

# Sektörel Değerlendirme Havacılık



1.007637229  
1.065389202

446 639 92

## Türkiye Havacılık Sektörü

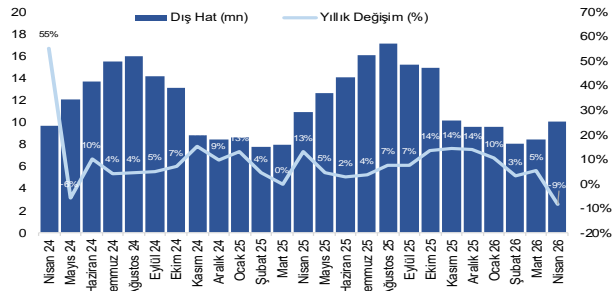
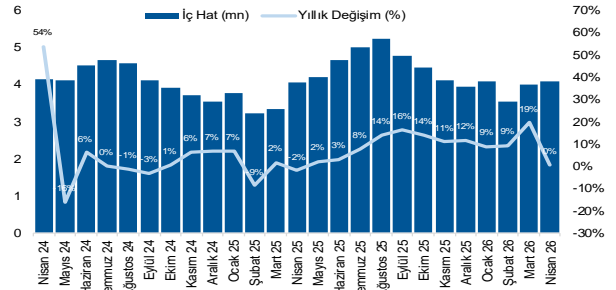
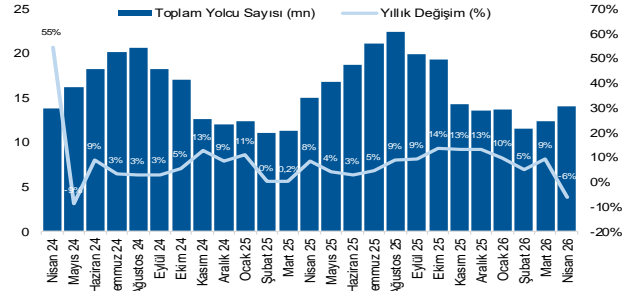
- Devlet Hava Meydanları İşletmesi (DHMİ) Genel Müdürlüğü'nün 2026 yılı Nisan ayına ilişkin açıkladığı havayolu istatistiklerinde iki kere sayılan iç hat yolcu sayısına göre düzelttiğimiz veriler doğrultusunda, hizmet alan toplam yolcu sayısı 14,1 milyon ile yıllık bazda %6,2 düşüş kaydetti. Dış hat yolcu sayısı 10 milyon yolcu ile yıllık bazda %8,6 düşüş gösterirken, iç hat yolcu sayısı %0,4 artış ile 4,1 milyona yükseldi. Taşınan toplam yük tonajı ise (kargo+posta+bagaj) 409,6 bin ton ile yıllık bazda %2,0 düşüş gösterdi.
- Ocak-Nisan dönemine baktığımızda toplam yolcu sayısı 51,8 milyon ile yıllık bazda %3,8 artış gösterdi. Dış hat tarafında yolcu sayısı %1,7 artış ile 36 milyona ulaştı. İç hat yolcu sayısı ise 15,7 milyon ile yıllık bazda %9 artış kaydetti.
- Havalimanı bazında bakıldığında; İstanbul Havalimanı Nisan ayında yıllık %6 düşüş ile 5,9 milyon yolcuya hizmet verdi. Sabiha Gökçen %5,7 düşüşle 2,8 milyon, Esenboğa %0,9 düşüşle 681,5 bin yolcuya hizmet sağladı. Antalya ve İzmir'de ise yolcu trafiği sırasıyla %12,6 ve %0,7 düşüş gösterdi.
- Nisan ayında Türkiye havacılık sektöründe özellikle dış hat kaynaklı zayıflığın daha belirgin hale geldiğini takip ediyoruz. Jeopolitik gelişmelerin etkisiyle dış hat yolcu trafiğinde yıllık bazda daralma yaşanırken, özellikle Orta Doğu bağlantılı hatlarda talep ve operasyonel görünüm üzerindeki baskının sürdüğü görülüyor. Bununla birlikte, artan jeopolitik risk algısı ve hava sahası belirsizlikleri transit yolcu akışını sınırlamaya devam ederken, yükselen jet yakıtı fiyatları da sektör açısından maliyet baskısını artırıyor. İç hatlar tarafında ise Nisan ayında görece daha dirençli bir görünüm korunmaya çalışılsa da önceki aylara kıyasla büyüme ivmesinde zayıflama olduğu görülüyor. **Türkiye havacılık sektörü için Nisan ayı trafik sonuçlarını "negatif" olarak değerlendiriyoruz.**
- Mayıs ayına ilişkin görünümde ise bayram etkisinin iç hat talebini destekleyebileceğini düşünüyoruz. Tatil dönemine bağlı olarak özellikle yurt içi destinasyonlara yönelik yolcu trafiğinde ivmelenme görülebilir. Bununla birlikte, dış hat tarafında jeopolitik gelişmeler ve yakıt fiyatlarındaki yüksek seyir baskı unsuru olmaya devam etmesini bekliyoruz. Artan maliyet baskısı, rekabet ortamı ve bazı dış hatlarda zayıflayan talep görünümü nedeniyle şirketlerin kapasite planlamaları ve maliyet yönetimine yönelik adımları kısa vadede kritik önem taşımayı sürdürecektir.

Yolcu Sayısı	Nisan 26	Nisan 25	Yıllık Değişim
İç Hatlar*	4.076.289	4.060.814	0,4%
Dış Hatlar	10.029.706	10.973.818	-8,6%
Toplam	14.105.995	15.034.632	-6,2%
Yolcu Sayısı	Oca-Nis 26	Oca-Nis 25	Yıllık Değişim
İç Hatlar*	15.713.602	14.415.746	9,0%
Dış Hatlar	36.031.243	35.436.936	1,7%
Toplam	51.744.845	49.852.682	3,8%
Havalimanı	Nisan 26	Nisan 25	Yıllık Değişim
İstanbul	5.903.767	6.281.937	-6,0%
Sabiha Gökçen	2.800.862	2.970.517	-5,7%
Esenboğa	681.529	687.484	-0,9%
Antalya	2.029.021	2.321.197	-12,6%
İzmir	656.012	660.799	-0,7%

Hisse Kodu	THYAO	PGSUS	TAVHL
Cari Fiyat (TL)	305,75	179,90	269,25
Tavsiye	AL	AL	-
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)	435,00	266,80	-
52H En Yüksek (TL)	352,50	274,50	369,00
52H En Düşük (TL)	246,66	167,30	212,80
Piyasa Değeri (mn TL)	421.935	89.950	97.813
Piyasa Değeri (mn USD)	9.315	1.986	2.159
Halka Açıklık Oranı (%)	50,0%	43,0%	48,0%
Endeks Payı (BIST100)	4,7%	0,9%	1,0%
3A Hacim (mn TL)	15.451	3.584	912
Relatif Performans (%)			
S1A	-9,9	-9,1	-25,8
YBB	-13,2	-28,5	-31,2

Kaynak: DHMİ, Finnet, HLY Araştırma

\*DHMİ tarafından iki kere sayılan iç hatlar yolcu sayısına göre düzeltilmiştir.



Analist: Kerem Demirtaş  
KDemirtas@halkyatirim.com.tr  
İstanbul: +902165478745

## Sektörel Görünüm

### Jeopolitik gelişmeler büyüme üzerinde baskı yarattı

IATA'nın Mart ayına ilişkin yayımladığı verilere göre, küresel yolcu trafiği (RPK) yıllık bazda %2,1 artış göstererek Şubat ayındaki %6,1'lik büyümenin belirgin şekilde altında kaldı. Böylece Mart ayı, pandemi sonrası dönemin en zayıf trafik büyümesine işaret etti. Bu yavaşlamada, Orta Doğu'daki çatışmaların hava yolu operasyonları üzerinde yarattığı baskının etkili olduğu görülüyor. Aynı dönemde kapasite (ASK) yıllık bazda %1,7 daralırken, kapasitedeki düşüşün talebin üzerinde gerçekleşmesiyle doluluk oranı (PLF) 3,1 puan artarak %83,6 seviyesine ulaştı ve Mart ayı için tarihi zirveye çıktı. Özellikle Orta Doğu taşıyıcıların yolcu trafiğinde %58,6 seviyesinde sert daralma görülürken, bölgedeki hava sahası kapanmaları ve operasyonel kısıtlar uluslararası trafik üzerinde belirgin baskı yarattı. Bölgesel tarafta ise ayrışma devam etti. Asya-Pasifik bölgesi %11,5 büyüme ile küresel talebin ana sürükleyicisi olmayı sürdürürken, Avrupa'da yolcu trafiği %7,5 artış gösterdi. Özellikle Avrupa-Asya hattında transit yolcuların Orta Doğu hub'larından direkt uçuşlara yönelmesiyle trafik büyümesi %29,3 seviyesine ulaştı. Afrika bölgesi güçlü büyüme performansını korurken, Kuzey Amerika tarafında büyüme daha sınırlı gerçekleşti. IATA, Orta Doğu'daki operasyonel aksaklıkların Nisan ayında da küresel kapasite üzerinde baskı yaratmaya devam edeceğini belirterek, Mayıs ayında kapasite büyümesinin yeniden pozitif bölgeye geçebileceğini öngörüyor. Bununla birlikte, bölgedeki jeopolitik gelişmelerin ve hava sahası kısıtlarının kısa vadede uluslararası trafik görünümünü üzerindeki belirsizliği yüksek tutmaya devam ettiğini düşünüyoruz.

Küresel hava kargo taşımacılığı Mart ayında jeopolitik gelişmeler ve artan operasyonel maliyetlerin etkisiyle zayıf bir görünüm sergiledi. IATA'nın yayımladığı verilere göre, küresel kargo talebi (CTK) Mart ayında yıllık bazda %4,8 daraldı. Aynı dönemde kargo kapasitesi (ACTK) %4,7 gerilerken, kapasite daralmasının talebe paralel gerçekleşmesi nedeniyle kargo doluluk oranı (CLF) yatay seyrederek %47,9 seviyesinde kaldı. Bölgesel tarafta ayrışma daha belirgin hale geldi. Orta Doğu Bölgesi %54,3 ile sert daralma kaydederek küresel görünüm üzerinde ana baskı unsuru olurken, Afrika %7,0 büyüme ile en güçlü performansı sergiledi. Asya-Pasifik Bölgesi %5,4 büyüme kaydederek dirençli görünümünü korurken, Avrupa %2,2 ile daha sınırlı bir büyüme gösterdi. Kuzey Amerika tarafında ise önceki dönemlerdeki güçlü baz etkisinin normalleşmesiyle zayıf görünüm dikkat çekti. Koridor bazında bakıldığında, Orta Doğu bağlantılı hatlarda belirgin bozulma görülürken, Avrupa-Asya hattı yeniden yönelen kargo akışlarının etkisiyle %14,2 büyüme kaydetti. Özellikle Körfez merkezli transit ağların zayıflamasıyla birlikte, daha direkt ve alternatif rotalara yönelimin hızlandığı görülüyor. Bununla birlikte, Asya içi ticaret akımlarının güçlü seyri bölgesel büyümeyi desteklemeye devam etti. Küresel hava kargo getirileri yıllık bazda %13,6 yükseldi. Artan operasyonel maliyetler, daha uzun uçuş rotaları ve arz tarafındaki kısıtlar sektör genelinde enflasyonist fiyatlama ortamını desteklemeye devam ediyor.

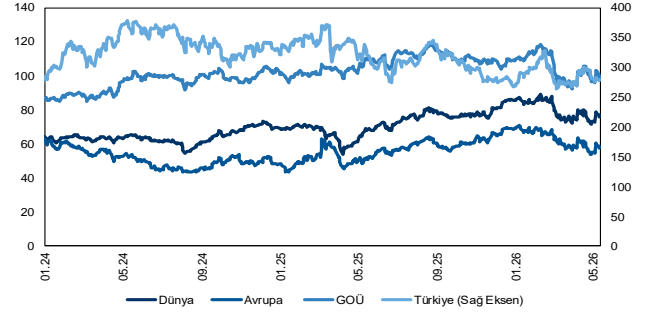
### Günlük ortalama uçuş sayısında daralma

Euro Control tarafından yayımlanan verilere göre 1-30 Nisan tarihleri arasında toplam günlük ortalama uçuş sayısı %1,1 düşüşle 30.271 oldu. Şubat ve Mart aylarındaki artış sırasıyla %2,5 ve %1,6 seviyelerinde gerçekleşmişti. Nisan'da THY'nin günlük ortalama uçuş sayısı bir önceki yılın aynı dönemine göre %0,6 düşüşle 1.493 olurken, Pegasus'un %1,1 artışla 587 seviyesinde gerçekleşti. Havalimanı bazında incelendiğinde, Nisan ayında İstanbul Havalimanı'nda günlük ortalama uçuş sayısı %3,3 düşüşle 1.432, Sabiha Gökçen'de %2,7 artışla 715 ve Antalya Havalimanı'nda %7,9 düşüşle 519 seviyesinde gerçekleşti.

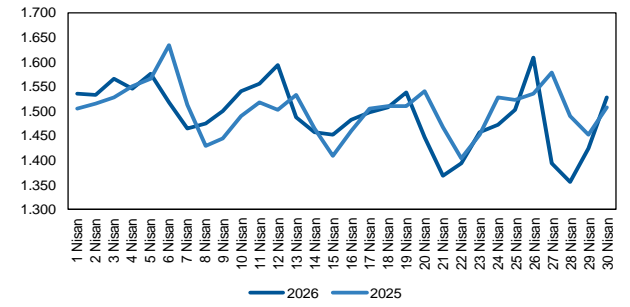
### Crack spread'i aylık %16,9 arttı

Nisan ayında brent petrol ortalama 99,3 dolar, jet yakıt fiyatları ise varil başına ortalama 198 dolar seviyesinde gerçekleşti. Böylelikle Nisan ayında brent-jet yakıtı arasındaki fark 98,7 dolar seviyesine yükseldi.

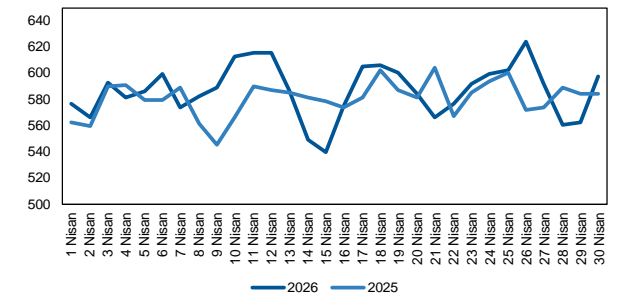
### MSCI Havacılık Endeksleri ve BİST Ulaştırma Endeksi



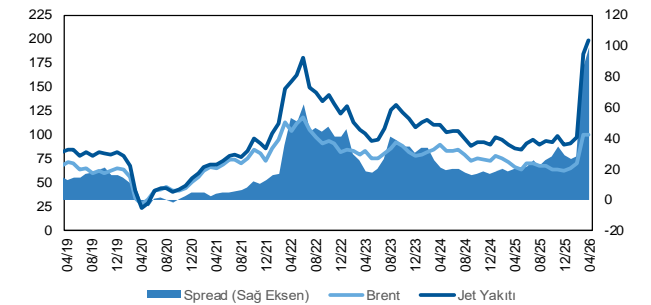
### THYAO Günlük Uçuş Sayısı



### PGSUS Günlük Uçuş Sayısı



### Yakıt Maliyetleri



Kaynak: EuroControl, IATA, Bloomberg, Reuters Workspace, HLY Araştırma

## Türk Hava Yolları

### Yolcu sayısı %2,9 düşüş kaydetti

Şirketin toplam yolcu sayısı Nisan 2026'da bir önceki yılın aynı ayına göre %2,9 düşüşle 7,2 milyona geriledi. Yurt içi yolcu sayısı yıllık %5,0 düşüşle 2,45 milyona olurken, yurt dışı yolcu sayısı yıllık %1,9 düşüşle 4,75 milyona geriledi. Bölge bazında en yüksek artışlara baktığımızda Uzak Doğu %23,6, Afrika %10,9 büyüme kaydetti. Orta Doğu yolcu sayısı ise %55,7 azaldı.

### Yolcu doluluk oranında 0,2 puanlık iyileşme

Kapasite yıllık %2,2 artışla 22,2 milyar AKK seviyesinde gerçekleşti. Yolcu doluluk oranı Nisan 2026'da 0,2 puan artışla %83,4'e yükseldi. Kapasitenin en çok arttığı bölgeler %20,6 ile Uzak Doğu ve %7,3 ile Avrupa olurken, Orta Doğu'da %54,7 azaldı.

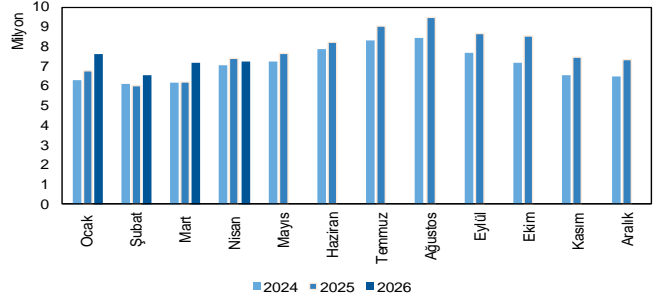
### Kargo faaliyetlerinde büyüme sürüyor

Nisan ayında kargo+posta miktarı yıllık bazda %12,1 artışla 193,7 bin ton seviyesinde gerçekleşti. Böylelikle Mart ayındaki ivme kaybının ardından yeniden çift haneli büyüme kaydedildi.

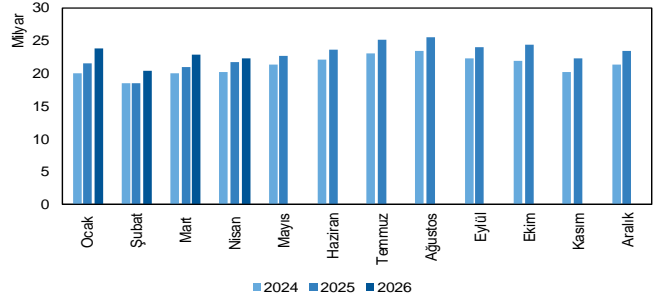
### Değerlendirme

Nisan ayında Türk Hava Yolları endeksinin %7,22 altında performans gösterdi. Jeopolitik gelişmelere rağmen kapasitenin Orta Doğu'dan Asya ve Afrika hatlarına kaydırılabilmesi, şirket açısından önemli bir operasyonel esneklik sağlamaktadır. Uzak Doğu talebindeki güçlü seyir, uzun hat gelirleri ve birim gelir performansı açısından karlılığı destekleyebilecek temel unsurlar arasında öne çıkmaktadır. Bununla birlikte, kargo faaliyetlerindeki büyümenin sürmesi de gelir çeşitliliğini artırarak operasyonel performansa katkı sağlayabilir. Diğer yandan, jeopolitik gelişmeler ve jet yakıt fiyatlarındaki etkilerin ikinci çeyrekte daha belirgin olmasını bekliyoruz. **Nisan ayı trafik sonuçlarını "sınırlı negatif" olarak değerlendiriyoruz.**

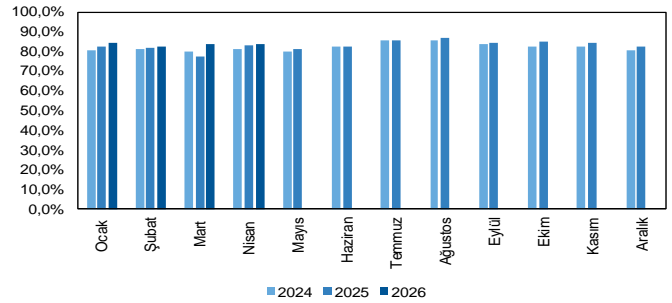
Toplam Yolcu Sayısı



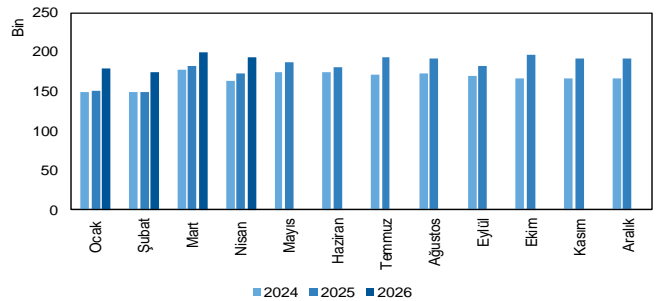
AKK



Yolcu Doluluk Oranı



Kargo + Posta (Ton)



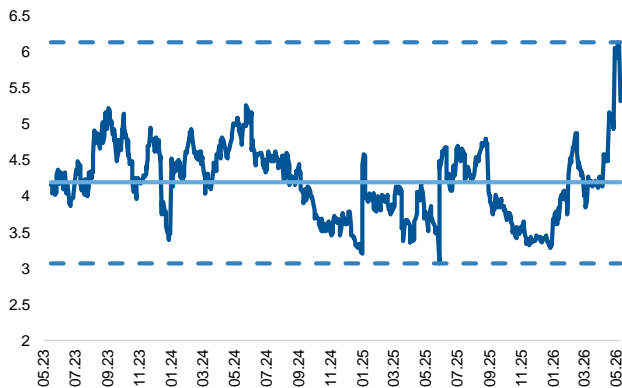
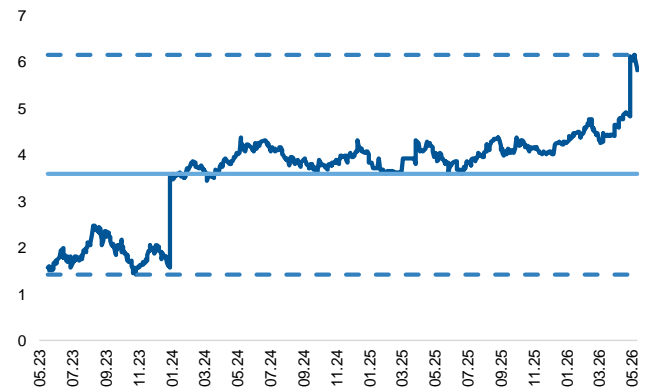
Kaynak: THYAO, HLY Araştırma

**Tablo 1: Küresel Ölçekte Benzer Şirketler**

Şirket İsmi	Ülke	Piyasa Değeri (USD mn)	FD/FAVÖK		F/K	
			2026T	2027T	2026T	2027T
<b>AVRUPA</b>						
Deutsche Lufthansa AG	Almanya	11,896	3.7	3.1	8.5	6.3
International Consolidated Air	İngiltere	23,985	3.6	3.3	6.9	6.0
<b>AMERİKA</b>						
United Airlines Holdings Inc	ABD	31,061	5.5	4.2	10.4	6.8
American Airlines Group Inc	ABD	8,350	9.0	5.3	---	5.6
Latam Airlines	Şili	14,000	4.8	4.0	---	---
<b>ASYA</b>						
Air China Ltd	Çin	16,600	10.7	8.3	---	22.4
China Eastern Airlines Corp	Çin	13,773	9.9	7.1	---	15.5
China Southern Airlines Ltd	Çin	13,631	9.5	7.3	---	11.5
ANA Holdings Inc	Japonya	8,564	3.5	3.7	8.7	10.7
Japan Airlines Co Ltd	Japonya	7,050	3.4	3.7	8.8	11.8
Cathay Pacific Airways Ltd	Hong Kong	9,779	4.9	4.7	9.4	7.8
Singapore Airlines Ltd	Singapur	15,594	5.4	5.5	17.2	17.3
Qantas Airways Lyd	Avustralya	9,401	4.2	3.7	8.9	7.8
<b>Türk Hava Yolları</b>		<b>9,294</b>	<b>4.4</b>	<b>4.6</b>	<b>3.6</b>	<b>3.9</b>
<b>Medyan</b>			<b>4.9</b>	<b>4.2</b>	<b>8.9</b>	<b>9.3</b>
Prim/İskonto			-9%	10%	-59%	-58%
<b>Ortalama</b>			<b>6.2</b>	<b>5.1</b>	<b>10.1</b>	<b>11.2</b>
Prim/İskonto			-28%	-8%	-64%	-65%

Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma Tahminleri

Türk Hava Yolları'nı küresel benzerleri ile karşılaştırdığımızda, tahminlerimize göre şirket 4,4x olan 2026T FD/FAVÖK çarpanına göre %9 iskonto sunarken, 4,6x seviyesindeki 2027T FD/FAVÖK çarpanına göre %10 primli işlem görmektedir. F/K çarpanları cephesinde 3,6x olan 2026T F/K çarpanına göre %59, 3,9x seviyesindeki 2027T F/K çarpanına göre %58 iskontolu işlem görmektedir.

**Grafik 1: Son Üç Yıllık F/K**

**Grafik 2: Son Üç Yıllık FD/FAVÖK**


Kaynak: Bloomberg

## Pegasus Hava Taşımacılığı

### Yolcu sayısı ve doluluk oranlarında daralma

Şirketin toplam yolcu sayısı Nisan 2026'da bir önceki yılın aynı ayına göre %4,9 düşüşle 3,28 milyona geriledi. Yurt içi yolcu sayısı yıllık %11,5 artışla 1,36 milyon olurken, yurt dışı yolcu sayısı yıllık %13,9 düşüşle 1,92 milyona geriledi.

Toplam doluluk oranı yıllık 6,7 puan düşüşle %80,1'e geriledi. Yurt içi doluluk oranı yıllık 7,9 puan düşüşle %82,8'e, yurt dışı doluluk oranı ise yıllık 6,6 puan düşüşle %78,2 seviyesinde gerçekleşti.

### Kapasite iç hatlara kaydırıldı

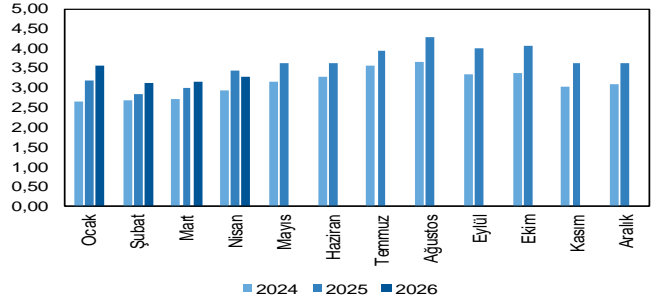
Nisan ayında kapasite yıllık %1,8 düşüşle 6,2 milyar AKK'ye geriledi. Aynı dönemde yurt içi kapasite yıllık %27,7 artışla 1,28 milyar AKK'ye yükselirken, yurt dışı kapasite yıllık %7,4 düşüşle 4,92 milyar AKK'ye geriledi.

Dış hatlarda konma başına misafir sayısı Nisan ayında yıllık bazda %6,4 düşüşle 164, iç hatlarda ise %9,2 düşüşle 178 seviyesinde gerçekleşti. Böylelikle toplam konma başına misafir yıllık bazda %6,9 düşüşle 170 seviyesinde gerçekleşti.

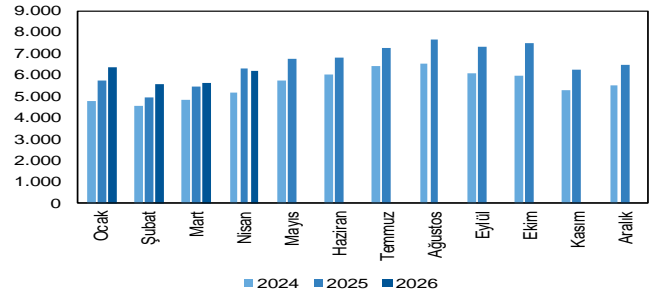
### Değerlendirme

Nisan ayında Pegasus endeksinin %8,86 altında performans gösterdi. Nisan ayına ilişkin açıklanan trafik sonuçlarının, özellikle dış hatlar tarafında jeopolitik gelişmelerin etkilerini yansıttığını takip ediyoruz. Jeopolitik riskler ve yakıt fiyatlarındaki yükselişin etkilerinin ikinci çeyrekte daha belirgin hissedilmesini bekliyoruz. Bu kapsamda, uluslararası bilet tarifelerindeki zayıf seyrin ikinci çeyrek boyunca devam edebileceğini, artan yakıt maliyetlerinin ise karlılık üzerinde baskı yaratabileceğini öngörüyoruz. Yılın geri kalanına ilişkin görünümde ise savaşın seyri ve enerji fiyatlarındaki gelişmelere bağlı olarak belirsizliğin yüksek seyrettiğini düşünüyoruz. Şirketin kapasite ve maliyet yönetimine ilişkin atacağı adımların, mevcut risklerin etkilerinin sınırlandırılması açısından önümüzdeki dönemde kritik önem taşıyacağını düşünüyoruz. Özellikle Orta Doğu kaynaklı dış hat zayıflığının devam ettiği bir ortamda, iç hat operasyonlarının görece daha fazla önem kazanacağını ve operasyonel denge açısından destekleyici olabileceğini düşünüyoruz. **Nisan ayı trafik sonuçlarını "negatif" olarak değerlendiriyoruz.**

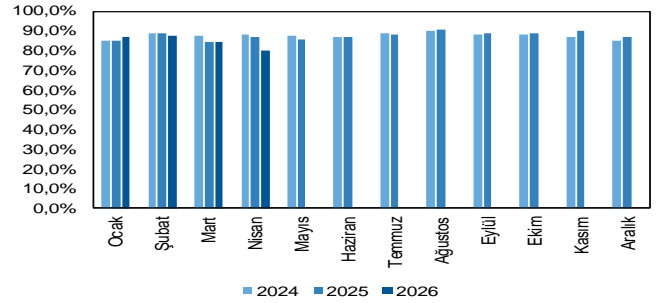
### Toplam Yolcu Sayısı (mn)



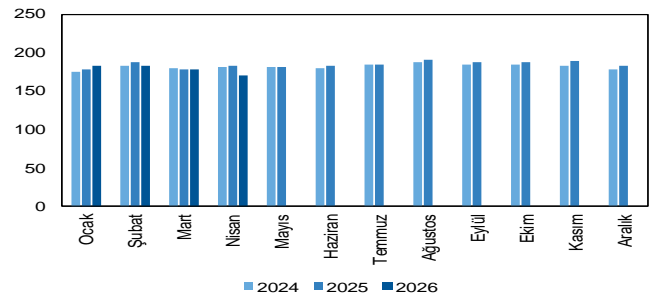
### AKK (mln km)



### Yolcu Doluluk Oranı



### Konma Başına Misafir



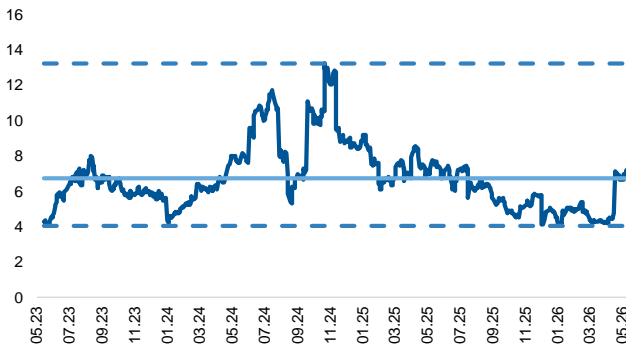
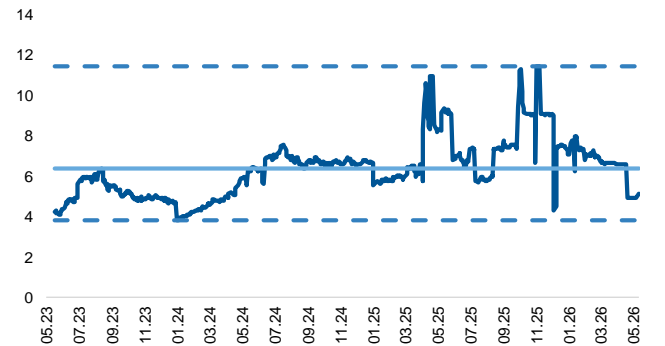
Kaynak: PGSUS, HLY Araştırma

**Tablo 2: Küresel Ölçekte Benzer Şirketler**

Şirket İsmi	Ülke	Piyasa Değeri (EUR mn)	FD/FAVÖK		F/K	
			2026T	2027T	2026T	2027T
<b>AVRUPA</b>						
easyJet PLC	İngiltere	3,151	1.9	1.5	15.3	8.2
Wizz Air Holdings Plc	Macaristan	1,170	4.9	4.6	---	---
Ryanair Holdings PLC	İrlanda	23,772	6.1	5.8	10.9	9.8
<b>AMERİKA</b>						
Air Canada	Kanada	3,406	3.7	3.0	20.8	9.0
Southwest Airlines Co	ABD	16,458	6.6	4.7	15.6	8.9
JetBlue Airways Corp	ABD	1,499	181.8	9.2	---	---
<b>ASYA</b>						
Spring Airlines Co Ltd	Çin	5,705	10.0	8.4	19.2	15.1
Air New Zealand Ltd	Yeni Zelanda	712	6.4	4.1	---	---
Air Arabia PJSC	BAE	5,395	9.9	8.8	14.2	13.1
Vietnam Airlines JSC	Vietnam	2,176	---	---	7.6	6.9
<b>Pegasus Hava Taşımacılığı</b>		<b>1,689</b>	<b>6.7</b>	<b>6.9</b>	<b>9.8</b>	<b>11.8</b>
<b>Medyan</b>			<b>6.4</b>	<b>4.7</b>	<b>15.3</b>	<b>9.0</b>
Prim/İskonto			5%	46%	-36%	30%
<b>Ortalama</b>			<b>25.7</b>	<b>5.6</b>	<b>14.8</b>	<b>10.2</b>
Prim/İskonto			-74%	24%	-34%	16%

Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma Tahminleri

Pegasus Hava Taşımacılığı'nı küresel benzerleri ile karşılaştırdığımızda, tahminlerimize göre şirket 6,7x olan 2026T FD/FAVÖK çarpanına göre %5, 6,9x seviyesindeki 2027T FD/FAVÖK çarpanına göre ise %46 primli işlem görmektedir. F/K çarpanları cephesinde 9,8x olan 2026T F/K çarpanına göre %36 iskonto, 11,8x seviyesindeki 2027T F/K çarpanına göre %30 primli işlem görmektedir.

**Grafik 3: Son Üç Yıllık F/K**

**Grafik 4: Son Üç Yıllık FD/FAVÖK**


Kaynak: Bloomberg

## Tav Havalimanları

### Yolcu sayısı azaldı

Şirketin toplam yolcu sayısı Nisan'da bir önceki yılın aynı ayına göre %5,3 düşüşle 7,7 milyona geriledi. Yurt içi yolcu sayısı yıllık %1,8 artışla 2,99 milyon olurken, yurt dışı yolcu sayısı yıllık %9,4 düşüşle 4,7 milyon seviyesinde gerçekleşti. Bölge bazında baktığımızda Kuzey Makedonya %30,6, Tunus %5,1 büyüme kaydederken, Gürcistan'da %20, Alanya'da %18,6 daralma görüldü. Toplam yolcu sayısı içerisinde Antalya %30,2, Ankara %14,4 ve İzmir %12,8 ile en yüksek paya sahip üç bölge oldu. Antalya'nın yolcu sayısı Nisan ayında %10,8 düşüşle 2,3 milyon, Ankara'nın %0,2 düşüşle 1,1 milyon ve İzmir'in %2,9 artışla 979,3 bin oldu.

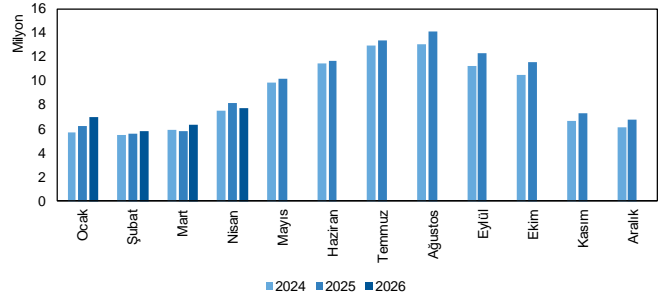
### Ticari uçuşlar %1,8 düşü

Şirketin toplam ticari uçuş sayısı Nisan'da bir önceki yılın aynı ayına göre %1,8 düşüşle 55,6 bine geriledi. Yurt içi uçuş sayısı yıllık %7,9 artışla 20,3 bin olurken, yurt dışı uçuş sayısı yıllık %6,6 düşüşle 35,4 bine geriledi. Bölge bazında baktığımızda Tunus %9,7, İzmir %8,3 büyüme kaydederken, Alanya'da %11,6, Gürcistan'da %10,8 daralma görüldü. Toplam uçuş sayısı içerisinde Antalya %26,9, Almatı %14,2 ve Ankara %12,6 ile en yüksek paya sahip üç bölge oldu. Antalya'nın ticari uçuş sayısı Nisan ayında %6,9 düşüşle 14,97 bin, Almatı'nın %8,5 artışla 7,9 bin, Ankara'nın %0,7 artışla 7,03 bin oldu.

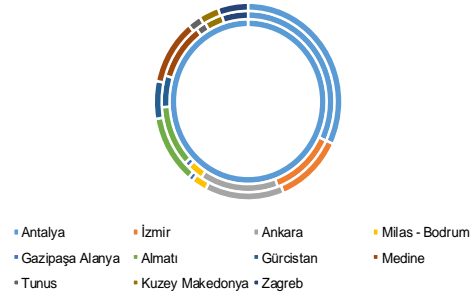
### Değerlendirme

Nisan ayında Tav Havalimanları endekse relatif %19,85 negatif ayrıştı. Nisan ayı trafik verilerinde, özellikle dış hat kaynaklı zayıflığın etkilerinin belirginleştiğini görüyoruz. Toplam yolcu sayısı ve ticari uçuş adetlerinde yıllık bazda daralma yaşanırken, dış hat yolcu ve uçuş performansındaki gerileme dikkat çekiyor. Buna karşın, iç hat tarafında yolcu ve uçuş büyümesinin sürmesi ile birlikte bazı bölgelerde devam eden talep görünümünün zayıflığı kısmen dengelediğini değerlendiriyoruz. **Bu çerçevede, Nisan ayı sonuçlarını "sınırlı negatif" olarak değerlendiriyoruz.**

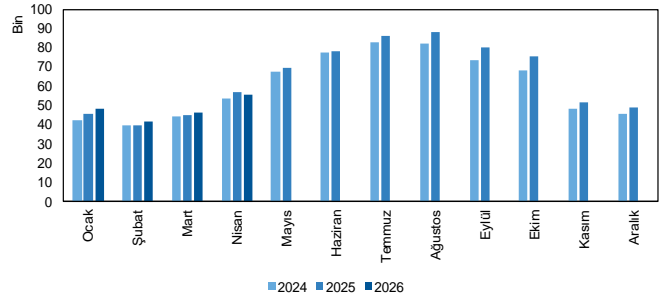
### Toplam Yolcu Sayısı



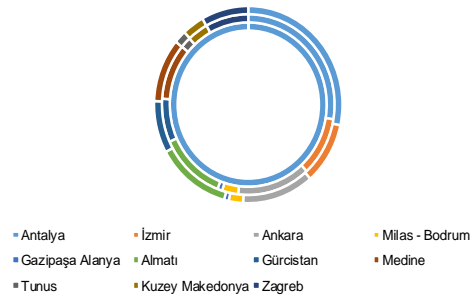
### Yolcu Dağılımı



### Uçuş Sayısı



### Uçuş Sayısı Dağılımı



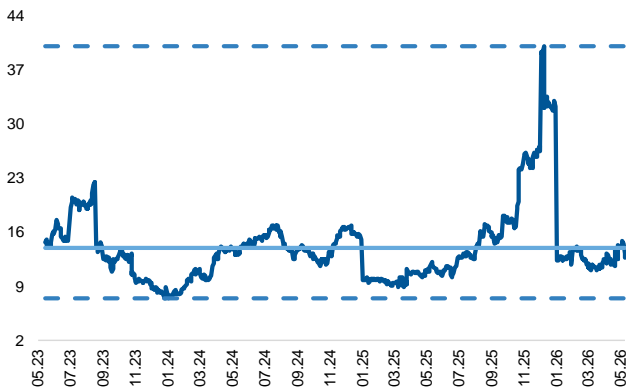
Kaynak: TAVHL, HLY Araştırma

**Tablo 3: Küresel Ölçekte Benzer Şirketler**

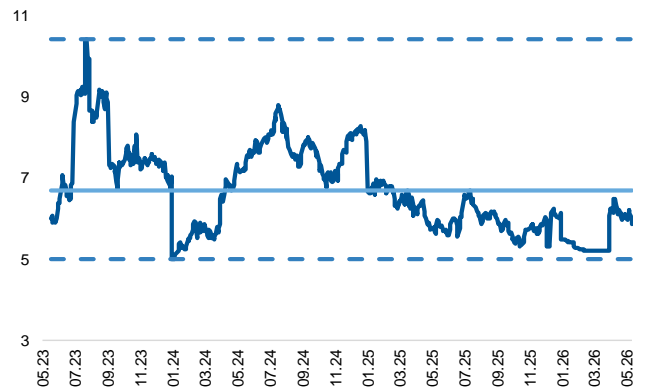
Şirket İsmi	Ülke	Piyasa Değeri (EUR mn)	FD/FAVÖK		F/K	
			2025T	2026T	2025T	2026T
<b>AVRUPA</b>						
Flughafen Wien AG	Avusturya	4,192	10.7	10.0	22.3	21.8
Aeroports de Paris SA	Fransa	10,470	8.7	8.5	20.3	17.8
Fraport AG Frankfurt Airport Services Worldwid	Almanya	6,459	12.3	11.6	14.7	19.1
Enav SpA	İtalya	2,709	11.2	10.3	32.3	25.9
<b>AMERİKA</b>						
Corp America Airports SA	Arjantin	3,499	6.8	6.1	18.1	10.9
Hub Group Inc	ABD	1,890	7.7	7.8	19.8	19.0
<b>ASYA</b>						
Beijing Capital International Airport Co Ltd	Çin	948	11.5	9.1	---	58.9
Japan Airport Terminal Co Ltd	Japonya	2,602	9.2	8.1	21.9	18.7
Airports Corp of Vietnam JSC	Vietnam	5,080	9.1	8.5	11.5	17.4
Saudi Ground Services Co	Suudi Arabistan	1,337	9.6	9.2	14.4	14.5
SATS Ltd	Singapur	3,245	8.6	7.9	19.8	17.7
<b>Tav Havalimanları*</b>		<b>1,837</b>	<b>6.6</b>	<b>6.0</b>	<b>27.8</b>	<b>12.7</b>
Medyan			9.2	8.5	19.8	18.7
Prim/İskonto			-28%	-29%	40%	-32%
Ortalama			9.6	8.8	19.5	22.0
Prim/İskonto			-31%	-32%	42%	-42%

Kaynak: Bloomberg, \*Bloomberg konsensus tahminleridir.

Tav Havalimanları'nı küresel benzerleri ile karşılaştırdığımızda, Bloomberg konsensus tahminlerine göre şirket 6,6x olan 2026T FD/FAVÖK çarpanına göre %28, 6,0x seviyesindeki 2027T FD/FAVÖK çarpanına göre ise %29 iskonto sunmaktadır. F/K çarpanları cephesinde 27,8x olan 2026T F/K çarpanına göre %40 primli, 12,7x seviyesindeki 2027T F/K çarpanına göre ise %32 iskontolu işlem görmektedir.

**Grafik 5: Son Üç Yıllık F/K**


Kaynak: Bloomberg

**Grafik 6: Son Üç Yıllık FD/FAVÖK**


# KÜNYE

## Halk Yatırım Araştırma

**İlknur TURHAN**

**Direktör**

*Gıda Perakendeciliği, Cam, Çimento, GYO, Mobilya, Giyim*

ITurhan@halkyatirim.com.tr  
+90 216 547 81 85

**Ayşegül BAYRAM**

**Yönetmen**

*Strateji, Telekom, Madencilik, Savunma, Yazılım, Teknoloji, Enerji, Tarım, Mühendislik - Taahhüt*

ABayram@halkyatirim.com.tr  
+90 216 547 87 30

**Kerem DEMİRTAŞ**

**Uzman**

*Makroekonomi, Havacılık, Demir – Çelik, Enerji*

KDemirtas@halkyatirim.com.tr  
+90 216 547 87 45

**İsmail Oğuz Palut**

**Uzman Yardımcısı**

*Bankacılık*

IPalut@halkyatirim.com.tr  
+90 216 547 81 70

**Görkem Alper ÖREN**

**Uzman Yardımcısı**

*Otomotiv*

GOren@halkyatirim.com.tr  
+90 216 547 87 56



## ÇEKİNCE

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. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübeye uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler, ulaşılabilen ilk kaynaklardan iyi niyetle ve doğruluğu, geçerliliği, etkinliği velhasıl her ne şekil, suret ve nam altında olursa olsun herhangi bir karara dayanak oluşturması hususunda herhangi bir teminat, garanti oluşturmadan, yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. Bu nedenle, iş bu raporlardaki yorumlardan; eksik bilgi ve/veya güncellenme gibi konularda ortaya çıkabilecek zararlardan Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Genel anlamda bilgi vermek amacıyla genel yatırım tavsiyesi niteliğinde hazırlanmış olan iş bu rapor ve yorumlar, kapsamlı bilgiler, tavsiyeler hiçbir şekil ve surette Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir taahhüdünü içermediğinden, bu bilgilere istinaden her türlü özel ve/veya tüzel kişiler tarafından alınacak kararlar, varılacak sonuçlar, gerçekleştirilecek işlemler ve oluşabilecek her türlü riskler bizatihi bu kişilere ait ve raci olacaktır. Bu nedenle, işbu rapor, yorum ve tavsiyelerde yer alan bilgilere dayanılarak özel ve/veya tüzel kişiler tarafından alınacak kararlar, varılacak sonuçlar, gerçekleştirilecek işlemler nedeniyle oluşabilecek her türlü maddi ve manevi zarar, kar mahrumiyeti, her ne nam altında olursa olsun ilgililer veya 3. kişilerin uğrayabileceği doğrudan ve/veya dolayısıyla oluşacak zarar ve ziyandan hiçbir şekil ve surette Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu olmayacak olup, ilgililer, uğranılan/uğranılacak zararlar nedeniyle hiçbir şekil ve surette her ne nam altında olursa olsun Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanlarından herhangi bir tazminat talep etme hakkı bulunmadıklarını bilir ve kabul ederler. Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hem fikir olmaması mümkündür. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.