

Sektörel Değerlendirme Havacılık



1.007637229
1.065389202

446 639 92

Türkiye Havacılık Sektörü

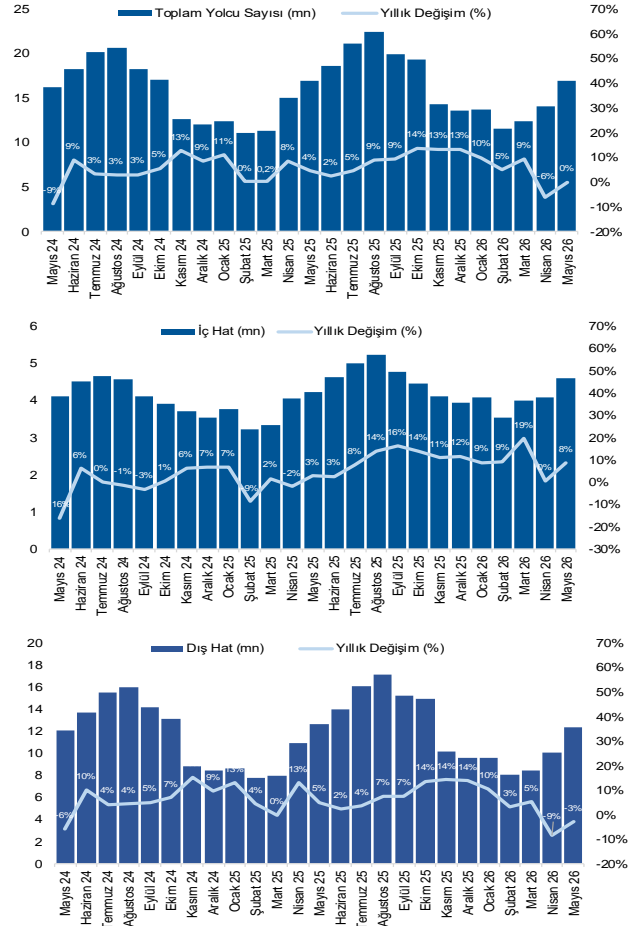
- Devlet Hava Meydanları İşletmesi (DHMİ) Genel Müdürlüğü'nün 2026 yılı Mayıs ayına ilişkin açıkladığı havayolu istatistiklerinde iki kere sayılan iç hat yolcu sayısına göre düzelttiğimiz veriler doğrultusunda, hizmet alan toplam yolcu sayısı 16,9 milyon ile yıllık bazda %0,1 düşüş kaydetti. Dış hat yolcu sayısı 12,3 milyon yolcu ile yıllık bazda %2,9 düşüş gösterirken, iç hat yolcu sayısı %8,5 artış ile 4,6 milyona yükseldi. Taşınan toplam yük tonajı ise (kargo+posta+bagaj) 458,2 bin ton ile yıllık bazda %1,1 artış gösterdi.
- Ocak-Mayıs dönemine baktığımızda toplam yolcu sayısı 68,7 milyon ile yıllık bazda %2,8 artış gösterdi. Dış hat tarafında yolcu sayısı %0,5 artış ile 48,4 milyona ulaştı. İç hat yolcu sayısı ise 20,3 milyon ile yıllık bazda %8,9 artış kaydetti.
- Havalimanı bazında bakıldığında; İstanbul Havalimanı Mayıs ayında yıllık %2,1 artış ile 6,4 milyon yolcuya hizmet verdi. Sabiha Gökçen %0,2 artışla 3,1 milyon, Esenboğa %3,5 artışla 719,8 bin yolcuya hizmet sağladı. Antalya ve İzmir'de ise yolcu trafiği sırasıyla %6,5 düşüş ve %10 artış gösterdi.
- Nisan ayında savaşın etkilerinin özellikle dış hat operasyonlarında belirginleştiğini takip etmiştik. Mayıs ayında da bu kırılgan görünümün devam ettiğini ancak daralmanın Nisan ayına kıyasla daha sınırlı kaldığını gözlemliyoruz. Yaz sezonuna girilen bu dönemde, savaşın sona erdirilmesine yönelik atılan ön anlaşma adımlarının sektör açısından olumlu değerlendiriyoruz. Bununla birlikte, ikinci çeyrekte savaş kaynaklı yükselen yakıt maliyetleri ve operasyonel aksaklıkların havayolu şirketleri üzerinde özellikle maliyet tarafında önemli bir baskı unsuru olmaya devam etmesini bekliyoruz. Üçüncü çeyreğe ilişkin görünümde ise savaşın kalıcı olarak sona ermesi, hava trafiğinin normalleşmesi ve yakıt fiyatlarındaki geri çekilmenin özellikle dış hat performansı açısından kritik belirleyiciler olacağını düşünüyoruz. Buna karşın, Mayıs ayında iç hat talebinin dirençli seyrini koruduğunu ve bayram tatilinin de bu görünümü desteklediğini değerlendiriyoruz. **Bu çerçevede, Türkiye havacılık sektörü açısından Mayıs ayı trafik sonuçlarını "sınırlı negatif" olarak değerlendiriyoruz.**
- Genel görünüm, havacılık sektöründe talep dinamiklerinin halen dirençli ve destekleyici olduğunu ancak karlılığı belirleyecek ana unsurun artık maliyet ve arz yönetimi olduğunu ortaya koyuyor. Önümüzdeki dönemde artan maliyet baskıları, yoğunlaşan rekabet ve bazı dış hat pazarlarında zayıflayan talep görünümü, havayolu şirketleri açısından kapasite optimizasyonu ve etkin maliyet yönetimini daha da kritik hale getirecektir. Öte yandan, jeopolitik risklerin azalması ve savaşın sona ermesi halinde hava sahalarının yeniden açılması, operasyonel verimliliğin artması ve yakıt maliyetlerindeki normalleşme, sektörün finansal görünümü üzerinde önemli bir toparlanma potansiyeli yaratabilir. Bu kapsamda, şirketlerin bu alanlarda atacağı adımların kısa vadeli finansal performans üzerinde belirleyici olmasını bekliyoruz.

