

## Sektör Raporu-Güncelleme

# Havacılık

## Covid Sonrası Yeni Sınav

**IATA'nın 7 Haziran'da yayınladığı global görünüm raporu havacılık sektörünün ABD & İsrail ile İran arasında yaşanan savaştan ne ölçüde etkilendiği/etkileneceğini ortaya koydu. Raporda sektörün gelişmelerden; özellikle jet yakıtı fiyatlarındaki artış, tedarik problemleri ile uçuş kesintilerinden önemli ölçüde etkilendiği aktarıldı. Kurum, 370 havayolunu kapsayan raporunda, sektörün 2026 yılı karı beklentisini 41 milyar dolardan yaklaşık yarı yarıya revizyonla 23 milyar dolar olarak öngördü. Raporumuzda IATA'nın ilgili raporunu da dikkate alarak sektöre yönelik beklentilerimizi güncelledik.**

28 Şubat 2026 tarihinde Hürmüz Boğazı'nın kapatılması ile birlikte artan petrol fiyatları ve güvenlik riskleri tüm sektörleri sirayet eden önemli bir etki yarattı. Global petrol arzı bakımından önemli bir stratejik nokta olan Boğaz'ın kapanması, günlük 10 milyon varil ham petrol tedarikini keserken, bu rakam LNG ve diğer rafine ürünler dahil edildiğinde 15 milyon varile ulaşmakta. Söz konusu 10 milyon varillik kesinti, global petrol artışının yaklaşık %10'una isabet etmekte. IATA bunu 1973 ve 1979 krizlerindeki fiyatlamaları da aşan fiyatlamalarla birlikte tarihin en büyük petrol arz kesintisi olarak değerlendiriyor. Durum yalnızca bir tedarik sorunu değil aynı zamanda bir rafineri krizi olarak da aktarılırken, Körfez'deki devasa tesislerin tahribata uğradığına değinildi.

Jet yakıtı tarafının da doğal olarak durumdan etkilendiği ifade edilirken, jet yakıtı fiyatlarının Şubat'tan itibaren neredeyse 2 katına çıktığı, crack marjının Nisan ayında rekor 80 dolar seviyesine ulaştığı aktarıldı. Bilindiği üzere, Avrupa'nın özellikle toplam jet yakıtı tüketiminin ~%60'ının dışarıdan tedarik edilmesi nedeniyle marjdan ekstra etkilendiğine vurgu yapıldı. Öte yandan, GSYİH olarak büyüme beklentilerinin aşağı revize edilirken, artan petrol fiyatları kaynaklı yükselen enflasyonun stagflasyon riskine işaret edildi.

Raporun en önemli bulgularından biri şokun şu aşamada bir talep bozulmasından ziyade maliyet bozulmasından kaynaklandığıydı. Bu sebeple kurum, sektörel gelirin %9,4 artmasını beklerken, net marjı %2'ye düşürerek Covid yıllarından beri en zayıf noktaya çekti.

Trafik tarafında, yolcu trafiği tahmini Aralık 2025'te öngörülen %4,9'luk büyümeden, %2,1 büyümeye revize edilirken, Orta Doğu'daki daralma %11,4 olarak öngörüldü. Öte yandan, Afrika (+%10,0), Asya-Pasifik (+%5,1) ve Latin Amerika (+%5,0) bölgelerinde güçlü büyüme tahminlerinde bulunuldu. Hava kargo tarafında talebin yalnızca %0,7 artması beklenirken, hacimden ziyade birim kazanç tarafında artış öngörüldü.

Biz de modellerimizi benzer öngörülerle güncelledik. Tahminimiz, arz problemlerinin çok ileri bir tarihe sarkmadan çözülmesi yönünde. Beklentimiz, Brent fiyatlarının 2. çeyrekteki zirvesinden 3. çeyrek itibariyle çekilmesi ve crack marjlarının da giderek normalize olması. Brent petrolde ortalama 91 dolar fiyat öngörürken, crack marjının 57 dolar ortalama ile kapanmasını bekliyoruz. Bu bağlamda, Pegasus ve Türk Hava Yolları için cari yıl çarpanlarından ziyade daha normalize olan 2027 yılını esas aldık.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026F
Yolcu Gelirleri (mlr USD)	607	189	242	437	669	726	768	839
Yolcu Gelirleri YoY (%)	0,3%	-68,9%	27,9%	80,9%	53,2%	8,4%	5,9%	9,2%
Kargo Gelirleri (mlr USD)	101	140	210	206	139	147	151	162
Kargo Gelirleri vs 2014 (%)	-11,1%	39,3%	49,6%	-1,7%	-32,9%	5,9%	2,6%	2,1%
Yan ve Diğer Gelirler (mlr USD)	130	55	61	95	122	137	146	165
Yan Gelirler YoY (%)	38,9%	-57,6%	10,9%	55,7%	28,9%	11,6%	7,0%	12,6%
FVÖK (mlr USD)	43,1	-110,9	-43,5	11,3	66,1	70,7	76,4	48,0
FVÖK marjı (%)	5,1%	-28,8%	-8,5%	1,5%	7,1%	7,0%	7,2%	4,1%
Net kar (mlr USD)	26,4	-137,7	-40,4	-3,5	40,5	37,7	45,0	23,0
Net kar marjı (%)	3,1%	-35,8%	-7,9%	-0,5%	4,3%	3,7%	4,2%	2,0%

## Sektör Raporu-Güncelleme

# Havacılık

## Türk Hava Yolları <THYAO>

**THYAO için hedef fiyatımızı 462,00 TL'den 373,25 TL'ye revize ederken, endeks üstü getiri beklentimizi endekse paralel getiri olarak güncelliyoruz.**

Türk Hava Yolları dünyanın en büyük hava kargo taşıyıcıları arasında yer alıyor. Bu bağlamda oluşan konjonktürde yine yolcu tarafındaki zayıflamayı artan birim kargo gelirleriyle sınırlı da olsa telafi edebilme gücüyle öne çıkıyor. Öte yandan, Orta Doğu bölgesindeki gerilim kaynaklı iptal edilen uçuşları, Asya-Pasifik ve Afrika bölgelerine yönlendirerek kayıpları minimize edebildi.

### Trafik Verileri Zorlu Şartların İşaretlerini İçeriyor

Türk Hava Yolları yılın ilk 4 ayında geçen yılın aynı dönemine göre %8,3 artışla 28,5 milyon adet yolcu taşıdı. Aynı dönemde taşınan kargo/posta verisi %14,3 artışla 747 bin ton oldu. Bölgesel bazda ise resim daha net bir görünüm sundu. Yolcu sayısı Orta Doğu'da %14,9 düşüş gösterirken, Uzak Doğu'da %24,2, Avrupa'da %11,5, Afrika'da %18,2'lik artış yaşadı.

Yalnızca Nisan ayı bağlamında incelendiğinde, 2025 Nisan ayına kıyasla, toplam yolcu sayısı %2,9 daralma göstererek 7,2 milyon oldu. Kargo/posta verisi ise %12,1 gibi güçlü artış gösterdi. Bölgesel bazda Nisan verisinde etki daha net görüldü. Orta Doğu'da yolcu sayısında %55,7 aylık daralma göze çarparken, Uzak Doğu'da yaşanan aylık %23,6 artış ile Afrika'daki %10,9'luk büyüme kayıpları bir nebze de olsa telafi edebildi.

### Uçuş Başı Mesafe Artıyor, Doluluklar Arz Kısıtları Sayesinde Korunabiliyor

Avrupa'daki taşıyıcıların jet yakıtı tedarik problemleri ile Körfez havayolu firmalarının trafik kaynaklı problemleri THY gibi oyunculara alan açtı. THY, Türkiye'nin stratejik konumu ile Asya-Avrupa arası uçuşlardan güçlü pay alabildiği. Dünya'nın en fazla destinasyonuna uçan havayolu firması olması nedeniyle Afrika'daki büyümeden de faydalanabildi. Şirket şu aşamada Avrupa'daki eşlenikleri ölçeğinde bir yakıt tedarik problemi yaşamasa da artan yakıt giderlerinden etkileniyor. Tahminlerimizde yakıt giderlerinde %55,4 artış öngörürken, bunu biletleme gelirlerindeki artışla telafi edebileceğini öngörüyoruz. Filo'ya uçak teslimleri sürerken, uçakların kullanım sürelerini konjonktür gereği düşürdük. Burada şirketin uçak siparişlerinin tesliminin sürüyor olması da etkili oldu.

### Gelirler Artsa da Marj Kayıpları Kaçınılmaz

2026 yılında yolcu gelirlerinde %14,3, kargo gelirlerinde, %29,7, toplam gelirlerde %16,2 artış öngörüyoruz. Ancak yakıt fiyatlarında gerçekleşen artış, ki özellikle burada petroldeki artışa kıyasla oldukça fazla artan jet yakıt fiyatları etkili, karlılık marjlarını baskılıyor. Olağanüstü koşullar nedeniyle daha normalize bir yıl olan 2027 yılını esas alarak değerlememizi gerçekleştirdik.

THYAO	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar (USD mn)	22.669	24.096	27.996	29.410	31.621
FAVÖK (USD mn)	4.123	3.947	2.413	3.179	3.864
FAVÖK (USD mn) (diğer gelir/gider dahil)	4.616	4.618	2.988	3.783	4.514
FAVÖK (USD mn) (THY'nin hesapladığı)	5.059	5.059	3.412	4.228	4.993
Net Kar (USD mn)	3.425	2.908	1.506	1.758	1.991
Net Borç/FAVÖK (x)	1,5	2,1	4,4	4,1	4,0

## Endekse Paralel Getiri

Fiyat: 296,75 TL

Hedef Fiyat: 373,25 TL

### Şirket Bilgileri

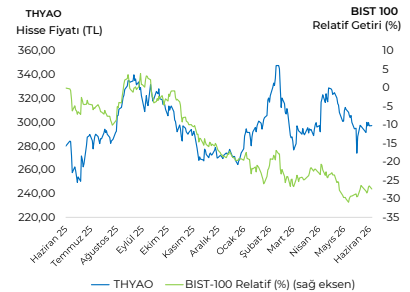
Hisse Kodu	THYAO
Şirket Pazarı	Yıldız Pazar
<b>Hedef Fiyat (TL)</b>	<b>373,25</b>
<b>Hedef Getiri</b>	<b>25,8%</b>
Hisse Fiyatı (TL)	296,75
5Y En Yüksek	352,50
5Y En Düşük	246,66
Hisse Adedi (mn)	1.380
HAO	50%
Piyasa Değeri (TL mn)	409.515
Piyasa Değeri (USD mn)	8.896
Finansal Borç (TL mn)	813.955
Finansal Borç (USD mn)	18.339
3A OİH (USD mn)	298,27
3A OİH/HA Piyasa Değ.	6,71%

F / K	
Güncel	3,15
6 Aylık Ortalama	3,43
1 Yıllık Ortalama	3,71
PD/DD	
Güncel	0,42
6 Aylık Ortalama	0,44
1 Yıllık Ortalama	0,55

### Değerleme

	2025	26T	27T	28T
F/K (x)	3,1	5,9	5,1	4,5
FD/FAVÖK (x)	5,5	5,8	4,6	3,8
PD/DD (x)	0,4	0,4	0,4	0,3
Temettü Verimi	0,0%	0,8%	1,0%	1,1%
FD/Satış (x)	0,9	0,6	0,6	0,5

### Hisse Fiyat Performansı



### INFO Araştırma

Egehan Turgut / Kıdemli Uzman  
egehanturgut@infoyatirim.com.tr

## Finansallar

### Gelir Tablosu

(USD mn)	2024	2025	2026T	2027T	2028T
<b>Net Satışlar</b>	<b>22.669</b>	<b>24.096</b>	<b>27.996</b>	<b>29.410</b>	<b>31.621</b>
Satışların Maliyeti	-18.347	-20.208	-25.722	-26.337	-27.624
<b>Brüt Kar/Zarar</b>	<b>4.322</b>	<b>3.888</b>	<b>2.274</b>	<b>3.073</b>	<b>3.997</b>
Faaliyet Giderleri	-2.402	-2.336	-2.423	-2.605	-3.069
<b>Çekirdek FVÖK</b>	<b>1.920</b>	<b>1.552</b>	<b>-149</b>	<b>468</b>	<b>928</b>
Diğer Faaliyetlerden Gelir/Giderler	493	671	575	604	649
<b>FVÖK</b>	<b>2.413</b>	<b>2.223</b>	<b>426</b>	<b>1.072</b>	<b>1.577</b>
Faiz Gelirleri	1.720	1.441	1.520	1.241	984
Faiz Giderleri	-587	-536	-770	-769	-786
Diğer Gelir/Giderler	101	274	432	454	488
<b>Vergi Öncesi Kar/Zarar</b>	<b>3.647</b>	<b>3.402</b>	<b>1.608</b>	<b>1.998</b>	<b>2.263</b>
Vergi Geliri/Gideri	-222	-494	-102	-240	-272
<b>Net Kar</b>	<b>3.425</b>	<b>2.908</b>	<b>1.506</b>	<b>1.758</b>	<b>1.991</b>

### FAVÖK

<b>Net Borç*</b>	<b>5.980</b>	<b>8.304</b>	<b>10.528</b>	<b>13.043</b>	<b>15.513</b>
------------------	--------------	--------------	---------------	---------------	---------------

\*Uçak ön ödemelerine göre düzeltilmiştir

### Bilanço

(USD mn)	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Nakit&benz./Kısa&Uzun vd. fin. yat. dahil	7.180	8.956	8.751	8.071	7.470
Ticari alacaklar	905	1.069	1.271	1.289	1.386
Stoklar	671	968	1.176	1.317	1.381
Diğer cari varlıklar	2.050	1.876	2.173	2.194	2.305
Duran varlıklar	24.792	28.429	32.270	36.286	40.581
Şerefiye	27	27	27	27	27
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	43	43	43	43	43
Diğer cari olmayan varlıklar	4.006	5.235	6.064	6.370	6.849
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>39.674</b>	<b>46.603</b>	<b>51.776</b>	<b>55.597</b>	<b>60.043</b>

Ticari borçlar	1.494	1.832	2.224	2.165	2.270
Diğer cari yükümlülükler	1.479	1.159	1.343	1.410	1.516
Ertelenmiş gelirler	3.075	3.600	4.170	4.381	4.710
Rotatif/Kısa vadeli borç	1.571	1.632	1.500	1.500	1.500
Uzun vadeli borçlar (kısa vadeye sarkanlar dahil)	324	1.286	1.714	1.714	1.714
Kiralama yükümlülükleri (kısa vade dahil)	11.966	14.886	16.696	18.562	20.481
Diğer cari olmayan yükümlülükler	451	894	1.036	1.088	1.170
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>20.360</b>	<b>25.289</b>	<b>28.682</b>	<b>30.820</b>	<b>33.362</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>19.314</b>	<b>21.314</b>	<b>23.094</b>	<b>24.777</b>	<b>26.681</b>
<b>TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER&amp;ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>39.674</b>	<b>46.603</b>	<b>51.776</b>	<b>55.597</b>	<b>60.043</b>

### Finansal Analiz

	2024	2025	2026T	2027T	2028T
<b>Büyüme (%)</b>					
Satışlar	8,2	6,3	16,2	5,1	7,5
FAVÖK	-8,4	0,0	-32,6	23,9	18,1
Net Kar	-43,1	-15,1	-48,2	16,7	13,3
<b>Marjlar (%)</b>					
Brüt Kar Marjı	19,1	16,1	8,1	10,4	12,6
Çekirdek FVÖK Marjı	8,5	6,4	-0,5	1,6	2,9
FVÖK Marjı	10,6	9,2	1,5	3,6	5,0
FAVÖK Marjı	22,3	21,0	12,2	14,4	15,8
Net Kar Marjı	15,1	12,1	5,4	6,0	6,3
<b>Verimlilik</b>					
Alacak Devir Hızı (gün)		15,0	15,3	16,0	16,0
Stok Devir Hızı (gün)		24,7	24,0	20,0	20,0
Ticari Borç Devir Hızı (gün)		30,0	28,8	30,0	30,0
İşletme Sermayesi/Net Satışlar (%)		0,6	0,8	1,1	1,5
<b>Karlılık</b>					
Aktif Karlılığı (%)		6,7	3,1	3,3	3,4
Özkaynak Karlılığı (%)		14,3	6,8	7,3	7,7
Yatırılan Sermaye Getirisi (%)		3,3	-0,3	0,8	1,4
<b>Kaldıraç</b>					
Varlıklar/Özsermaye (x)	2,05	2,19	2,24	2,24	2,25
Net Borç/FAVÖK (x)	1,45	2,10	4,36	4,10	4,01
Yatırım Harcamaları/Ciro (%)	5,50	8,05	7,25	7,25	7,25

## Sektör Raporu-Güncelleme

# Havacılık

## Pegasus <PGSUS>

**PGSUS için hedef fiyatımızı 296,00 TL'den 218,50 TL'ye revize ederken, endeks üstü getiri beklentimizi endekse paralel getiri olarak güncelliyoruz.**

Pegasus yakıt tüketimi düşük genç filosuyla öne çıkıyor. Özellikle yakıt fiyatlarının yüksek seyrettiği mevcut konjonktürde bu durum daha önemli bir hale geliyor. Şirket uçuş iptallerinden dış hatlarda yaşadığı kayıpları iç hatlarda bir miktar telafi etmiş durumda. Ancak doluluk oranları misafir sayısının aksine düşüş gösteriyor.

### Trafik Sonuçları Zayıf Görünümü Doğruluyor

Pegasus yılın ilk 4 ayında geçen yılın aynı dönemine göre %5 artışla 13,11 milyon adet yolcu taşıdı. Bölgesel bazda iç hatlar güçlü görünüm sunarken dış hatlarda performans zayıf seyretti. İç hatlarda yolcu sayısı %14 artışla 5,17 milyon olurken, doluluk oranı 1,7 puan daralma ile %88,2 oldu. Dış hatlarda ise yolcu sayısı yatay kalarak 7,94 milyon olurken, doluluk oranı 1,9 puan düşüşle %82,5 olarak gerçekleşti.

Yalnızca Nisan ayı bağlamında incelendiğinde, 2025 Nisan ayına kıyasla, toplam yolcu sayısı %5 daralma göstererek 3,28 milyon oldu. Bölgesel bazda savaş etkisi Nisan verisinde daha net görüldü. İç hatlarda yolcu sayısı %12 artışla 1,36 milyon olurken, doluluk oranı 7,9 puan daralma ile %82,8 oldu. Dış hatlarda ise yolcu sayısı %14 daralarak 1,92 milyon olurken, doluluk oranı 6,6 puan düşüşle %78,2 olarak gerçekleşti.

### İç Hatlar Kurtarıcı Olacak Ancak Turizm de Önem Arz Edecek

Uçak teslimatları kapsamında büyüme planlarını sürdüren şirket, mevcut konjonktürde turizm performansına oldukça bağımlı durumda. Türk lirasının güçlü seyri, savaş bölgesine yakınlık ve artan bilet fiyatları kaynaklı uzak mesafeden gelen turistlerin taleplerinin düşüş riski temel olarak ana risk faktörü olarak öne çıkıyor. Bu bağlamda savaşın erken bitmesi şirketin performansı üzerine ekstra belirleyici olacak. İç tarafta yıllık %4,6 yolcu büyümesi öngörürken, dış hatlarda %2,1 büyüme bekliyoruz. Böylelikle toplam yolcu sayısının %3,0 artışla 44,1 milyon olmasını öngörüyoruz.

### Zorlu Şartlar Karlılığı Zayıflatıyor

2026 yılında yolcu gelirlerinde %5,6, yan gelirlerde %3,7, toplam gelirlerde %4,8 artış öngörüyoruz. Yakıt tarafında ise %36,3 euro bazlı artış öngörmekteyiz. Böylelikle şirketin zorlu geçen yılı zararlar kapatabileceğini düşünmekteyiz. Bütün bunları göz önünde bulundurduğumuzda, olağanüstü koşullar nedeniyle daha normalize bir yıl olan 2027 yılını esas alarak değerlememizi gerçekleştirdik.

PGSUS	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar (EUR mn)	3.126	3.414	3.579	3.970	4.490
FAVÖK (EUR mn)	887	826	509	869	1.134
FAVÖK (EUR mn) (diğer gelir/gider dahil)	917	684	416	770	1.029
FAVÖK (EUR mn) (PGSUS'un hesapladığı)	888	840	525	886	1.153
Net Kar (EUR mn)	361	301	-109	165	350
Net Borç/FAVÖK (x)	3,1	3,6	6,4	4,0	3,1

## Endekse Paralel Getiri

Fiyat: 168,9 TL

Hedef Fiyat: 218,5 TL

### Şirket Bilgileri

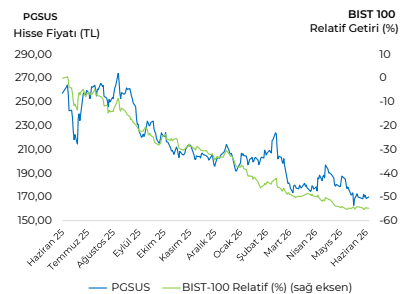
Hisse Kodu	PGSUS
Şirket Pazarı	Yıldız Pazar
<b>Hedef Fiyat (TL)</b>	<b>218,50</b>
<b>Hedef Getiri</b>	<b>29,4%</b>
Hisse Fiyatı (TL)	168,90
5Y En Yüksek	274,50
5Y En Düşük	161,50
Hisse Adedi (mn)	500
HAO	43%
Piyasa Değeri (TL mn)	84.450
Piyasa Değeri (USD mn)	1.835
Finansal Borç (TL mn)	238.866
Finansal Borç (USD mn)	5.382
3A OIH (USD mn)	51,87
3A OIH/HA Piyasa Değ.	6,58%

F / K	
Güncel	9,79
6 Aylık Ortalama	8,27
1 Yıllık Ortalama	7,96
PD/DD	
Güncel	0,73
6 Aylık Ortalama	0,90
1 Yıllık Ortalama	1,60

### Değerleme

	2025	26T	27T	28T
F/K (x)	7,0	-14,7	9,7	4,6
FD/FAVÖK (x)	6,9	11,1	6,0	4,5
PD/DD (x)	0,8	0,7	0,6	0,6
Temettü Verimi	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
FD/Satış (x)	1,7	1,3	1,2	1,0

### Hisse Fiyat Performansı



### INFO Araştırma

Egehan Turgut / Kıdemli Uzman  
egehanturgut@infoyatirim.com.tr

## Finansallar

### Gelir Tablosu

(EUR mn)	2024	2025	2026T	2027T	2028T
<b>Net Satışlar</b>	<b>3.126</b>	<b>3.414</b>	<b>3.579</b>	<b>3.970</b>	<b>4.490</b>
Satışların Maliyeti	-2.432	-2.833	-3.316	-3.393	-3.683
<b>Brüt Kar/Zarar</b>	<b>694</b>	<b>581</b>	<b>263</b>	<b>577</b>	<b>807</b>
Faaliyet Giderleri	-146	-181	-213	-217	-235
<b>Çekirdek FVÖK</b>	<b>548</b>	<b>400</b>	<b>50</b>	<b>361</b>	<b>572</b>
Diğer Faaliyetlerden Gelir/Giderler	30	-142	-93	-99	-105
<b>FVÖK</b>	<b>578</b>	<b>258</b>	<b>-44</b>	<b>262</b>	<b>467</b>
Faiz Gelirleri	96	117	82	61	46
Faiz Giderleri	-227	-204	-221	-213	-207
Diğer Gelir/Giderler	-124	154	66	73	83
<b>Vergi Öncesi Kar/Zarar</b>	<b>323</b>	<b>325</b>	<b>-117</b>	<b>184</b>	<b>389</b>
Vergi Geliri/Gideri	38	-24	8	-18	-39
<b>Net Kar</b>	<b>361</b>	<b>301</b>	<b>-109</b>	<b>165</b>	<b>350</b>

<b>FAVÖK</b>	<b>887</b>	<b>826</b>	<b>509</b>	<b>869</b>	<b>1.134</b>
<b>Net Borç*</b>	<b>2.749</b>	<b>2.942</b>	<b>3.250</b>	<b>3.477</b>	<b>3.529</b>

\*Uçak ön ödemelerine göre düzeltilmiştir

### Bilanço

(EUR mn)	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Nakit&benz./Kısa&Uzun vd. fin. yat. dahil	1.687	1.562	1.574	1.604	1.838
Ticari alacaklar	73	73	87	87	98
Stoklar	42	46	52	52	57
Diğer cari varlıklar	216	246	266	295	334
Duran varlıklar	4.667	4.930	5.211	5.517	5.851
Diğer cari olmayan varlıklar	1.026	1.273	1.376	1.526	1.726
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>7.711</b>	<b>8.130</b>	<b>8.565</b>	<b>9.081</b>	<b>9.904</b>
Ticari borçlar	216	288	323	297	323
Diğer cari yükümlülükler	96	135	146	162	184
Ertelenmiş gelirler	577	592	639	709	802
Rotatif/Kısa vadeli borç	172	424	500	500	500
Uzun vadeli borçlar (kısa vadeye sarkanlar dahil)	688	541	563	563	563
Kiralama yükümlülükleri (kısa vade dahil)	3.666	3.657	3.889	4.159	4.464
Diğer cari olmayan yükümlülükler	256	176	191	211	239
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>5.672</b>	<b>5.814</b>	<b>6.252</b>	<b>6.603</b>	<b>7.075</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>2.039</b>	<b>2.316</b>	<b>2.313</b>	<b>2.478</b>	<b>2.828</b>
<b>TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER&amp;ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>7.711</b>	<b>8.130</b>	<b>8.564</b>	<b>9.081</b>	<b>9.903</b>

### Finansal Analiz

	2024	2025	2026T	2027T	2028T
<b>Büyüme (%)</b>					
Satışlar	17,1	9,2	4,8	10,9	13,1
FAVÖK	11,6	25,5	8,1	10,5	10,5
Net Kar	-54,2	-16,7	-	-	111,8
<b>Marjlar (%)</b>					
Brüt Kar Marjı	22,2	17,0	7,3	14,5	18,0
Çekirdek FVÖK Marjı	17,5	11,7	1,4	9,1	12,7
FVÖK Marjı	18,5	7,6	-1,2	6,6	10,4
FAVÖK Marjı	28,4	24,2	14,2	21,9	25,2
Net Kar Marjı	11,6	8,8	-3,0	4,2	7,8
<b>Verimlilik</b>					
Alacak Devir Hızı (gün)		7,8	8,1	8,0	8,0
Stok Devir Hızı (gün)		64,8	67,9	65,0	65,0
Ticari Borç Devir Hızı (gün)		32,5	33,7	32,0	32,0
İşletme Sermayesi/Net Satışlar (%)		-4,0	-5,0	-4,3	-3,6
<b>Karlılık</b>					
Aktif Karlılığı (%)		3,8	-1,3	1,9	3,7
Özkaynak Karlılığı (%)		13,8	-4,7	6,9	13,2
Yatırılan Sermaye Getirisi (%)		4,8	0,5	3,7	5,5
<b>Kaldıraç</b>					
Varlıklar/Özsermaye (x)	3,78	3,51	3,70	3,66	3,50
Net Borç/FAVÖK (x)	3,10	3,56	6,38	4,00	3,11
Yatırım Harcamaları/Ciro (%)	-2,21	1,35	1,91	1,89	1,84

## Sektör Raporu-Güncelleme

# Havacılık

## Tav Havalimanları <TAVHL>

**TAVHL için hedef fiyatımızı 489,50 TL'den 423,70 TL'ye revize ederken, endeks üstü getiri beklentimizi koruyoruz.**

TAV havalimanı işletmecisi bir holding yapısı olması nedeniyle havayolu şirketlerine kıyasla akaryakıt fiyatlarının yarattığı etkilerden dolayı olarak etkileniyor. Bu sebeple TAV için kayıplar daha sınırlı kalıyor. Bu tarafta, IATA tahminlerinde de görüldüğü üzere yolcu tarafında sınırlı da olsa büyüme öngörüsü göze çarpıyor.

### Trafik Sonuçları Savaş Etkisini Yansıtırsa da Barışın Zamanlaması Belirleyici Olacak

Şirket yılın ilk 5 ayında %2,0 artışla 36,67 milyon yolcu ağırlarken bu rakam, iç hatlarda %6,3 artışla 14,88 milyon, dış hatlarda %0,8 azalışla 21,79 milyon yolcuya işaret etti. Yalnızca Mayıs ayına bakıldığında savaş etkisi daha net görüldü. Toplam yolcu sayısı %1,3 daralma göstererek 10,03 milyon olurken, iç hatlar %7,6 artış, dış hatlar ise %5,3 daralma gösterdi. Özellikle şirketin işlettiği Antalya, Milas ve Gazipaşa gibi havalimanları turizm sektöründen etkilendiği için savaşın erken bitmesi şirketin performansı için ekstra önem arz ediyor.

### Şirket Beklentilerini Korusa da Belirsizliklere İşaret Etmekte

Şirket 2026 için 116-123 milyon yolcu, 78-83 milyon dış hat yolcu, 1,88-1,98 milyar euro ciro, 590-650 milyon euro FAVÖK, 330 milyondan az yatırım harcaması beklentisini korudu. Ancak belirsizliklere de vurgu yaptı. Bu bağlamda bizler de varsayımlarımızda tahminlerin alt bandına yakınlaşarak 166,6 milyon yolcu, 1,89 milyar euro ciro, 591 milyon euro FAVÖK öngördük. Şirketin performansında yurt içi turizm sezonu belirleyici olacakken, yakıt fiyatlarının düşüşü ve savaş risklerinin azalması ile Gürcistan ve Almaty'daki performans da önem arz ediyor. Şirket Almaty'da yakıt tarafında Kazakistan Devleti'nin teşviki kaynaklı karlılık kaybı yaşasa da dış hatlar performansının güçlü seyretmesi olumlu değerlendirilebilir.

### Karlılık Zayıflasa da Etki Sınırlı Görünüyor

2026 yılında yolcu sayısında %3,1 artış öngörürken, ciroda %3,6 artış öngörüyoruz. Bu yıl içinde yeni sözleşme nedeniyle iyileşen Ankara ve Antalya etkisiyle BTA karlılıklarında güçlenme öngörüyoruz. Baz senaryomuz savaşın 2. çeyrek sonu ya da 3. çeyrek başlangıcında çözülmesi üzerine olup barış sürecinin gecikmesi temel risk olarak öne çıkıyor.

TAVHL	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar (EUR mn)	1.660	1.823	1.889	2.013	2.098
FAVÖK (EUR mn)	489	560	591	622	640
Net Kar (EUR mn)	183	51	85	170	248
Net Borç/FAVÖK (x)	2,7	2,2	2,4	2,1	1,8

## Endeks Üstü Getiri

Fiyat: 257 TRY

Hedef Fiyat: 423,7 TRY

### Şirket Bilgileri

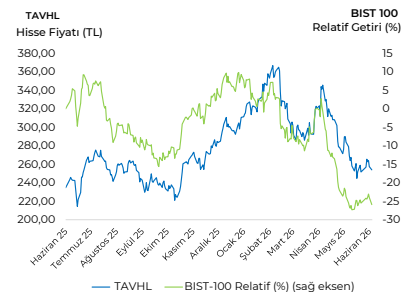
	TAVHL
Hisse Kodu	TAVHL
Şirket Pazarı	Yıldız Pazar
<b>Hedef Fiyat (TL)</b>	<b>423,70</b>
<b>Hedef Getiri</b>	<b>64,9%</b>
Hisse Fiyatı (TL)	257,00
SIY En Yüksek	369,00
SIY En Düşük	212,80
Hisse Adedi (mn)	363
HAO	48%
Piyasa Değeri (TL mn)	93.363
Piyasa Değeri (USD mn)	2.028
Finansal Borç (TL mn)	102.668
Finansal Borç (USD mn)	2.313
3A OİH (USD mn)	19,54
3A OİH/HA Piyasa Değ.	2,01%

F / K	
Güncel	59,69
6 Aylık Ortalama	49,07
1 Yıllık Ortalama	42,81
PD/DD	
Güncel	1,21
6 Aylık Ortalama	1,32
1 Yıllık Ortalama	1,35

### Değerleme

	2025	26T	27T	28T
F/K (x)	38,5	20,6	10,3	7,1
FD/FAVÖK (x)	6,7	6,1	5,7	5,6
PD/DD (x)	1,4	1,0	1,0	0,9
Temettü Verimi	1,2%	2,3%	4,2%	6,0%
FD/Satış (x)	2,1	1,9	1,8	1,7

### Hisse Fiyat Performansı



### INFO Araştırma

Egehan Turgut / Kıdemli Uzman  
egehanturgut@infoyatirim.com.tr

## Finansallar

### Gelir Tablosu

(EUR mn)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>Net Satışlar</b>	<b>1.660</b>	<b>1.823</b>	<b>1.889</b>	<b>2.013</b>	<b>2.098</b>
Faaliyet Giderleri	-1.171	-1.263	-1.298	-1.390	-1.458
<b>FAVÖK</b>	<b>489</b>	<b>560</b>	<b>591</b>	<b>622</b>	<b>640</b>
Amortisman Giderleri	-206	-198	-250	-253	-256
Özkaynak Yönt. Değ.	59	-60	-58	-7	60
<b>FVÖK</b>	<b>343</b>	<b>303</b>	<b>283</b>	<b>362</b>	<b>445</b>
Faiz Gelirleri	59	53	35	37	39
Faiz Giderleri	-132	-135	-140	-128	-118
Diğer Gelir/Giderler	-30	-93	-49	-52	-54
<b>Vergi Öncesi Kar/Zarar</b>	<b>240</b>	<b>128</b>	<b>129</b>	<b>219</b>	<b>311</b>
Vergi Geliri/Gideri	-43	-62	-28	-33	-47
<b>Net Kar</b>	<b>197</b>	<b>67</b>	<b>102</b>	<b>186</b>	<b>264</b>
Azınlık Payları	-14	-16	-17	-17	-17
<b>Ana Ortaklık Net Kar</b>	<b>183</b>	<b>51</b>	<b>85</b>	<b>170</b>	<b>248</b>

<b>FAVÖK</b>	<b>489</b>	<b>560</b>	<b>591</b>	<b>622</b>	<b>640</b>
<b>Net Borç*</b>	<b>1.342</b>	<b>1.221</b>	<b>1.407</b>	<b>1.314</b>	<b>1.176</b>

\*UV borç+Rotatif+Nakit&Benz.

### Bilanço

(EUR mn)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Nakit&benz/Kısa&Uzun vd. fin. yat. dahil	507	578	541	634	772
Ticari alacaklar	127	136	157	160	167
Stoklar	45	57	46	56	58
Diğer cari varlıklar	173	165	171	182	190
Duran varlıklar	2.573	2.866	2.976	3.035	3.091
Şerefiye	223	214	215	215	215
Diğer cari olmayan varlıklar	1.216	999	1.038	1.106	1.153
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>4.863</b>	<b>5.013</b>	<b>5.145</b>	<b>5.388</b>	<b>5.647</b>
Ticari borçlar	74	74	76	80	84
Diğer cari yükümlülükler	262	679	550	586	611
Ertelenmiş gelirler	27	27	28	30	31
Rotatif/Kısa vadeli borç	259	255	200	200	200
Uzun vadeli borçlar (kısa vadeye sarkanlar dahil)	1.589	1.544	1.749	1.749	1.749
Diğer cari olmayan yükümlülükler	1.029	825	857	913	952
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>3.240</b>	<b>3.404</b>	<b>3.459</b>	<b>3.557</b>	<b>3.626</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>1.623</b>	<b>1.609</b>	<b>1.686</b>	<b>1.832</b>	<b>2.021</b>
<b>TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER&amp;ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>4.863</b>	<b>5.013</b>	<b>5.145</b>	<b>5.389</b>	<b>5.648</b>

### Finansal Analiz

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>Büyüme (%)</b>					
Satışlar	26,7	9,8	3,6	6,6	4,2
FAVÖK	27,2	14,5	5,5	5,3	2,9
Net Kar	-23,8	-66,2	52,3	83,4	41,9
<b>Marjlar (%)</b>					
FVÖK Marjı	20,7	16,6	15,0	18,0	21,2
FAVÖK Marjı	29,5	30,7	31,3	30,9	30,5
Net Kar Marjı	11,0	2,8	4,5	8,4	11,8
<b>Verimlilik</b>					
Alacak Devir Hızı (gün)		26,3	28,3	29,0	29,0
Stok Devir Hızı (gün)		24,9	25,2	25,0	25,0
Ticari Borç Devir Hızı (gün)		21,4	21,0	21,0	21,0
İşletme Sermayesi/Net Satışlar (%)		5,9	6,5	6,5	6,6
<b>Karlılık</b>					
Aktif Karlılığı (%)		1,0	1,7	3,2	4,5
Özkaynak Karlılığı (%)		3,1	5,2	9,7	12,9
Yatırılan Sermaye Getirisi (%)		5,2	4,7	5,8	6,9
<b>Kaldıraç</b>					
Varlıklar/Özsermaye (x)	3,00	3,12	3,05	2,94	2,79
Net Borç/FAVÖK (x)	2,74	2,18	2,38	2,11	1,84
Yatırım Harcamaları/Ciro (%)	15,06	11,66	16,55	15,53	14,90

**SOTP**

Havalimanları	Değerleme Yöntemi	TAV Sahiplik Oranı	Konsolidasyon	NAD Katkısı
Almati	İNA	85%	Tam	770
Ankara	İNA	100%	Tam	201
Antalya	İNA	50%	Özkaynak Yöntemi	793
Bodrum	İNA	100%	Tam	1
Gazipaşa	İNA	100%	Tam	4
Gürcistan	İNA	80%	Tam	141
İzmir	İNA	100%	Tam	50
Makedonya	İNA	100%	Tam	88
Medine	İNA	26%	Özkaynak Yöntemi	33
Tunus	İNA	100%	Tam	83
<b>Havalimanları Toplam</b>				<b>2.164</b>
<b>Yer Hizmetleri</b>				
HAVAS	İNA	100%	Tam	503
BTA	İNA	100%	Tam	122
ATU	İNA	50%	Özkaynak Yöntemi	298
TGS	İNA	50%	Özkaynak Yöntemi	285
<b>Yer Hizmetleri Toplam</b>				<b>1.209</b>
<b>Toplam SOTP</b>				<b>3.373</b>
Holding Net Borç				490
<b>Toplam Net Varlık Değeri</b>				<b>2.882</b>
<b>Pay Sayısı (mn)</b>				363,3
Hedef Fiyat (EUR)				7,93
EUR/TRY				53,4
<b>Hedef Fiyat (TL)</b>				<b>423,7</b>
Getiri Potansiyeli				64,9%

**Çekince:** Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistiki şekil ve bilgiler hazırlandığı tarih itibari ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getiri- nin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte olup alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir.