçekleşti.** Türk Hava Yolları (<THYAO TI>), 2Ç25'te 25.217 milyon TL (650 milyon dolar) olan net kar beklentimizin ve piyasa tahmini olan 24.552 milyon TL'nin sırasıyla %6 ve %9 üzerinde, 26.831 milyon TL (691 milyon dolar) net kar açıkladı. Net karın beklentilerimizin üzerinde gerçekleşmesinde;i) operasyonel giderlerin (OPEX) beklentilerin altında kalması etkili oldu. Net karda yaşanan yıllık %12 düşüş ise operasyonel performanstan ziyade, geçen yılın aynı döneminde yazılan 2.708 milyon TL ertelenmiş vergi gelirinin bu çeyrekte 4.125 milyon TL vergi giderine dönüşmesi ve artan net finansman giderlerinden kaynaklandı.
- Gelirlerde beklentilere paralel artış.** THY, 2Ç25'te hem bizim hem de piyasa beklentilerine paralel olarak 231.324 milyon TL (5.980 milyon dolar) net satış geliri açıkladı. Net satış gelirleri, yıllık bazda %26, bir önceki çeyreğe göre ise %31 artış gösterdi.
- THY, yılın ikinci çeyreğinde %5,4 artışla 23,3 milyon yolcu taşıdı. Şirketin yolcu gelirleri yıllık %28,7 artışla 191.036 milyon TL'ye, kargo gelirleri %8,5 artışla 31.042 milyon TL'ye ve teknik gelirleri %57 artışla 7.110 milyon TL'ye yükseldi. Ancak kargo gelirleri, dolar bazında yavaşlayan küresel ticaretin etkisiyle yıllık %9,4 düşüş gösterdi. Aynı dönemde kargo gelirlerinin toplam ciro içindeki payı %13,4 oldu (2Ç24: %15,6). THY, 2Ç25'te bir önceki yılın %5,5 üzerinde, 540 bin ton kargo taşıdı. Bu çeyrekte kargo birim gelirleri %14 azalışla 1.602 dolar/ton oldu. Net satışlardaki yıllık büyümeye en yüksek nominal katkı, 3,1 baz puan ile hacim artışı ve 0,64 baz puan ile doluluk oranından geldi.
- Yolcu birim gelirinde dengelenme.** THY'nin 2Ç25'te yolcu birim geliri (R/Y), Amerika, Afrika ve Uzak Doğu'da yaşanan düşüş nedeniyle yıllık bazda %0,6 azalışla 8,85 USc'ye geriledi. Aynı dönemde yolcu RASK (birim yolcu geliri) %0,7 artışla 7,27 USc oldu. Amerika (-%3,8) ve Uzak Doğu (-%1,3), yolcu birim gelirlerinin en çok düştüğü bölgeler oldu. Yurt içi yolcu birim gelirleri ise aynı dönemde %5,3 artış kaydetti.
- 2Ç25'te jet yakıt fiyatlarındaki düşüş etkisiyle birim yakıt giderleri beklentilerimiz doğrultusunda %15,2 azalışla 2,11 USc'ye geriledi. Birim giderler (CASK), düşen akaryakıt, amortisman, uçak kiralama ile satış ve pazarlama giderleri nedeniyle %2,3 azalışla 7,91 USc olarak gerçekleşti. Yakıt dışı birim giderler (ex-fuel CASK), enflasyonun normalleşmesiyle yıllık %3,5 artışla 5,8 USc seviyesine yükseldi.

Tablo 1: Özet Görünüm ve Beklentiler

Özet Finansallar				Beklentiler		
	milyon TL	2Ç25	2Ç24	y/y	Piyasa	KVY Araştırma Piyasa Fark (%)
Net Satış Gelirleri	231,324	182,875	266,831	26%	232,153	229,945 0%
FAVÖK	46,071	34,065	45,408	35%	45,408	41,696 1%
Net Kar	26,831	30,395	24,552	-12%	24,552	25,217 9%

Kaynak: Rasyonet, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

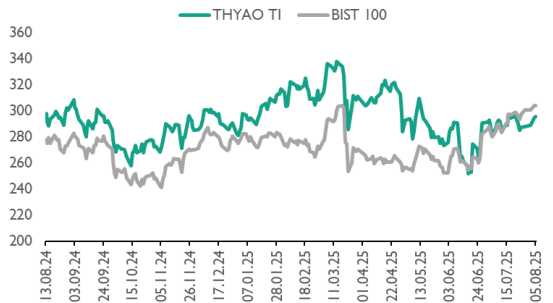
Piyasa Bilgileri	
Bloomberg Kodu	THYAO TI
Tavsiye	AL
Önceki Hedef Fiyat (TL/hisse)	461.0
Hedef Fiyat (TL/hisse)	480.0
Kapanış (TL/hisse)	295.50
Yükseliş Potansiyeli (%)	62%
Piyasa Değeri (milyon TL)	407,790
Piyasa Değeri (milyon USD)	10,043
Firma Değeri (milyon TL)	743,031
Sermaye (milyon TL)	1,380
Halka Açıklık Oranı (%)	50.36

Tahminler, TLmn	2024	2025T	2026T
Net Satış Gelirleri	745,430	1,088,279	1,283,006
Büyüme (%)	48%	46%	18%
FAVÖK	136,256	171,148	210,122
Büyüme (%)	18%	26%	23%
FAVKÖK	165,910	203,404	244,912
Büyüme (%)	44%	23%	20%
Net Kar	113,378	98,120	137,375
Büyüme (%)	-30%	-13%	40%

Karlılık (%)			
FAVÖK Marjı	18%	16%	16%
FAVKÖK Marjı	22%	19%	19%
Net Kar Marjı	15%	9%	11%

Borçluluk			
Net Borç	275,917	356,891	405,724
Net Borç /FAVÖK	2.0	2.1	1.9

Değerleme Çarpanları (USD)			
F/K	3.2	4.6	3.6
FD/FAVÖK	4.7	4.8	4.3
FD/FAVKÖK	4.0	4.1	3.7



Analist

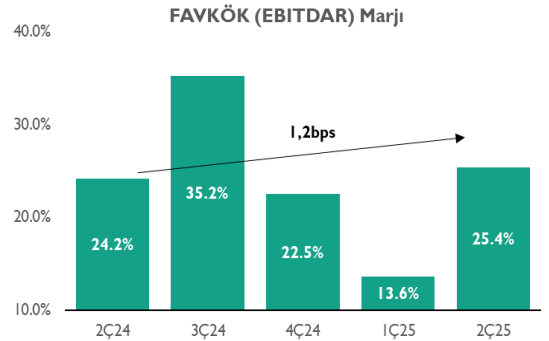
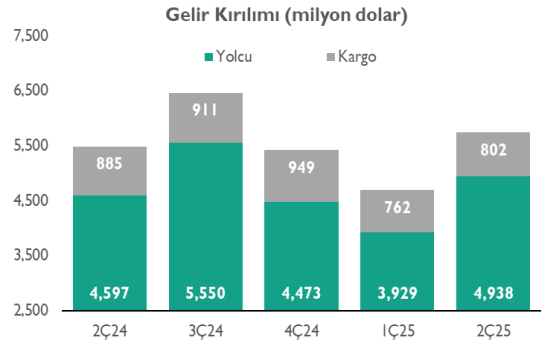
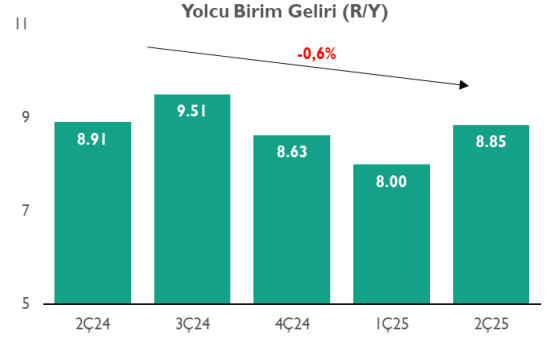
Muhammet Çakmak

