Türk Hava Yolları A.O. Toplantı Notu

Öne Çıkan Başlıklar

- Şirket yönetimi, 2Ç26 için toplam gelirde yıllık bazda %17-20 aralığında bir büyüme öngörmektedir; kargo birim gelirindeki sıçrama (%45-50) ve yolcu biriminin (yield) %10 civarındaki artışı bu büyümenin ana bileşenleri olarak öne çıkmaktadır
- Yıl başında %10'a varan bir kapasite (ASK) büyümesi hedeflenirken, jeopolitik gelişmeler ve kârsız hat kapatmaları nedeniyle bu beklenti pratik olarak yatay seviyeye çekilmiştir; 26 hattın kapatılması toplam kapasitenin yaklaşık %6'sına tekabül etmektedir
- Akaryakıt maliyetindeki şokun fuel CASK üzerinde yarattığı belirgin yukarı yönlü baskı, jet yakıtı fiyatlarının hızla normalleşmesiyle birlikte kısmen hafiflemekte olup, 2Ç26 marj görünümünde başlangıç senaryosuna kıyasla iyileşme sinyali oluşmaktadır
- Yakıt fiyat hedge oranı savaş öncesindeki %36 seviyesinden yaklaşık %48'e yükseltilmiş olup, Şirket'in 1Ç26 sunumunda kamuya açıkladığı yaklaşık 3,4 milyar USD'lik ilave yıllık maliyet etkisi tahmininin akaryakıt fiyatlarındaki düşüşle birlikte aşağı yönlü revize edilmesi beklenmektedir.

Operasyonel Dinamikler

Kapasite yönetimi ve hat rasyonalizasyonu Şubat sonunda başlayan Orta Doğu kaynaklı çatışma ortamı ile hava sahası kısıtlamaları ve artan maliyet ortamında hat bazlı kârlılık testlerinin daha sıkı uygulanması, yönetimin başlangıçtaki %10'a varan ASK büyüme hedefini fiilen yataya çekmesine yol açmıştır. Bu çerçevede toplam kapasitenin yaklaşık %6'sına karşılık gelen 26 hat kapatılmış olup, kimi destinasyonlarda (örneğin Hurgada) operasyon daha düşük maliyet yapısına sahip AJet üzerinden sürdürülürken, yolcu potansiyeli ve hat kârlılığının elverdiği noktalarda (örneğin Şarm El-Şeyh) seçici bazda uçuşlara devam edilmektedir

Rekabet ortamı ve dinamik kapasite kaydırma Savaş öncesi dönemde Avrupa hattındaki birim gelir baskısı dar gövde arz fazlalığı ve AJet'in marka bilinirliği kazanma sürecindeki kampanyalı fiyatlamasından kaynaklanırken, THY'nin geniş gövde ağırlıklı filo yapısının (filonun üçte biri) bu baskıya karşı kısmi bir koruma sağladığını değerlendiriyoruz. Körfez taşıyıcılarının (Emirates, Qatar Airways) operasyonlarını savaş döneminde yaklaşık %30 oranında kısması, THY'ye Singapur gibi bürokratik olarak kısıtlı pazarlarda ek slot kazanımı sağlamış olup, bu gelişmenin kalıcılığı belirsizliğini korurken mevcut dönemde birim gelire olumlu katkı sunmaktadır. Benzer şekilde kargo segmentinde Körfez taşıyıcılarının kapasite daralması, THY'nin IATA istatistiklerine göre network taşıyıcılar arasında geçici olarak birinci sıraya yükselmesine imkân tanımıştır.

Kargo iş kolu ve altyapı yatırımları Kargo geliri, toplam gelir içindeki payı pandemi öncesi %16-17 bandından pandemi döneminde %40'a kadar yükselmiş önemli bir gelir çeşitlendirme unsuru olup, küresel pazar payı bakımından 3. sırada konumlanmaktadır. SmartIST'teki kapasite genişletme yatırımı (hedef: 4,4 milyon ton) sürmekte olup, Asya'da ikinci bir kargo aktarma merkezi kurulmasına yönelik görüşmeler devam etmektedir. Hürmüz Boğazı'ndaki kapanmanın deniz taşımacılığından hava kargoya moda kayması yaratması, kargo birim gelirlerindeki güçlü toparlanmanın önemli bir desteği olarak değerlendirilebilir.

Türk Hava Yolları

Hisse Detayları

Bloomberg Kodu	THYAO TI
Hisse Fiyatı (TL)	332,00
Fiili Dolaşım Oranı	50,19%
Piyasa Değeri (mn TL)	458.160
Piyasa Değeri (mn $)	9.800
BIST-100 Endeks Ağırlığı	5,18%
BIST Tüm Endeks Ağırlığı	3,72%
Yabancı Yatırımcı Oranı	19,3%
Emeklilik Fonları Oranı	7,4%
Yatırım Fonları Oranı	11,2%

Kaynak: Matriks, Finnet, PhillipCapital Araştırma

Fiyat ve piyasa değeri 08/07/2026 itibarıyla

Finansal Veriler (mn TL)

	1Ç25	1Ç26	3A25	3A26
Gelirler	176.712	257.961	176.712	257.961
Brüt Kâr	11.731	21.568	11.731	21.568
Brüt Kâr Marjı	6,6%	8,4%	6,6%	8,4%
FAVÖK	10.167	21.261	10.167	21.261
FAVÖK Marjı	5,8%	8,2%	5,8%	8,2%
Net Kâr	-1.818	9.915	-1.818	9.915
Net Kâr Marjı	-1,0%	3,8%	-1,0%	3,8%
Net Borç	328.773	530.401	328.773	530.401

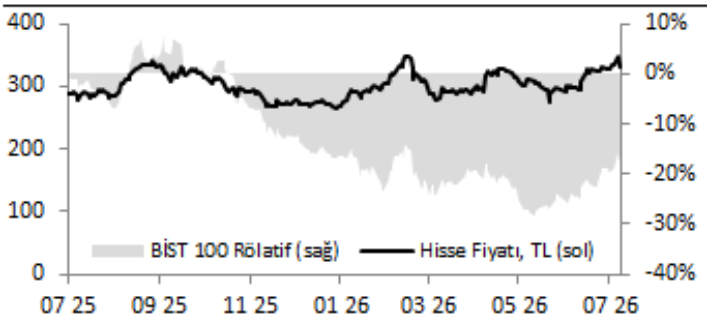
Piyasa Çarpanları	2024	2025	Son
F/K	2,3	3,4	3,5
PD/DD	0,4	0,4	0,5
FD/FAVÖK	4,0	5,7	5,8

Kaynak: Şirket Verisi, PhillipCapital Araştırma

Ortaklık Yapısı	Hisse Sayısı (milyon)	Oran
Diğer	694	50,3%
Türkiye Varlık Fonu	678	49,1%
Toplam	**1.380**	

Kaynak: Şirket Verisi

Hisse Fiyat Performansı



Kaynak: BİST, Finnet

	1a	3a	6a	1y
Nominal	11,7%	4,7%	12,7%	19,6%
Rölatif	9,1%	-0,1%	-4,0%	-15,7%
Ort.İşl.Hacmi (mn$)	372,6	334,9	361,3	302,3

Kaynak: BİST, Finnet

Anıl Öztürk
anil.ozturk@phillip.com.tr

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.

Filo ve finansman yapısı. Mevcut filo, 31.03.2026 itibarıyla 528 uçak olup, 600 uçaklık bekleyen sipariş ile 800 uçaklık filo hedefine ilerlenmektedir. Şirket'in çok para birimli gelir tabanından yararlanarak (JPY, CNY borçlanmaları gibi) doğal hedge mekanizmalarını aktif biçimde kullanması, dolar bazlı finansman maliyetinin %3'ün altında bir seviyede kalmasını desteklemektedirCari yılın teslimat planında şu ana kadar bir aksama gözlenmemekle birlikte, Airbus'ın motor tedarik kaynaklı üretim-teslimat sorunları (GTF krizi, dönüşüm oranı %70,4) ve Boeing'in A350/787 hattındaki üretim yavaşlaması, Şirket'in kontrolü dışında iki ayrı tedarikçi darboğazı olarak THY'nin dar gövde ve geniş gövde filo genişleme takvimini önümüzdeki dönemde etkileyebilir.

Finansal Performans ve Beklentiler

1Ç26'da THY, gelirde yıllık %21,1 büyüme (5,9 milyar USD) ve EBITDAR'da %15,8 büyüme (769 milyon USD, %13,0 marj) kaydetmiştir.

EBITDAR marjı tarafında, yönetim yıl başında paylaşılan çerçeveye kıyasla yukarı yönlü iyileşme sinyali vermektedir; bu revizyonun büyük ölçüde akaryakıt fiyatlarındaki normalleşmeden kaynaklandığını değerlendiriyoruz.

