

## TÜRK HAVA YOLLARI

## Ertelenmiş vergi gelirleri beklentilerin üzerinde net kara yol açtı

**Türk Hava Yolları** 1Ç26'da piyasa beklentisi olan 104 milyon ABD doları ve bizim beklentimiz olan 181 milyon ABD doları net karın üzerinde 227 milyon ABD doları net kar açıkladı. Şirket 1Ç26'da, piyasa beklentisinin %12, bizim beklentimizin ise %21 altında FAVÖK (şirket tanımı) raporladı. Beklentimizin 110 milyon ABD doları altında gerçekleşen faaliyet gelirlerine rağmen beklentimizin 156 milyon ABD doları üzerinde gerçekleşen vergi gelirleri net kar tarafında sapmamıza yol açtı.

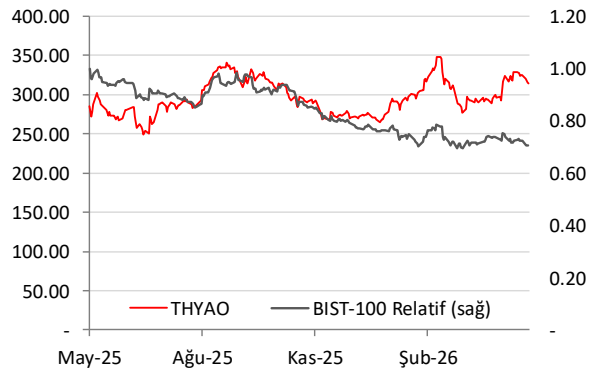
**Yönetim, 2026 yılı öngörülerini beklentilerini paylaşmama kararı aldı.** Devam eden jeopolitik belirsizlikler nedeniyle yönetimin beklenti paylaşmama kararı verdiğini düşünüyoruz.

**Yorum ve Değerlendirme:** Zayıf faaliyet karı nedeniyle açılıştan piyasa tepkisinin "Olumsuz" olmasını bekliyoruz. Yönetim bugün TSİ 17:00'da bir telekonferans gerçekleştirecek. ([Bağlantı](#)). Hedef fiyatımızı 485 TL'den 330 TL'ye indirdik. Tavsiyemizi ise Endeksin Üzerinde Getiri seviyesinden Nötr seviyesine indirdik. Tahminlerimizdeki değişiklik detaylarını aşağıdaki sayfalarda paylaştık.

Analist: Aytunç Uz

[aytunc.uz@akyatirim.com.tr](mailto:aytunc.uz@akyatirim.com.tr)

| Bloomberg Kodu        |         | THYAO TI                        |           |           |  |
|-----------------------|---------|---------------------------------|-----------|-----------|--|
| Tavsiye               |         | Nötr (önceki Endeks Üz. Getiri) |           |           |  |
| Hedef Fiyat, TL       |         | 330.00 (önceki 485.00)          |           |           |  |
| Güncel Fiyat, TL      |         | 314.50                          |           |           |  |
| Getiri Potansiyeli    |         | 5%                              |           |           |  |
| Halka Açıklık Oranı   |         | 50%                             |           |           |  |
| Piyasa Değeri, mn TL  |         | 434,010                         |           |           |  |
| Firma Değeri, mn TL   |         | 930,644                         |           |           |  |
| Finansal Veriler      | 2025    | 2026T                           | 2027T     | 2028T     |  |
| Özet UFRS Finansallar |         |                                 |           |           |  |
| Ciro, mn TL           | 955,472 | 1,346,961                       | 1,592,625 | 1,978,702 |  |
| FAVÖK, mn TL          | 158,217 | 103,979                         | 174,659   | 280,906   |  |
| Net Kâr, mn TL        | 118,208 | 53,892                          | 71,482    | 118,475   |  |
| Borçluluk             |         |                                 |           |           |  |
| Net Borç, mn TL       | 495,487 | 626,610                         | 895,953   | 1,030,000 |  |
| Net Borç/FAVÖK        | 3.1     | 6.0                             | 5.1       | 3.7       |  |
| Kârlılık              |         |                                 |           |           |  |
| FAVÖK Marjı           | 16.6%   | 7.7%                            | 11.0%     | 14.2%     |  |
| Net Marj              | 12.4%   | 4.0%                            | 4.5%      | 6.0%      |  |
| Temettü Verimi        | 2.3%    | -                               | -         | -         |  |
| Büyüme                |         |                                 |           |           |  |
| Ciro, y/y             | 28.2%   | 41.0%                           | 18.2%     | 24.2%     |  |
| FAVÖK, y/y            | 16.1%   | -34.3%                          | 68.0%     | 60.8%     |  |
| Net Kâr, y/y          | 4.3%    | -54.4%                          | 32.6%     | 65.7%     |  |
| Değerleme Verisi      | 2025    | 2026T                           | 2027T     | 2028T     |  |
| F/K                   | 3.5     | 8.1                             | 6.1       | 3.7       |  |
| FD/FAVÖK              | 5.5     | 9.9                             | 7.4       | 5.1       |  |
| FD/Ciro               | 0.9     | 0.8                             | 0.8       | 0.7       |  |
| Hisse Verileri        | 1A      | 3A                              | 12A       | YBG       |  |
| Nominal Getiri        | 7.0%    | 4.1%                            | 8.1%      | 17.1%     |  |
| BİST-100 Relatif      | -5.1%   | 0.6%                            | -30.3%    | -7.8%     |  |
| AOİH, mn TL           | 14,987  | 16,767                          | 11,734    | 16,433    |  |



Piyasa verileri 29 Nisan 2026 tarihindedir.

| Çeyrek Özet           | Özet Finansallar |       |         |       |            | Beklentilerle Karşılaştırma |       |             |
|-----------------------|------------------|-------|---------|-------|------------|-----------------------------|-------|-------------|
|                       | 1Ç26             | 1Ç25  | y/y     | 4Ç25  | ç/ç        | Piyasa                      | AK    | Piyasa Fark |
| Net Satışlar          | 5,917            | 4,887 | 21%     | 6,276 | -6%        | 5,862                       | 5,916 | 1%          |
| FAVÖK (şirket tanımı) | 591              | 503   | 17%     | 1,314 | -55%       | 668                         | 750   | -12%        |
| FAVÖK Marjı           | 10.0%            | 10.3% | -30 bps | 20.9% | -1,095 bps | 11.4%                       | 12.7% | -141 bps    |
| Net Kar               | 227              | -44   | n.m.    | 882   | -74%       | 104                         | 181   | 118%        |

Kaynak: THY Konsensüs, AK Yatırım

**1Ç26 Sonuçlarına İlişkin Detaylar:**

**Toplam Arz Edilen Koltuk km (AKK) 1Ç26'da yıllık %9 arttı.** 1Ç26'da Uzak Doğu en yüksek katkıyı sağlarken Amerika onu takip etti. Filo büyüklüğü 1Ç26'ta bir önceki çeyreğe göre 12 net girişle 528 uçağa ulaştı. Uluslararası operasyonlara tahsis edilen kapasite 1Ç26'da yıllık 0,2 puan arttı.

**Ücretli Yolcu Km (ÜYK), yıllık %13 arttı.** 1Ç26'da Uzak Doğu en yüksek katkıyı sağlayan bölge olurken, onu Avrupa izledi. Doluluk oranı 1Ç26'da yıllık 2,9 puan arttı. Hem iç hat hem dış hat faaliyetleri doluluk oranına olumlu katkı sağladı.

**1Ç26'da THY'nin net satışları yıllık %21 arttı.** İç hat yolcu gelirleri yıllık 50 milyon ABD doları, dış hat yolcu gelirleri yıllık 716 milyon ABD doları arttı. Kargo gelirleri 1Ç26'da yıllık 225 milyon ABD doları tutarında arttı. 1Ç26'da net satışlardaki yıllık büyümeye en yüksek tutardaki katkıyı yapan kalem dış hat faaliyetleri oldu.

**Birim gelirler yıllık %8 arttı.** Birim yolcu gelirleri yıllık %6 arttı. Kargo fiyatları 1Ç26'da yıllık %13 arttı. Kargo hacmi yıllık %15 arttı.

**1Ç26'da birim giderler yıllık %8 arttı.** Birim yakıt giderleri yakıt fiyatlarındaki yüksek artışa rağmen fiyatların gecikmeli yansımaları sebebiyle yıllık yalnızca %5 arttı. Yakıt giderleri hariç birim giderler yıllık %8 arttı. Birim personel giderleri yıllık %13 arttı. GTF motor problemleri yakıt dışı birim giderler üzerinde yıllık 1 puanlık artış yarattı.

**1Ç26'da FAVÖK (şirket tanımı) yıllık %17 arttı.** 1Ç26'da FAVÖK marjı 0,3 puan daralarak %10,0 seviyesinde gerçekleşti. THY'nin yakıt hedge (korunma) oranları 2026 yılı için %38, 2027 yılı için ise %5 seviyesindedir; başa baş noktası (break-even) ise varil başına 70 ABD doları olarak belirlenmiştir.

**1Ç26'da THY'nin net borcu çeyreklik %1 artarak 8,4 milyar ABD doları oldu.** 1Ç26'da filoya net 12 uçak girdi. 1Ç26'da net işletme sermayesi ihtiyacı çeyreklik 348 milyon ABD doları daraldı. Net borç/FAVÖK oranı bir önceki çeyrekteki 1,6x seviyesinde yatay kaldı.

**Revizyonlar:** Filo varsayımlarımızı 2026'da 570 uçak, 2027'de 605 uçak ve 2028'de 640 uçak olarak sabit tuttuk. 1Ç26 trendlerine bakarak, konma sayısı tahminlerimizi düşürdük ancak ortalama uçuş mesafesi varsayımlarımızı artırdık; neticede 2026 yılı için AKK büyüme tahminlerimizi %9'dan %8'e indirdik. Benzer şekilde, 1Ç26 trendlerine bakarak 2026 doluluk oranı tahminimizi %83,2'den %85,1'e yükselttik. Neticede 2026 yılı ÜYK tahminlerimizi %2 oranında artırdık. Maliyetlerin bilet fiyatlarına yansımaları göz önünde bulundurarak, 2026 yılı birim yolcu geliri tahminimizi %8 artışla 8,64 sentten 9,35 sente yükselttik. Sonuç olarak, 2026 yılında %12 daha yüksek net satışlar bekliyoruz. Ortalama Brent petrol tahminimizi %44 artırarak 64,8 ABD dolarından 93,1 ABD dolarına çıkardık. Daha yüksek rafineri marjlarını (crack spread) göz önüne alarak, 2026 yılı jet yakıtı fiyatı tahminimizi %65 oranında artırdık. Riskten korunma (hedge) oranı ve fiyatındaki değişimi hesaba katarak, 2026 yılı yakıt maliyeti tahminlerimizi %52 artışla 6,4 milyar ABD dolarından 9,7 milyar ABD dolarına yükselttik. Personel maliyetleri cephesinde, daha önce TÜFE trendlerine paralel ücret artışları varsayıyorduk. Yeni toplu iş sözleşmesi şartları uyarınca, 2026'nın ikinci yarısı (2Y26) ve 2027 için ücret artışı TÜFE artışı ilave %3'e endeksleneyecektir. Güncellenen makro tahminlerimizi de hesaba katarak, 2026 yılı personel maliyetleri beklentimizi %8 oranında artırdık. Sonuç olarak, 2026 ve 2027 yılları için FAVÖK tahminlerimizi önemli ölçüde düşürdük. Daha uzun süre daha yüksek faiz geliri elde edileceğini varsayarak, net kâr tahminlerimizi faaliyet kârı kadar düşürmedik.

| <b>Revizyonlar</b>           |              |              |              |              |              |              |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                              | <b>Yeni</b>  |              |              | <b>Eski</b>  |              |              |
|                              | <b>2026T</b> | <b>2027T</b> | <b>2028T</b> | <b>2026T</b> | <b>2027T</b> | <b>2028T</b> |
| Net Satışlar                 | 28,788       | 28,947       | 31,111       | 25,633       | 28,085       | 30,201       |
| % değişim                    | 19%          | 1%           | 7%           | 7%           | 10%          | 8%           |
| FAVÖK                        | 2,222        | 3,115        | 4,417        | 3,838        | 4,291        | 4,922        |
| Marj                         | 7.7%         | 10.8%        | 14.2%        | 15.0%        | 15.3%        | 16.3%        |
| FAVÖK (şirket tanımı)        | 2,981        | 3,955        | 5,194        | 4,859        | 5,409        | 5,798        |
| Marj                         | 10.4%        | 13.7%        | 16.7%        | 19.0%        | 19.3%        | 19.2%        |
| Net Kar                      | 1,154        | 1,254        | 1,863        | 2,175        | 2,111        | 2,348        |
| % değişim                    | -60%         | 9%           | 49%          | -14%         | -3%          | 11%          |
| <b>Eski Tahminlerle Fark</b> |              |              |              |              |              |              |
| Net Satışlar                 | 12.3%        | 3.1%         | 3.0%         |              |              |              |
| FAVÖK                        | -42.1%       | -27.4%       | -10.3%       |              |              |              |
| FAVÖK (şirket tanımı)        | -38.6%       | -26.9%       | -10.4%       |              |              |              |
| Net Kar                      | -46.9%       | -40.6%       | -20.6%       |              |              |              |
| Hedef Fiyat                  |              | 330.0        |              |              | 485.0        |              |
| HF Değişim                   |              | -32.0%       |              |              |              |              |

## 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 İnternet 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.