

## Türk Hava Yolları

### 2Ç26 Finansal Sonuçlar – Negatif

- ✓ **Beklentilerin altında net kar.** Türk Hava Yolları'nın net karı 2Ç26'da yıllık bazda %66,6 düşüşle 8.949 mn TL'ye geriledi. Kurum beklentimiz 13.077 mn TL, piyasa ortalama beklentisi ise 11.912 mn TL net kar açıklanması yönünde bulunuyordu. Tahminlerimizin altında gerçekleşen net karda, net finansman gideri ve vergi kalemindeki farklılıklar etkili oldu. İkinci çeyrekte, Körfez merkezli taşıyıcılardan kazanılan pazar payı ve Asya operasyonlarındaki güçlü performans ciroyu desteklerken, akaryakıt fiyatlarındaki yükselişin yarattığı maliyet baskısı operasyonel karlılığı olumsuz etkiledi. Önümüzdeki dönemde yakıt fiyatlarındaki seyrin şirketin finansal performansını etkileyecek ana faktör olarak öne çıkıyor.
- ✓ **Ciroyu hem yolcu hem kargo tarafı destekledi.** Şirketin, 2Ç26'da net satış gelirleri hem bizim hem piyasa beklentisine yakın yıllık bazda %41,4 artışla 327.108 mn TL (7.205 mn USD) seviyesinde gerçekleşti. Toplam yolcu gelirleri 257.713 mn TL (5.675 mn USD) ile yıllık bazda %34,9, kargo gelirleri 57.474 mn TL (1.267 mn USD) ile yıllık bazda %85,1 artış gösterdi. Yolcu gelirlerinde hacim ve birim gelir büyümesinin yanı sıra, jeopolitik gelişmelerin desteklediği kargo gelirleri de cironun güçlü performansını destekledi. İkinci çeyrekte Körfez merkezli taşıyıcılardan kazanılan pazar payı ve Asya operasyonlarının güçlü seyri öne çıktı. Asya ve Uzak Doğu gelirleri 2Ç26'da yıllık bazda %51,3 artış gösterdi. Yolcu RASK yıllık %13,6 artışla 8,26 USc, yolcu birim geliri %11,1 artışla 9,83 USc seviyesinde gerçekleşti. İkinci çeyrekte yolcu sayısı %0,3 düşüşle 23,2 milyon, taşınan kargo miktarı ise %11,3 artışla 601 bin ton seviyesinde gerçekleşti. Toplam kapasite yıllık bazda %1,2 artış gösterirken, yolcu doluluk oranı 1,8 puanlık artışla %84,0'a yükseldi.
- ✓ **Operasyonel karlılık zayıfladı.** Şirketin FAVÖK'ü 2Ç26'da yıllık bazda %50,8 düşüşle 22.670 mn TL, FAVÖK marjı yıllık bazda 13 puan düşüşle %6,9 seviyesinde gerçekleşti. FAVÖK, kurum beklentimiz olan 30.576 mn TL'nin %25,9, ortalama piyasa beklentisinin ise %29,7 altında açıklanmış oldu. Tahminimizdeki sapmada; yolcu gelirlerinin beklentimizin altında gerçekleşmesi ile akaryakıt ve personel dışı faaliyet giderlerinin öngörülerimizden farklı seyretmesi etkili oldu. Savaş nedeniyle yakıt fiyatlarındaki artış, 2Ç26'da karlılık üzerinde baskı oluşturan ana etken oldu. Akaryakıt birim gideri yıllık bazda %90,6 artışla 4,03 USc'ye yükseldi. Böylelikle birim gider (CASK), yıllık bazda %35,7 artışla 10,74 USc'ye ulaştı. Akaryakıt hariç birim gider ise hem kapasite büyümesindeki yavaşlama hem de kargo doluluk oranındaki yükselişten etkilendi. Akaryakıt hariç birim gider, yıllık bazda %15,7 artışla 6,71 USc'ye yükseldi. Akaryakıt maliyetinin ardından en yüksek artış ise bakım giderlerinde gerçekleşti. Bu da bakım takviminin yeniden düzenlenmesinden kaynaklandı.
- ✓ **Türk Hava Yolları için 435,00 TL seviyesindeki hedef fiyatımızı 409,00 TL seviyesine revize ederken, 'AL' tavsiyemizi sürdürüyoruz.** Dün gerçekleşen analist toplantısından öne çıkan detaylara ek olarak, operasyonel karlılıktaki zayıflama, makro varsayımlarımız ve değerlendirme çarpanlarımızdaki güncellemeler doğrultusunda hedef fiyatımızı 435,00 TL'den 409,00 TL'ye revize ediyoruz.

# AL

Hisse Fiyatı: 314,00 TL

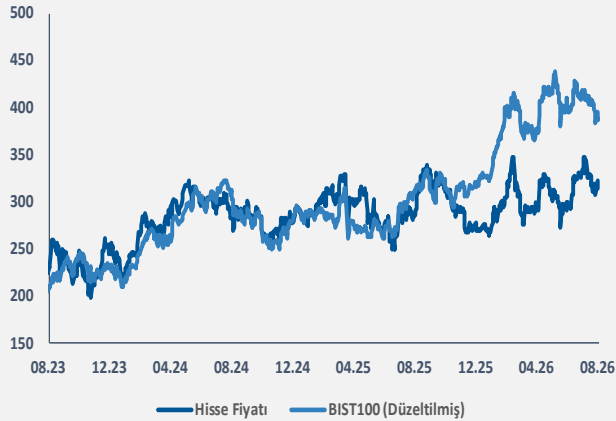
Hedef Fiyat: 409,00 TL

Getiri Potansiyeli: %30

#### Özet Veriler

|                         |                      |
|-------------------------|----------------------|
| Hisse Kodu              | THYAO                |
| Cari Fiyat (TL)         | 314.00               |
| 52H En Yüksek (TL)      | 355.50               |
| 52H En Düşük (TL)       | 262.75               |
| Piyasa Değeri (mn TL)   | 433,320              |
| Piyasa Değeri (mn USD)  | 9,105                |
| Halka Açıklık Oranı (%) | 50.88                |
| Konsensus HF (TL)       | 452.03               |
| Konsensus Tavsiye       | %84 A / %16 T / %0 S |
| 3A Hacim (mn USD)       | 325.8                |
| HLV HBK (2026T)         | 57.20                |
| Konsensus HBK (2026T)   | 51.33                |

#### Fiyat Performansı



## Özet Finansallar

| THYAO (Mn TL) | 2Ç26    | 2Ç25    | Yıllık değişim | HLY Araştırma Beklentisi | Ortalama Piyasa Beklentisi* |
|---------------|---------|---------|----------------|--------------------------|-----------------------------|
| Net satışlar  | 327.108 | 231.324 | 41,4%          | 331.114                  | 323.298                     |
| FAVÖK         | 22.670  | 46.071  | -50,8%         | 30.576                   | 32.236                      |
| FAVÖK marjı   | 6,9%    | 19,9%   | -13,0%         | 9,2%                     | 10,0%                       |
| Net kâr       | 8.949   | 26.831  | -66,6%         | 13.077                   | 11.912                      |
| Net kâr marjı | 2,7%    | 11,6%   | -8,9%          | 3,9%                     | 3,7%                        |

**Kaynak:** THYAO, HLY Araştırma, \*Rasyonet Research Turkey Anketi

Analist toplantısından öne çıkanlar;

- ✓ **Orta Doğu savaşı operasyonel olarak olumsuz etki yaratsa da gelir tarafı güçlü kaldı.** Şirket, savaş nedeniyle ilk yarıda yaklaşık 900 milyon dolar net negatif etki hesaplıyor. Yakıt maliyetindeki yaklaşık 1,3 milyar dolarlık artış, TL bazlı maliyetler ve düşük uçak kullanım oranı baskı yaratırken; daha yüksek bilet fiyatları, güçlü doluluk ve kargo sayesinde 1,2 milyar dolarlık ek gelir elde edildi.
- ✓ **Asya'ya kapasite kaydırılması ve Körfez taşıyıcılarından pazar payı kazanımı devam ediyor.** Kuzey Amerika ve Orta Doğu kapasitesi geçici olarak azaltılırken kapasite Uzak Doğu ve Afrika'ya yönlendirildi. Yönetim, ABD kapasite azaltımının tamamen taktiksel ve geçici olduğunu, Amerika pazarının stratejik önemini koruduğunu vurguladı. Ayrıca Körfez havayollarındaki kapasite kesintileri sayesinde yaklaşık %5 net müşteri kazanımı sağlandığı belirtildi.
- ✓ **Üçüncü çeyrek görünümü güçlü.** Yönetim, kapasite ve yolcu büyümesinin %3-6 seviyesinde gerçekleşmesini, doluluk oranlarının geçen yılki seviyelere yakın seyretmesini ve yolcu birim gelirlerinin (yield) %6-8 artmasını bekliyor. Güçlü talep görünümüyle birlikte cironun orta onlu yüzdelerde büyümesi öngörülürken, özellikle Uzak Doğu pazarındaki canlı talep sayesinde yüksek fiyatlama ortamının yılın geri kalanında da büyük ölçüde korunacağı belirtiliyor. Karlılık tarafında ise EBITDAR marjı için %20-25 rehberliği korunurken, marjın bu aralığın üst bandına yakın gerçekleşmesi bekleniyor. Yakıt hariç birim giderlerin ise orta tek haneli artış göstermesi öngörülüyor.
- ✓ **Kargo tarafındaki güçlü görünümün yılın ikinci yarısında da sürmesi bekleniyor.** Yönetim, 2026 genelinde kargo gelirlerinde %25-30, taşınan hacimde %6-8, kargo verimlerinde ise %20'nin üzerinde artış öngörüyor. Mevcut yüksek kargo getirilerinin en azından 2026 sonuna kadar korunacağı mesajı verildi.
- ✓ **Maliyet kontrolü ve yatırım harcamalarında daha temkinli duruş.** Personel alımları büyük ölçüde dondurulurken ikinci yarıda yaklaşık 200 milyon dolar personel tasarrufu hedefleniyor. Aynı zamanda 2026 CAPEX beklentisi 5,5 milyar dolardan 4,5-5,0 milyar dolar aralığına indirildi. Buna karşın yıl sonunda Net Borç/FAVÖK oranının, savaşın FAVÖK üzerindeki etkisi nedeniyle geçici olarak 3,3x seviyesine yükselmesi bekleniyor.

# KÜNYE

## Halk Yatırım Araştırma – Öneri Listesi Tanımları

(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için beklenen performans)

AL: %20 ve üzeri artış

TUT: %0 ile %20 aralığında artış

SAT : %0'ın altında azalış

### Halk Yatırım Araştırma

Halkyatirimarastirma@halkyatirim.com.tr  
+90 216 285 09 00

**İlknur TURHAN**

**Direktör**

Gıda Perakendeciliği, Cam, Çimento, GYO,  
Mobilya, Gıda

ITurhan@halkyatirim.com.tr  
+90 216 547 81 85

**Ayşegül BAYRAM**

**Yönetmen**

Strateji, Telekom, Madencilik, Savunma, Yazılım,  
Teknoloji, Enerji, Tarım, Mühendislik - Taahhüt

ABayram@halkyatirim.com.tr  
+90 216 547 87 30

**Kerem DEMİRTAŞ**

**Uzman**

Makroekonomi, Havacılık, Demir-Çelik, Enerji

KDemirtas@halkyatirim.com.tr  
+90 216 547 87 45

**İsmail Oğuz PALUT**

**Uzman Yardımcısı**  
Bankacılık

IPalut@halkyatirim.com.tr  
+90 216 547 81 70

**Görkem Alper ÖREN**

**Uzman Yardımcısı**  
Otomotiv

GOren@halkyatirim.com.tr  
+90 216 547 87 56

#### ÇEKİNCE

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. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler, ulaşılabilen ilk kaynaklardan iyi niyetle ve doğruluğu, geçerliliği, etkinliği ve verimliliği her ne şekilde, suret ve nam altında olursa olsun herhangi bir karara dayanak oluşturması hususunda herhangi bir teminat, garanti oluşturmaz, yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. Bu nedenle, iş bu raporlardaki yorumlardan; eksik bilgi ve/veya güncellenme gibi konularda ortaya çıkabilecek zararlardan Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Genel anlamda bilgi vermek amacıyla genel yatırım tavsiyesi niteliğinde hazırlanmış olan iş bu rapor ve yorumlar, kapsamlı bilgiler, tavsiyeler hiçbir şekilde ve surette Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir taahhüdünü içermeyiştir, bu bilgilere istinaden her türlü özel ve/veya tüzel kişiler tarafından alınacak kararlar, varılacak sonuçlar, gerçekleştirilecek işlemler ve oluşabilecek her türlü riskler bizzat bu kişilere ait ve raci olacaktır. Bu nedenle, işbu rapor, yorum ve tavsiyelerde yer alan bilgilere dayanarak özel ve/veya tüzel kişiler tarafından alınacak kararlar, varılacak sonuçlar, gerçekleştirilecek işlemler nedeniyle oluşabilecek her türlü maddi ve manevi zarar, kar mahrumiyeti, her ne nam altında olursa olsun ilgililer veya 3. kişilerin uğrayabileceği doğrudan ve/veya dolayısıyla oluşacak zarar ve ziyandan hiçbir şekilde ve surette Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu olmayacak olup, ilgililer, uğrılan/üçrulan zararlar nedeniyle hiçbir şekilde ve surette her ne nam altında olursa olsun Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanlarından herhangi bir tazminat talep etme hakkı bulunmadıklarını bilir ve kabul ederler. Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hem fikir olmaması mümkündür. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.