

Türk Hava Yolları

Endeks Üzeri Getiri - 12A hedef fiyat: 458.0TL

18 Temmuz 2025

(09:00)

Çeşitlendirme ile Farklılaşma

- THYAO için Endeks Üstü Getiri (EÜ) tavsiyemizi, 12-aylık hedef yeni fiyatımız olan 458TL (Önceki: 468TL) ile koruyoruz. Hedef fiyatımız %58 artış potansiyeline işaret etmektedir.
- THYAO hisseleri yılbaşından bu yana %4.3 nominal getiri sağlarken, BITS-100'ün %1.1 altında bir performans göstermiştir. Mevsimsellik etkisiyle en güçlü çeyrekle 3. çeyrek olup, artan turizm aktiviteleriyle havacılık sektörünün daha çok ön plan acıkabileceği düşünüyoruz. THYAO'nun 2025'te Arz edilen Koltuk Kilometresinin (AKK) yıllık %8 artacağını ve yolcu sayısının yıllık %7 artışla 91.3mn olacağını öngörmekteyiz.

Stratejik çeşitlendirme riskleri azaltmaktadır. Havacılık sektörü jeopolitik risklere karşı en kırılgan sektörlerden biri olmasına karşın, THYAO'nun geniş uçuş ağı (131 Ülke ve 353 Destinasyon) ve dengeli yolcu-kargo yapısı gelirlerini çeşitlendirmekte, aynı zamanda jeopolitik ve operasyonel risklere karşı etkili bir koruma sağlamaktadır. THYO'nun bölgesel olarak gelir dağılımına bakıldığında Uzakdoğu %28, Avrupa %26, Amerika %21, Orta Doğu %9 Afrika ve yurtiçi ise %8 paya sahiptir. Ayrıca, düşük maliyetli (Low Cost) iş modeliyle yeniden yapılandırılan Anadolu Jet, AJet markasıyla gelir kaynaklarının çeşitlendirilmesine ve farklı yolcu profillerinin hedeflenmesine katkıda bulunmaktadır. Sonuç olarak, havacılık sektörünün maruz kaldığı jeopolitik belirsizliklere ve motor tedarik sorunlarına rağmen, THYO'nun çeşitlendirilmiş iş yapısı operasyonlarının güçlü bir şekilde devam etmesini sağlamaktadır.

2Ç25'te faaliyet karlılığında iyileşme bekliyoruz. 6A25'te THYAO'nun toplam yolcu sayısı yıllık %3.9 artışla 42.20mn olmuştur. Bu dönemde yurtiçi yolcu sayısı yıllık bazda %0.3 azalarak 14.87mn olurken, yurtdışı yolcu sayısı %6.4 artışla 27.33mn'a yükselmiştir. 2025 yılında toplam yolcu sayısının 91.34mn olacağını hesaplıyoruz. 2024 yılını 62mn ziyaretçi ve yaklaşık 61mlr ABD\$ turizm geliri ile kapatan Türkiye'nin, 2025 için 65mn ziyaretçi ve yaklaşık 64mlr ABD\$ turizm geliri hedefi bulunmaktadır. Ayrıca, Ortadoğu'daki savaş nedeniyle aksayan deniz taşımacılığı, e-ticaret hacminin artması ve katma değeri yüksek ürünler, hava kargoya konu ürünlerin üretimindeki artış hava kargonun güçlü olmasını sağlamıştır. THYAO'nun geniş uçuş ağı şirketin daha fazla kargo taşımalarını sağlarken kargo gelirlerini desteklemektedir. THYAO'nun 1Ç25 finansalları temel olarak ABD\$ bazında toplam giderler içinde %26 paya sahip olan personel giderleri yıllık %31.1 artmasından olumsuz etkilenmişti. Her ne kadar birim yolcu gelirlerinde belirgin bir düşüş görmesek de, yılın ilk çeyreğinde, düşük sezon olması, personel ücret artışlarının ve genel maliyet enflasyonunun marjlar üzerinde baskı yapmıştır. THYAO, 2Ç25 sonuçlarını 5 Ağustos'ta açıklaması beklenmektedir. 2Ç25'te yıllık %29 artışla 235,464mn TL gelir (5,925mn ABD\$), yıllık %53 artışla 52,061mn TL FVAÖK (1,320mn ABD\$) ve yıllık %7 artışla 32,588mn TL net kar (820mn ABD\$) bekliyoruz. THYAO'nun 2025 yılını 1,092mn gelir, 223.4mn FVAÖK ve 20.5% FVAÖK marjı ile tamamlayacağını hesaplıyoruz. Öte yandan THYAO'nun kiralama borçlarına ilişkin kur dağılımında EUR'ın payı %44 olup, güçlü EUR şirket için daha yüksek kur farkı ve finansal giderine neden olabilir. Bu ise net kar üstünde baskı oluşturabilir.

