THY Analist Toplantısı Notları (2026/9)

Türk Hava Yolları A.O.

05.11.2026

Faaliyet Ortamı ve Kapasite Yönetimi

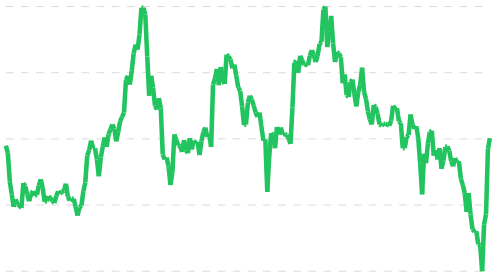
Yönetim, üçüncü çeyreğin Orta Doğu'daki barış anlaşmasının ardından temkinli bir iyimserlikle başladığını, ancak anlaşmanın bozulmasıyla gerilimlerin yeniden tırmandığını ve yükselen yakıt fiyatlarının faaliyet ortamını zorlaştırdığını belirtti. Çatışma döneminde Orta Doğu'da 11 ülkede 22 hatta operasyonlar durduruldu ve bölgedeki kapasite ilk dokuz ayda yüzde 26,3 geriledi. Mayıs ayından itibaren kademeli olarak uçuşlara yeniden başlandı ve 11 ülkenin 10'unda, 22 hattın 14'ünde operasyonlar yeniden açıldı. İran'daki tüm noktalar ile Irak'ta Basra ve Kerkük ile Ürdün'de Akabe olmak üzere 8 hat askıda bulunuyor. Suudi Arabistan'daki son saldırıların ardından Riyad ve Dammam seferlerine kısa süreli ara verildi, bu hatların kasım ayının ikinci yarısında yeniden açılması planlanıyor.

Yönetim, yakıt fiyatlarındaki artışın üçüncü çeyrekte gelir tablosuna toplam etkisinin yaklaşık 1 milyar dolar olduğunu, bunun 800-900 milyon dolarının birim gelir ve doluluk oranı artışlarıyla telafi edildiğini ve net etkinin 100-150 milyon dolar ile sınırlı kaldığını ifade etti. İlk dokuz ayda yakıt giderleri bütçeye göre yaklaşık 4 milyar dolar yüksek gerçekleşti ve bu artışın yüzde 90-95'i operasyonel performansla karşılandı. Yönetim, faaliyet kârındaki gerilemede yakıt fiyatlarının yanı sıra çatışmanın yol açtığı küresel enflasyonun ve Türkiye'de öngörülerin belirgin şekilde üzerinde gerçekleşen enflasyonun maliyetler üzerinde yarattığı ek baskının etkili olduğunu belirtti.

Kapasite tahsisinde öncelik, her noktanın katkı marjlarını karşılayıp karşılamadığına göre belirlenen kapasite disiplini oldu. Amerika-Orta Doğu koridorunda talebin zayıflamasıyla Kuzey ve Güney Amerika'daki seferler haftalık 17 frekans azaltılırken, kapasite Uzak Doğu, Orta ve Güney Asya ile Afrika'da toplam 40-45 frekanslık artışa yönlendirildi. Yönetim, bu bölgelerde kapasitenin bütçenin yüzde 10-15 üzerinde gerçekleştiğini, Los Angeles ve Chicago gibi frekansı azaltılan bazı noktalarda dahi gelirin artırıldığını belirtti. Bu yaklaşımın büyümeden uzaklaşma değil daha disiplinli bir büyüme olarak değerlendirilmesi gerektiği vurgulandı. Yılbaşında yaklaşık yüzde 10 olarak planlanan kapasite büyümesinin yılı yüzde 3,5-4 seviyesinde tamamlaması bekleniyor. Uçak kullanımı bütçenin yüzde 8-9 altında, geçen yılla benzer seviyede gerçekleşti. Eski nesil uçakların kullanımının azaltılması kapasite büyümesini sınırlarken yakıt ve maliyet verimliliğini destekledi.

Şirket Bilgileri

Hisse Kodu	**THYAO**
Hisse Fiyatı	**295,75**
Fiili Dolaşım Oranı	**49,06**
Hisse Başına Kar	**85,13**
Ödenmiş Sermaye	**1.380.000.000**
Piyasa Değeri	**407.790.000.000**



1H	1A	3A	6A	YTD	1Y
%17.1	%1.3	%-8.6	%-1.7	%10.1	%2.3

Piyasa Çarpanları

F/K	**3,47**
FD/FAVÖK	**7,24**
PD/DD	**0,36**
PEG	**0,31**
Net Borç/FAVÖK	**4,57**

Oranlar	2026/9	2025/9
Cari Oran	**0,97**	**0,98**
Kaldıraç Oranı	**56,06**	**52,97**
Özkaynak Karlılığı	**11,87**	**14,44**
Brüt Kar Marjı (Çeyreklik)	**17,12**	**22,12**
FAVÖK Marjı (Çeyreklik)	**17,47**	**22,11**
Net Kar Marjı (Çeyreklik)	**15,52**	**19,82**