muhammet.cakmak@kuveytturkyatirim.com.tr



Türk Hava Yolları Finansal Sonuç Değerlendirmesi

- FAVÖK beklentilerimizin %10 üzerinde gerçekleşti.** THY, 2Ç25'te 41.696 milyon TL (1.075 milyon dolar) olan beklentimizin %10 ve piyasa tahmini olan 45.408 milyon TL'nin %1 üzerinde, 46.071 milyon TL (1.174 milyon dolar) FAVÖK açıkladı. FAVÖK, yıllık %35 ve bir önceki çeyreğe göre %353 artış gösterdi. FAVÖK marjı, yıllık bazda 1,3 baz puan artışla %19,9'a yükseldi. Şirket, 2Ç25'te 48.283 milyon TL (1.245 milyon dolar) olan beklentimizin %7,6 üzerinde, 51.913 milyon TL (1.339 milyon dolar) FAVKÖK (EBITDAR) açıkladı. FAVKÖK marjı %22,4 olarak gerçekleşti.
- Şirket hesaplamalarına göre FAVÖK, 1.240 milyon dolar olan beklentimizin %9,4 üzerinde, 1.357 milyon dolar olarak gerçekleşti.** FAVKÖK (EBITDAR), yıllık %11 artışla 1.522 milyon dolar oldu. FAVKÖK marjı ise 1,2 baz puan artışla %25,4'e yükseldi (2Ç24: %24,2).
- Net borç dolar bazında %18 arttı.** THY filosuna 2Ç25'te 12 uçak katılırken, net borç yıllık bazda %18 artarak 8.436 milyon dolar oldu (2Ç24: 7.165 milyon dolar).
- Toplam Arz Edilen Koltuk Km (AKK) %6,7 arttı.** 2Ç25'te Afrika (%12,8) ve Amerika'nın (%11,6) desteğiyle arz edilen koltuk kilometre (AKK), yıllık %6,7 artarak 67,9 milyar oldu. Aynı dönemde iç hat AKK'sı %4,7 artış gösterdi. Ücretli Yolcu Kilometre (ÜYK) %8,1 ve yolcu doluluk oranı 1,1 baz puan artışla %81,1 olarak gerçekleşti.
- Türk Hava Yolları için 12 aylık hedef fiyatımızı 461 TL'den 480 TL'ye revize ediyoruz.** THY, hem bizim hem de konsensüs beklentilerinin üzerinde FAVÖK ve net kar açıkladı. Net kardaki yıllık düşüş, operasyonel performanstan ziyade; geçtiğimiz yılın aynı döneminde yazılan 2.708 milyon TL tutarındaki ertelenmiş vergi gelirinin bu çeyrekte 4.125 milyon TL vergi giderine dönüşmesi ve artan net finansman maliyetlerinden kaynaklandı. Beklentilerin üzerinde gelen finansal sonuçlar doğrultusunda Türk Hava Yolları'na piyasa tepkisinin "sınırlı pozitif" olabileceğini düşünüyoruz.
- Modelimizde gerçekleştirdiğimiz revizyonlar ve değerlendirme dönemini bir yıl ileri taşımamız nedeniyle, Türk Hava Yolları için 12 aylık hedef fiyatımızı 461 TL'den 480 TL'ye revize ediyoruz.** Türk Hava Yolları'nı; i) İstanbul merkezli operasyonları sayesinde sağladığı coğrafi avantaj, ii) Ajet ile Avrupa ve Orta Doğu'da artan rekabet gücü, iii) güçlü kargo operasyonları ve iv) teknoloji yatırımları sayesinde beğenmeye devam ediyoruz. THY'nin 2025 yılında 24.292 milyon dolar net satış geliri, 3.820 milyon dolar FAVÖK, 4.540 milyon dolar FAVKÖK (EBITDAR) ve 2.190 milyon dolar net kar açıklamasını tahmin ediyoruz. Şirket, 2025T göre 4,6x F/K ve 4,1x FD/FAVKÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.
- *Şirket, takip listemize katılım endeksinde yapılan değişiklik öncesinde eklenmiştir.**



Değerleme

Türk Hava Yolları'nın değerlemesinde dolar bazlı indirgenmiş nakit akımları analizi (İNA) ve benzer piyasa çarpanları analizi yöntemlerini kullandık. Her iki yönteme eşit ağırlık (%50 - %50) vererek, Türk Hava Yolları'nın hedef özsermaye değerine ulaşıyoruz.

İndirgenmiş nakit akımları analizi senaryomuz, 14,969 dolar özsermaye değerine işaret ederken; 2025T ve 2026T FD/FAVKÖK benzer piyasa çarpan analizi senaryomuz, 12.068 milyon dolar ortalama değere işaret etmektedir. 2025T FD/FAVKÖK'e %30, 2026T FD/FAVKÖK çarpanına %70 ağırlık verilmiştir.

Özetle; Türk Hava Yolları için 12 ay ileri ağırlıklandırılmış hedef piyasa değerimiz 13.519 milyon dolardır. Bu değer, hisse başı 9,8 dolara denk gelmekte olup, dolar bazında %34,8 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

Orta Vadeli Program (OVP) ve Kuveyt Türk Yatırım Araştırma tahminlerimize göre, 2026 ortalama USD/TL tahminimiz 49 TL olup, Türk Hava Yolları için 12 ileri hedef fiyatımız hisse başına 480 TL ve yükseliş potansiyeli %62'dir.