Değerleme. Türk Havayolları için hedef 4.0x FD/FVAÖK çarpanı kullanarak ulaştığımız 12 aylık hedef fiyatımız 458TL olup, %58 artış potansiyeli sunmaktadır. THYAO uluslararası benzerleriyle karşılaştırıldığında 2025T FD/FVAÖK çarpanı olan 3.0x'e göre %42 iskontolu işlem görmektedir.

Mevcut Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri
TL289.25	TL458	58%
Piyasa Değeri		Firma Değeri
TL399,165mn	USD9,929mn	TL660,813mn

Hisse Senedi Bilgileri

Bloomberg/Reuters:	THYAO.TI / THYAO.IS		
Relatif Performans:	1 Ay	3 Ay	12 Ay
	0%	-18%	2%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	252 / 333.34		
Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:	7,722.2		
YBB TL Getiri:	4%		
Beta (2 yıllık, haftalık)	0.95		
BIST-100'deki ağırlığı	4.18%		
Ödenmiş Sermaye (mnTL):	1,380		
Yabancı Payı:	Mevcut	12A önce	
	29.0%	25.5%	

Ortaklık Yapısı

Türkiye Varlık Fonu	49.1%
Halka Açık Kısım ve Diğer	50.9%

Özet Finansallar

	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar (TLmn)	504,398	745,430	1,092,506	1,347,756
Yıllık Değişim	62%	48%	47%	23%
FVAÖK (TLmn)	115,397	136,256	223,484	278,240
Yıllık Değişim	47%	18%	64%	25%
Net Kar (TLmn)	163,003	113,378	123,109	178,724
Yıllık Değişim	244%	-30%	9%	45%
FVAÖK marjı	22.9%	18.3%	20.5%	20.6%
Net Kar marjı	32.3%	15.2%	11.3%	13.3%
F/K (x)	2.4	3.5	3.2	2.2
FD/FVAÖK (x)	5.7	4.8	3.0	2.4
FD/Net Satışlar (x)	1.3	0.9	0.6	0.5
Hisse Başına Kar (TL)	118.12	82.16	89.21	129.51
Hisse Başına Temettü	0.00	0.00	0.00	0.00
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Özkaynak Karlılığı	35.7%	16.7%	15.6%	18.8%

Analist: Halil Kahve

+90 (212) 384 1137

hkahve@garanti.com.tr

ÖZET FİNANSAL TABLOLAR (mn TL)

