

Türk Hava Yolları (THYAO TI)

Telekonferans ve güncelleme notu

Türk Hava Yolları'nın gerçekleştirdiği 2Ç26 finansal sonuçlarına ait telekonferansın ardından, son gelişmeleri içeren değerlendirmelerimiz ve modelimizde yaptığımız revizyonlar aşağıda yer almaktadır.

- Jeopolitik gerginliğin bilançosu.** Orta Doğu'da yaşanan jeopolitik gelişmeler, Türk Hava Yolları'na ilk yarıda yaklaşık **900 milyon dolarlık maliyet** yüklemiş ve **operasyonlardan kârın -120 milyon dolar** olarak gerçekleşmesine yol açmıştır. Maliyet artışlarındaki en büyük payı, jet yakıtı fiyatlarındaki yaklaşık %90'lık artıştan kaynaklanan **1,3 milyar dolarlık ek yakıt gideri** oluşturmıştır. Yıl genelinde yakıt maliyetlerinin geçen yıla göre %35-40 daha yüksek seyretmesi beklenirken, petrol fiyatındaki 1 dolarlık artışın net kar üzerinde yaklaşık 100 milyon dolarlık etkisi bulunduğu bilgisi verilmiştir. Bunun yanı sıra, öngörülenden yüksek gerçekleşen enflasyon ve güçlü kalan TL nedeniyle **450 milyon dolarlık ek maliyet baskısı** oluşmuştur. Atıl kapasitenin yarattığı maliyet ve diğer giderler de göz önüne alındığında **savaşın maliyeti ilk yarıyıda 2,1 milyar dolar** olarak gerçekleşmiştir. Yaşanan bu zorluklara karşın, Şirket'in küresel ağının esnekliği önemli operasyonel fırsatlar da yaratmıştır. Kapasite; yüksek talepli rotalara başarılı şekilde yönlendirilmiştir. Artan birim gelirler sayesinde **yolcu gelirleri öngörülenden 600 milyon dolar fazla** gerçekleşmiştir. Kısıtlı pazar arzı ve güçlü e-ticaret talebinin desteğiyle **kargo gelirleri de 600 milyon dolar artarak toplamda 1,2 milyar dolarlık ek gelir** yaratmıştır. Körfez taşıyıcılarının geçici yokluğu, müşteri tabanında büyüme ve pazar payı kazancı sağlamıştır. Şirket'in finansal etki köprüsüne göre, birim gelir ve doluluk artışlarından elde edilen **1,18 milyar dolarlık pozitif katkı** ile **157 milyon dolarlık verimlilik çalışmaları**, artan maliyetleri büyük ölçüde dengelemeye çalışmıştır.

- 3Ç26 dönemine yönelik beklentiler.** Türk Hava Yolları, 2026 yılının üçüncü çeyreğinde yolcu kapasitesi ve yolcu sayısında yıllık bazda %3-6 arasında artış beklemektedir. Bu büyümenin, toplam gelirlerde orta onlu seviyelerde artışı desteklemesi öngörülmektedir. Akaryakıt hariç birim giderlerde orta tek haneli artış tahmin edilirken, bu varsayımlar doğrultusunda **%20-%25 aralığında FAVKÖK marjı öngörülmektedir.** Yönetim, marjın, öngörü aralığının üst sınırına yakın gerçekleşeceğini yönelik mesajlar vermiştir.

- Yıl sonuna yönelik beklentiler.** 2026'da yıllık kapasite büyümesinin %4 seviyesinde gerçekleşmesi ve yılın 560 ila 570 uçak aralığıyla tamamlanması hedeflenmektedir. Kargo gelirlerinde yıllık bazda %25 ila %30 oranında artış beklenirken, mevcut piyasa koşulları doğrultusunda brüt yatırım harcamaları 4,5 ila 5 milyar dolar aralığına çekilmiş ve yıl sonuna kadar 300 milyon dolara varan maliyet tasarrufu sağlanması amaçlanmıştır. Ayrıca, jeopolitik gelişmelerin FAVÖK üzerindeki baskısı nedeniyle net borç/FAVÖK oranının 3.3x seviyesinde gerçekleşeceği ve uzun vadeli 2x-2.5x hedefinin geçici olarak aşılacağı öngörülmektedir.

