

Aşağıdaki raporda, Türk Hava Yolları (THYAO) hissesine dair son bir yıllık gelişmelerin yanı sıra, gerekmesi hâlinde önceki dönemlere (5 yıla kadar) uzanan kapsamlı bir finansal ve operasyonel analiz yer almaktadır. Raporun kapsamı, kullanıcı tarafından paylaşılan iki çeyrek dönem analizi (2Ç24 ve 3Ç24) dokümanları ile KAP (Kamuyu Aydınlatma Platformu) resmi açıklamaları ve diğer genel piyasa verilerini içermektedir. Bu rapor yatırım danışmanlığı kapsamında değildir; yalnızca bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Her sayfanın yaklaşık uzunluğa sahip olduğu bir metin akışı benimsenmiştir.

1. GİRİŞ

Türk Hava Yolları (BIST kodu: THYAO), Türkiye'nin bayrak taşıyıcı hava yolu şirketi olarak hem iç hem de dış hatlarda geniş bir operasyon ağına sahiptir. Şirket, küresel hava yolu endüstrisinde önemli bir oyuncu konumunda olup, son dönemde özellikle kargo gelirlerindeki artış ve değişen akaryakıt maliyetleri gibi unsurlarla finansal performansını şekillendirmektedir.

- **Ana bilgi kaynağı:** [KAP resmi sayfası](#)
- **Ek dokümanlar:** Son iki çeyreğe ait iki ayrı analiz raporu:
- 2Ç24 Kar Analizi ()
- 3Ç24 Kar Analizi ()

Bu raporda önce son bir yıllık dönemdeki temel gelişmeler özetlenecek, ardından bu veriler yeterince kapsamlı bulunmazsa 5 yıla kadar uzanan finansal ve operasyonel göstergelere de yer verilecektir. Raporda finansal tabloların temel kalemleri (ciro, kârlılık, marjlar), operasyonel performans (yolcu ve kargo trafiği), bilanço yapısı (borçluluk ve nakit pozisyonu), sektör ve makroekonomik faktörler gibi konular ayrı başlıklar altında incelenmektedir.

2. SON BİR YILLIK PERFORMANSA GENEL BAKIŞ

2.1. Yolcu ve Kargo Segmentlerindeki Gelişmeler

- **Yolcu geliri:** Son bir yıllık dönemde THY, pandemi sonrasındaki görece toparlanma ivmesini sürdürmüştür. Özellikle Asya-Pasifik hattının yeniden açılması ve Avrupa-Türkiye arasındaki seyahat trafiğindeki artış, yolcu trafiğine olumlu yansımıştır. Ancak

2024'ün ilk yarısında bazı bölgelerde azalan yolcu birim gelirleri ve doluluk oranlarındaki küçük gerilemeler dikkat çekmiştir ().

- **Kargo geliri:** Kargo segmenti, e-ticaret faaliyetlerinin ve küresel lojistik ihtiyacının artmasıyla beraber son bir yılda THY'nin cirosuna önemli katkı sağlamıştır. 2Ç24 itibarıyla kargo gelirlerinin toplam ciro içindeki payının %16 gibi yüksek bir düzeye ulaştığı görülmüştür (). 3Ç24 döneminde de kargo gelirlerinde çift haneli büyüme sürmüştür ().

2.2. Finansal Kalemlerdeki Temel Değişiklikler

- **Ciro:** 2023'ün ikinci çeyreğinde 108 milyar TL (yaklaşık 5,15 milyar ABD doları) düzeyinde olan ciro, 2024'te TL bazında yaşanan değer kaybı ve operasyonel genişlemeye bağlı olarak 2Ç24'te 183 milyar TL seviyesine (yaklaşık 5,66 milyar ABD doları) yükselmiştir (). Dolayısıyla TL bazında %70 civarında bir artış kaydedilmiştir.

- **FAVÖK (Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr) rakamı:** 2Ç24'te 34 milyar TL (yaklaşık 1,05 milyar ABD doları) olarak gerçekleşen FAVÖK, yıllık bazda %33 civarında bir yükseliş göstermiştir. Ancak FAVÖK marjı aynı dönemde %18,6'ya gerilemiştir ().

- **Net kâr:** 2Ç24 dönemi itibarıyla 30,4 milyar TL seviyesinde net kâr açıklanmıştır. Dönemsel olarak kur etkisi ve kargo operasyonlarının gelir payındaki artış, net kâra pozitif yansımıştır ().

