Türk Hava Yolları

3Ç26'da beklentilerin üzerinde finansal sonuçlar…

A. Can TUĞLU
Analist
atuglu@sekeryatirim.com

Türk Hava Yolları (THYAO) 3Ç26'da yıllık %6,3 düşüşle USD 1.291mn net kâr açıklamıştır (3Ç25: USD 1.378mn) (Piyasa Ort.: USD 1.038mn, Şeker: USD 1.225mn) Net kardaki gerilemede; yükselen akaryakıt maliyetlerinin operasyonel kârlılık üzerinde yarattığı baskı belirleyici olurken yatırım portföyünden elde edilen gelirler ve dönem vergi giderlerindeki düşüş & ertelenmiş vergi gelirlerindeki artış, karlılıktaki zayıflamayı önemli ölçüde sınırlamıştır. Şirket'in esas faaliyet kârı yıllık %12,3 azalarak 929mn USD seviyesinde gerçekleşirken, FAVKÖK %2,4 artışla 2.104mn USD'ye ulaşmış; FAVKÖK marjı ise 4,2 puan daralarak %25,4'e gerilemiştir. FAVÖK ise yıllık yatay seyrederek 3Ç26'da USD 1.863mn olarak gerçekleşmiştir (3Ç25: USD 1.871mn) (Piyasa Ort.: USD 1.778mn, Şeker: USD 1.884mn).

Operasyonel tarafta; THY'nin toplam yolcu sayısı yıllık %4,7 artarak 28,5mn yolcuya, AKK yıllık %3,2 büyüyerek 76,8 milyara ulaşmıştır. Net satış gelirleri; yolcu trafiğindeki büyüme, artan doluluk oranları, güçlü birim gelir performansı ve kargo faaliyetlerinin katkısıyla yıllık %19,3 artarak USD 8.298mn'ye ulaşmıştır (3Ç25: USD 6.953mn) (Piyasa Ort.: USD 8.217mn, Şeker: USD 8.191mn). THY'nin AKK başına elde edilen birim gelirleri (AKTK dâhil) 3Ç25'e kıyasla 3Ç26'da yıllık %16,9 artarak US¢9.42'ye yükselmiştir (3Ç25: US¢8.25). Yolcu doluluk oranı yıllık 1,5 puan artışla %87,1 olarak gerçekleşmiş, yolcu birim gelirleri 3Ç25'e kıyasla US$ bazında yıllık %9,9 iyileşme göstererek 3Ç26'da US$ 10.16'ya yükselmiş; sonucunda yolcu gelirleri yıllık %15,4 artışla USD 6.801mn'ye ulaşmıştır. Yolcu RASK'ı ise 3Ç26'da yıllık %14,9 artış göstererek US¢8,86 olarak gerçekleşmiştir. Kargo operasyonlarında taşınan hacim yıllık %7,4 artışla 609 bin tona ulaşırken, kargo gelirleri ise jeopolitik gelişmelerin küresel kapasite arzını sınırlandırması nedeniyle yıllık %45,6 yükselişle USD 1.230mn olarak gerçekleşmiştir. Yakıt hariç birim giderler; başta artan personel (3Ç25: US¢2.00, 3Ç26: US¢2.24, 3Ç26/3Ç25: %12,1) birim giderleri olmak üzere, kargo doluluk oranlarının yükselmesi ve GTF motor sorunlarının devam etmesi nedeniyle yıllık %9,4'lük artış göstererek US¢6,43 olarak gerçekleşmiştir. Yükselen yakıt fiyatları nedeniyle akaryakıt birim giderlerindeki (3Ç25: US¢2.22, 3Ç26: US¢3.40, 3Ç26/3Ç25: %53,5) artışla birlikte toplam birim giderler 3Ç25'e kıyasla yıllık %21,4 oranında yükselerek US¢9,84 olarak gerçekleşmiştir. FAVKÖK, US$ bazında 3Ç25'e kıyasla yıllık %2,4 oranında yükseliş göstererek US$ 2.104mn olarak gerçekleşmiştir. FAVKÖK marjı ise US$ bazında 3Ç25'e kıyasla yıllık 4,2 y.p. azalış göstererek %25,4'e gerilemiştir. FAVÖK, yıllık %0,4'lük sınırlı düşüşle 1.863mn USD seviyesinde gerçekleşirken (3Ç25: 1.871mn USD), FAVÖK marjı 4,5 puan daralarak %22,5'e gerilemiştir. Akaryakıt giderlerindeki %58,5'lik yükselişin yanı sıra personel ve bakım giderlerindeki artış, güçlü birim gelir performansına rağmen marjlar üzerinde baskı oluşturmuştur. THY'nin, 2026 yılında Net Borç/FAVÖK oranı 2.2x olarak (2025: 1.6x) gerçekleşmiştir. Şirket'in akaryakıt hedge oranları ise 2026 yılı için %50, 2027 yılı için %12'dir.

"AL"
Hedef Fiyat: 445,00 TL
Yükseliş Potansiyeli: %68
Önceki Hedef Fiyat: 445,00 TL

	TRY	US$
Fiyat	265,00	5,31
BIST 100	11.024	221
US$ (MB Alış):	49,9094	
52 Hafta Yüksek:	355,50	8,08
52 Hafta Düşük:	242,20	4,87
Bloomberg/Reuters Kodu:	THYAO.TI / THYAO.IS	

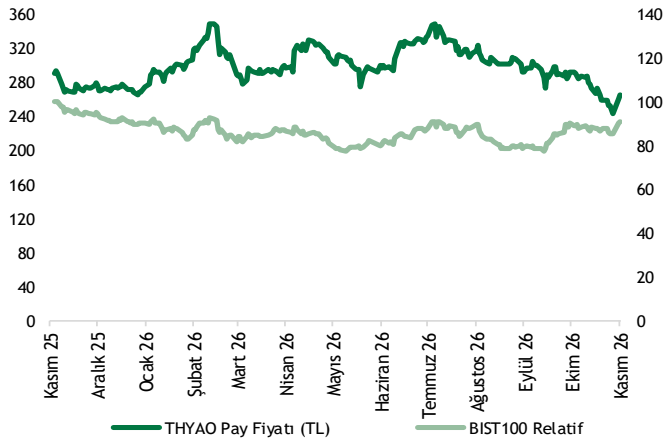
Hisse Senedi Sayısı (Mn):	1.380

	(TL Mn)	(US$ Mn)
Piyasa Değeri:	365.700	7.327
Halka Açık PD:	182.850	3.664

	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	-9,25	1,53	-1,30
US$ Getiri (%):	-10,95	-24,30	-15,19
BIST 100 Relatif Getiri (%):	1,0	1,9	0,8
Gün. Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	13.688		
Gün. Ort. İşlem Hacmi (US$ Mn):	302		

Beta	0,84
Yıllık Volatilite (Hisse)	0,3
Yıllık Volatilite (BİST 100)	0,2

Ortaklık Yapısı	%
Türkiye Varlık Fonu	49,12
Halka Açık	50,88
Toplam	100,00



Beklentilerin üzerinde gerçekleşen net kâr & FAVÖK rakamları eşliğinde açıklanan 3Ç26 sonuçlarının, hisse performansı üzerinde kısa vadede pozitif etki yaratabileceğini düşünüyoruz. Bununla birlikte; artan jeopolitik belirsizlikler, jet yakıtı fiyatlarındaki yukarı yönlü riskler ve Orta Doğu hava sahasına yönelik olası kısıtlamalar & savaşın sertleşerek devam etmesi operasyonel verimlilik üzerinde baskı yaratabilir. Bu nedenle hisse performansının, kısa vadede küresel risk iştahı ve jet yakıtı fiyatlarının seyrine duyarlı kalabileceğini düşünüyoruz. **THY payları için 445,00 TL olan hedef fiyatımızı koruyor ve hedef fiyatımızın sunduğu getiri potansiyeli nedeniyle AL önerimizi sürdürüyoruz.** Cari pay fiyatı 265,00 TL olan Türk Hava Yolları, hedef pay fiyatımıza göre %68 prim potansiyeli taşımaktadır.