Tablo: I Değerleme Özeti

Değerleme Özeti (milyon dolar)		
Method	Parametre	Değerleme Sonucu
İndirgenmiş Nakit Akımları	Özsermaye Değeri	14,969
Piyasa Çarpan Analizi	2025 ve 2026T FD/FAVKÖK (4.3x, 4.1x)	12,068
Ağırlıklandırılmış hedef piyasa değeri (%50 İNA & %50 çarpan analizi)		13,519
Ödenmiş Sermaye		1,380
Hisse Başı Hedef Fiyat (USD)		9.8
2026 Ortalama USD/TL		49.0
Hisse Başı Hedef Fiyat (TL)		480



Özet Finansal Görünüm

Gelir Tablosu (milyon TL)	2Ç25	2Ç24	y/y (%)	1Ç25	ç/ç (%)	6A25	6A24	y/y (%)
Net Satışlar	231,324	182,875	26	176,712	31	408,036	330,113	24
Satışların Maliyeti (-)	186,909	147,629	27	164,981	13	351,890	278,727	26
Brüt Kar/Zarar	44,415	35,246	26	11,731	279	56,146	51,386	9
Faaliyet Giderleri (-)	20,884	18,734	11	21,977	-5	42,861	35,782	20
Esas Faaliyet Karı	23,531	16,512	43	-10,246	a.d.	13,285	15,604	-15
Amortisman	22,540	17,553	28	20,413	10	42,953	33,961	26
FAVÖK	46,071	34,065	35	10,167	353	56,238	49,565	13
Diğ. Gelir/Gider (net)	3,877	2,592	50	7,367	-47	11,244	4,703	139
Yat. Fal. Gel. (net)	10,247	14,224	-28	11,606	-12	21,853	23,756	-8
Finansal Gelir/Gider (net)	-7,340	-6,195	a.d.	-9,087	a.d.	-16,427	-11,909	a.d.
Parasal Kazanç (Kayıp)	8	0	a.d.	92	-91	100	0	a.d.
Vergi Öncesi Kar/Zarar	30,914	27,683	12	-1,929	a.d.	28,985	32,778	-12
Vergi	-4,125	2,708	a.d.	75	a.d.	-4,050	4,531	a.d.
Kont. Gücü Olmayan Paylar	-42	-4	a.d.	-36	a.d.	-78	-17	a.d.
Ana Ortaklık Net Kar	26,831	30,395	-12	-1,818	a.d.	25,013	37,326	-33

Karlılık	2Ç25	2Ç24	y/y (%)	1Ç25	ç/ç (%)	6A25	6A24	y/y (%)
Brüt Kar Marjı	19.2%	19.3%	-0.1bps	6.6%	12.6bps	14%	16%	-1.8bps
Esas Faaliyet Kar Marjı	10.2%	9.0%	1.1bps	-5.8%	a.d.	3%	5%	-1.5bps
FAVÖK Marjı	19.9%	18.6%	1.3bps	5.8%	14.2bps	13.8%	15.0%	-1.2bps
Vergi Oranı	-13.3%	9.8%	a.d.	-3.9%	a.d.	-14%	14%	a.d.
Net Kar Marjı	11.6%	16.6%	-5.0bps	-1.0%	a.d.	6.1%	11%	-5.2bps
*Net Borç	335,241	235,211	43	328,773	2	335,241	235,211	43
Net Borç (USD)	8,436	7,165	18	8,706	-3	8,436	7,165	18
Net Borç/FAVÖK	2.51	2.09	42.3bps	2.02	48.6bps	2.51	2.09	42.3bps

Nakit Akım Tablosu	2Ç25	2Ç24	y/y (%)	1Ç25	ç/ç (%)	6A25	6A24	y/y (%)
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	75,540	48,662	55	32,339	134	107,879	83,856	29
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-21,169	-14,583	a.d.	-22,792	a.d.	-43,961	-8,535	a.d.
Serbest Nakit Akımı	54,371	34,079	60	9,547	470	63,918	75,321	-15
Gelirlere Oranı (%)	23.5%	18.6%	4.9bps	5%	18.1bps	15.7%	22.8%	-7.2bps
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-43,252	-28,526	a.d.	-18,040	a.d.	-61,292	-63,764	a.d.
Yabancı Para Çevrim Farkı Etkisi	0	0	a.d.	0	a.d.	0	0	a.d.
Net Nakit Değişimi	11,119	5,553	100	-8,493	a.d.	2,626	11,557	-77

* 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 zararlar 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.