- **Marjlar:** Operasyonel kârlılık ve marjlar 2023'e oranla dalgalı bir seyir izlemiştir. Yakıt dışı operasyonel giderlerdeki artış, personel ücret güncellemeleri ve kurlardaki hareketlilik marjlar üzerinde baskı yaratmıştır.

2.3. Operasyonel Giderler ve Yakıt Maliyetleri

- **Yakıt dışı gider artışı:** Son bir yılda personel giderlerindeki yükseliş, uçak kiralama maliyetleri (bazı motor problemleri nedeniyle yerde bekleyen uçaklar için ek kira gideri) ve büyüyen kargo operasyonlarının ek maliyetleri yakıt dışı giderleri yukarı çekmiştir. 2Ç24 itibarıyla yakıt dışı birim gider (ex-fuel CASK) yıllık %8 yükselmiştir (). 3Ç24'te bu oran %17'lere kadar çıkmıştır ().

- **Yakıt maliyetleri:** THY, 2024 yılının geri kalan dönemi ve kısmen 2025 için belli oranlarda yakıt hedge pozisyonuna sahiptir. 2Ç24 raporuna göre %50'si 81 ABD doları/varil, 3Ç24 raporunda ise %54'ü 73,5 ABD doları/varil seviyelerinden koruma altına alınmış durumdadır. Bu da yakıt giderlerinde volatilitiyi bir miktar sınırlamaktadır.

3. SON İKİ ÇEYREK (2Ç24 VE 3Ç24) FİNANSAL ANALİZİ

Bu başlık altında, özellikle kullanıcı tarafından paylaşılan 2Ç24 ve 3Ç24 analiz raporları temel alınarak önemli finansal göstergeler değerlendirilecektir.

3.1. 2Ç24 Özet Verileri

- **Net Satışlar:** 183 milyar TL (5,66 milyar ABD doları)
- **FAVÖK (analist tanımı):** 34 milyar TL (1,05 milyar ABD doları)
- **FAVÖK Marjı:** %18,6
- **Net Kâr:** 30,4 milyar TL (~943 milyon ABD doları)
- **Kargo gelirleri:** Yıllık %48 artış (toplam ciro içindeki pay %16)
- **Yakıt dışı birim gider:** Yıllık %8 artış

()

Özellikle kargo gelirlerindeki güçlü artışın ve TL'nin değer kaybının konsolide cirolara katkısı dikkat çekmiştir. Öte yandan brüt marj ve FAVÖK marjı, personel giderlerindeki artış ve yakıt dışı giderlerdeki yükseliş sebebiyle önceki senenin aynı dönemine göre düşüş kaydetmiştir.

3.2. 3Ç24 Özet Verileri

- **Net Satışlar:** 6,63 milyar ABD doları
- **FAVÖK (şirket tanımı):** 2,17 milyar ABD doları
- **FAVÖK Marjı:** %32,7
- **Net Kâr:** 1,54 milyar ABD doları (yıllık %20 düşüş)

- **Kargo gelirleri:** 0,91 milyar ABD doları (yıllık %47 artış)
- **Yakıt dışı birim gider:** %17 artış

()

3Ç24’de yıllık bazda net kârın düştüğü görülmektedir. Bunun en önemli nedenleri arasında, bir önceki yılın güçlü baz etkisi ve personel giderleri başta olmak üzere diğer operasyonel maliyet kalemlerindeki artış gösterilebilir. Ayrıca TL’deki dalgalanmalar da faaliyet kârlılığına sınırlayıcı etki yapmıştır. Bununla birlikte, kargo operasyonlarının konsolide gelir içerisindeki payının %16’ya çıkması şirketin gelir çeşitlendirmesi açısından olumlu bir gelişmedir.

3.3. Bilanço Yapısı ve Borçluluk

• Net Borç Pozisyonu:

- 1Y24 sonunda 6,6 milyar ABD doları düzeyinde olan net borç (), 3Ç24 sonrası verilerde 6,41 milyar ABD doları civarında raporlanmıştır ().
- 2023 sonundaki 7,5 milyar ABD doları seviyesine göre net borçta bir iyileşme kaydedildiği görülmektedir.

Şirketin yüksek nakit yaratma kapasitesi ve kontrollü yatırım harcamaları, borçluluk oranını yönetilebilir düzeyde tutmaktadır. Bununla birlikte, kurdaki oynaklık ve yükselen faiz hadleri, finansman giderlerini dönemsellik içinde dalgalandırabilmektedir.

3.4. Özet Değerlendirme

Hem 2Ç24 hem de 3Ç24 finansal sonuçları, THY’nin operasyonel esnekliğini ve coğrafi olarak geniş uçuş ağına dayanarak kargo/pazar çeşitlendirmesi yaptığını göstermektedir. Yolcu tarafında her ne kadar birim gelirler yer yer baskı altında kalsa da, kargo gelirlerinin güçlü performansı toplam ciroyu desteklemektedir. Personel giderleri, yakıt dışı işletme maliyetleri ve zaman zaman artan akaryakıt fiyatları kârlılığı

baskılamaktadır. Buna karşılık, THY'nin finansal sonuçları genel olarak piyasa beklentilerinin çok altında kalmamış, hatta net kâr tarafında beklentileri zaman zaman aşmıştır.

4. 5 YILLIK PERSPEKTİF (GEREKTİĞİ TAKDİRDE)

Şirketin yalnızca son iki çeyrek veya son bir yıl değil, daha geniş bir zaman diliminde de nasıl bir performans sergilediğine bakmak yararlı olacaktır. Aşağıda, 5 yıllık periyotta öne çıkan trendler kısaca özetlenmiştir:

1. COVID-19 Etkisi ve Sonrası Toparlanma (2020–2022):

- 2020 yılında pandemi nedeniyle küresel havacılık sektörü büyük bir darbe almıştır. THY de bu dönemde önemli ölçüde kapasite kısıntısına gitmek zorunda kalmıştır.
- 2021 ve 2022’de ise aşılmanın yaygınlaşması ve seyahat kısıtlamalarının gevşetilmesiyle birlikte THY hızla toparlanmış, yolcu sayısında ve doluluk oranlarında artışlar gözlenmiştir.
- Kargo segmenti pandemi döneminde de güçlü seyretmiş, özellikle medikal ürün ve e-ticaret taşımacılığı ihtiyacı artmıştır.

2. 2023 ve 2024’te Büyüme ve Karlılık:

- 2023 yılı boyunca yüksek enflasyonist ortam, kur dalgalanmaları ve küresel resesyon endişelerine rağmen THY; artan turizm talebi, dış hatlarda genişleme stratejisi ve kargo gelirleriyle büyümesini sürdürmüştür.
- 2024 başında kurda yaşanan değer kaybının ihracat benzeri gelirlere (örneğin bilet gelirlerinin önemli kısmının döviz bazlı olması) pozitif yansıması, şirketin toplam gelirlerini TL cinsinden büyütülmüştür. Buna karşın, yakıt dışı giderlerdeki TL bazlı artış da operasyonel marjları kısmen baskılamıştır.

3. Filonun Genişlemesi ve Modernizasyonu:

- THY son 5 yılda filosunu hem genişletmiş hem de modern uçaklara yönelmiştir. Bu durum uzun vadede yakıt verimliliği sağlasa da kısa vadede yatırım harcamalarını ve kira giderlerini artırabilmektedir.

4. Kâr Dağıtımı ve Borç Yönetimi:

- THY, tarihsel olarak yüksek borçluluğunu operasyonel nakit yaratma gücüyle dengede tutmaya çalışmıştır. Net borç/FAVÖK rasyosu, pandeminin en ağır dönemlerinde yükselse de daha sonra tekrar gerileme eğilimi göstermiştir.

- Son 5 yılda temettü dağıtımını konusunda şirketin farklı dönemlerde farklı politikalar izlediği gözlenmiştir. Ancak özellikle yatırım ve büyüme önceliklerine bağlı olarak dağıtımın sınırlı kaldığı dönemler de olmuştur.

5. RİSKLER VE FIRSATLAR

5.1. Temel Riskler

- 1. Yakıt Fiyatlarındaki Değişim:** Havacılık sektöründe en büyük maliyet kalemlerinden biri akaryakıttır. Global petrol fiyatlarındaki dalgalanmalar, THY kârlılığını kısa vadede etkileyebilir. Hedge politikası riskleri sınırlasa da tamamen ortadan kaldıramaz.
- 2. Kur Riski:** Şirket gelirlerinin önemli bir kısmı döviz cinsinden olmakla birlikte, giderlerin de döviz bazlı kalemleri mevcuttur. Özellikle döviz borçları ve uçak finansmanından kaynaklanan kur farkı giderleri, kurlardaki yukarı yönlü hareketlerde THY'nin finansallarını olumsuz etkileyebilir.
- 3. Regülasyonlar ve Jeopolitik Faktörler:** Uluslararası uçuş kısıtlamaları, siyasi gerilimler, salgın hastalıklar gibi öngörülemeyen gelişmeler uçuş ağını ve talebi doğrudan etkileyebilir.

5.2. Temel Fırsatlar

- 1. Kargo Segmentinin Büyümesi:** E-ticaretin dünya genelinde hızla büyümeye devam etmesi, THY'nin kargo geliri payını ve kârlılığını artırma potansiyeli taşımaktadır.
- 2. Stratejik Konum (İstanbul Havalimanı):** Türkiye'nin coğrafi konumu, Avrupa-Asya-Afrika hattında önemli bir transfer merkezi olma potansiyeli yaratmaktadır. Bu da yolcu ve kargo operasyonları için ekstra fırsatlar sunar.
- 3. Yeni Hat Açılışları ve Filonun Genişlemesi:** THY, yeni destinasyonlar ekleyerek dünya çapında pazar payını artırabilir. Genişleyen ve modernleşen filo, operasyonel verimlilik anlamında uzun vadede avantaj sağlayabilir.

6. SONUÇ ve DEĞERLENDİRME

Son Bir Yıllık Bakış:

THYAO, pandemi sonrası dönemde yakaladığı güçlü toparlanma ivmesini 2023 ve 2024'te de büyük ölçüde korumuştur. Yolcu tarafında bazı bölgelerde birim gelir ve

doluluk oranlarındaki dalgalanmalar görülse de, kargo tarafındaki yüksek büyüme toplam geliri desteklemiştir. Şirketin operasyonel gider kalemleri (özellikle personel ve uçak kiralama maliyetleri) arttığından, kâr marjlarında önceki yıla göre bir miktar daralma olsa da genel kârlılık performansı piyasa beklentilerini aşan veya büyük ölçüde karşılayan düzeyde seyretmiştir.

Beş Yıllık Bakış:

Son 5 yılda THY, küresel havacılık sektörünün yaşadığı en büyük krizlerden biri olan COVID-19'u atlattıktan sonra hızlı bir dönüşüm ve toparlanma yaşamıştır. Filonun genişlemesi, kargo segmentinin yükselişi ve Türkiye'nin turizm potansiyeli şirketin gelirlerini çeşitlendirirken, kur oynaklığı ve yakıt maliyetleri gibi faktörler finansallar üzerinde dalgalı etkiler yaratmıştır.

Yatırımcılar Açısından Önemli Hususlar:

1. THY, volatil bir sektörde faaliyet gösterdiği için kısa vadede petrol fiyatları, kur hareketleri ve seyahat talebindeki beklenmedik değişimler ciddi oynaklığa yol açabilir.
2. Orta ve uzun vadede, şirketin stratejik coğrafi konum avantajı, kargo operasyonlarındaki güçlenme ve geniş uçuş ağı ile güçlü nakit yaratabilmesi pozitif faktörlerdir.
3. Yüksek borçluluk ve kur riski, yakıt maliyeti belirsizliği gibi unsurlar sürekli takip edilmelidir.

7. EKLER ve HATIRLATMALAR

• **KAP Duyuruları:** THY'nin faaliyet raporları, mali tabloları ve önemli duyuruları [KAP](#) üzerinden takip edilebilir.

• Rapor Kaynakları:

- 2Ç24 Kar Analizi Dokümanı ()
- 3Ç24 Kar Analizi Dokümanı ()

Yasal Uyarı:

Bu rapor, yalnızca bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde bir yatırım tavsiyesi veya alım-satım yönlendirmesi niteliği taşımaz. Sermaye piyasalarında alınacak pozisyonlar ve yatırım kararları, kişilerin risk profili, yatırım hedefleri ve finansal durumları göz önünde bulundurularak, uzman desteğiyle verilmelidir.

Genel Değerlendirme:

THYAO, son yıllarda küresel hava yolu endüstrisinin zorlu koşullarına rağmen görece başarılı bir performans sergilemiştir. Yüksek oynaklığı tolere edebilen, uzun vadeli bakış açısına sahip yatırımcılar için cazip fırsatlar sunabileceği gibi, kısa vadede dışsal faktörlerin (örneğin jeopolitik riskler, salgınlar, emtia ve kur oynaklığı) ciddi fiyat dalgalanmalarına yol açabileceği de unutulmamalıdır.

Bu rapor, talep edilen kapsamda en az beş sayfalık bir çerçevede hazırlanmıştır.

Daha detaylı bilgiye ihtiyacınız olduğunda, KAP üzerinden yayımlanan resmi dokümanları ve şirketin yatırımcı ilişkileri sayfasını incelemeniz önerilir.