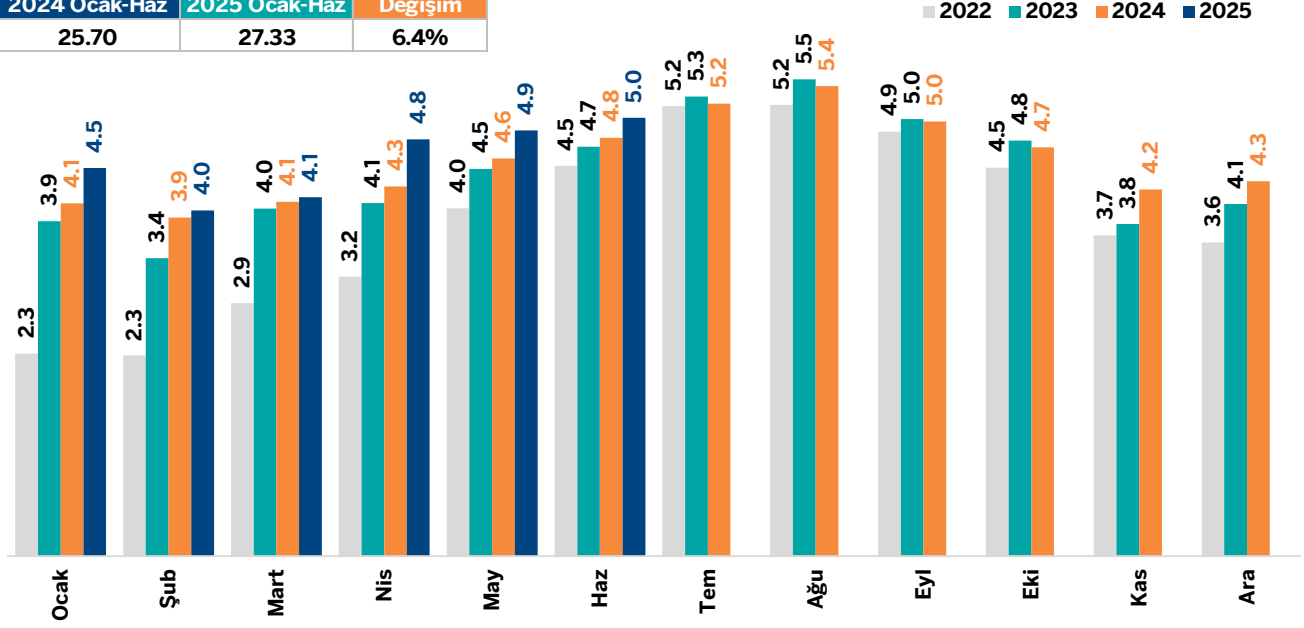
Gelir Tablosu	2023	2024	2025T	2026T
Satış Gelirleri	504,398	745,430	1,092,506	1,347,756
Satışların Maliyeti	-384,952	-602,522	-848,222	-1,032,381
Brüt Kar/Zarar	119,446	142,908	244,284	315,375
Faaliyet Giderleri	-52,523	-78,958	-114,713	-140,167
Faaliyet Karı	66,923	63,950	129,571	175,208
Konsolide FVAÖK	115,397	136,256	223,484	278,240
Net Diğer Gelir/Gider	4,502	16,443	14,799	14,947
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/Gider	22,522	52,840	44,914	45,363
Net Finansal Gelir/Gider	-9,381	-17,731	-47,560	-27,129
Vergi Öncesi Kar/(Zarar)	91,282	121,421	147,702	214,427
Vergi	71,716	-8,064	-22,155	-32,164
Net Kar	163,003	113,378	123,109	178,724
Rasyolar	2023	2024	2025T	2026T
Faaliyet Kar Marjı	13.3%	8.6%	11.9%	13.0%
FVAÖK marjı	22.9%	18.3%	20.5%	20.6%
Net Kar Marjı	32%	15%	11.3%	13.3%
Gelir Büyümesi	62%	48%	47%	23%
FVAÖK Büyümesi	47%	18%	64%	25%
Net Kar Büyümesi	244%	-30%	9%	45%
Bilanço	2023	2024	2025T	2026T
Dönen Varlıklar	251,895	341,910	271,971	325,222
Nakit ve Nakit Benzerleri	20,115	95,992	107,855	115,568
Finansal Yatırımlar	157,311	118,030	129,833	142,816
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	25,192	31,908	41,843	51,619
Stoklar	12,311	23,661	28,274	34,413
Diğer Dönen Varlıklar	36,966	72,319	93,999	123,623
Duran Varlıklar	797,048	1,057,696	1,311,549	1,595,379
Toplam Varlıklar	1,048,943	1,399,606	1,713,353	2,063,418
Kısa Vadeli Yükümlülükler	266,808	339,533	428,191	527,547
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	109,810	130,410	168,588	197,413
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	38,060	52,792	66,577	82,131
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	118,938	156,331	193,026	248,003
Uzun Vadeli Yükümlülükler	325,023	380,061	494,352	584,209
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	310,362	359,529	469,829	555,914
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	14,661	20,532	24,523	28,295
Özkaynaklar	457,112	680,012	790,810	951,662
Toplam Kaynaklar	1,048,943	1,399,606	1,713,353	2,063,418