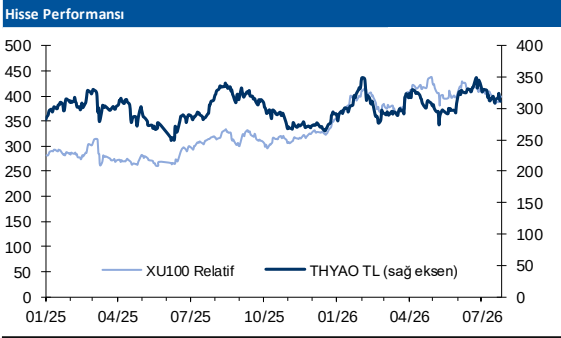
Hisse Verileri	
Bloomberg Hisse Kodu	THYAO
Mevcut Fiyat (TL)	311.25
Hedef Fiyat (TL)	461.0
Getiri Potansiyeli (%)	48%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	262.8
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	15,316.5
Sermaye (mln TL)	1,380
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln USD)	
Piyasa Değeri	9,042
Hedeflenen Piyasa Değeri	13,392

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	-11%	0%	-3%	16%
BIST100 Rölatif Getiri	-6%	9%	-5%	-5%

Özet Veriler (mln USD)	2023	2024	2025	2026T
Satış Gelirleri	20,942	22,669	24,096	28,255
FAVÖK	525	5,059	5,059	4,203
Net Kar	6,021	3,425	2,908	1,976

Tahminler ve Rasyolar	2023	2024	2025	2026T
FD/Ciro	1.2x	1.0x	1.1x	1.0x
FD/FAVÖK	46.6x	4.6x	5.2x	6.4x
F/K	1.8x	3.6x	3.6x	4.6x
PD/DD	0.7x	0.6x	0.5x	0.4x



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 06 Ağustos 2026 tarihi itibarıyla.

Ortaklık Yapısı	
Türkiye Varlık Fonu (A Grubu Nama)	49.1%
T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı Özelleştirme İdaresi Başkanlığı (C Grubu Nama)	< 0.01%
Halka Açık A Grubu	50.9%

Strateji ve Araştırma	
DenizbankYatırımHizmetleriGrubuStrateji ve Araştırma@denizbank.com	

2Ç26 dönemi finansalları

- 2Ç26 döneminde toplam yolcu sayısı %0,3 azalışla 23,2 milyon olarak gerçekleşirken yolcu gelirleri, 2Ç26'da geçen yılın aynı dönemine göre %14,9 artış göstermiştir. Kargo tarafı jeopolitik gelişmelerin yol açtığı piyasa arzında meydana gelen daralmadan pozitif etkilenmiştir. Kargo hacmi, 2Ç26 döneminde geçen yılın aynı dönemine göre %11,3 artış gösterirken, kargo gelirleri, birim gelirlerdeki büyümeyle %58 artmıştır. Toplam gelirler ise 2Ç26'da geçen yılın aynı dönemine göre %20,5 artış göstermiştir.
- 2Ç26'da akaryakıt giderleri geçen yıl aynı dönemine göre %93 artarken, aynı dönemde personel gideri %21,4'lük artış göstermiştir. Akaryakıt gideri toplam maliyetlerin %37,5'ini, personel gideri ise %21,9'unu oluşturmuştur.
- 2Ç26'da FAVÖK geçen yılın aynı dönemine göre %49 azalarak 699 milyon dolar, FAVKÖK (EBITDAR) ise bu dönemde geçen sene aynı döneme göre %41 azalarak 906 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. FAVKÖK marjı %12,6 seviyesinde takip edilmiştir.
- Şirket'in 4Ç25 dönem sonunda 1.6x seviyesinde olan net borç/FAVÖK rasyosu, 2Ç26 döneminde de 2.1x seviyesinde gerçekleşmiştir.
- 2Ç25 döneminde 691 milyon dolar olan net kar pozisyonu 2Ç26 döneminde 197 milyon dolar net kar olarak açıklandı. Net kardaki azalışa azalan operasyonel karlılığa ek olarak artan finansman gideri neden oldu.
- 2Ç26 dönemi tahminlerimizde satış gelirinde gerçekleşmeye yakın bir durum söz konusu olurken, karlılık tarafında tahminlerimiz maalesef sapma gösterdi. Detaylı olarak baktığımızda sapmamızın temellerini esas faaliyetlerden diğer gelirler ve finansman gideri kaynaklı olduğunu görmekteyiz. Aşağıdaki tabloda tahminlerimiz ve açıklanan sonuçlar arasındaki farkları görebilirsiniz.

Gelir tablosu (mn USD)	2Ç26 Açıklanan	2Ç26 Beklentimiz	Sapma
Satış Gelirleri	7,205	7,116	1%
Satışların Maliyeti	6,747	6,642	2%
Brüt kar	458	474	-3%
Brüt kar marjı	6%	7%	
Genel yönetim giderleri	128	108	19%
Pazarlama ve satış gideri	504	525	-4%
Net operasyonel kar/zarar	-174	-159	10%
Faaliyet gelir	7,205	7,116	1%
Faaliyet gideri (-)	7,379	7,275	1%
Net faaliyet kar/zarar	-174	-159	10%
Esas faaliyetlerden diğer gelir	103	237	-56%
Esas faaliyetlerden diğer gider	-7	11	--
Esas faaliyet karı	-64	67	-195%
Yatırım faaliyetlerinden gelirler (net)	521	392	33%
Özkaynak Yönt. Değerlenen Yat. Karlarından Paylar	10	18	-43%
Finansman Gelirleri	158	364	-57%
Finansman Giderleri (-)	429	579	-26%
Parasal kayıp kazanç	12	0	
Vergi öncesi kar/zarar	208	262	-21%
Vergi Gideri (-)	-11	149	-107%
Dönem Vergi Gideri	0%	2%	
Ertelenmiş Vergi Geliri	-100	89	
Net Kâr / (Zarar)	197	412	-52%
Net kar marjı	2.7%	5.8%	

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Türk Hava Yolları

Gelir tablosu (mn USD)	2Ç26 Açıklanan	2Ç26 Beklentimiz	Sapma
Düzeltilmeler	96	97	-1%
Özkaynak yön. ile değerlendirilen yat.	10	18	-43%
Devlet teşvik geliri	86	80	8%
EBIT	32	165	-81%
Amortisman gideri	667	676	-1%
	9%	10%	
EBITDA	699	841	-17%
EBITDA marjı	10%	12%	
EBITDAR	906	1,035	-12%
EBITDAR marjı	12.6%	14.5%	

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Türk Hava Yolları

Operasyonel gider kırılımı (mn USD)	2Ç26 Açıklanan	2Ç26 Beklentimiz	Sapma
Yakıt	2,770	2,729	2%
Personel	1,418	1,393	2%
Amortisman ve itfa payları	639	676	-5%
Yer hizmetleri	452	471	-4%
Uçak bakımı	415	372	12%
Yolcu hizmetleri ve ikram	311	290	7%
Havaalanı	292	317	-8%
Hava trafik kontrolü	272	245	11%
Diğer	178	150	19%
Toplam	6,747	6,642	2%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Türk Hava Yolları

Modelimizde yaptığımız revizyonlar

- 2026 yılına yönelik beklentilerimizi Aralık 2025'te yayımladığımız raporumuzda paylaşmıştık.

Hatırlatmak gerekirse beklentilerimiz:

- 2025'te gözlediğimiz kapasite artışının devam edeceği ve yüksek tek haneli seviyelerde gerçekleşeceği,
- artan rekabetle birlikte birim gelirlerin baskılanmaya devam etmesi neticesinde 25,6 milyar dolar ciro elde edileceği,
- Brent petrol fiyatlarında önemli bir yukarı yönlü hareketlenme beklenmemekle beraber jet yakıtı makasındaki (crack spread) seviyelerin korunmasının kârlılık üzerinde baskı unsuru olmaya devam edeceği ve bu doğrultuda yaklaşık %23 FAVKÖK ile %20 FAVÖK marjına ulaşılacağı,
- TL kur uyumsuzluğunun (mismatch) sürmesi ve finansman giderlerinde beklenen artış paralelinde 2,6 milyar dolar net kâr elde edileceği

yönündeydi.

Artan jeopolitik risklerin ardından modelimizi güncelleme hakkımızı saklı tutmuş, sektörün bu gelişmelere nasıl ayak uyduracağını görmek istemiştik. Bugün geldiğimiz noktada, artan yakıt maliyetlerine karşın birim gelirlerinin desteğiyle Türk Hava Yolları için beklediğimizden farklı bir 2026 yılı konuşmaktayız. Bu raporumuzla birlikte, Türk Hava Yolları için 12 aylık hedef fiyatımızı 404,90 TL'den 461,00 TL'ye önerimizi ise G.G. yönünden sunduğu potansiyel dolayısıyla AL yönüne revize ediyoruz. Hedef fiyatımızdaki artışın temellerini:

- ✓ Makro tahminlerimizde yaptığımız revizyonlara ek olarak modelimizde 2026 gün sayısının azalması ve İNA modelimizi ileri taşımamız,
- ✓ 2026 yılı için öngörülen yatırım harcamalarının gerilemesi,
- ✓ Önümüzdeki yıllarda artan rekabetle birlikte birim gelirlerde yavaşlama beklemekle beraber 2026 seviyelerinin gelecek yıllar için güçlü bir baz oluşturması,
- ✓ Birim gelirlerdeki azalışın ilerleyen dönemde kapasite artışlarıyla dengelenebilecek olması

oluşturmaktadır.

Öte yandan, yüksek seyreden yakıt maliyetleri (Brent petrol 1Ç26 ortalama \$77.90, 2Ç \$96.87, 3Ç \$82.87), devam eden jeopolitik riskler ve belirsizlik katsayısındaki artışın korunması, temel risk unsurları olmayı sürdürürken, yükselen borç pozisyonu da modelimizdeki diğer bir risk kalemi olarak öne çıkmaktadır.

Modelimizde 2026 yılı için gerçekleştirdiğimiz başlıca revizyonlar ise:

- ✓ Kapasite artışı beklentimizi orta tek haneli seviyelere çekerken; artan birim gelirler ve kargo gelirlerinin desteğiyle satış geliri tahminimizi 28,3 milyar dolara revize ediyoruz.
- ✓ Artan yakıt giderleri doğrultusunda FAVÖK marjı beklentimizi yaklaşık %15, FAVKÖK marjı beklentimizi ise yaklaşık %18 olarak öngörüyoruz.
- ✓ Artan finansman giderleri paralelinde net kâr beklentimizi 2 milyar dolar seviyesine güncelliyoruz. Net kar beklentimiz paralelinde 2026 yılı için F/K çarpanımız 4,6x seviyesine işaret ediyor.
- ✓ Brüt yatırım harcamaları beklentimizi ise 4,8 milyar dolar olarak revize ediyoruz.

mn USD	2026T		
	Eski	Yeni	Değişim
Net Satış Gelirleri	25,591	28,255	10.4%
FAVÖK	5,144	4,203	-18.3%
FAVKÖK Marjı	20.1%	14.9%	-5.2 puan
FAVÖK	5,833	4,971	-14.8%
FAVKÖK Marjı	22.8%	17.6%	-5.2 puan
Net kar	2,559	1,976	-22.8%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

Şirket finansalları

mn USD	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
Toplam Yolcu Sayısı	18,912,355	23,280,245	27,174,549	23,247,040	21,308,599	23,212,727
ASK (milyar)	61.0	67.8	74.4	70.0	66.7	68.7
Doluluk (%)	80.6%	82.2%	85.6%	83.9%	83.5%	84.0%
Kargo	480,909	554,000	564,925	575,848	552,144	598,258
Gelir (mn USD)	4,887	5,980	6,953	6,276	5,917	7,205
Yolcu geliri	3,929	4,938	5,891	5,042	4,712	5,675
Kargo geliri	762	802	845	981	987	1,267
Teknik gelir	141	182	154	197	147	149
Diğer	55	56	63	56	71	114
Satış Gelirleri	4,887	5,980	6,953	6,276	5,917	7,205
Satışların Maliyeti	4,558	4,835	5,416	5,399	5,423	6,747
Brüt kar	329	1,145	1,537	877	494	458
Brüt kar marjı	7%	19%	22%	14%	8%	6%
Genel yönetim giderleri	171	92	140	127	173	128
Pazarlama ve satış gideri	437	447	471	451	485	504
Net operasyonel kar/zarar	-279	606	926	299	-164	-174
Faaliyet gelir	4,887	5,980	6,953	6,276	5,917	7,205
Faaliyet gideri (-)	5,166	5,374	6,027	5,977	6,081	7,379
Akaryakıt	1,346	1,436	1,649	1,643	1,546	2,770
Personel	1,121	1,169	1,279	1,213	1,434	1,418
Kira	84	58	85			
Net faaliyet kar/zarar	-279	606	926	299	-164	-174
Esas faaliyetlerden diğer gelir	228	109	147	273	212	103
Esas faaliyetlerden diğer gider	25	9	14	38	105	-7
Esas faaliyet karı	-76	706	1,059	534	-57	-64
Yatırım faaliyetlerinden gelirler (net)	298	257	304	461	414	521
Özkaynak Yönt. Değerlenen Yat. Karlarından Paylar	-43	15	128	9	-62	10
Finansman Gelirleri	233	310	146	92	168	158
Finansman Giderleri (-)	461	493	41	38	362	429
Parasal kayıp kazanç	3		3	-4	1	12
Vergi öncesi kar/zarar	-46	795	1,599	1,054	102	208
Vergi Gideri (-)	2	-104	-221	-171	124	-11
0%	0%	-2%	-3%	-3%	2%	0%
Dönem Vergi Gideri	-4	-122	-275	108	-2	-100
Ertelenmiş Vergi Geliri	6	18	54	-279	126	89
Net Kâr / (Zarar)	-44	691	1,378	883	226	197
Net kar marjı	-1%	12%	20%	14.1%	3.8%	2.7%
Düzeltilmeler	14	83	202	142	-3	96
Özkaynak yön. İle değerlendirilen yat.	-43	15	128	9	-62	10
Devlet teşvik geliri	57	68	74	133	59	86
EBIT	-62	789	1,261	676	-60	32
Amortisman gideri	565	582	610	638	651	667
12%	10%	9%	10%	11%	9%	
EBITDA	503	1,371	1,871	1,314	591	699
EBITDA marjı	10%	23%	27%	21%	10%	10%
Düzeltilmiş Faaliyet Tipi Kiralama Giderleri	118	137	143	105	152	188
Düzeltilmiş Kısa Dönem Uçak Kirası Giderleri	43	28	41	36	26	19
EBITDAR	664	1,536	2,055	1,455	769	906
EBITDAR marjı	14%	26%	30%	23%	13%	13%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Türk Hava Yolları

Yasal Uyarı

Bu rapor/e-posta içerisinde yer alan değerlendirmeler Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak genel nitelikte hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve hiçbir şekilde alış veya satış yapılması yönünde yönlendirme olarak değerlendirilmemelidir. Deniz 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 etmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk okuyucuların kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Deniz Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Deniz Yatırım ve DenizBank Finansal Hizmetler Grubu çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bu rapor/e-posta içerisinde yer alan bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler sermaye piyasası aracına yönelik bir yatırım tavsiyesi, alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve yatırım danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Buradaki içeriğin hiçbir bölümü Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, hiçbir şekil ve ortamda yayımlanamaz, alıntı yapılamaz ve kullanılamaz. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

© DENİZ INVEST 2026

Derecelendirme

Deniz Yatırım Analistleri, her hisse senedi için bir veya birden fazla değerlendirme yöntemi kullanarak 12 aylık hedef değerler (fiyatlar) ve buna bağlı olarak potansiyel getirileri hesaplamaktadır. 12 ay derecelendirme sistemimiz; AL, TUT ve SAT olmak üzere 3 farklı genel yatırım tavsiyesi içerir.

AL: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin en az %20 ve üzerinde oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

TUT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin %0-20 aralığında oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

SAT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin %0'dan daha düşük seviyelerde oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

Derecelendirme	Potansiyel Getiri (PG), 12-ay
AL	≥%20
TUT	%0-20
SAT	≤%0

Kaynak: Deniz Yatırım

Deniz Yatırım Analistleri, hisse senetlerini; potansiyel katalizörler, tetikleyici gelişmeler, riskler ile piyasa, sektör ve rakip firma gelişmeleri ışığında değerlendirmektedir. Analistlerimiz, genel yatırım tavsiyesinin kamuoyuyla paylaşılmasını takip eden süreçte hisse senetlerini titizlikle yakından takibe devam etmekte; ancak, hisse senedi fiyatındaki dalgalanmalardan ötürü değerler, derecelendirme sistemimizdeki sınırları aştığı takdirde, hisse senedi hakkında sundukları tavsiyeyi değiştirmemeyi ve/veya Gözden Geçirme (GG) sürecine almayı tercih edebilirler. Olası Gözden Geçirme (GG) durumunda, analistlerimiz açısından derecelendirme ve/öneri güncelleme noktasında herhangi bir zaman kısıtlaması kesinlikle söz konusu değildir. Kimi durumlarda, değerlendirme açısından, matematiksel olarak yükseliş potansiyeli veya düşüş riskinin doğması durumunda, analistlerimiz, AL-TUT-SAT önerilerinin dışında, sektör ve şirket ile ilgili genel gidişatı ve son gelişmeleri gözeterek derecelendirmeye temel oluşturan potansiyel getiri seviyelerinin dışında önerilerde bulunma haklarını saklı tutarlar. Bu gibi durumlarda, bahse konu şirket(ler)in, içerisinde bulundukları sektörün genel koşulları, muhtemel risk ve getiri başlıkları, açıklanan son finansallarındaki parametreler, politik ve jeopolitik gibi farklı birçok girdi gözetilerek değerlendirilme bulunulabilir. Analistlerimiz, AL-TUT-SAT önerilerini belirlerken, sadece matematiksel değerlerin gözetildiği, mekanik bir süreç yürütmemektedirler.