

# Sektörel Değerlendirme Havacılık



## Türkiye Havacılık Sektörü

- ✓ Devlet Hava Meydanları İşletmesi (DHMİ) Genel Müdürlüğü'nün 2025 yılı Aralık ayına ilişkin açıkladığı havayolu istatistiklerinde iki kere sayılan iç hat yolcu sayısına göre düzelttiğimiz veriler doğrultusunda, hizmet alan toplam yolcu sayısı 13,6 milyon ile yıllık bazda %13,2 artış kaydetti. Dış hat yolcu sayısı 9,6 milyon yolcu ile yıllık bazda %13,8 artış gösterirken, iç hat yolcu sayısı %11,6 artış ile 3,95 milyona yükseldi. Taşınan toplam yük tonajı ise (kargo+posta+bagaj) 412.000 ton ile yıllık bazda %8,7 artış gösterdi.
- ✓ Ocak-Aralık dönemine baktığımızda toplam yolcu sayısı 196,2 milyon ile yıllık bazda %7,4 artış gösterdi. Dış hat tarafında yolcu sayısı %7,7 artış ile 145,4 milyona ulaştı. İç hat yolcu sayısı ise 50,8 milyon ile yıllık bazda %6,6 artış kaydetti.
- ✓ Havalimanı bazında bakıldığında; İstanbul Havalimanı Aralık ayında yıllık %11,0 artış ile 6,3 milyon yolcuya hizmet verdi. Sabiha Gökçen %19,6 artışla 3,3 milyon, Esenboğa %18,2 artışla 742 bin yolcuya hizmet sağladı. Antalya ve İzmir'de ise yolcu trafiği sırasıyla %4,2 ve %11,9 artış gösterdi.
- ✓ Son çeyrekte hizmet alan toplam yolcu sayısı bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla %13,4 artışla 47,2 milyona yükseldi. İç hatlar %12,2, dış hatlar %13,8 büyümeye kaydetti.
- ✓ **Düşük sezonda çift haneli büyüyen Türkiye havacılık sektörü için Aralık ayı trafik sonuçlarını "pozitif" olarak değerlendiriyoruz.** 2026'da talebin dirençli kalmaya devam edeceğini, işgücüne ilişkin darboğazlar ve uçak teslimatlarındaki gecikmeler ile kapasite kısıtlamalarına bağlı olarak doluluk oranının biraz daha iyileşebileceğini düşünüyoruz. Ayrıca, jet yakıt fiyatlarındaki istikrarlı görünüm ile yolcu birim gelirleri önceki seneye göre yatay kalabilir. Türkiye havacılık sektörünün dengeli büyüme görünümünü korumasını, coğrafi konum avantajı ve turizm potansiyelinin ise ön planda kalmaya devam etmesini bekliyoruz. DHMİ Genel Müdürlüğü Ekim ayında yaptığı tahminlerde toplam yolcu sayısının 2026'da 203,4 milyona, 2027'de 209,3 milyona yükseleceğini öngörüyor. Diğer yandan operasyonel tarafta istikrarlı görünüm korunurken, personel giderleri ve dezenfasyonist süreç ile maliyet yönetiminin karlılık açısından kritik önem taşıyacağını düşünüyoruz.

| Yolcu Sayısı  | Aralık 25         | Aralık 24         | Yıllık Değişim |
|---------------|-------------------|-------------------|----------------|
| İç Hatlar*    | 3.949.798         | 3.539.550         | 11,6%          |
| Dış Hatlar    | 9.622.131         | 8.454.654         | 13,8%          |
| <b>Toplam</b> | <b>13.571.929</b> | <b>11.994.204</b> | <b>13,2%</b>   |

| Yolcu Sayısı  | Oca-Ara 25         | Oca-Ara 24         | Yıllık Değişim |
|---------------|--------------------|--------------------|----------------|
| İç Hatlar*    | 50.827.501         | 47.678.056         | 6,6%           |
| Dış Hatlar    | 145.362.150        | 134.935.120        | 7,7%           |
| <b>Toplam</b> | <b>196.189.651</b> | <b>182.613.176</b> | <b>7,4%</b>    |

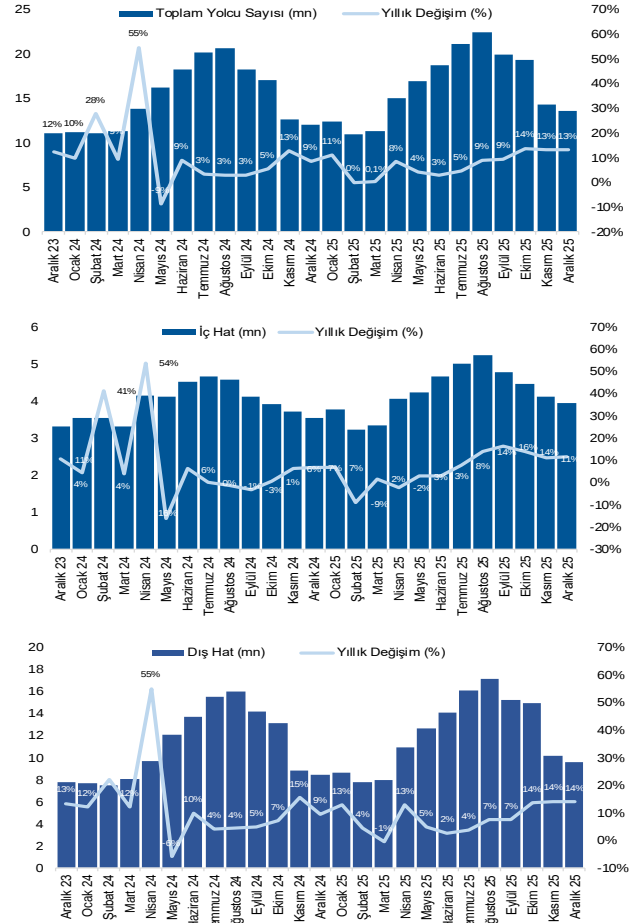
  

| Havalimanı    | Aralık 25 | Aralık 24 | Yıllık Değişim |
|---------------|-----------|-----------|----------------|
| İstanbul      | 6.281.881 | 5.661.150 | 11,0%          |
| Sabiha Gökçen | 3.325.962 | 2.781.045 | 19,6%          |
| Esenboğa      | 742.042   | 627.810   | 18,2%          |
| Antalya       | 823.566   | 790.636   | 4,2%           |
| İzmir         | 604.779   | 540.367   | 11,9%          |

| Hisse Kodu                    | THYAO   | PGSUS   | TAVHL   |
|-------------------------------|---------|---------|---------|
| Cari Fiyat (TL)               | 295,8   | 203,2   | 321,8   |
| Tavsiye                       | AL      | -       | -       |
| 12 Aylık Hedef Fiyat (TL)     | 435,00  | -       | -       |
| 52H En Yüksek (TL)            | 342,7   | 287,3   | 333,8   |
| 52H En Düşük (TL)             | 246,7   | 191,6   | 212,8   |
| Piyasa Değeri (mn TL)         | 408.135 | 101.600 | 116.886 |
| Piyasa Değeri (mn USD)        | 9.472   | 2.358   | 2.713   |
| Halka Açıklık Oranı (%)       | 50,0%   | 43,0%   | 48,0%   |
| Endeks Payı (BIST100)         | 5,3%    | 1,1%    | 1,5%    |
| 3A Hacim (mn TL)              | 10.529  | 3.754   | 665     |
| <b>Relatif Performans (%)</b> |         |         |         |
| SIA                           | -5,1    | -15,6   | -4,9    |
| YBB                           | -2,7    | -6,4    | -4,7    |

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

### Kasım'da büyüme ivmesi yavaşladı

IATA'nın Kasım ayına ilişkin yayımladığı verilere göre, küresel yolcu trafiği yıllık bazda %5,7 artış kaydederek Ekim ayındaki %6,6'lık büyümeye kıyasla sınırlı bir ivme kaybı gösterdi. Aynı dönemde kapasite artışı %5,4 seviyesinde gerçekleşirken, talep artışının kapasitenin üzerinde seyretmesiyle birlikte doluluk oranı yıllık 0,3 puanlık artışla %83,7'ye yükselerek Kasım ayları için tarihi zirveye ulaştı. Uluslararası yolcu trafiği Kasım ayında yıllık %7,7 artış gösterirken, kapasite artışı %7,1 seviyesinde kaldı. Buna karşılık, yurt içi yolcu trafiğinde büyüme %2,7 ile sınırlı kalırken, doluluk oranı %83,2 ile geçen yıla paralel seyretti. Bölgesel kırılımda, Afrika hariç tüm bölgelerde yolcu trafiği büyümesinin Ekim ayına kıyasla yavaşladığı görülürken, Afrika %12,6 ile en güçlü büyümenin kaydedildiği bölge oldu. Afrika'yı Orta Doğu (%9,5) ve Asya-Pasifik (%7,8) takip etti. Avrupa'da yolcu trafiği yıllık %6,1 artarken, Kuzey Amerika %0,1 ile sektör ortalamasının belirlenmiş şekilde altında kaldı.

Küresel kargo talebi yıllık bazda %5,5 artarak yılın en yüksek seviyesine ulaştı. Aynı dönemde kargo kapasitesi %4,7 artış gösterirken, talep artışının kapasitenin üzerinde seyretmesiyle birlikte kargo doluluk oranı yıllık 0,4 puan artışla %49,1 seviyesine yükseldi. Maliyet tarafında, jet yakıtı fiyatları yıllık %5,9 artarak üst üste üçüncü aylık yükselişini kaydederken, kargo getirileri yıllık bazda %2,9 geriledi. Ancak ay bazında bakıldığında, getiriler %8,2 artış göstererek Aralık 2021'den bu yana en güçlü aylık toparlanmayı sergiledi. IATA'ya göre bu görünüm, yıl sonunda e-ticaret kaynaklı talebin ve zaman hassasiyeti yüksek gönderilerin hava kargo talebini desteklemeye devam ettiğine işaret ediyor.

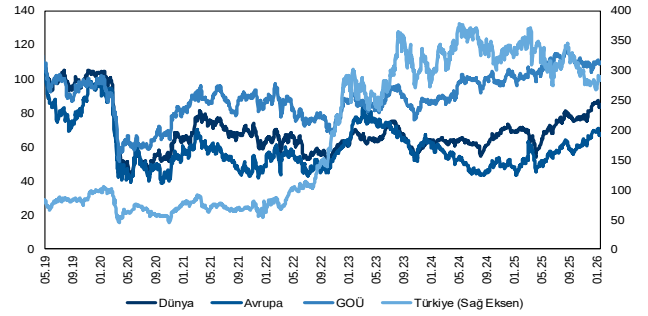
### Günlük ortalama uçuş sayısında artış

Euro Control tarafından yayımlanan verilere göre 1-31 Aralık tarihleri arasında toplam günlük ortalama uçuş sayısı %5,9 artışla 26.671 oldu. Ekim ve Kasım aylarındaki artış sırasıyla %4,9 ve %4,8 seviyelerinde gerçekleşmişti. Aralık'ta THY'nin günlük ortalama uçuş sayısı bir önceki yılın aynı dönemine göre %9,6 artışla 1.502 olurken, Pegasus'un %13,3 artışla 576 seviyesinde gerçekleşti. Havalimanı bazında incelendiğinde, Aralık ayında İstanbul Havalimanı'nda günlük ortalama uçuş sayısı %6,7 artışla 1.453, Sabiha Gökçen'de %12,7 artışla 748 ve Antalya Havalimanı'nda %0,5 artışla 240 seviyesinde gerçekleşti.

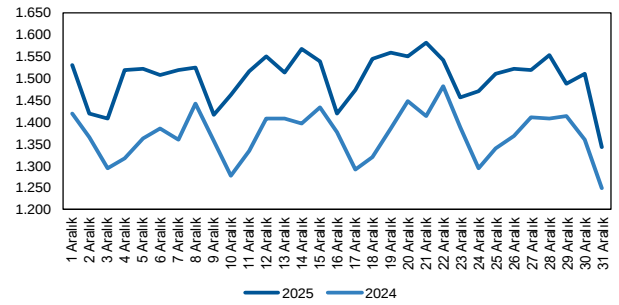
### Crack spread'i aylık %25,7 azaldı

Aralık ayında brent-jet yakıtı arasındaki fark jet yakıtlarındaki hızlı düşüşün etkisiyle 23,9 dolar seviyesine geriledi. Kasım ayında fark 32,2 dolarda bulunuyordu.

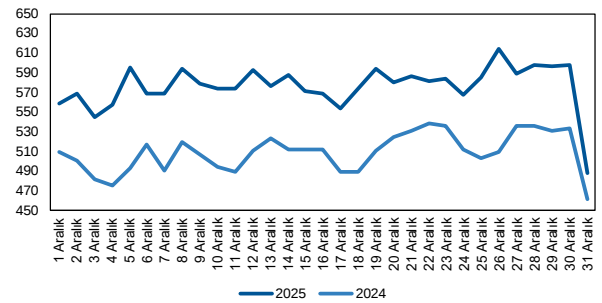
MSCI Havacılık Endeksleri ve BIST Ulaştırma Endeksi



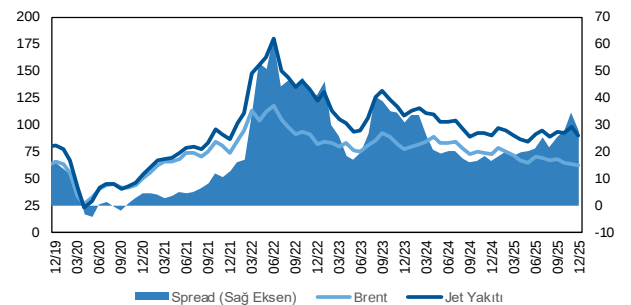
THYAO Günlük Uçuş Sayısı



PGSUS Günlük Uçuş Sayısı



Yakıt Maliyetleri



Kaynak: EuroControl, Bloomberg, Reuters Workspace, HLY Araştırma

## Türk Hava Yolları

### Yolcu sayısı %13,5 artış kaydetti

Şirketin toplam yolcu sayısı Aralık 2025'te bir önceki yılın aynı ayına göre %13,5 artışla 7,3 milyona yükseldi. Yurt içi yolcu sayısı yıllık %9,9 artışla 2,3 milyon olurken, yurt dışı yolcu sayısı yıllık %15,2 artışla 4,98 milyona yükseldi. Toplam dıştan dışa transfer yolcu sayısındaki artış ise %14,1 ile 3,2 milyon oldu. Bölge bazında en yüksek artışlara baktığımızda Orta Doğu %25,4, Afrika %21,8 ve Uzak Doğu %17,4 büyümeye kaydetti. Ocak-Aralık döneminde şirketin toplam yolcu sayısı bir önceki yılın aynı dönemine göre %8,8 artışla 92,6 milyona ulaştı. Yurt dışı %11,3, yurt içi %4,5 artış kaydetti.

### Yolcu doluluk oranında 1,9 puanlık iyileşme

Kapasite yıllık %9,2 artışla 23,3 milyar AKK seviyesinde gerçekleşti. Diğer yandan ücretli yolcu kilometre yıllık bazda %11,7 artışla 19,3 milyara ulaştı. Böylelikle yolcu doluluk oranı Aralık 2025'te 1,9 puan artışla %82,6'ya yükseldi. Kapasitenin en çok arttığı bölgeler %16,4 ile Uzak Doğu, %13,8 ile Orta Doğu ve %13,5 ile Afrika oldu. Ocak-Aralık döneminde AKK 2024'ün aynı dönemine göre %7,5 artışla 273,2 milyar, ÜYK %8,8 artışla 227,3 milyar seviyesinde gerçekleşti. Yolcu doluluk oranı ise 1,0 puan artışla %83,2'ye yükseldi.

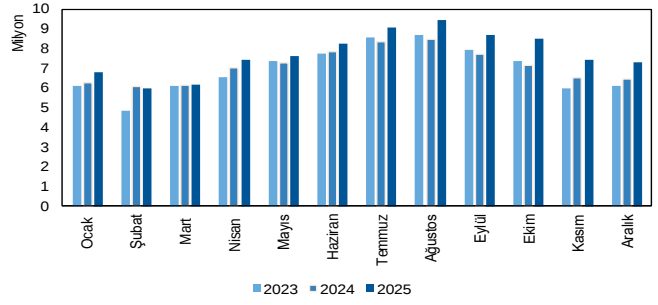
### Kargo faaliyetlerinde pozitif seyir

Aralık ayında kargo+posta miktarı yıllık bazda %15,9 artışla 192.400 ton seviyesinde gerçekleşti. Ocak-Aralık döneminde toplam taşınan kargo miktarı yıllık %8,4 artışla 2,2 milyon tona yükselmiş oldu.

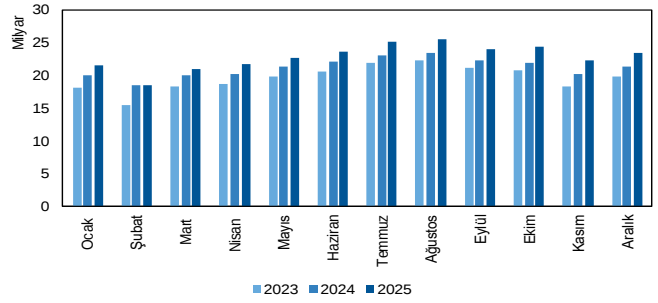
### Değerlendirme

Aralık ayında Türk Hava Yolları endeksin %4,73 altında performans gösterdi. **Yurt dışının katkısıyla güçlü yolcu büyümesi ve doluluk oranındaki iyileşmenin etkisiyle Aralık ayı trafik sonuçlarını "pozitif" olarak değerlendiriyoruz.**

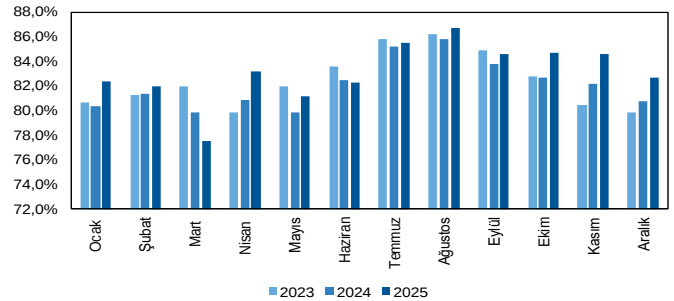
Toplam Yolcu Sayısı



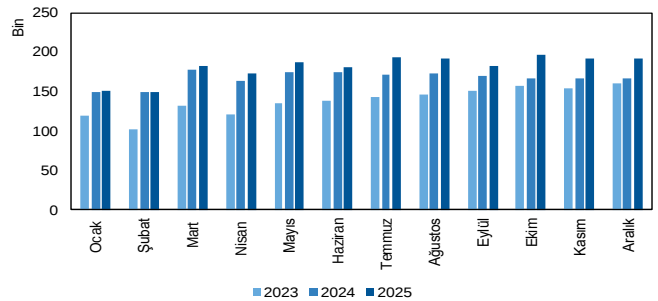
AKK



Yolcu Doluluk Oranı



Kargo + Posta (Ton)



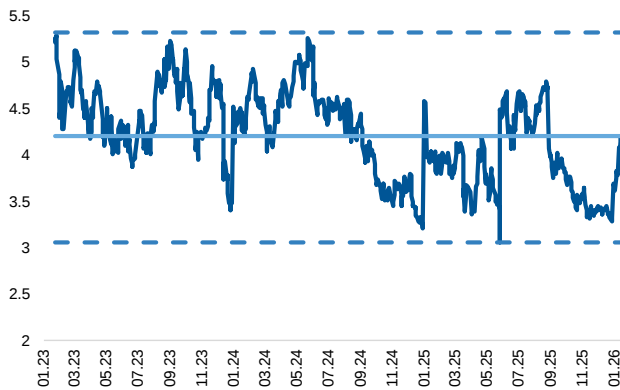
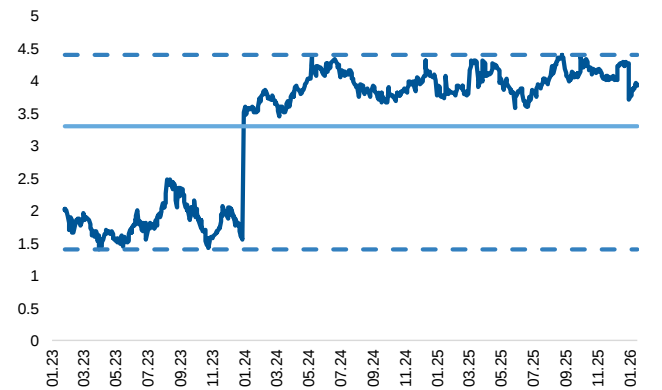
Kaynak: THYAO, HLY Araştırma

**Tablo 1: Küresel Ölçekte Benzer Şirketler**

| Şirket İsmi                    | Ülke       | Piyasa Değeri (USD mn) | FD/FAVÖK |       | F/K   |       |
|--------------------------------|------------|------------------------|----------|-------|-------|-------|
|                                |            |                        | 2025T    | 2026T | 2025T | 2026T |
| AVRUPA                         |            |                        |          |       |       |       |
| Deutsche Lufthansa AG          | Almanya    | 11,749                 | 3.5      | 3.2   | 7.5   | 6.5   |
| International Consolidated Air | İngiltere  | 25,169                 | 3.6      | 3.4   | 6.9   | 6.3   |
| AMERİKA                        |            |                        |          |       |       |       |
| United Airlines Holdings Inc   | ABD        | 37,191                 | 6.1      | 5.3   | 10.9  | 8.7   |
| American Airlines Group Inc    | ABD        | 10,146                 | 8.7      | 6.3   | 29.1  | 7.7   |
| Latam Airlines                 | Şili       | 16,771                 | 5.5      | 5.0   | 7.3   | 5.8   |
| ASYA                           |            |                        |          |       |       |       |
| Air China Ltd                  | Çin        | 20,860                 | 11.0     | 8.9   | 260.0 | 29.4  |
| China Eastern Airlines Corp    | Çin        | 18,688                 | 10.8     | 8.9   | 297.1 | 26.0  |
| China Southern Airlines Ltd    | Çin        | 18,519                 | 9.2      | 8.1   | 131.1 | 19.9  |
| ANA Holdings Inc               | Japonya    | 9,362                  | 5.1      | 4.7   | 10.5  | 10.2  |
| Japan Airlines Co Ltd          | Japonya    | 8,185                  | 4.6      | 4.0   | 12.8  | 10.3  |
| Cathay Pacific Airways Ltd     | Hong Kong  | 10,597                 | 5.6      | 5.6   | 9.8   | 9.4   |
| Singapore Airlines Ltd         | Singapur   | 15,638                 | 5.6      | 6.1   | 8.1   | 21.4  |
| Qantas Airways Lyd             | Avustralya | 10,579                 | 4.7      | 4.2   | 9.9   | 9.1   |
| Türk Hava Yolları              |            | 9,434                  | 4.2      | 4.2   | 3.6   | 3.0   |
| Medyan                         |            |                        | 5.6      | 5.3   | 10.5  | 9.4   |
| Prim/İskonto                   |            |                        | -25%     | -21%  | -66%  | -69%  |
| Ortalama                       |            |                        | 6.7      | 5.9   | 66.1  | 13.7  |
| Prim/İskonto                   |            |                        | -37%     | -28%  | -95%  | -78%  |

Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma Tahminleri

Türk Hava Yolları'nı küresel benzerleri ile karşılaştırdığımızda, tahminlerimize göre şirket 4,2x olan 2025T FD/FAVÖK çarpanına göre %25, 4,2x seviyesindeki 2026T FD/FAVÖK çarpanına göre de %21 iskonto sunmaktadır. F/K çarpanları cephesinde ise 3,6x olan 2025T F/K çarpanına göre %66, 3,0x seviyesindeki 2026T F/K çarpanına göre %69 iskonto işlem görmektedir.

**Grafik 1: Son Üç Yıllık F/K**

**Grafik 2: Son Üç Yıllık FD/FAVÖK**


Kaynak: Bloomberg

## Pegasus Hava Taşımacılığı

## Yolcu büyümesinde güçlü seyir

Şirketin toplam yolcu sayısı Aralık 2025'te bir önceki yılın aynı ayına göre %16,8 artışla 3,62 milyona yükseldi. Yurt içi yolcu sayısı yıllık %14,3 artışla 1,36 milyon olurken, yurt dışı yolcu sayısı yıllık %18,3 artışla 2,26 milyona yükseldi. Toplam doluluk oranı, yıllık 1,7 puan artışla %86,9'a ulaştı. Yurt içi doluluk oranı yıllık 3,9 puan artışla %92,5, yurt dışı doluluk oranı ise yıllık 0,6 puan artışla %83,8 seviyesinde gerçekleşti. Ocak-Aralık döneminde toplam yolcu sayısı yıllık %15 artışla 43,3 milyona ulaştı. İç hatlar %11, dış hatlar %18 büyüme kaydetti. Toplam doluluk oranı yatay seyrile %87,7 seviyesinde gerçekleşti.

## AKK'deki artış %17,3 oldu

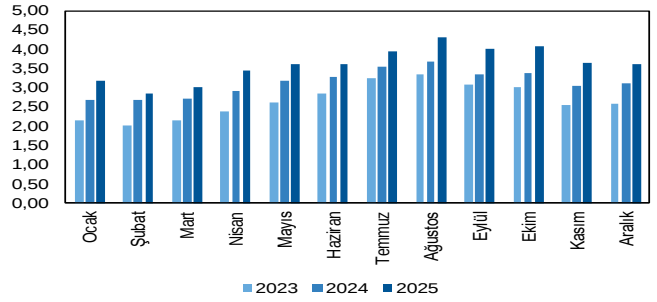
Şirketin büyüme stratejisi doğrultusundaki AKK büyümesi devam ediyor. Aralık ayında kapasite yıllık %17,3 artışla 6,48 milyar AKK'ye yükseldi. Aynı dönemde yurt içi kapasite yıllık %12,8 artışla 1,14 milyar AKK, yurt dışı kapasite ise yıllık %18,3 artışla 5,33 milyar AKK'ye yükseldi. Ocak-Aralık döneminde şirketin toplam kapasitesi ise %17 büyüme gösterdi.

Dış hatlarda konma başına misafir sayısı Aralık ayında yıllık bazda %0,7 artışla 176, iç hatlarda ise %5,9 artışla 195 seviyesinde gerçekleşti. Böylelikle toplam konma başına misafir yıllık bazda %2,5 artışla 183 seviyesinde gerçekleşti.

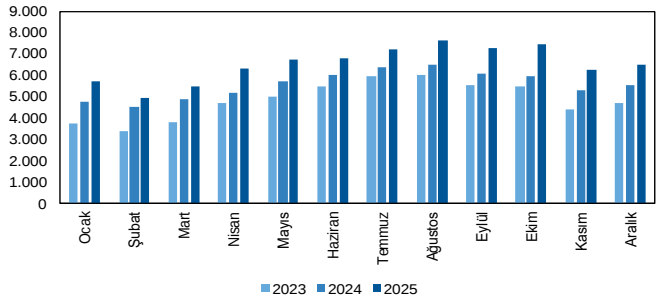
## Değerlendirme

Aralık ayında Pegasus endeksin %7,70 altında performans gösterdi. **Güçlü yolcu ve kapasite büyümesinin yanı sıra doluluk oranındaki artışın etkisiyle Aralık ayı trafik sonuçlarını "pozitif" olarak değerlendiriyoruz.**

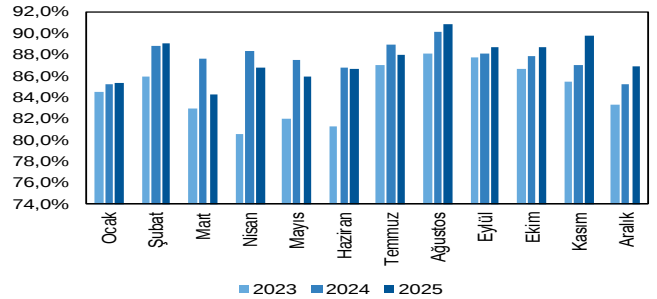
Toplam Yolcu Sayısı (mn)



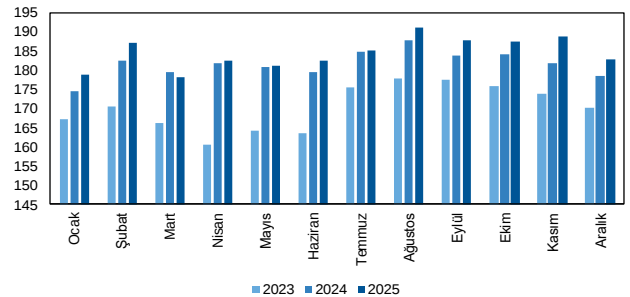
AKK (mln km)



Yolcu Doluluk Oranı



Konma Başına Misafir



Kaynak: PGSUS, HLY Araştırma

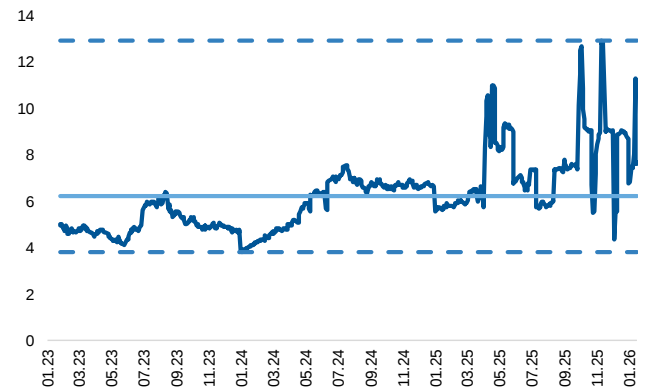
**Tablo 2: Küresel Ölçekte Benzer Şirketler**

| Şirket İsmi                | Ülke         | Piyasa Değeri (USD mn) | FD/FAVÖK |       | F/K   |       |
|----------------------------|--------------|------------------------|----------|-------|-------|-------|
|                            |              |                        | 2025T    | 2026T | 2025T | 2026T |
| AVRUPA                     |              |                        |          |       |       |       |
| easyJet PLC                | İngiltere    | 4,924                  | 2.0      | 2.0   | 7.4   | 7.1   |
| Wizz Air Holdings Plc      | Macaristan   | 1,752                  | 5.2      | 5.0   | 10.1  | 484.4 |
| Ryanair Holdings PLC       | İrlanda      | 35,225                 | 10.1     | 7.7   | 19.7  | 13.7  |
| AMERİKA                    |              |                        |          |       |       |       |
| Air Canada                 | Kanada       | 4,187                  | 3.7      | 3.2   | 16.8  | 9.2   |
| Southwest Airlines Co      | ABD          | 22,300                 | 10.9     | 6.3   | 45.3  | 13.5  |
| JetBlue Airways Corp       | ABD          | 1,957                  | 23.3     | 11.2  | ---   | ---   |
| ASYA                       |              |                        |          |       |       |       |
| Spring Airlines Co Ltd     | Çin          | 8,213                  | 12.0     | 10.0  | 24.9  | 18.8  |
| Air New Zealand Ltd        | Yeni Zelanda | 1,096                  | 3.9      | 3.7   | 15.3  | 82.9  |
| Air Arabia PJSC            | BAE          | 6,569                  | 10.3     | 9.2   | 15.3  | 13.6  |
| Vietjet Aviation JSC       | Vietnam      | 3,815                  | ---      | ---   | ---   | ---   |
| Pegasus Hava Taşımacılığı* |              | 2,348                  | 10.1     | 7.7   | 4.9   | 4.9   |
| Medyan                     |              |                        | 10.1     | 6.3   | 16.0  | 13.7  |
| Prim/İskonto               |              |                        | -1%      | 23%   | -70%  | -64%  |
| Ortalama                   |              |                        | 9.1      | 6.5   | 19.4  | 80.4  |
| Prim/İskonto               |              |                        | 11%      | 19%   | -75%  | -94%  |

Kaynak: Bloomberg, \*Bloomberg konsensus tahminleridir.

Pegasus Hava Taşımacılığı'nı küresel benzerleri ile karşılaştırdığımızda, Bloomberg konsensus tahminlerine göre şirket 10,1x olan 2025T FD/FAVÖK çarpanına göre %1 iskontolu, 7,7x seviyesindeki 2026T FD/FAVÖK çarpanına göre ise %23 primli işlem görmektedir. F/K çarpanları cephesinde de 4,9x olan 2025T F/K çarpanına göre %70, 4,9x seviyesindeki 2026T F/K çarpanına göre %64 iskonto sunmaktadır.

**Grafik 3: Son Üç Yıllık F/K**

**Grafik 4: Son Üç Yıllık FD/FAVÖK**


Kaynak: Bloomberg

## Tav Havalimanları

### Yolcu büyümesi devam ediyor

Şirketin toplam yolcu sayısı Aralık 2025'te bir önceki yılın aynı ayına göre %10,7 artışla 6,8 milyona yükseldi. Yurt içi yolcu sayısı yıllık %6,3 artışla 2,95 milyon olurken, yurt dışı yolcu sayısı yıllık %14,4 artışla 3,85 milyon seviyesinde gerçekleşti. Bölge bazında en yüksek artışlara baktığımızda Kuzey Makedonya %25,3, Gürcistan %24,6 ve Medine %15,8 büyümeye kaydetti. Toplam yolcu sayısı içerisinde Medine %19,0, Ankara %17,1 ve Antalya %15,8 ile en yüksek paya sahip üç bölge oldu. Ankara'nın yolcu sayısı Aralık ayında %15,3 artışla 1,2 milyon, Antalya'nın %5,7 artışla 1,1 milyon oldu. Ocak-Aralık döneminde toplam yolcu sayısı 2024'ün aynı dönemine göre %6 artışla 113,1 milyona ulaştı.

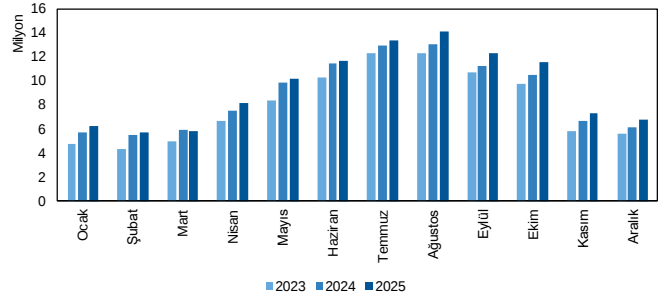
### Ticari uçuşlar %6,9 arttı

Şirketin toplam ticari uçuş sayısı Aralık 2025'te bir önceki yılın aynı ayına göre %6,9 artışla 49 bine yükseldi. Yurt içi uçuş sayısı yıllık %3,1 artışla 19,7 bin olurken, yurt dışı uçuş sayısı yıllık %9,7 artışla 29,3 bine ulaştı. Bölge bazında en yüksek artışlara baktığımızda Gürcistan %18,2, Medine %17,2 ve İzmir %8,9 büyümeye kaydetti. Toplam uçuş sayısı içerisinde Almatı %15,9, Medine %15,8 ve Ankara %15,5 ile en yüksek paya sahip üç bölge oldu. Almatı ticari uçuş sayısı Aralık ayında %0,4 artışla 7,8 bin, Ankara'nın %8,0 artışla 7,6 bin oldu. Ocak-Aralık döneminde toplam ticari uçuş sayısı geçen yılın aynı dönemine göre %6 artışla 765,8 bine ulaştı.

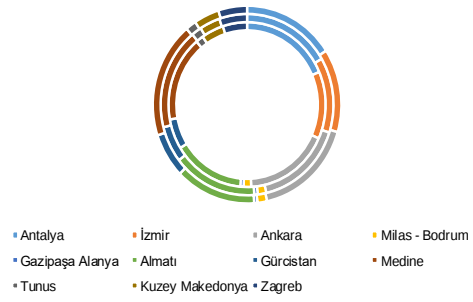
### Değerlendirme

Aralık ayında Tav Havalimanları endekse relatif %3,83 pozitif ayrıştı. **Aralık ayı sonuçlarını "sınırlı pozitif" olarak değerlendiriyoruz.**

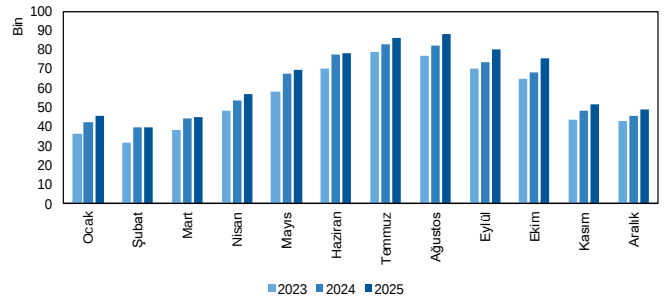
Toplam Yolcu Sayısı



Yolcu Dağılımı



Uçuş Sayısı



Uçuş Sayısı Dağılımı



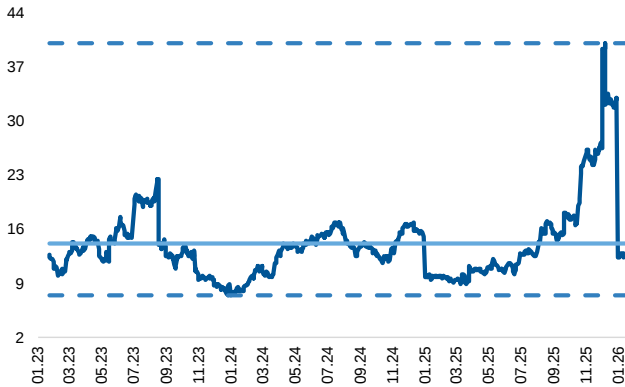
Kaynak: TAVHL, HLY Araştırma

**Tablo 3: Küresel Ölçekte Benzer Şirketler**

| Şirket İsmi                                    | Ülke            | Piyasa Değeri (USD mn) | FD/FAVÖK |       | F/K   |       |
|------------------------------------------------|-----------------|------------------------|----------|-------|-------|-------|
|                                                |                 |                        | 2025T    | 2026T | 2025T | 2026T |
| AVRUPA                                         |                 |                        |          |       |       |       |
| Flughafen Wien AG                              | Avusturya       | 5,420                  | 11.8     | 10.9  | 23.0  | 23.0  |
| Aéroports de Paris SA                          | Fransa          | 12,470                 | 8.8      | 8.4   | 21.5  | 16.1  |
| Fraport AG Frankfurt Airport Services Worldwid | Almanya         | 8,034                  | 12.3     | 11.8  | 16.0  | 18.7  |
| Enav SpA                                       | İtalya          | 2,964                  | 11.0     | 10.3  | 30.5  | 25.3  |
| AMERİKA                                        |                 |                        |          |       |       |       |
| Corp America Airports SA                       | Arjantin        | 4,244                  | 7.1      | 6.5   | 18.1  | 11.7  |
| Hub Group Inc                                  | ABD             | 2,866                  | 9.6      | 9.3   | 25.7  | 22.1  |
| ASYA                                           |                 |                        |          |       |       |       |
| Beijing Capital International Airport Co Ltd   | Çin             | 1,545                  | 13.2     | 10.5  | ---   | 76.3  |
| Japan Airport Terminal Co Ltd                  | Japonya         | 2,873                  | 9.1      | 8.3   | 20.7  | 18.7  |
| Airports Corp of Vietnam JSC                   | Vietnam         | 8,129                  | 12.5     | 11.8  | 16.1  | 21.5  |
| Saudi Ground Services Co                       | Suudi Arabistan | 1,817                  | 11.2     | 10.3  | 16.6  | 15.5  |
| SATS Ltd                                       | Singapur        | 4,465                  | 9.5      | 8.7   | 23.3  | 20.4  |
| Tav Havalimanları*                             |                 | 2,702                  | 6.4      | 5.7   | 34.4  | 12.6  |
| Medyan                                         |                 |                        | 11.0     | 10.3  | 21.1  | 20.4  |
| Prim/İskonto                                   |                 |                        | -42%     | -45%  | 64%   | -38%  |
| Ortalama                                       |                 |                        | 10.5     | 9.7   | 21.1  | 24.5  |
| Prim/İskonto                                   |                 |                        | -40%     | -42%  | 63%   | -49%  |

Kaynak: Bloomberg, \*Bloomberg konsensus tahminleridir.

Tav Havalimanları'nı küresel benzerleri ile karşılaştırdığımızda, Bloomberg konsensus tahminlerine göre şirket 6,4x olan 2025T FD/FAVÖK çarpanına göre %42, 5,7x seviyesindeki 2026T FD/FAVÖK çarpanına göre ise %45 iskonto sunmaktadır. F/K çarpanları cephesinde 34,5x olan 2025T F/K çarpanına göre %64 primli, 12,6x seviyesindeki 2026T F/K çarpanına göre ise %38 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**

**Müdür**

*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

**Gökrem 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 dayanarak 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 dayanarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize 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 içermeyiştir. Bu bilgilere istinaden her türlü özel ve/veya tüzel kişiler tarafından alınacak kararlar, varılacak sonuçlar, gerçekleştirilecek işlemler ve oluşabilecek her türlü riskler bizzat bu kişilere ait ve raci olacaktır. Bu nedenle, işbu rapor, yorum ve tavsiyelerde yer alan bilgilere dayanarak 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, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.