Kaynak: Şirket verileri, Garanti BBVA Yatırım

EK-1: Yolcu Sayısı

I-) Yurt Dışı (mn)

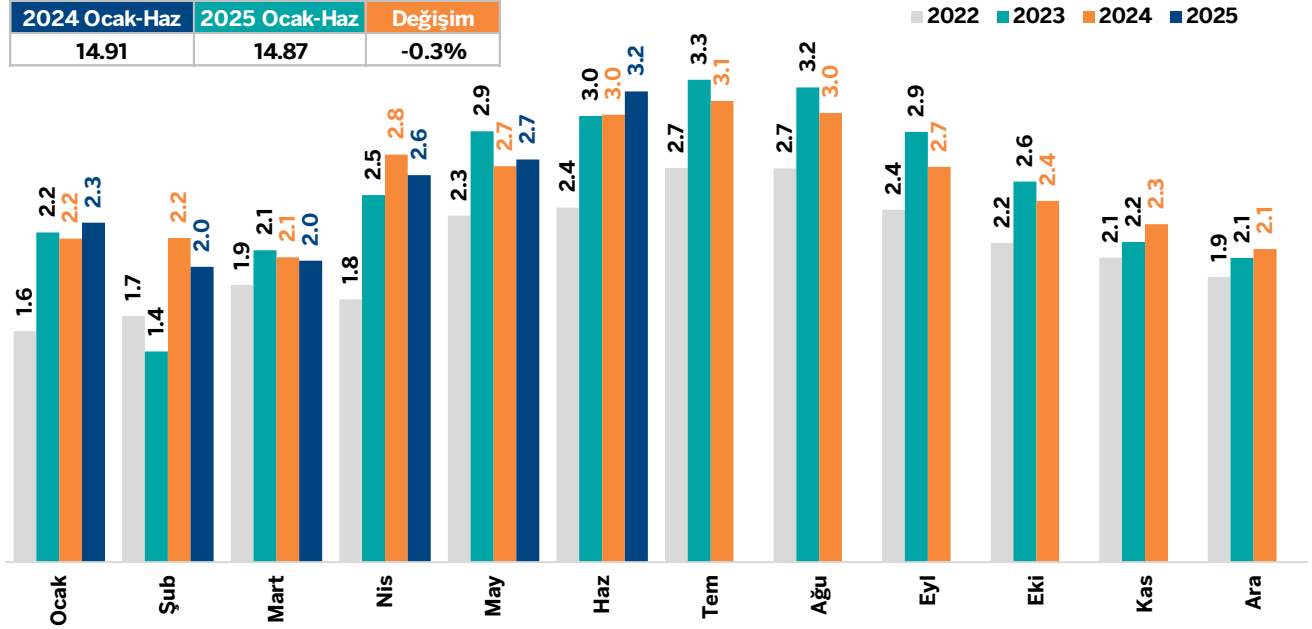
2024 Ocak-Haz	2025 Ocak-Haz	Değişim
25.70	27.33	6.4%



Kaynak: Şirket verileri, Garanti BBVA Yatırım

I-) Yurt İçi (mn)

