Türk Hava Yolları <THYAO> — 3Ç26 BİLANÇO ANALİZİ

Ciro güçlü, FAVÖK ve net kar arttı

Türk Hava Yolları'nın 3Ç26 net satışları yıllık %40,0 artarak 396,0 milyar TL'ye yükseldi. Brüt kar %8,4 artışla 67,8 milyar TL'ye, FAVÖK %10,6 artışla 69,2 milyar TL'ye çıktı; esas faaliyet karı ise %2,4'lük sınırlı artışla 44,1 milyar TL oldu. Ana ortaklık net karı %9,7 artarak 61,5 milyar TL'ye ulaştı. Yatırım faaliyetlerinden elde edilen net gelirin 12,7 milyar TL'den 27,3 milyar TL'ye yükselmesi kârlılığı desteklerken, net finansman kaleminin 3,9 milyar TL gelirden 13,5 milyar TL gidere dönmesi bu katkıyı önemli ölçüde sınırladı. Vergi öncesi kâr 65,2 milyar TL ile yatay kalırken, vergi giderinin 9,1 milyar TL'den 3,7 milyar TL'ye gerilemesi net kâr artışının tamamına yakınını açıkladı. Öte yandan, TL bazındaki büyüme kur etkisini de içeriyor. Şirketin ABD doları bazındaki sonuçlarında ciro %19,3 artarken, esas faaliyet kârı %12,3 ve ana ortaklık net kârı %6,3 geriledi. Sonuçlar, güçlü gelir büyümesine karşın operasyonel kârlılığın baskı altında kaldığına işaret ediyor.

Yakıt maliyeti marjları daraltti

Akaryakıt fiyatının %54,0 artarak ton başına 1.254 dolara çıkmasıyla akaryakıt gideri %86,1 yükseldi ve cironun %23,7'sinden %31,5'ine çıktı. Brüt kar marjı 5,0 puan gerileyerek %17,1'e, FAVÖK marjı 4,6 puan gerileyerek %17,5'e indi. Faaliyet giderleri %31,0 artsa da ciroya oranı %8,8'den %8,2'ye geriledi. Faaliyet karı %6,5 azalarak 35,3 milyar TL'ye indi. Uçak ve motor alımlarına ilişkin hibe kredi gelirlerinin 3,3 milyar TL'den 5,7 milyar TL'ye çıkması ve ticari kur farkının olumluya dönmesiyle esas faaliyetlerden diğer gelirlerin net katkısının 8,8 milyar TL'ye yükselmesi, esas faaliyet karını artıya taşıdı.

Fiyatlama gücü ve kargo öne çıktı

Yolcu sayısı %4,7 artışla 28,5 milyona ulaşırken kapasite (AKK) %3,2 arttı ve doluluk oranı 1,5 puan yükselerek %87,1 oldu. Yolcu birim geliri dolar bazında %9,9 arttı. Orta Doğu'da kapasite %21,6 azalırken bölgedeki birim gelir %26,6 yükseldi; Uzak Doğu'da kapasite %18,1 büyüdü. Taşınan kargo %7,4 artarken jeopolitik gerilimlerin sınırladığı kapasite arzıyla kargo gelirleri %71,1 artarak 58,7 milyar TL'ye çıktı ve yolcu gelirlerindeki %35,4'lük artışı geride bıraktı. Akaryakıt hariç birim gider ise GTF motor sorunlarının yaklaşık 1,7 puanlık etkisiyle %9,4 yükseldi.

Net karda faaliyet dışı kalemler belirleyici

Net finansman kalemi, geçen yılın aynı çeyreğindeki 3,9 milyar TL'lik net gelirden 13,5 milyar TL net gidere döndü; 17,5 milyar TL'lik bu bozulmanın %61'lik kısmı, 3Ç25'te finansman giderlerini azaltan 7,7 milyar TL'lik türev kazancının baz etkisinden geldi. Buna karşılık yatırım faaliyetlerinden net gelir, ağırlıkla finansal yatırım faizleriyle 12,7 milyar TL'den 27,3 milyar TL'ye, özkaynak yöntemiyle değerlenen yatırımların karları 5,2 milyar TL'den 6,8 milyar TL'ye (SunExpress 5,5 milyar TL) yükseldi. Vergi öncesi kar 65,2 milyar TL ile yatay kalırken vergi giderinin 9,1 milyar TL'den 3,7 milyar TL'ye inmesi, net kar artışında pozitif rol oynadı.

Yatırımlar, borcu ve nakit ihtiyacını artırdı

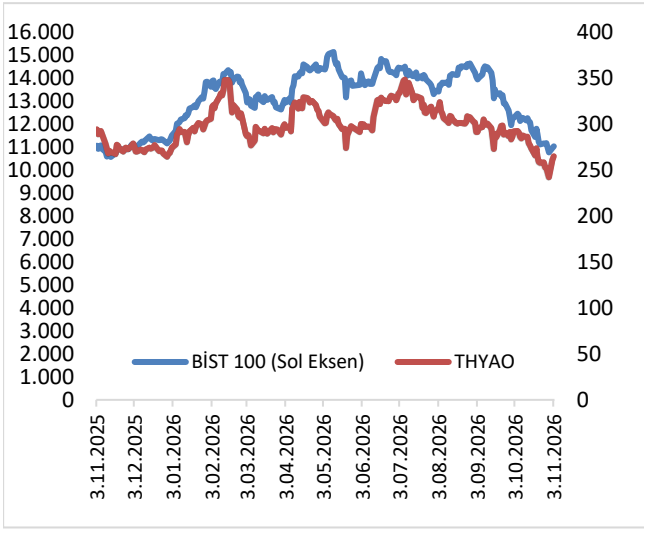
Net borç hazirandaki 620,4 milyar TL'den eylül sonunda 697,3 milyar TL'ye yükseldi (%12,4); dönem sonu kurundaki yaklaşık %5'lik artış bu yükselişin bir bölümünü oluşturdu. Banka kredileri %23,7, kiralama borçları %7,7 artarken ana ortaklığa ait özkaynaklar %11,4 artışla 1,14 trilyon TL'ye ulaştı. Dokuz ayda işletme faaliyetlerinden nakit akışı 138,3 milyar TL ile yatay kaldı. Filoya 60 uçağın katıldığı dönemde uçak ağırlıklı yatırım harcamaları %62 artarak 84,8 milyar TL'ye çıktı; 78,9 milyar TL'lik kira ödemeleri de düşüldüğünde nakit akışı 22,6 milyar TL eksi oldu (9A25: 25,0 milyar TL artı).

SINIRLI POZİTİF

Kapanış, TL (03.11.2026)	265,00 TL
Bugünkü Sermaye (milyon TL)	1.380
Halka Açık Sermaye (milyon TL)	702
Halka Açıklık Oranı	50,88
Piyasa Çarpanları	
F/K	3,11
PD/DD	0,32
FD/FAVÖK	6,97

Özet Gelir Tablosu (milyon TL)	3Ç26	3Ç25	Değ.(%)
Net Satışlar	395.961	282.789	40,0
Brüt satış karı	67.794	62.541	8,4
Faaliyet Giderleri	32.504	24.814	31,0
Finansal Gelir/Gider	-13.529	3.924	a.d.
Esas Faaliyet Karı	44.124	43.078	2,4
FAVÖK	69.184	62.536	10,6
Ana Ortaklık Net Kar	61.466	56.051	9,7

Oranlar	3Ç26	3Ç25	Fark
Brüt Kar Marjı (%)	17,12	22,12	-5,0
Esas Faa.Kar Marjı (%)	11,14	15,23	-4,1
FAVÖK Marjı (%)	17,47	22,11	-4,6
Net Kar Marjı (%)	15,52	19,82	-4,3



Operasyonel güç sürüyor; yakıt fiyatı ve borçluluk izlenmeli. Şirket 2026 için sayısal beklenti açıklamıyor. 2033 stratejisinde filodaki uçak sayısının 800'ün üzerine çıkarılması ve 170 milyondan fazla yolcu taşınması hedefleniyor. Aşağıdaki operasyonel göstergeler, trafik ve birim gelirdeki büyümenin üçüncü çeyrekte dokuz aylık eğilimle uyumlu sürdüğünü, maliyet tarafında ise yakıtın belirleyici kaldığını gösteriyor.

Operasyonel Göstergeler

	3Ç25	3Ç26	Değ.	9A25	9A26	Değ.
Yolcu (milyon)	27,2	28,5	+%4,7	69,4	73,0	+%5,2
AKK (milyar)	74,4	76,8	+%3,2	203,3	212,2	+%4,4
Doluluk (%)	85,6	87,1	+1,5 puan	82,9	85,0	+2,0 puan
R/Y (USc)	9,25	10,16	+%9,9	8,75	9,53	+%8,9
Kargo (bin ton)	567	609	+%7,4	1.588	1.757	+%10,6
Yakıt hariç CASK (USc)	5,88	6,43	+%9,4	5,97	6,64	+%11,2
Akaryakıt (USD/ton)	814	1.254	+%54,0	805	1.197	+%48,7

Birim gelir güçlü, yakıt ve hedge oranı belirleyici olacak

Dokuz ayda yolcu sayısı %5,2, taşınan kargo %10,6 artarken doluluk oranı 2,0 puan yükselerek %85,0 oldu. Birim gelirdeki artışa karşın akaryakıt fiyatının %48,7 yükselmesi ve akaryakıt hariç birim giderin %11,2 artması karlılığı sınırladı. Şirketin kira öncesi FAVÖK olarak açıkladığı EBITDAR, 3Ç26'da dolar bazında %2,4 artışla 2,10 milyar dolar oldu ve EBITDAR marjı %29,6'dan %25,4'e geriledi. Yakıtta riskten korunma oranı 2026 için %50, 2027 için %12 seviyesinde bulunuyor. Yakıt fiyatlarının yüksek kalması halinde 2027'de korumanın azalması maliyet tarafında risk oluşturuyor. Öte yandan 3 aydan uzun vadeli mevduatların aralık sonundaki 12,8 milyar TL'den 98,0 milyar TL'ye çıkması faiz gelirindeki artışı destekledi; bu katkının sürmesi TL faiz ve kur seyrine bağlı olacak. Öte yandan Orta Doğu'daki çatışmaların seyri, kapasite planlaması ve kargo talebi açısından öne çıkıyor.

Değerlendirme

Şirketin 3Ç26 sonuçlarını pozitif değerlendiriyoruz. Geçen yılın aynı çeyreğine göre %40,0 artan ciro, %10,6 artan FAVÖK ve %9,7 artan net kar ile güçlü doluluk, yükselen birim gelir ve kargo performansı olumlu. Buna karşılık yakıt maliyetiyle daralan marjlar, sınırlı artan esas faaliyet karı, net kar artışının faaliyet dışı kalemlerden gelmesi ve yükselen net borç izlenmesi gereken unsurlar olarak öne çıkıyor. Yakıt fiyatlarının yüksek kalması ve 2027 için düşük hedge oranı, GTF motor sorunlarının uzaması ve Orta Doğu'daki çatışmaların genişlemesi yönü olumsuz etkileyebilecek başlıca unsurlar olabilir. Yakıt fiyatı ve hedge politikası, akaryakıt hariç birim gider, kargo talebi ve borçluluk temel takip noktalarımız olacak.

Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:V, No:55 Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'i Uyarınca Yayımlanan Uyarı 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.

Çekince: Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır.

Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dahil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez. Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

İntegral Yatırım Araştırma

Sevgül YIRTAR
Araştırma Müdürü
sevgulyirtar@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3289

SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER
Bankacılık, Holding, Savunma

Harun Raşit DEMİRCAN
Araştırma Uzmanı
harundemircan@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3288

SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER
Enerji-Üretim, Perakende, GYO, İnşaat, Sigorta

Sena ÇOBAN
Araştırma Uzman Yardımcısı
senacoban@integralyatirim.com.tr
0212 329 3286

SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER
Enerji - Dağıtım, İlaç - Sağlık, Teknoloji, Gıda

Ertuğrul AKSOY
Araştırma Uzman Yardımcısı
ertugrulaksoy@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3285

DESTEK VERDİĞİ SEKTÖRLER
Demir-Çelik, Çimento

Ahmet Server DEDE
Araştırma Uzman Yardımcısı
ahmetserverdede@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3287

DESTEK VERDİĞİ SEKTÖRLER
Otomotiv, Petrokimya, Telekom, Havacılık

www.integralyatirim.com.tr