Operasyonel Performans

Üçüncü çeyrekte arz edilen koltuk kilometre (AKK) yüzde 3,2 artışla 76,8 milyara ulaşırken taşınan yolcu sayısı yüzde 4,7 artışla 28,5 milyon ile çeyreklik bazda en yüksek seviyeye çıktı. Doluluk oranı 1,5 puan artışla yüzde 87,1 oldu ve çeyreğin her ayında yolcu trafiği ve doluluk oranı yıllık bazda yükseldi. Yolcu birim geliri yüzde 9,9, kargo dahil toplam birim gelir (RASK) yüzde 14,2 arttı. İlk dokuz ayda yolcu sayısı yüzde 5,2 artışla 73,0 milyona, doluluk oranı 2,0 puan artışla yüzde 85,0'a ulaştı.

Asya, üçüncü çeyrekte büyümenin ana katkı sağlayıcısı oldu. Uzak Doğu'da kapasite yüzde 18 artarken doluluk oranı yüzde 88 seviyesinde gerçekleşti ve Asya gelirleri yaklaşık yüzde 30 artışla 2 milyar doları aştı. Uzak Doğu'ya bağlantılı trafik yüzde 20, Güney Avrupa'dan Uzak Doğu'ya yolcu akışı yüzde 22 arttı. Ek slot tahsisi ve frekans artışlarıyla ilk dokuz ayda Çin'e ve Çin'den taşınan yolcu sayısı yüzde 60'ın üzerinde yükseldi. Amerika'da kapasite yüzde 6 azalırken doluluk oranı 3,4 puan artışla yüzde 89,8'e çıktı. Bu bölgede kapasite Boston, Sao Paulo, Panama ve Santiago gibi güçlü hatlara, Kanada'da ise Montreal, Toronto ve Vancouver'a yönlendirildi. Afrika'da Hurghada başta olmak üzere düşük performanslı hatlarda seferlere ara verilirken kış tarifesinde Cape Town ve Johannesburg'a haftalık üçer sefer eklendi, Mauritius seferleri haftalık 10'a çıkarıldı.

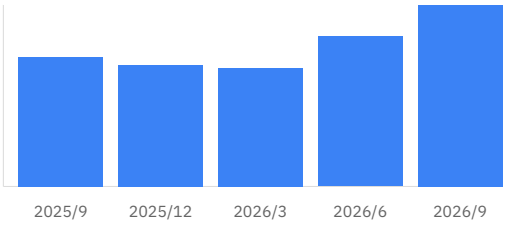
Kargo gelirleri üçüncü çeyrekte yüzde 45,6 artışla 1.230 milyon dolara yükselirken taşınan kargo yüzde 7,4 artışla 609 bin tona ulaştı. Yönetim artışı jeopolitik gelişmelerle sınırlanan sektör kapasitesine, büyüyen e-ticaret akışlarına ve yükselen deniz taşımacılığı maliyetleriyle denizyolundan havayoluna kayan talebe bağladı. Çeyrekte kargo birim gelirlerinin güçlü artış gösterdiği ve kargo doluluk oranının tüm zamanların en yüksek seviyesine ulaştığı belirtildi. Turkish Cargo, ilk dokuz ayda taşınan kargo ton kilometre bazında yüzde 6,9 pazar payıyla dünyada üçüncü sırada yer aldı. Yönetim, birim fiyatların sektör ortalamasının bir miktar üzerinde seyrettiğini ve bunu yolcu ve kargo uçaklarından oluşan geniş ağın sağladığı bağlantı avantajına bağladı.

AJet'te üçüncü çeyrekte kapasite, büyük bölümü uluslararası ağdaki genişlemeden kaynaklanan yüzde 13 artış gösterirken birim gelirler yüzde 15 yükseldi. Uluslararası doluluk oranı 2,3 puan artışla yaklaşık yüzde 87 oldu. Yan gelirler yüzde 45'in üzerinde artarak toplam gelirlerin yüzde 14'üne ulaştı. Kapasitenin, planlanan oranın yüzde 9 altında kalmasına karşın yolcu gelirleri beklentilerin yüzde 2, birim gelir bütçenin yüzde 12 üzerinde gerçekleşti. Orta ve Güney Asya'da kapasite yüzde 25, yolcu sayısı yüzde 24 arttı. Ankara-Almatı ve Ankara-Astana