Yolcu Sayısı	Mayıs 26	Mayıs 25	Yıllık Değişim
İç Hatlar*	4.600.416	4.240.440	8,5%
Dış Hatlar	12.331.388	12.701.267	-2,9%
Toplam	16.931.804	16.941.707	-0,1%
Yolcu Sayısı	Oca-May 26	Oca-May 25	Yıllık Değişim
İç Hatlar*	20.314.018	18.656.186	8,9%
Dış Hatlar	48.362.631	48.138.203	0,5%
Toplam	68.676.649	66.794.389	2,8%
Havalimanı	Mayıs 26	Mayıs 25	Yıllık Değişim
İstanbul	6.360.798	6.232.930	2,1%
Sabiha Gökçen	3.068.788	3.063.917	0,2%
Esenboğa	719.784	695.527	3,5%
Antalya	3.384.747	3.620.822	-6,5%
İzmir	818.119	744.062	10,0%

Hisse Kodu	THYAO	PGSUS	TAVHL
Cari Fiyat (TL)	325,8	181,2	292,0
Tavsiye	AL	AL	-
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)	435,0	266,8	-
52H En Yüksek (TL)	352,5	274,5	369,0
52H En Düşük (TL)	246,7	161,5	212,8
Piyasa Değeri (mn TL)	449.535	90.600	106.078
Piyasa Değeri (mn USD)	9.754	1.966	2.302
Halka Açıklık Oranı (%)	50,0%	43,0%	48,0%
Endeks Payı (BIST100)	5,1%	0,9%	1,1%
3A Hacim (mn TL)	13.728	2.331	956
Relatif Performans (%)			
S1A	8,0	2,0	12,5
YBB	-5,4	-26,3	-23,7

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

Yolcu trafiğinde daralma, kargoda dirençli görünüm

IATA'nın Nisan ayına ilişkin yayımladığı verilere göre, küresel yolcu trafiği (RPK) yıllık bazda %3,4 daralarak pandemi sonrası dönemde ilk kez yıllık bazda küçülme kaydetti. Mart ayında görülen %2,1'lik büyümenin ardından negatif bölgeye geçilmesinde, Orta Doğu'daki çatışmaların ve İran kaynaklı operasyonel aksaklıkların hava yolu operasyonları üzerindeki baskısı etkili oldu. Aynı dönemde kapasite (ASK) yıllık bazda %2,9 azalırken, talepteki gerilemenin daha güçlü gerçekleşmesiyle doluluk oranı (PLF) 0,4 puan düşüşle %83,1 seviyesine geriledi. Özellikle Orta Doğu'lu taşıyıcıların yolcu trafiğinde %46,6'lık sert daralma dikkat çekerken, Mart ayındaki %59,2'lik düşüşe kıyasla kayıpların bir miktar sınırlanması, ateşkes sonrası hava sahalarının kademeli olarak yeniden açılmasının etkilerine işaret etti. Bölgesel tarafta Latin Amerika ve Karayipler %5,0 ile en güçlü büyümeyi kaydederken, Afrika %2,8 ve Asya-Pasifik %1,7 büyüdü. Avrupa'da trafik artışı %0,8 ile sınırlı kalırken, Kuzey Amerika'da trafik %0,3 daraldı. Avrupa-Asya hattında büyüme Mart ayındaki güçlü seyrin ardından %15,3'e yavaşlaşa da çift haneli görünümünü korudu. IATA, Mayıs ayında küresel koltuk kapasitesinde %1,1'lik daralma, Haziran ayında ise yalnızca %0,2'lik sınırlı toparlanma öngörüyor. Bu nedenle jeopolitik gelişmelerin ve hava sahası kısıtlarının kısa vadede uluslararası trafik görünümünü üzerindeki belirsizliği yüksek tutmaya devam ettiğini düşünüyor.

IATA'nın Nisan ayına ilişkin yayımladığı verilere göre, küresel hava kargo talebi (CTK) yıllık bazda %4,0 artış göstererek jeopolitik belirsizliklere rağmen dirençli seyrini korudu. Aynı dönemde kargo kapasitesi (ACTK) %0,4 daralırken, kapasitedeki düşüşün etkisiyle kargo doluluk oranı (CLF) 1,9 puan artarak %46,0 seviyesine yükseldi. Özellikle Orta Doğu'lu taşıyıcıların kargo trafiğinde yıllık %18,2 daralma görülürken, bölgedeki hava sahası kısıtları ve operasyonel aksaklıklar küresel ağlar üzerinde baskı yaratmayı sürdürdü. Buna karşın, Asya-Pasifik Bölgesi %10,5 büyüme ile küresel kargo talebinin ana sürükleyicisi olurken, Afrika %7,7, Avrupa %6,0 ve Kuzey Amerika %5,0 büyüme kaydetti. Koridor bazında Asya bağlantılı hatların güçlü görünümünü koruduğu izlendi. Avrupa-Asya hattında kargo trafiği %16,2 artarken, Asya-Kuzey Amerika koridorunda büyüme üst üste altıncı ayına ulaştı. Buna karşılık, Orta Doğu bağlantılı hatlarda zayıf görünüm devam etti. IATA, küresel ticaretteki kırılganlığa rağmen Asya kaynaklı ticaret akımlarının ve alternatif rotalara yönelen kargo hareketlerinin sektörü desteklediğini belirtirken, yükselen jet yakıtı fiyatları ve operasyonel maliyetlerin kargo getirilerini yıllık bazda %32,2 artırarak fiyatlama gücünü desteklemeye devam ettiğini değerlendiriyor.

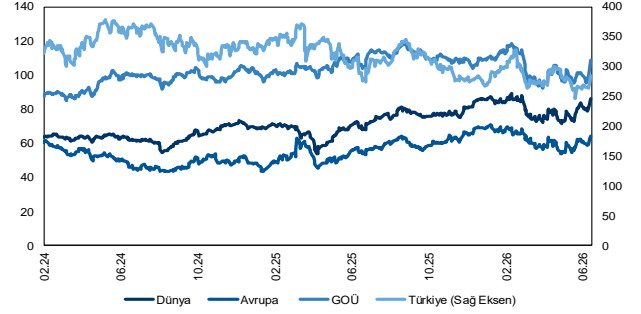
Günlük ortalama uçuş sayısı yeniden pozitifte döndü

Euro Control tarafından yayımlanan verilere göre 1-31 Mayıs tarihleri arasında toplam günlük ortalama uçuş sayısı %0,5 artışla 32.432 oldu. Mart ve Nisan aylarındaki değişim sırasıyla %1,6 artış ve %1,1 düşüş olarak gerçekleşmişti. Mayıs'ta THY'nin günlük ortalama uçuş sayısı bir önceki yılın aynı dönemine göre %0,2 artışla 1.537 olurken, Pegasus'un %0,8 düşüşle 589 seviyesinde gerçekleşti. Havalimanı bazında incelendiğinde, Mayıs ayında İstanbul Havalimanı'nda günlük ortalama uçuş sayısı %2,3 düşüşle 1.455, Sabiha Gökçen'de %4,0 artışla 738 ve Antalya Havalimanı'nda %5,3 düşüşle 708 seviyesinde gerçekleşti.

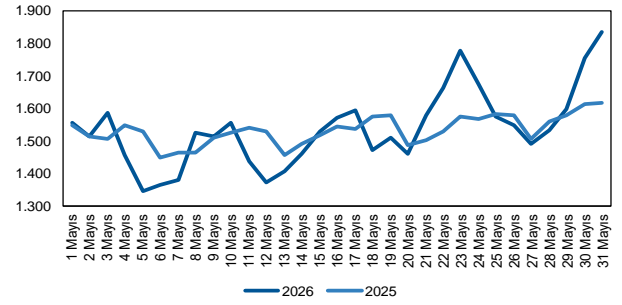
Crack spread'i aylık %25,3 daraldı

Mayıs ayında Brent petrol ortalama 109,9 dolar, jet yakıt fiyatları ise varil başına ortalama 161,6 dolar seviyesinde gerçekleşti. Böylelikle Mayıs ayında Brent-jet yakıtı arasındaki fark 51,7 dolar seviyesine geriledi.

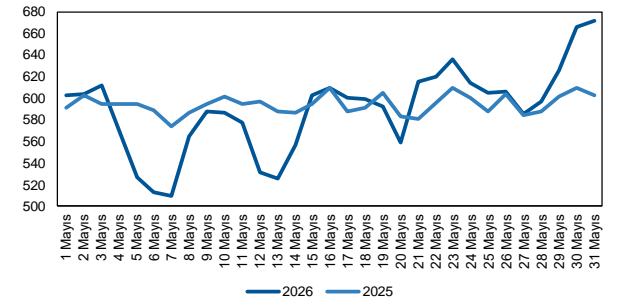
MSCI Havacılık Endeksleri ve BİST Ulaştırma Endeksi



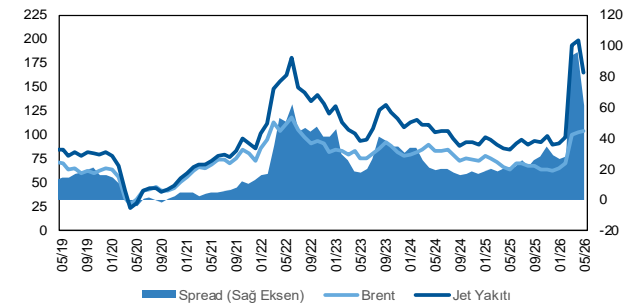
THYAO Günlük Uçuş Sayısı



PGSUS Günlük Uçuş Sayısı



Yakıt Maliyetleri



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

Türk Hava Yolları

Yolcu sayısı %3,7 artış kaydetti

Şirketin toplam yolcu sayısı Mayıs 2026'da bir önceki yılın aynı ayına göre %3,7 artışla 7,9 milyona ulaştı. Yurt içi yolcu sayısı yıllık %4,1 artışla 2,8 milyon olurken, yurt dışı yolcu sayısı yıllık %3,5 artışla 5,1 milyona yükseldi. Bölge bazında en yüksek artışlara baktığımızda Uzak Doğu %20,2, Afrika %11 büyüme kaydetti. Orta Doğu yolcu sayısı ise %40,6 azaldı.

Yolcu doluluk oranında 2,9 puanlık iyileşme

Kapasite yıllık %2,5 artışla 23,2 milyar AKK seviyesinde gerçekleşti. Yolcu doluluk oranı Mayıs 2026'da 2,9 puan artışla %84,0'a yükseldi. Kapasitenin en çok arttığı bölgeler %20 ile Uzak Doğu ve %5 ile Avrupa olurken, Orta Doğu'da %55,1 azaldı.

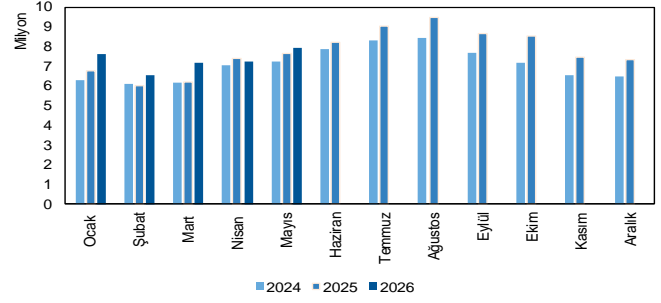
Kargo faaliyetlerinde büyüme sürüyor

Mayıs ayında kargo+posta miktarı yıllık bazda %8,6 artışla 203,1 bin ton seviyesinde gerçekleşti.

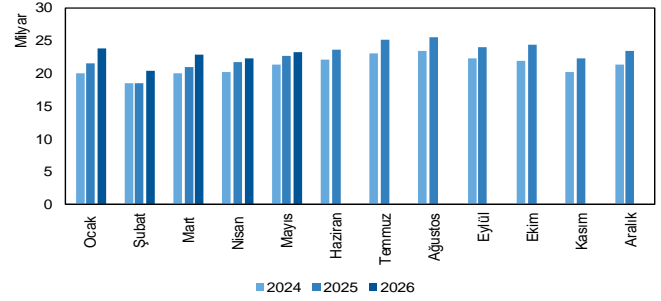
Değerlendirme

Mayıs ayında Türk Hava Yolları endeksinin %1,76 üzerinde performans gösterdi. Orta Doğu kaynaklı jeopolitik gelişmeler ve hava sahası kısıtlamaları sektör genelinde tüm havayolları üzerinde operasyonel ve maliyet baskısı yaratıyor. Ancak Türk Hava Yolları'nı benzerlerinden ayıran bazı önemli avantajlar bulunuyor. Şirketin geniş ve çeşitlendirilmiş uçuş ağı, kapasitesini farklı coğrafyalar arasında hızlı ve esnek şekilde yeniden konumlandırabilmesine olanak tanıyor. Bunun yanında özellikle Uzak Doğu hattında güçlü seyreden talep, olası bölgesel zayıflıkları telafi edebilecek önemli bir destek unsuru olarak öne çıkıyor. Bu nedenle, kısa vadeli jeopolitik risklerin yarattığı belirsizliklere rağmen THY'nin operasyonel dayanıklılığını sektör ortalamasının üzerinde değerlendirmeye devam ediyoruz. **Mayıs ayı trafik sonuçlarını "sınırlı pozitif" olarak değerlendiriyoruz.**

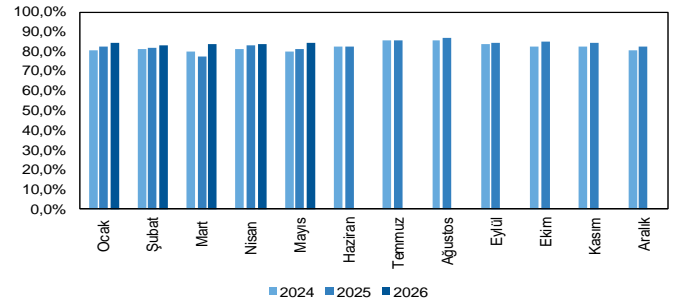
Toplam Yolcu Sayısı



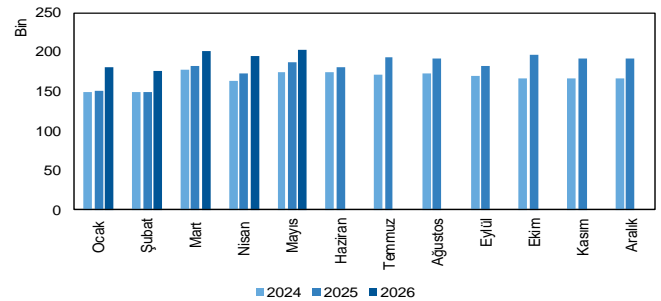
AKK



Yolcu Doluluk Oranı



Kargo + Posta (Ton)