Tablo 1: Özet Gelir Tablosu

Milyon US$	9A25	9A26	Yıllık	3Ç25	3Ç26	Yıllık
Satış Gelirleri	**17.820**	**21.420**	**20,2%**	**6.953**	**8.298**	**19,3%**
Brüt Kar	**3.011**	**2.376**	**-21,1%**	**1.537**	**1.424**	**-7,4%**
Brüt Kar Marjı	*16,9%*	*11,1%*	*-5.8 yp*	*22,1%*	*17,2%*	*-4.9 yp*
Operasyonel Kar	**1.988**	**1.124**	**-43,5%**	**1.261**	**1.152**	**-8,6%**
Operasyonel Kar Marjı	*11,2%*	*5,2%*	*-5.9 yp*	*18,1%*	*13,9%*	*-4.3 yp*
FAVÖK	**3.745**	**3.153**	**-15,8%**	**1.871**	**1.863**	**-0,4%**
FAVÖK Marjı	*21,0%*	*14,7%*	*-6.3 yp*	*26,9%*	*22,5%*	*-4.5 yp*
Net Kar	**2.028**	**1.716**	**-15,4%**	**1.378**	**1.291**	**-6,3%**
Net Kar Marjı	*11,4%*	*8,0%*	*-3.4 yp*	*19,8%*	*15,6%*	*-4.3 yp*

Kaynak: Türk Hava Yolları, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

Tablo 2: Özet Finansal Tablolar

Varlıklar (mn USD)	2022	2023	2024	2025	9A26
Nakit ve Nakit Benzerleri & Kısa Vadeli Finansal Yatırımlar	4.701	6.027	6.067	6.273	6.429
Ticari Alacaklar	995	856	905	1.069	1.535
Teslim Öncesi Ödeme (PDP)	511	305	837	341	476
Diğer Dönen Varlıklar	1.018	1.407	1.884	2.503	2.988
Toplam Dönen Varlıklar	**7.225**	**8.595**	**9.693**	**10.186**	**11.428**
Maddi Duran Varlıklar	4.723	6.118	7.098	8.506	9.522
Kullanım Hakları	16.577	16.928	17.625	19.786	21.776
Teslim Öncesi Ödeme (PDP)	291	501	566	748	915
Diğer Duran Varlıklar	18.705	20.457	22.317	27.163	30.932
Toplam Duran Varlıklar	**23.719**	**27.076**	**29.981**	**36.417**	**41.369**
Toplam Varlıklar	**30.944**	**35.671**	**39.674**	**46.603**	**52.797**

Yükümlülükler (mn USD)	2022	2023	2024	2025	9A26
Kira Yükümlülükleri	10.766	11.812	11.966	14.886	16.319
Banka Kredileri	3.273	2.435	1.895	2.918	4.323
Yolcu Uçuş Yükümlülükleri	2.291	2.656	2.659	3.094	3.621
Ticari Borçlar	1.200	1.291	1.494	1.832	2.148
Diğer Yükümlülükler	3.672	1.914	2.346	2.559	3.135
Toplam Yükümlülükler	**21.202**	**20.108**	**20.360**	**25.289**	**29.546**
Toplam Özkaynaklar	**9.742**	**15.563**	**19.314**	**21.314**	**23.251**
Toplam Kaynaklar	**30.944**	**35.671**	**39.674**	**46.603**	**52.797**

Kaynak: Finnet, KAP, Türk Hava Yolları, Seker Yatırım Araştırma

UYARI NOTU:

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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenirliliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5

ŞİŞLİ /İSTANBUL Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, arastirma@sekeryatirim.com