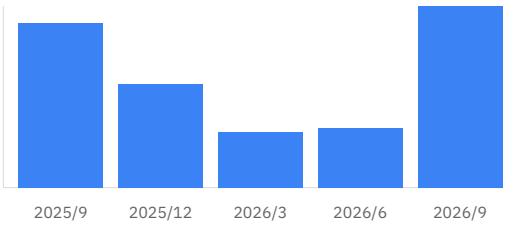
Özet Gelir Tablosu	2026/9	2025/9	%
Satışlar	**981.0 mr**	**690.8 mr**	**%42**
Brüt Kar	**110.4 mr**	**118.7 mr**	**%-7**
Faal. Karı	**39.0 mr**	**67.6 mr**	**%-42**
FAVÖK	**113.1 mr**	**118.8 mr**	**%-5**
Net Kar	**80.3 mr**	**81.1 mr**	**%-1**

Özet Bilanço	2026/9	2026/6	%
Dönen Var.	**559.2 mr**	**512.2 mr**	**%9**
Duran Var.	**2.0 tr**	**1.8 tr**	**%10**
Fin. Borçlar	**1.0 tr**	**914.2 mr**	**%11**
Net Borç	**697.3 mr**	**620.4 mr**	**%12**
Özkaynaklar	**1.1 tr**	**1.0 tr**	**%11**

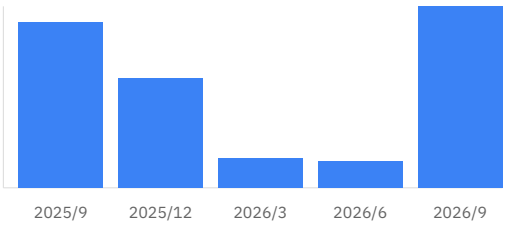
Çeyreklik Satışlar



Çeyreklik FAVÖK



Çeyreklik Net Kâr



hatlarında beşer ek haftalık frekans hakkı alınırken Sabiha Gökçen-Dubai seferleri haftalık 7 sefer ile yeniden başladı. İlk dokuz ayda AJet 103 aktif uçak ve 191 hatla 20,1 milyon yolcu taşıdı, doluluk oranı yüzde 86,4 oldu.

Finansal Performans

Üçüncü çeyrekte toplam gelir yüzde 19,3 artışla 8.298 milyon dolara yükseldi. Yolcu gelirleri hacim, birim gelir ve doluluk artışlarıyla yüzde 15,4 artışla 6.801 milyon dolara ulaştı. İlk dokuz ayda toplam gelir yüzde 20,2 artışla 21.420 milyon dolar oldu.

Yakıt giderleri, jet yakıtı fiyatının ton başına 814 dolardan 1.254 dolara yüzde 54 yükselmesiyle 1.649 milyon dolardan yüzde 58,5 artışla 2.613 milyon dolara çıktı ve hedge işlemleri yalnızca kısmi rahatlama sağladı. Personel giderleri, beklentinin üzerinde gerçekleşen yurt içi enflasyon nedeniyle yılın ikinci yarısı için yapılan ücret düzenlemesiyle yüzde 15,7 arttı. Toplam birim gider (CASK) yüzde 21,4, yakıt hariç birim gider yüzde 9,4 yükseldi. Yakıt hariç birim giderde kapasite büyümesinin yavaşlaması ve kargo doluluk oranının artması etkili olurken GTF motor sorunlarının etkisi yaklaşık 1,7 puan oldu.

EBITDAR yüzde 2,4 artışla 2.104 milyon dolar olurken EBITDAR marjı, yakıt maliyetlerindeki keskin yükseliş ve enflasyon baskısıyla yüzde 29,6'dan yüzde 25,4'e geriledi. İlk dokuz ayda EBITDAR yüzde 11,2 düşüşle 3.778 milyon dolara, marj yüzde 23,9'dan yüzde 17,6'ya indi. Net kâr ise yatırım portföyünün olumlu katkısıyla birlikte üçüncü çeyrekte yüzde 6,4 düşüşle 1.290 milyon dolar oldu. İlk dokuz ayda net kâr yüzde 15,4 azalarak 1.713 milyon dolara geriledi.

Yönetim, hedge işlemleri dahil verimlilik girişimlerinin ilk dokuz ayda 450 milyon dolar maliyet azaltımı ve 1,9 milyar dolar ek gelir sağladığını belirtti. Yılbaşında başlatılan ve bağlı ortaklıklar ile iş ortaklıklarını da kapsayan operasyonel verimlilik programı ilk dokuz ayda 260 milyon dolar katkı sağladı. Merkezileştirme, uçuş rotalaması, bakım planlaması ve aksaklık yönetimine yönelik geliştirilen projelerin 2027 ve 2028'de kademeli olarak faydaya dönüşmesi ve yıllık toplam 300-350 milyon dolar katkı sağlaması bekleniyor. Erken emeklilik programları ve bazı faaliyetlerin merkezileştirilmesi sürerken 2027'de yürürlüğe girecek değişiklikle uçuş ekibi ücretlerinin fiili uçuş üretimine daha yakından bağlanması hedefleniyor.