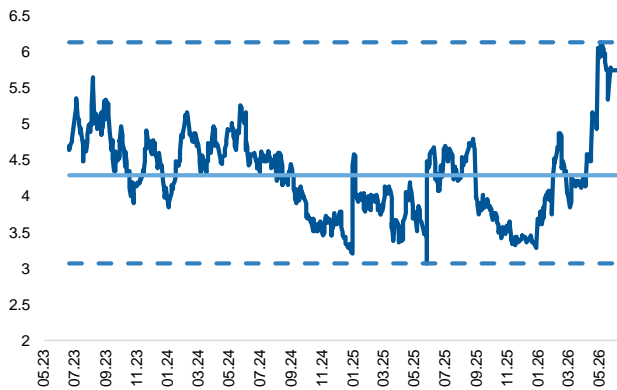
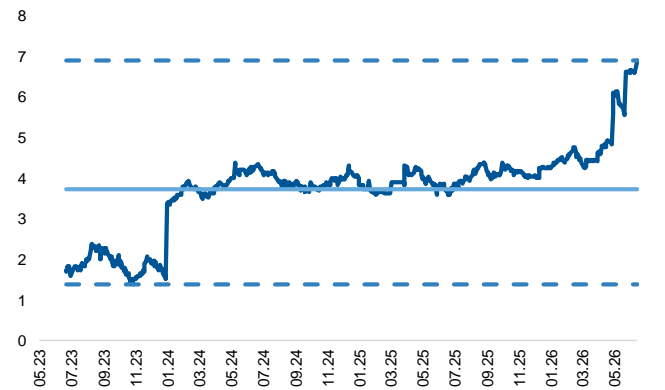
Kaynak: THYAO, HLY Araştırma

Tablo 1: Küresel Ölçekte Benzer Şirketler

Şirket İsmi	Ülke	Piyasa Değeri (USD mn)	FD/FAVÖK		F/K	
			2026T	2027T	2026T	2027T
AVRUPA						
Deutsche Lufthansa AG	Almanya	12,340	3.8	3.3	8.6	6.7
International Consolidated Air	İngiltere	26,684	4.1	3.6	8.1	6.9
AMERİKA						
United Airlines Holdings Inc	ABD	38,948	6.5	4.9	13.0	8.3
American Airlines Group Inc	ABD	10,225	9.6	5.6	---	6.7
Latam Airlines	Şili	15,862	5.4	4.7	13.8	9.2
ASYA						
Air China Ltd	Çin	17,666	11.8	7.9	---	21.0
China Eastern Airlines Corp	Çin	12,506	9.4	7.1	---	15.1
China Southern Airlines Ltd	Çin	13,026	9.1	7.4	---	14.5
ANA Holdings Inc	Japonya	9,193	3.8	4.3	9.5	13.2
Japan Airlines Co Ltd	Japonya	7,748	3.7	4.2	9.9	14.3
Cathay Pacific Airways Ltd	Hong Kong	9,370	4.8	4.6	9.8	7.8
Singapore Airlines Ltd	Singapur	17,700	5.6	5.9	19.8	27.3
Qantas Airways Lyd	Avustralya	10,653	4.7	4.1	10.3	9.3
Türk Hava Yolları		9,769	4.4	4.6	3.6	3.8
Medyan			5.4	4.7	9.9	9.3
Prim/İskonto			-18%	-2%	-63%	-59%
Ortalama			6.5	5.3	11.8	12.8
Prim/İskonto			-32%	-13%	-69%	-70%

Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma Tahminleri

Türk Hava Yolları'nı küresel benzerleri ile karşılaştırdığımızda, tahminlerimize göre şirket 4,4x olan 2026T FD/FAVÖK çarpanına göre %18, 4,6x seviyesindeki 2027T FD/FAVÖK çarpanına göre %2 iskontolu işlem görmektedir. F/K çarpanları cephesinde 3,6x olan 2026T F/K çarpanına göre %63, 3,8x seviyesindeki 2027T F/K çarpanına göre %59 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 Mayıs 2026'da bir önceki yılın aynı ayına göre %2,7 düşüşle 3,53 milyona geriledi. Yurt içi yolcu sayısı yıllık %15,1 artışla 1,51 milyon olurken, yurt dışı yolcu sayısı yıllık %12,8 düşüşle 2,02 milyona geriledi.

Toplam doluluk oranı yıllık 3,0 puan düşüşle %82,9'a geriledi. Yurt içi doluluk oranı yıllık 6,2 puan düşüşle %84,1'e, yurt dışı doluluk oranı ise yıllık 1,5 puan düşüşle %82,1 seviyesinde gerçekleşti.

Kapasite iç hatlara kaymaya devam ediyor

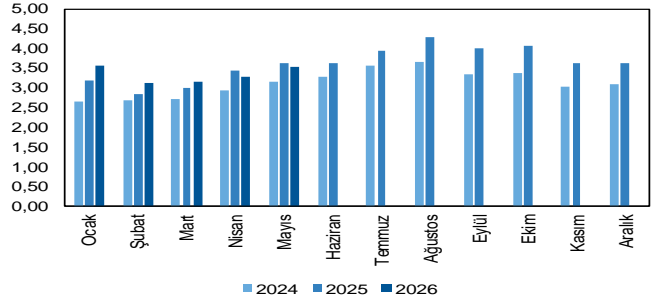
Mayıs ayında kapasite yıllık %5,9 düşüşle 6,34 milyar AKK'ye geriledi. Aynı dönemde yurt içi kapasite yıllık %28,1 artışla 1,41 milyar AKK'ye yükselirken, yurt dışı kapasite yıllık %12,5 düşüşle 4,93 milyar AKK'ye geriledi.

Dış hatlarda konma başına misafir sayısı Mayıs ayında yıllık bazda %0,6 düşüşle 173, iç hatlarda ise %8,4 düşüşle 179 seviyesinde gerçekleşti. Böylelikle toplam konma başına misafir yıllık bazda %3,1 düşüşle 176 seviyesinde gerçekleşti.

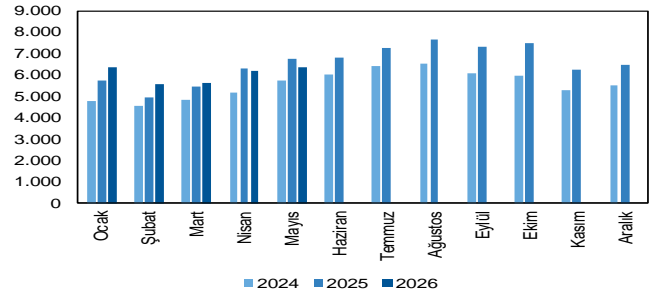
Değerlendirme

Mayıs ayında Pegasus endeksinin %0,44 altında performans gösterdi. Mayıs ayına ilişkin açıklanan trafik sonuçlarının, özellikle dış hat operasyonlarındaki zayıflığın sürdüğüne işaret ettiğini değerlendiriyoruz. Öte yandan, şirketin kapasite yönetiminde iç hatlara ağırlık vermeyi sürdürdüğü görülüyor. Jeopolitik riskler, Orta Doğu kaynaklı talep zayıflığı ve yükselen jet yakıtı maliyetlerinin dış hat performansı üzerinde baskı oluşturmaya devam ettiğini düşünüyoruz. Bu çerçevede, uluslararası bilet fiyatlarındaki zayıf seyrin ve maliyet baskılarının ikinci çeyrek boyunca karlılık üzerinde etkili olabileceğini öngörüyoruz. Şirketin kapasite dağılımı ve maliyet yönetimi mevcut risklerin etkisini sınırlandırmada kritik önem taşıırken, iç hat operasyonlarının operasyonel denge açısından sınırlı da olsa destekleyici olabileceğini düşünüyoruz. **Mayıs ayı trafik sonuçlarını "negatif" olarak değerlendiriyoruz.**

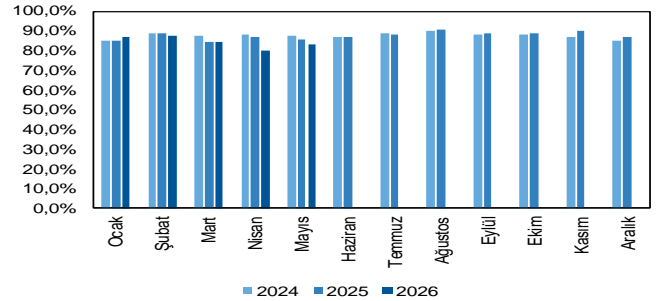
Toplam Yolcu Sayısı (mn)



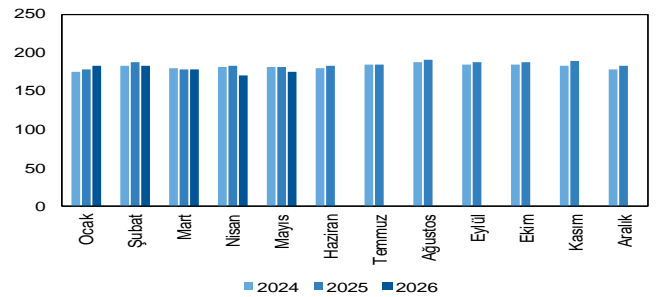
AKK (mln km)



Yolcu Doluluk Oranı



Konma Başına Misafir



Kaynak: PGSUS, HLY Araştırma

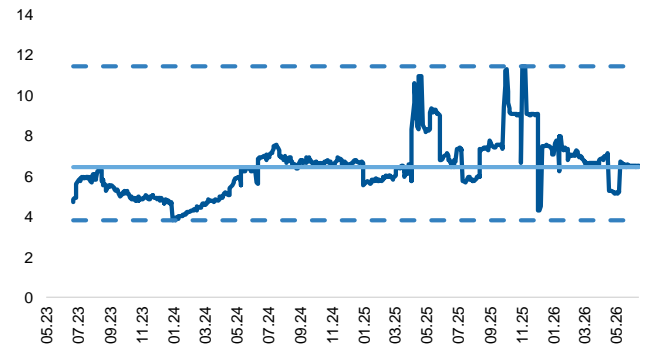
Tablo 2: Küresel Ölçekte Benzer Şirketler

Şirket İsmi	Ülke	Piyasa Değeri (EUR mn)	FD/FAVÖK		F/K	
			2026T	2027T	2026T	2027T
AVRUPA						
easyJet PLC	İngiltere	4,314	3.1	2.4	23.8	11.4
Wizz Air Holdings Plc	Macaristan	1,379	5.3	5.3	---	---
Ryanair Holdings PLC	İrlanda	26,788	6.6	6.8	12.3	13.4
AMERİKA						
Air Canada	Kanada	3,835	4.0	3.2	24.9	10.5
Southwest Airlines Co	ABD	19,406	7.4	5.3	17.6	10.0
JetBlue Airways Corp	ABD	1,718	112.4	9.4	---	---
ASYA						
Spring Airlines Co Ltd	Çin	5,869	10.2	8.5	19.6	15.3
Air New Zealand Ltd	Yeni Zelanda	739	7.3	4.3	---	---
Air Arabia PJSC	BAE	5,879	11.5	10.0	16.2	14.5
Vietnam Airlines JSC	Vietnam	2,462	---	---	25.1	11.1
Pegasus Hava Taşımacılığı		1,725	6.7	6.9	9.8	11.8
Medyan			7.3	5.3	19.6	11.4
Prim/İskonto			-8%	29%	-50%	4%
Ortalama			18.6	6.1	19.9	12.3
Prim/İskonto			-64%	12%	-51%	-4%

Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma Tahminleri

Pegasus Hava Taşımacılığı'nı küresel benzerleri ile karşılaştırdığımızda, tahminlerimize göre şirket 6,7x olan 2026T FD/FAVÖK çarpanına göre %8 iskontolu, 6,9x seviyesindeki 2027T FD/FAVÖK çarpanına göre ise %29 primli işlem görmektedir. F/K çarpanları cephesinde 9,8x olan 2026T F/K çarpanına göre %50 iskontolu, 11,8x seviyesindeki 2027T F/K çarpanına göre %4 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 Mayıs'ta bir önceki yılın aynı ayına göre %1,3 düşüyle 10 milyona geriledi. Yurt içi yolcu sayısı yıllık %7,6 artışla 3,3 milyon olurken, yurt dışı yolcu sayısı yıllık %5,3 düşüyle 6,7 milyon seviyesinde gerçekleşti. Bölge bazında baktığımızda Kuzey Makedonya %27,4, İzmir %13,5 büyüme kaydederken, Medine'de %21,6, Alanya'da %9,4 daralma görüldü. Toplam yolcu sayısı içerisinde Antalya %37,0, İzmir %11,9 ve Ankara %11,7 ile en yüksek paya sahip üç bölge oldu. Antalya'nın yolcu sayısı Mayıs ayında %5,1 düşüyle 3,7 milyon, Ankara'nın %4,4 artışla 1,2 milyon oldu.

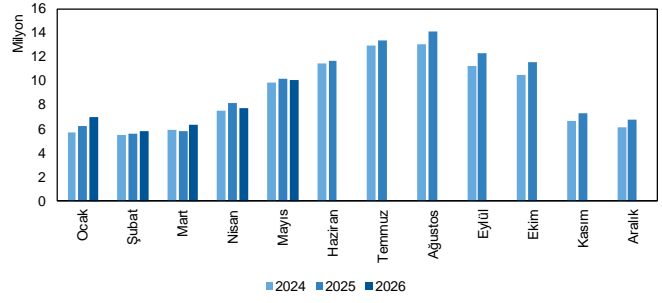
Ticari uçuşlar %1,6 düştü

Şirketin toplam ticari uçuş sayısı Mayıs bir önceki yılın aynı ayına göre %1,6 düşüyle 68,5 bine geriledi. Yurt içi uçuş sayısı yıllık %6,5 artışla 21,7 bin olurken, yurt dışı uçuş sayısı yıllık %4,9 düşüyle 46,8 bine geriledi. Bölge bazında baktığımızda İzmir %9,9, Almatı %9,2 büyüme kaydederken, Medine'de %17,0, Alanya'da %7,0 daralma görüldü. Toplam uçuş sayısı içerisinde Antalya %31,5, Almatı %12,5 ve Ankara %10,6 ile en yüksek paya sahip üç bölge oldu. Antalya'nın ticari uçuş sayısı Mayıs ayında %4,9 düşüyle 21,6 bin, Ankara'nın %0,6 artışla 7,23 bin oldu.

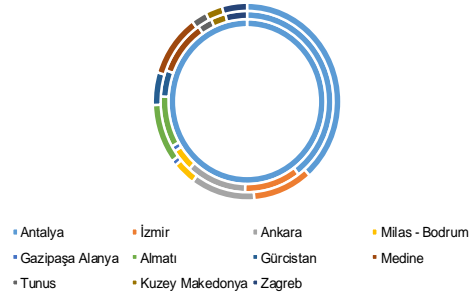
Değerlendirme

Mayıs ayında Tav Havalimanları endekse relatif %4,45 negatif ayrıştı. Mayıs ayı trafik verileri, dış hat tarafındaki zayıf seyrin devam ettiğine işaret ederken, iç hat talebindeki güçlü görünümün toplam performansı desteklemeyi sürdürdüğünü gösteriyor. Jeopolitik gelişmeler ve yükselen jet yakıtı fiyatlarının dış hat talebi üzerindeki etkilerinin hissedilmeye devam ettiğini değerlendiriyoruz. Genel olarak, Mayıs ayı trafik verilerini iç hat tarafındaki dayanıklılığa rağmen dış hat kaynaklı zayıflığın sürdüğüne işaret etmesi nedeniyle "sınırlı negatif" olarak değerlendiriyoruz.