Marj cephesinde, yolcu biriminin (%10) ex-fuel CASK'ın (%13-15) gerisinde kalması operasyonel bir marj erimesine işaret etmektedir. Bu durgunluğun büyük ölçüde jet yakıtı şokunun fuel CASK üzerindeki (%90) baskısından kaynaklandığı, ancak fuel surcharge mekanizmasının kademeli olarak (%30'dan başlayıp %80'lere kadar) devreye alınmasıyla kısmen dengelendiği değerlendirilmektedir.

Yakıt hedge yapısı Savaşa %36 hedge oranıyla girilmiş, forward eğrisinin spot fiyatların altına inmesiyle birlikte hedge pozisyonu yaklaşık %48'e yükseltilmiştir. Şirket hedge işlemlerini Brent üzerinden gerçekleştirmekte olup (jet yakıtı ve crack spread piyasalarının sığlığı nedeniyle), bu strateji crack spread'in aşırı genişlediği dönemlerde (Nisan 2026'da rekor 80 USD/varil) geçici bir korunma açığı yaratabilmektedir.

Soru-Cevap Kısmında Öne Çıkanlar

✓ **Yıl sonu (12A26) yönlendirmesi:** 2026 yıl sonu için net bir kapasite veya kârlılık öngörüsü olup olmadığı soruldu. Yönetim, jeopolitik gelişmelerin öngörülebilirliği sınırlaması nedeniyle yıllık bazda net bir yönlendirme vermek yerine çeyreklik bazda güncelleme yapmayı tercih ettiğini belirtti.

✓ **Orta Doğu maruziyeti:** Bölgesel çatışmaya maruziyetin diğer havayolu oyuncularından nasıl farklılaştığı soruldu. Yönetim, THY'nin uzun mesafeli hat çeşitliliği ve geniş gövde ağırlıklı filo yapısı sayesinde tek bölgeye bağımlılığının sınırlı kaldığını, Orta Doğu'nun toplam gelir ve kapasite içindeki payının (~%6) bölgesel çatışmanın konsolide etkisini sınırlı tuttuğunu belirtti.

PhillipCapital Türkiye Değerlendirmesi

THY'nin 2Ç26 görünümü, akaryakıt şokunun operasyonel etkisini fuel surcharge mekanizmasıyla önemli ölçüde bertaraf edebilen bir sektörel dayanıklılık örneği sunmaktadır. IATA'nın Haziran 2026 tarihli küresel görünüm raporu 2026 sektör kârını 41 milyar USD'den 23 milyar USD'ye indirirken, THY'nin ana hub avantajı ve coğrafi konumunun, Orta Doğu taşıyıcılarının (kolektif -4,3 milyar USD zarar beklentisi) yaşadığı hasardan büyük ölçüde kaçınmasını sağladığını düşünüyoruz.

Marj görünümündeki iyileşme sinyali olumlu bir gelişme olmakla birlikte, bunun büyük ölçüde jet yakıtı fiyatlarının hızlı normalleşmesine (savaş dönemi zirvesi ~1.660 USD/ton'dan güncel ~1.000 USD/ton altına) bağlı olduğunu, dolayısıyla kırılgan bir toparlanma olduğunu değerlendiriyoruz. Hürmüz Boğazı'ndaki normalleşme sürecinin baz senaryosu (üçüncü çeyrekte kademeli açılma, tam normalleşmenin 2027 başına sarkması) gerçekleşirse marj toparlanma eğiliminin 3Ç26'da da desteklenmesini, petrol fiyatlarında yeniden tırmanma senaryosu (%15-25 olasılık) gerçekleşirse ise marj baskısının yeniden derinleşebileceğini değerlendiriyoruz.

3Ç26 sonuçlarını, özellikle yakıt fiyatlarındaki normalleşmenin marjlara yansıma hızı açısından, yıl geneli için en kritik katalist olarak takip edeceğiz.

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.

Yasal Uyarı

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve analizler 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. Tüm yorum ve tavsiyeler; öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. Raporda yer alan bilgi ve veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. 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 PhillipCapital hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, PhillipCapital ve tüm çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Sunulan yorum ve tavsiyelerin objektifliğini etkileyebilecek nitelikte bilinen herhangi bir ilişki ve koşul bulunmamakta olup, gerek Şirketimiz gerekse müşterileri arasında doğabilecek önemli çıkar çatışmalarına yol açmayacak şekilde hazırlanması için azami dikkat ve özen gösterilmiştir. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Bu raporun tümü veya bir kısmı PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.