2024 Ocak-Haz	2025 Ocak-Haz	Değişim
14.91	14.87	-0.3%



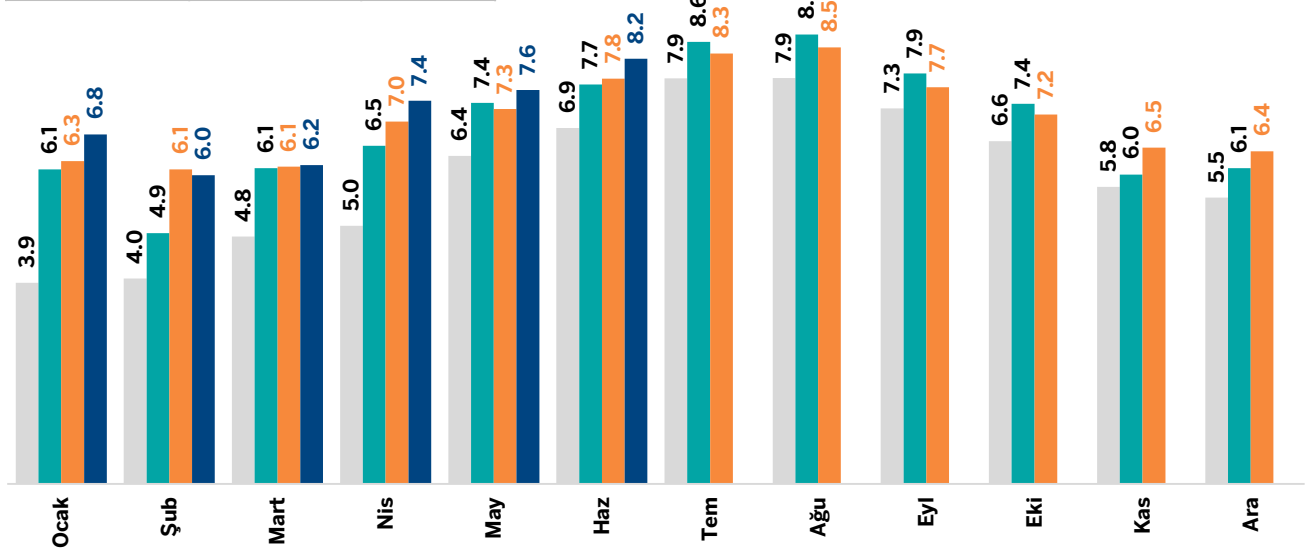
Kaynak: Şirket verileri, Garanti BBVA Yatırım

EK-1: Yolcu Sayısı

Toplam Yolcu Sayısı (mn)

2024 Ocak-Haz	2025 Ocak-Haz	Değişim
40.61	42.20	3.9%

2022 2023 2024 2025



Kaynak: Şirket verileri, Garanti BBVA Yatırım

Toplam (mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Oca	5.7	5.7	2.0	3.9	6.1	6.3	6.8
Şub	5.2	5.0	1.9	4.0	4.9	6.1	6.0
Mart	5.9	2.8	2.5	4.8	6.1	6.1	6.2
Nis	5.9	0.1	2.4	5.0	6.5	7.0	7.4
May	5.9	0.1	2.1	6.4	7.4	7.3	7.6
Haz	6.6	1.0	3.6	6.9	7.7	7.8	8.2
Tem	7.1	2.0	5.5	7.9	8.6	8.3	
Ağu	7.4	2.6	5.9	7.9	8.7	8.5	
Eyl	6.7	2.4	5.0	7.3	7.9	7.7	
Eki	6.6	2.4	5.1	6.6	7.4	7.2	
Kas	5.7	2.0	4.2	5.8	6.0	6.5	
Ara	5.5	1.9	4.3	5.5	6.1	6.4	

Kaynak: Şirket verileri, Garanti BBVA Yatırım

EK-2: THYAO 1Ç25 Finansal Sonuçlar

- Türk Hava Yolları 1Ç25'te 1.818mn TL net zarar açıklamıştır. Şirket geçen sene 1Ç24'te 6.931mn TL net kar kaydetmişti.
- 1Ç25'te kaydedilen 176.712TL'lik gelir (ABD\$4,887mn, yıllık %2.5 artış) yıllık %20 artarken, piyasa beklentisiyle uyumlu gerçekleşmiştir. Çeyrek esnasında birim yolcu gelirleri ABD\$ bazında yıllık %1.6 daralmıştır.
- Şirket'in taşıdığı kargo miktarı 1Ç25'te ton olarak yıllık %0.2 artarken, 762mn ABD\$ olan kargo gelirleri yıllık %1.7 artmış ve konsolide gelirlerin yaklaşık %15.6'sını oluşturmuştur.
- Türk Hava Yolları 1Ç25'te yıllık %34 düşüşle, 10.167mn TL FVAÖK açıklamıştır. %5.8 olan konsolide FVAÖK marjı yıllık olarak 4.8puan daralmıştır.
- Akaryakıt Etkisi Hariç AKK başına birim gider temel olarak personel gideri ve GTF motoru kaynaklı sorunları dolayısıyla 1Ç25'te ABD\$ cinsinden yıllık %12.6 artmıştır. 1Ç25'te ABD\$ olarak toplam giderler içinde %26 paya sahip olan personel giderleri yıllık %31.1 artmıştır.

Türk Hava Yolları Özet Finansal Sonuçlar			Değişim		
(mn TL)	1Ç24	4Ç24	1Ç25	1Ç25/1Ç24	1Ç25/4Ç24
Satış Gelirleri	147,238	193,502	176,712	20%	-9%
Brüt Kar (Zarar)	16,140	30,583	11,731	-27%	-62%
Faaliyet Karı	-908	7,794	-10,246	a.d.	a.d.
FVAÖK	15,500	27,603	10,167	-34%	-63%
Net Diğer Gelir/Gider	2,111	7,244	7,367	249%	2%
Yatırım Faal.Gelir/Gider	9,532	12,212	11,606	22%	-5%
Net Finansal Gelir / Gider	-5,714	3,219	-9,087	a.d.	a.d.
Parasal Kazanç / (Kayıp)	0	78	92	a.d.	18%
VÖK	5,095	31,956	-1,929	a.d.	a.d.
Vergi Geliri (Gideri)	1,823	-7,430	75	-96%	a.d.
Net Kar	6,931	24,512	-1,818	a.d.	a.d.
Net Nakit	-248,478	-275,917	-328,773		
Çalışma Sermayesi	-2,717	-2,777	-10,737		
Esas Faaliyet ile İlgili Oluşan Nakit	35,328	-21,934	33,298		
Özsermaye	515,521	680,012	717,436		
Rasyolar					
Brüt Kar Marjı	11.0%	15.8%	6.6%	-4.3 puan	-9.2 puan
Faaliyet Kar Marjı	a.d.	4.0%	a.d.	a.d.	a.d.
FVAÖK Marjı	10.5%	14.3%	5.8%	-4.8 puan	-8.5 puan
Net Kar Marjı	4.7%	12.7%	a.d.	a.d.	a.d.

Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

UYARI NOTU

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü'nün Endeks Üzeri (EÜ) ve Endekse Paralel (EP) tavsiyesi verdiği hisseler arasından; şirketlerin uzun dönemli mali verilerine dayalı olarak yapılan temel analiz ve kısa vadeli beklentiler bir arada değerlendirilerek oluşturulmuştur. Tercih etmediğimiz hisseler ise benzer analizler ile, Araştırma Bölümü'nün Endekse Paralel (EP) ve Endeks Altı (EA) tavsiyesi verdiği hisseler arasından seçilir. Model Portföy değişiklik raporunda, hissenin portföye giriş ya da çıkış gerekçesi belirtilir. Bir hissenin Model Portföy'e girmesi ya da çıkması uzun vadeli temel tavsiyesinin değiştiği anlamına gelmemektedir. Model Portföy, sanal bir portföy olup; piyasa beklentimiz ve de içerisinde yer alan hisselerin beklentileri doğrultusunda ağırlıklandırılarak kümülatif performansı ile değerlendirilmektedir. Dolayısıyla Model Portföy ve Model Portföy kapsamında yapılan değişimler, yatırımcının risk ve getiri tercihleri ile birebir örtüşmeyebilir.

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.

Veri ve grafikler güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, yapılan yorumlar sadece GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşünü yansıtmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. İleti, gönderilen kişiye özel ve münhasırdır. İlave olarak, bu raporun gönderildiği ve yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.

Bu maili artık almak istemiyorsanız lütfen Konu kısmına "Üyelikten Çıkmak İstiyorum" yazarak bize geri gönderin.

Garanti BBVA Yatırım

Nispetiye Mahallesi Barbaros Bul. Çiftçi Towers Kule 1,

34340 Beşiktaş / İstanbul

Telefon: 212 384 11 21

Faks: 212 352 42 40

E-mail: arastirma@garantibbva.com.tr

Hisse Senedi Tavsiye Tanımları

EÜ	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin üzerinde olması beklenmektedir.
EP	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisine yakın olması beklenmektedir.
EA	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin altında olması beklenmektedir.