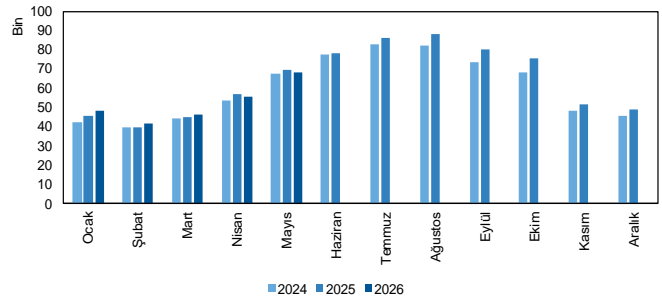
Toplam Yolcu Sayısı



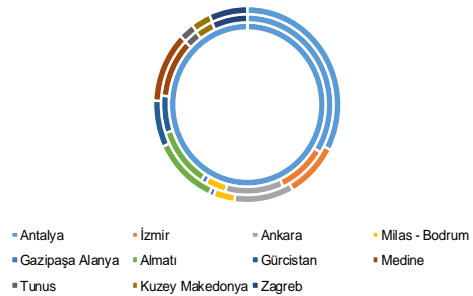
Yolcu Dağılımı



Uçuş Sayısı



Uçuş Sayısı Dağılımı



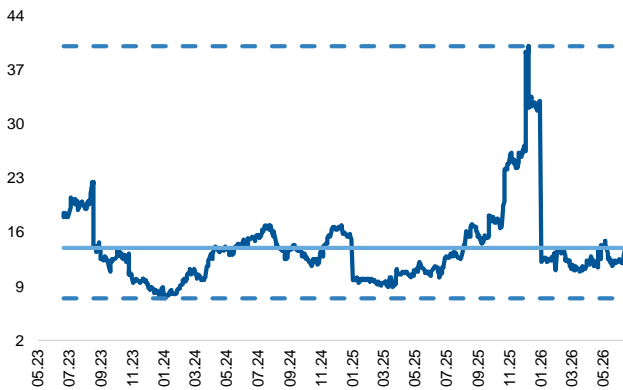
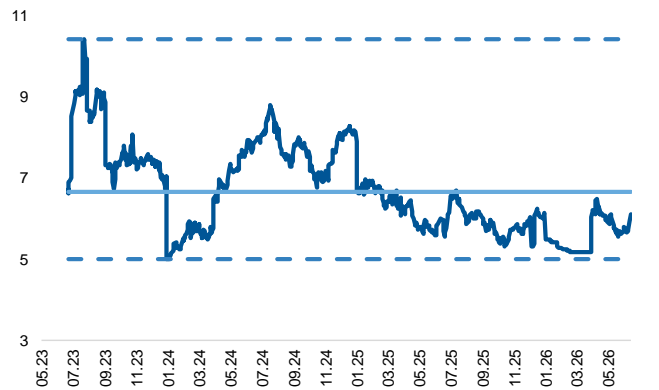
Kaynak: TAVHL, HLY Araştırma

Tablo 3: Küresel Ölçekte Benzer Şirketler

Şirket İsmi	Ülke	Piyasa Değeri (EUR mn)	FD/FAVÖK		F/K	
			2025T	2026T	2025T	2026T
AVRUPA						
Flughafen Wien AG	Avusturya	4,192	10.6	10.3	22.3	22.1
Aeroports de Paris SA	Fransa	10,925	8.9	8.8	21.2	17.6
Fraport AG Frankfurt Airport Services Worldwid	Almanya	6,685	12.4	11.8	15.2	20.3
Enav SpA	İtalya	2,958	12.2	11.2	35.2	28.6
AMERİKA						
Corp America Airports SA	Arjantin	3,995	7.4	6.7	20.4	13.4
Hub Group Inc	ABD	2,399	9.6	9.8	25.0	24.6
ASYA						
Beijing Capital International Airport Co Ltd	Çin	851	11.0	8.7	---	81.0
Japan Airport Terminal Co Ltd	Japonya	2,416	8.7	7.7	20.4	17.5
Airports Corp of Vietnam JSC	Vietnam	5,293	9.4	9.3	11.8	17.3
Saudi Ground Services Co	Suudi Arabistan	1,412	10.1	10.7	15.0	16.6
SATS Ltd	Singapur	4,032	9.6	8.8	24.5	21.9
Tav Havalimanları*		2,011	6.9	6.2	30.4	13.9
Medyan			9.6	9.3	20.8	20.3
Prim/İskonto			-28%	-33%	46%	-31%
Ortalama			10.0	9.4	21.1	25.5
Prim/İskonto			-31%	-34%	44%	-45%

Kaynak: Bloomberg, *Bloomberg konsensus tahminleridir.

Tav Havalimanları'nı küresel benzerleri ile karşılaştırdığımızda, Bloomberg konsensus tahminlerine göre şirket 6,9x olan 2026T FD/FAVÖK çarpanına göre %28, 6,2x seviyesindeki 2027T FD/FAVÖK çarpanına göre ise %33 iskonto sunmaktadır. F/K çarpanları cephesinde 30,4x olan 2026T F/K çarpanına göre %46 primli, 13,9x seviyesindeki 2027T F/K çarpanına göre ise %31 iskontolu işlem görmektedir.

Grafik 5: Son Üç Yıllık F/K

Grafik 6: Son Üç Yıllık FD/FAVÖK


Kaynak: Bloomberg

KÜNYE

Halk Yatırım Araştırma

İlknur TURHAN

Direktör

Gıda Perakendeciliği, Cam, Çimento,
GYO, Mobilya, GiyimITurhan@halkyatirim.com.tr
+90 216 547 81 85

Ayşegül BAYRAM

Yönetmen

Strateji, Telekom, Madencilik, Savunma,
Yazılım, Teknoloji, Enerji, Tarım,
Mühendislik - TaahhütABayram@halkyatirim.com.tr
+90 216 547 87 30

Kerem DEMİRTAŞ

Uzman

Makroekonomi, Havacılık, Demir – Çelik,
EnerjiKDemirtas@halkyatirim.com.tr
+90 216 547 87 45

İsmail Oğuz Palut

Uzman Yardımcısı
BankacılıkIPalut@halkyatirim.com.tr
+90 216 547 81 70

Görkem Alper ÖREN

Uzman Yardımcısı
OtomotivGOren@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.