İlk dokuz ayda serbest nakit akışı, yatırım harcamalarındaki yaklaşık 1 milyar dolarlık artış ve yüksek yakıt fiyatları nedeniyle 400 milyon dolar düşük gerçekleşen faaliyet nakit akışıyla geçen yılın aynı dönemine göre yaklaşık 1,4 milyar dolar azaldı. Net borç ağırlıkla uçak teslimatları nedeniyle 9,7 milyar dolara yükselirken net borç/FAVÖK oranı 2025 sonundaki 1,6x'ten 2,2x'e çıktı.

Gelecek Beklentileri

Yönetim, dördüncü çeyrek ileri rezervasyonlarının sağlıklı seyrettiğini, ancak jeopolitik belirsizlik ve yüksek yakıt fiyatları nedeniyle çeyreğin daha zorlu geçmesini ve kapasite büyümesinde ölçülü bir yaklaşım izlemeyi beklediğini belirtti. Dördüncü çeyrekte yolcu kapasitesinin yüzde 1-3 artması, toplam gelirin orta onlu yüzdelerde büyümesi öngörülüyor. Güncel jet yakıtı fiyatlarına göre yakıt giderinin yüzde 80'in üzerinde artması, yakıt hariç birim giderlerde orta-yüksek tek haneli artış yaşanması ve çeyrekte yüzde 5-10 aralığında EBITDAR marjı elde edilmesi bekleniyor. Doluluk oranı ve birim gelir artışının dördüncü çeyrekte de sürmesi, ancak üçüncü çeyrekteki rekor seviyenin ardından artışın daha sınırlı kalması öngörülüyor. Yönetim, birim gelirlerde yüzde 10'a yakın ile düşük onlu yüzdeler arasında artış ve doluluk oranında hafif bir iyileşme beklediğini, Kuzey ve Orta Avrupa-Uzak Doğu ile yurt içi-Avrupa hatlarındaki güçlü seyrin sürdüğünü belirtti.

Kargoda olumlu ortamın dördüncü çeyrekte de sürmesi, ancak ikinci ve üçüncü çeyrekteki olağanüstü performansa göre bir miktar yavaşlama yaşanması bekleniyor. Yönetim, yüksek yakıt fiyatlarının verimsiz kargo operasyonları üzerinde baskı yarattığını, yaşlanan küresel kargo uçağı filosunun kapasite artışını sınırladığını ve yarı iletken, sunucu ve veri merkezi ekipmanları gibi yapay zekâ kaynaklı yatırımların talebi desteklediğini belirtti. Yılın kargo gelirlerinde yüzde 25-30'un üzerinde artış ve kargo birim gelirinde yaklaşık yüzde 20 artışla tamamlanması bekleniyor.

2027 için kesin bir rehberlik verilmemekle birlikte, 2026'da devreye alınamayan kapasitenin 2027'de üretime katılmasıyla AKK büyümesinin yüzde 5-6 aralığında olması öngörülüyor. 2027 bütçesinde temel senaryonun ortalama ton başına 1.000 dolar seviyesinde jet yakıtı fiyatı olduğu, ancak 1.200 dolar senaryosuna da hazırlıklı olunacağı ifade edildi. Yönetim, jet yakıtı fiyatında yıllık bazda ton başına 100 dolarlık düşüşün kârlılığı yaklaşık 750-800 milyon dolar, fiyatın ton başına 750 dolar seviyesine gerilemesinin ise yaklaşık 2 milyar dolar iyileştireceğini belirtti.

Hedge tarafında 2026 yakıt tüketiminin yaklaşık yüzde 50'si, ağırlıklı olarak Brent petrol üzerinden hedge edilmiş durumda. 2027 için hedge oranı yüzde 15-20 seviyesinde sınırlı kalıyor. Yönetim, yüksek fiyat seviyeleri nedeniyle yeni hedge işlemlerine ara verildiğini ve fiyatların gerilemesiyle yeniden başlanacağını belirtti. Strateji gözden geçirilerek jet yakıtıyla daha yüksek korelasyona sahip dizel ve rafineri marjı bazlı ürünlerin hedge stratejisine eklenmesine karar verildiği, bu ürünlerde önümüzdeki aylarda işlem yapılmasının planlandığı ifade edildi.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistiki şekil ve bilgiler hazırlandığı tarih itibari ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Fintables Bilişim Teknolojileri A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir. Alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı Fintables Bilişim Teknolojileri A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir.